INTESA SANPAOLO

La Bussola dell'Economia Italiana

Research Department

Ottobre 2026

IMI CORPORATE & INVESTMENT BANKING

INTESA SANPAOLO

La bussola dell'economia italiana

Macro

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale **2**
Deficit 2027-28 sopra il 3%, ma solo per difesa ed energia 2
Sintesi della previsione macroeconomica 11
Torna a calare la produzione industriale… 12
…nonostante i segnali di tenuta dalle indagini manifatturiere 13
Costruzioni in evidente frenata 14
Segnali contrastanti dai servizi, che tuttavia rimangono in espansione 15
Verso un indebolimento dei consumi delle famiglie a cavallo d'anno 16
Disoccupazione in risalita dai minimi, sulla scia del calo degli inattivi 17
Il surplus commerciale al netto dell'energia tocca nuovi massimi storici 18
L'inflazione ha ancora spazi di salita 19

Tendenze del settore bancario **20**
Ancora robusta la crescita dei prestiti al settore privato a settembre 20
Aumento più moderato dei depositi ma dinamica sostenuta dei titoli a custodia 22

Ottobre 2026

Nota Mensile

Research Department

Macroeconomic Research

Paolo Mameli
Economista Macro Italia

Alessia Gavazzi
Economista

Elisa Coletti
Economista Banche

Documento basato sulle informazioni disponibili al 26 ottobre 2026

Vedere l'Appendice per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni

IMI CORPORATE & INVESTMENT BANKING

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Deficit 2027-28 sopra il 3%, ma solo per difesa ed energia

Paolo Mameli

Il DPFP conferma il deficit 2026 al 2,9% ma lo riporta sopra il 3% nel 2027-28 (3,4% e 3,2%), attivando la clausola di salvaguardia UE per difesa ed energia (14,4 miliardi l'anno). Il DPB quantifica la manovra 2027 in circa 23,5 miliardi lordi e 13 netti (lo 0,54% del PIL): l'extra-deficit è pressoché interamente legato all'attivazione della clausola di flessibilità. L'impostazione generale è prudente, ma il conto interessi sale di 30 miliardi in quattro anni, il debito nel 2029 torna al livello del 2025 e l'aggiustamento è quasi tutto rinviato al 2029.

Il Consiglio dei Ministri ha approvato venerdì 2 ottobre il **Documento Programmatico di Finanza Pubblica (DPFP) 2026**, che aggiorna lo scenario a legislazione vigente e fissa gli obiettivi programmatici per il 2027-2029; il documento è stato approvato dal Parlamento il 13 ottobre, insieme alla relazione che autorizza lo scostamento di bilancio, e i suoi obiettivi sono stati integralmente confermati dal successivo Documento Programmatico di Bilancio (DPB). Le principali novità, rispetto al Documento di Finanza Pubblica (DFP) dello scorso aprile, sono le seguenti:

- **la crescita del PIL 2026 è rivista al rialzo all'1% dallo 0,6% di aprile**, grazie a un acquisito già pari a 0,8% e a una domanda estera migliore delle attese; il 2027 tendenziale resta però a 0,6% (0,8% nel 2028-29), perché il maggior trascinamento è compensato da energia più cara (Brent a 78 dollari e gas a 47 euro/MWh nel 2027) e tassi più alti; nel quadro programmatico, validato dall'UPB, la crescita sale a 0,8% nel 2027 e a 0,9% nel 2028;
- il **PIL nominale è rivisto al rialzo di circa due decimi l'anno in media** (2,7% nel 2026 da 2,4%; 3,2% e 3% programmatici nel 2027-28 contro 2,6% e 2,5% del DFP), anche per effetto dell'inflazione (deflatore dei consumi al 3% quest'anno e al 2,3% nel 2027): è il fattore che più aiuta i rapporti di finanza pubblica rispetto ad aprile;
- **il deficit 2026 è confermato al 2,9% del PIL** (avanzo primario all'1,2%), nonostante una spesa per interessi salita a 96,9 miliardi, circa 2 miliardi in più di quanto stimato in primavera, soprattutto per la rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione;
- **il deficit tendenziale 2027-29 peggiora di uno-due decimi l'anno** (2,9%, 2,7% e 2,2%, da 2,8%, 2,5% e 2,1%) e la causa è soprattutto il costo del debito: gli interessi passivi sono attesi a 103,7 miliardi nel 2027, 112,3 nel 2028 e 117,2 nel 2029, pari al 4,6% del PIL nel 2028 (4,3% implicito nel DFP di aprile), mentre l'avanzo primario tendenziale è sostanzialmente invariato (1,4%, 1,9% e 2,5%, contro 1,5%, 1,8% e 2,4%);
- soprattutto, **il nuovo quadro programmatico vede il disavanzo al 3,4% nel 2027, al 3,2% nel 2028 e al 2,3% nel 2029**: mezzo punto sopra il tendenziale nel prossimo biennio e di nuovo oltre la soglia del 3% dopo un solo anno al di sotto;
- lo scarto riflette l'attivazione della **clausola di salvaguardia nazionale per 0,6 punti di PIL l'anno nel 2027 e nel 2028** (0,3% per la difesa e 0,3% per la sicurezza energetica), ovvero 14,4 miliardi l'anno e circa 29 nel biennio, meno dei 36 circa che il mandato parlamentare di agosto avrebbe consentito; poiché parte dell'aumento della spesa militare è già nel tendenziale, **l'espansione netta rispetto alla legislazione vigente vale circa mezzo punto di PIL nel 2027** (0,54%, ovvero circa 13 miliardi, secondo il DPB);
- la **spesa netta programmatica cresce del 3,3% nel 2027, contro un limite raccomandato dell'1,9%**, per poi rallentare all'1,7% nel 2028 e ad appena lo 0,2% nel 2029; al netto della clausola i tassi coincidono con i limiti del Consiglio UE (1,9%, 1,7% e 1,5%) e il Governo ne deduce che per il 2027 "non emergerebbe la necessità di una correzione di bilancio";
- il **rapporto debito/PIL parte più basso di quanto previsto ad aprile (136,7% nel 2025 da 137,1%) grazie alla revisione al rialzo comunicata dall'Istat sul PIL nominale**, sale al 138,1% quest'anno (138,6% in aprile) e tocca il picco al 138,5% nel 2027 (nel DFP era previsto iniziare a calare dall'anno prossimo), per poi scendere al 137,9% nel 2028 e al 136,6% nel 2029, tre decimi sopra l'obiettivo di aprile: a fine periodo il beneficio della revisione statistica è già interamente speso;

- la salita del debito nel 2026-27 resta guidata dall'**aggiustamento stock-flussi legato ai crediti d'imposta edilizi** (2,1 punti di PIL quest'anno e 1,3 il prossimo), che tiene il fabbisogno di cassa del settore pubblico al 5,7% del PIL nel 2026 (oltre 130 miliardi) e al 5,1% nel 2027; il fabbisogno è visto migliorare successivamente al 3,4% del PIL nel 2028 e al 2,2% del PIL nel 2029.

Il quadro di finanza pubblica: DPFP di ottobre e DFP di aprile a confronto

	DPFP ottobre – programmatico				DPFP ottobre – tendenziale				DFP aprile – tendenziale			
	2026	2027	2028	2029	2026	2027	2028	2029	2026	2027	2028	2029
PIL reale (var. %)	1,0	0,8	0,9	0,8	1,0	0,6	0,8	0,8	0,6	0,6	0,8	0,8
PIL nominale (var. %)	2,7	3,2	3,0	2,6	2,7	2,9	2,7	2,6	2,4	2,6	2,5	2,7
Indebitamento netto (% PIL)	−2,9	−3,4	−3,2	−2,3	−2,9	−2,9	−2,7	−2,2	−2,9	−2,8	−2,5	−2,1
Saldo primario (% PIL)	1,2	0,9	1,4	2,4	1,2	1,4	1,9	2,5	1,2	1,5	1,8	2,4
Interessi passivi (% PIL)	4,2	4,3	4,6	4,7	4,2	4,3	4,6	4,6	4,1	4,2	4,4	4,5
Debito pubblico (% PIL)	138,1	138,5	137,9	136,6	138,1	138,4	137,7	136,3	138,6	138,5	137,9	136,3
Spesa netta (var. %)	1,6	3,3	1,7	0,2	1,6	2,1	1,3	1,1	1,6	2,2	1,7	1,5

Fonte: elaborazioni su dati MEF (DPFP 2026 e DFP 2026)

Sul quadro di finanza pubblica delineato dal DPFP, **la nostra valutazione è la seguente:**

- **tutto l'impianto poggia su un margine di un solo decimo nel 2026** (poco più di 2 miliardi): l'uscita dalla procedura per disavanzo eccessivo richiede un consuntivo sotto il 3% e, per un Paese già in procedura, solo a quella condizione la Commissione valuterà i deficit 2027-28 al netto della clausola (2,8% e 2,6%); già nel 2025 il deficit è risultato superiore alle stime (3,1%, dato confermato di recente dall'Istat) per l'emersione inattesa di crediti da Superbonus, anche se i rischi di non rispettare il limite del 3% quest'anno paiono decisamente più contenuti;
- **fuori dalla clausola, il DPFP non lascia spazi di deficit**: ogni intervento aggiuntivo andrà coperto con tagli di spesa o maggiori entrate, in un anno in cui la sola indicizzazione delle pensioni (attese crescere, nel quadro a legislazione vigente, di +4,2% nel 2027, quasi 15 miliardi) potrebbe assorbire circa tre quarti dell'aumento di spesa netta consentito dalle regole; non a caso il Governo ha chiesto di più, chiedendo il 1° ottobre alla Commissione di tenere conto dell'inflazione nella valutazione della spesa netta e consentire l'uso di parte dell'extra-gettito per misure temporanee sull'energia, ricevendo una prima risposta fredda (sugli sviluppi più recenti del negoziato, si veda oltre);
- **il tendenziale incorpora ipotesi di spesa difficili da mantenere**: redditi da lavoro pubblico in crescita dell'1,5% l'anno nel 2027-28 e consumi intermedi dell'1,1% nel 2027, con un'inflazione al 2,3%, e spesa sanitaria in calo dal 6,4% al 6,3% del PIL; sono voci che le leggi di bilancio tendono a rifinanziare (rinnovi contrattuali, sanità: non a caso il DPB destina alla sanità 2,4 miliardi nel 2027), mentre dal lato delle entrate la pressione fiscale è già al 43% e offre pochi margini (nel quadro del Governo è vista sostanzialmente invariata nei prossimi anni); inoltre, a legislazione vigente, due terzi del calo della spesa primaria in rapporto al PIL tra 2025 e 2029 vengono dal conto capitale (da 6% a 4,7%), cioè dall'esaurirsi di Superbonus e PNRR più che da scelte di bilancio;
- **la spesa per interessi è la voce più dinamica del bilancio**: +30 miliardi tra il 2025 e il 2029 (di cui circa 16 già entro il 2027; +6,6% l'anno nel 2027-29), fino al 4,7% del PIL, con un costo medio del debito in salita dal 2,9% al 3,5%; le stime assumono un BTP decennale al 4,3% nel 2027 e al 4,5% nel 2029, circa 30 punti base sopra le ipotesi di aprile, e secondo il MEF uno shock di 50 punti base porterebbe il deficit 2029 al 2,5% e il debito al 137,9%; con un fabbisogno ancora superiore a 120 miliardi nel 2027 e la BCE in fase restrittiva, la sensibilità ai rendimenti è il principale canale di rischio; in effetti, le proiezioni del MEF sono basate, come da ipotesi tecniche, sulla curva forward del mese di settembre (come per tassi di cambio e commodities, la data di cut-off dovrebbe essere stata l'11/9): a nostro avviso, viste le evoluzioni dei rendimenti dei titoli governativi nelle ultime settimane (il rendimento del BTP decennale, intorno al 4,6%, è oggi circa 30 punti base più alto della media ipotizzata dal DPFP per il 2027), **rispetto a queste stime vi sono rischi al rialzo, dell'ordine di almeno un decimo di PIL nel 2028-29**;

- **la discesa del debito è rinviata e fragile**: nel 2029 il rapporto debito/PIL sarebbe al 136,6%, lo stesso livello del 2025 e oltre due punti sopra il 2024; il calo dal 2028 presuppone che l'avanzo primario salga al 2,4% del PIL, ben sopra l'1,9% del 2019, e che l'aggiustamento stock-flussi scenda da 2,1 punti di PIL quest'anno e 1,3 il prossimo a 0,3 nel 2028 e a zero nel 2029, anche grazie a una riduzione della liquidità del Tesoro e a proventi da dismissioni che né il DPFP né il DPB quantificano; il dato sull'aggiustamento stock-flussi nel 2027 è stato rivisto al rialzo dallo 0,7% del DFP di aprile, probabilmente per una revisione prudenziale dei proventi da privatizzazioni (che il DFP stimava allo 0,2% del PIL nel 2026 e a ben lo 0,5% nel 2027, oltre a un residuo 0,1% nel 2028): è plausibile che tali proventi siano stati spostati in avanti al 2028-29, ma l'esperienza recente insegna che si tratta di obiettivi ambiziosi;
- il debito resta inoltre esposto al differenziale tra costo medio del debito e crescita del PIL nominale, che è atteso azzerarsi nel 2027 (3,2% per entrambi) e tornare sfavorevole per circa 0,6 punti nel 2028-29: secondo le nostre simulazioni, **con una crescita nominale inferiore di mezzo punto l'anno nel 2027-29 (in pratica il profilo del DFP di aprile per il 2027-28), il debito continuerebbe a salire fino a circa il 140% nel 2029 e il deficit resterebbe sopra il 3% per tutto l'orizzonte**; anche solo sommando i due scenari avversi del MEF, a fine periodo il rapporto sarebbe ancora sul livello del picco (circa 138,5%).

Il **Documento Programmatico di Bilancio** 2027, approvato dal Consiglio dei Ministri il 13 ottobre e trasmesso alla Commissione europea il 15, ha precisato dimensione e composizione della manovra. Le principali novità sono le seguenti:

- **la manovra lorda vale lo 0,98% del PIL nel 2027, ovvero circa 23,5 miliardi** (24,5 miliardi nel 2028 e 16,5 nel 2029): si tratta, in rapporto al PIL, della manovra lorda più contenuta degli ultimi quattro anni (1,3% nei DPB 2024 e 2025, circa l'1% nel DPB 2026);
- **la manovra netta è espansiva per lo 0,54% del PIL nel 2027 e per lo 0,56% nel 2028** (circa 13-14 miliardi l'anno), per poi ridursi allo 0,15% nel 2029, coerentemente con il sentiero di deficit programmatico indicato dal DPFP (3,4% nel 2027, 3,2% nel 2028 e 2,3% nel 2029);
- l'espansione è interamente legata all'**attivazione della clausola di salvaguardia nazionale**, per la quale la Commissione ha raccomandato l'autorizzazione l'8 ottobre: l'utilizzo previsto (0,6 punti di PIL l'anno) è meno della metà del margine teoricamente disponibile (1,5% del PIL);
- le tavole sul PNRR indicano che **circa 1,8 punti di PIL di spesa finanziata da sovvenzioni e prestiti RRF (oltre 40 miliardi) è prevista dopo il 2026**, per misure i cui traguardi e obiettivi sono considerati raggiunti indipendentemente dalla spesa effettivamente sostenuta.

Nel complesso, **la manovra per il 2027** si configura nella forma seguente:

- gli **interventi** valgono nel loro insieme circa 23,5 miliardi:
  - le risorse per la **difesa** ammontano allo 0,19% del PIL (4,6 miliardi) nel 2027 e 0,20% nel 2028, ma si riducono a meno di 1 miliardo nel 2029; sommandosi all'aumento già incluso nel tendenziale, portano la spesa per la difesa dall'1,3% all'1,6% del PIL tra il 2026 e il 2027;
  - le **politiche per la famiglia e la spesa sociale** costituiscono la principale voce "civile" nel 2027 (0,21% del PIL, ovvero 5 miliardi), ma scendono a circa 3 miliardi negli anni successivi;
  - il **sostegno alle imprese** vale 3,4 miliardi nel 2027 e 4,5 miliardi nel 2028, e comprende, oltre a misure per la competitività, il "sostegno ai prezzi dell'energia elettrica per quota parte dei consumi" e maggiori contributi per fotovoltaico, biometano e riconversione degli impianti a biogas;
  - gli **investimenti in infrastrutture** (rete ferroviaria, scuole, ospedali, università, impianti sportivi e bacini idroelettrici) valgono circa 3 miliardi nel 2027 e quasi 4 nel 2028, per poi ridursi a 1 miliardo nel 2029; parte di queste misure, insieme a quelle per le imprese, dovrebbe rientrare nel perimetro della flessibilità UE per la sicurezza energetica (0,3% del PIL nel 2027);

- le **misure fiscali** costano 2,2 miliardi nel 2027 ma più del doppio (5,2 miliardi) nel 2028, un profilo coerente con interventi con effetti di cassa differiti; non sono ancora disponibili dettagli ufficiali; secondo la stampa l'estensione dell'aliquota Irpef del 33%, finora "congelata", potrebbe essere recuperata in forma graduale (redditi fino a 55 mila euro dal 2027, per un costo stimato in circa 1,2 miliardi, e fino a 60 mila dal 2028), ma solo in caso di esito favorevole del negoziato con Bruxelles sulla flessibilità;
- completano il quadro gli interventi sulla **sanità** (2,4 miliardi nel 2027) e un **"Fondo sentenze"** di natura una tantum (1,9 miliardi), su cui il DPB non fornisce dettagli;

- le **coperture** ammontano a circa 10,3 miliardi nel 2027 (11,1 nel 2028 e 12,7 nel 2029):
  - la principale copertura deriva dalle **misure a carico del settore finanziario**, che valgono lo 0,21% del PIL nel 2027 (circa 5 miliardi, ovvero la metà del totale), ma si riducono a 3,2 miliardi nel 2028 e a 2,5 miliardi nel 2029; platea e strumenti non sono ancora noti;
  - la **revisione della spesa dei Ministeri** è quantificata in circa 1,2 miliardi nel 2027 e 2 miliardi l'anno nel biennio successivo;
  - le **misure in materia di giochi** valgono circa 0,7 miliardi l'anno nel 2027-28 (0,5 nel 2029);
  - infine, non meglio precisate "**altre entrate**" e "**altre spese**" valgono 3,4 miliardi nel 2027, ma salgono a 5,2 miliardi nel 2028 e a 7,6 miliardi nel 2029.

La composizione puntuale della manovra sarà definita con il disegno di legge di bilancio, il cui esame in Consiglio dei Ministri, inizialmente atteso entro il 20 ottobre, è slittato di alcuni giorni (la data più probabile è il 28 ottobre). Al rinvio contribuisce l'attesa della risposta di Bruxelles, prevista nei prossimi giorni, a due richieste del Governo: poter destinare parte della flessibilità per l'energia (secondo la stampa, circa un terzo dei 7,2 miliardi previsti per il 2027) ad aiuti diretti a famiglie e imprese contro il caro-bollette, anziché solo a investimenti per la sicurezza energetica; e ottenere una lettura più flessibile del percorso di spesa netta alla luce dell'inflazione. La prima richiesta inciderebbe solo sulla composizione della manovra; la seconda, secondo la stampa, varrebbe 4-5 miliardi e porterebbe la manovra a 28-29 miliardi: **se non coperte, tali risorse sposterebbero il deficit 2027 di circa due decimi oltre il 3,4%**, anche se il Ministro dell'Economia ha ribadito che ogni aumento di spesa dovrà trovare copertura. La Commissione ha peraltro finora ricordato che le regole tengono conto dell'andamento dei prezzi, e che la clausola costituisce già una forma di flessibilità.

Nel complesso, a nostro avviso il DPB presenta diversi **elementi confortanti**:

- **al netto della clausola, la manovra è sostanzialmente finanziata da coperture di misura adeguata**: escludendo le risorse per la difesa (0,19% del PIL) e per la sicurezza energetica (0,3%), gli altri interventi valgono circa lo 0,5% del PIL e risultano coperti pressoché interamente; in altri termini, l'intero aumento del deficit rispetto al tendenziale riflette spese per le quali le regole europee prevedono uno scorporo, mentre la parte "ordinaria" della manovra è vicina alla neutralità;
- **la deviazione dal sentiero precedente è temporanea e il ricorso alla flessibilità è parziale**: nel 2029 il disavanzo tornerebbe significativamente al di sotto del 3% e circa in linea con il sentiero previsto ad aprile (2,3% da 2,1%), mentre l'utilizzo della clausola si ferma a 0,6 punti di PIL su 1,5 disponibili, a fronte di ipotesi iniziali più ambiziose sulla difesa; inoltre, come già ricordato, al netto della clausola **la spesa netta cresce esattamente in linea con i limiti raccomandati** dal Consiglio: un segnale di disciplina che dovrebbe essere apprezzato sia dalla Commissione che dai mercati;
- **le previsioni di crescita appaiono nel complesso realistiche per l'anno prossimo**: la nostra previsione sul PIL 2027 (0,8%) coincide con quella del Governo; in effetti, dato un trascinamento statistico dal 2026 che stimiamo in poco più di due decimi (ipotizzando una crescita media di 0,1% t/t nella seconda metà di quest'anno), lo 0,8% programmatico richiede un'espansione congiunturale media di circa lo 0,2% t/t, in linea con quella degli ultimi

trimestri – l'unica criticità viene dal fatto che lo scarto tra crescita programmatica e tendenziale 2027 (0,8% contro 0,6%) presuppone che un impulso fiscale di mezzo punto di PIL, concentrato su spesa militare ad alto contenuto di importazioni e su investimenti energetici dai tempi di attuazione lunghi, si trasferisca al PIL con un moltiplicatore di 0,4 già nel primo anno;

- come detto, il deficit 2026 al 2,9% del PIL, se confermato a consuntivo, creerebbe le condizioni per l'**uscita dalla procedura per disavanzi eccessivi nel 2027**; **l'avanzo primario** salirebbe quest'anno all'1,2% del PIL, il valore più elevato dal 2019, e, dopo il calo del 2027, **tornerebbe a migliorare già nel 2028**, all'1,4%;
- il nuovo profilo della spesa finanziata dal PNRR, con una "coda" di oltre 40 miliardi dopo il 2026, appare più realistico di quello presentato negli anni scorsi e, insieme ai fondi nazionali, **attenua il rischio di un "cliff-edge" sugli investimenti pubblici** che avevamo segnalato un anno fa: gli investimenti fissi lordi della PA sono previsti al 4,1% del PIL nel 2027, ben al di sopra della media del 2,8% del periodo 2000-2019; qualche rischio in più, a nostro avviso, riguarda il 2028 piuttosto che il 2027.

D'altro canto, le **criticità** sono le seguenti:

- **le proiezioni governative sulla crescita del PIL nel 2028-29 appaiono ottimistiche**: la nostra previsione sul PIL 2028 corretto per i giorni lavorativi (0,7%) è coerente con un PIL grezzo più basso di uno-due decimi, vista l'anomalia statistica di un 2028 con 5 giorni lavorativi in meno del 2027: pertanto, la stima programmatica del Governo sul 2028 (0,9%) ci pare soggetta a rischi al ribasso; anche per il 2029, la nostra stima sul PIL (0,6%) è meno ottimistica di quella del Governo (0,8%);
- inoltre, **le previsioni di crescita per il 2029 non sembrano riflettere appieno il venir meno dello stimolo**: la riduzione dell'impatto della manovra sul deficit (da 0,56 a 0,15 punti di PIL) equivale a una restrizione di oltre 0,4 punti, che, applicando lo stesso moltiplicatore implicito nelle stime governative per il 2027, dovrebbe sottrarre circa 0,15 punti alla crescita; invece, la crescita programmatica 2029 (0,8%) è identica a quella tendenziale;
- **l'aggiustamento fiscale è concentrato nel 2029**, quando è atteso un calo del deficit di 0,9 punti in un solo anno (dal 3,2% al 2,3%), un aumento dell'avanzo primario di un punto (dall'1,4% al 2,4%) e una variazione del saldo primario strutturale di 0,9 (da 1,3% a 2,2% del PIL), mentre la spesa netta crescerebbe appena dello 0,2% nominale, il che implica una riduzione in termini reali superiore all'1,5%; in termini cumulati, la spesa netta 2027-29 crescerebbe del 5,3% con la clausola e del 5,2% senza, il che significa che **la maggior spesa del biennio 2027-28 verrebbe interamente riassorbita nel 2029**, ovvero in un anno che ricadrà nella prossima legislatura;
- tale profilo appare difficilmente conciliabile con la natura "permanente" di almeno una parte delle spese finanziate dalla clausola (la stessa raccomandazione del Consiglio UE, ricorda il DPFP, chiede di adattare il bilancio a un livello di spesa per la difesa "strutturalmente più elevato"): in particolare, le **risorse per la difesa si riducono da 0,20% a 0,03% del PIL nel 2029**, mentre gli impegni assunti in sede NATO prevedono un percorso crescente fino al 3,5% del PIL di spesa "core" entro il 2035; ciò lascia intuire che, in assenza di nuove coperture, il rischio sul deficit del 2029 sia verso l'alto (per due decimi di PIL, se le risorse per la difesa restassero sui livelli del 2028);
- al momento, permangono **pochi dettagli sulle coperture**: nel 2027 metà delle risorse proviene dal **settore finanziario** (per il terzo anno consecutivo chiamato a contribuire alla manovra), con un profilo decrescente che suggerisce una natura almeno in parte temporanea o di anticipo di gettito; al contempo, al momento, **la quota delle coperture non specificate ("altre entrate/spese") sale dal 33% del totale nel 2027 al 60% nel 2029**, proprio quando l'aggiustamento sarà più ampio (maggiori dettagli saranno disponibili con la stesura della Legge di Bilancio);

- **la politica di bilancio l'anno prossimo sarà (moderatamente) pro-ciclica**: nel quadro programmatico del governo, il saldo strutturale peggiorerà di tre decimi nel 2027 (da -3,2% a -3,5% del PIL) e l'avanzo primario strutturale scenderà dall'1% allo 0,8%, in una fase in cui l'output gap stimato dal governo resterà positivo (0,3%) - peraltro, la crescita potenziale (1-1,2%) poggia per oltre la metà sul contributo del lavoro e su una produttività totale dei fattori nulla o negativa, il che conferma che il nodo di fondo resta la produttività.

In sintesi, il quadro programmatico rispetta le regole europee grazie alla clausola e **l'impostazione generale del DPB è prudente**: la manovra "ordinaria" è di fatto a saldo invariato, mentre l'extra-deficit è circoscritto a finalità (difesa ed energia) per le quali le regole europee prevedono flessibilità. Restano però un deficit nominale sopra il 3% per altri due anni, un conto interessi in rapida crescita, un fabbisogno molto elevato anche nel 2027 e un rapporto debito/PIL che a fine periodo non è più basso di oggi. **Le principali incognite riguardano gli anni successivi al 2028**, quando la spesa aggiuntiva dovrebbe essere interamente riassorbita, le coperture risultano ad oggi meno dettagliate e la spesa per interessi raggiunge livelli che non si registravano da oltre un decennio. **Il test di credibilità sarà il disegno di legge di bilancio**: è auspicabile che vi siano coperture strutturali per tutto ciò che non rientra nella clausola, comprese le eventuali risorse aggiuntive ottenute nel negoziato con Bruxelles, e che venga delineato un percorso esplicito di finanziamento della spesa per la difesa oltre il 2028.

I prossimi passaggi sono i seguenti: la risposta della Commissione alle richieste italiane di ulteriore flessibilità, attesa nei prossimi giorni; l'approvazione del disegno di legge di bilancio in Consiglio dei Ministri (probabilmente il 28 ottobre) e il successivo avvio dell'esame parlamentare; la decisione del Consiglio UE sull'attivazione della clausola, attesa a margine di Eurogruppo ed Ecofin del 9-10 novembre; l'opinione della Commissione sul DPB entro fine novembre; l'approvazione definitiva della legge di bilancio entro fine anno; infine, la verifica decisiva sull'attivazione della clausola di flessibilità UE arriverà in primavera, con la notifica del deficit 2026 e la decisione sulla procedura per disavanzo eccessivo.

Misure discrezionali incluse nel Documento Programmatico di Bilancio 2027 (impatto sull'indebitamento netto della PA)

	% del PIL			Miliardi (stime ISP)		
INTERVENTI	**2027**	**2028**	**2029**	**2027**	**2028**	**2029**
Misure fiscali	0.09	0.21	0.16	2.2	5.2	4.1
Politiche per la famiglia e spesa sociale	0.21	0.12	0.11	5.0	3.0	2.8
Sanità	0.10	0.08	0.07	2.4	2.0	1.8
Sostegno alle imprese	0.14	0.18	0.13	3.4	4.5	3.3
Infrastrutture	0.13	0.15	0.04	3.1	3.7	1.0
Enti territoriali	0.01	0.01	0.02	0.2	0.2	0.5
Difesa	0.19	0.20	0.03	4.6	4.9	0.8
Fondo sentenze (una tantum)	0.08	0.00	0.00	1.9	0.0	0.0
Altre spese/interventi	0.03	0.04	0.09	0.7	1.0	2.3
TOTALE INTERVENTI (A)	**0.98**	**0.99**	**0.65**	**23.5**	**24.5**	**16.5**
COPERTURE	**2027**	**2028**	**2029**	**2027**	**2028**	**2029**
Misure a carico del settore finanziario	0.21	0.13	0.10	5.0	3.2	2.5
Revisione spesa ministeri	0.05	0.08	0.08	1.2	2.0	2.0
Misure in materia di giochi	0.03	0.03	0.02	0.7	0.7	0.5
Altre entrate/coperture	0.07	0.14	0.23	1.7	3.5	5.8
Altre spese/coperture	0.07	0.07	0.07	1.7	1.7	1.8
TOTALE COPERTURE (B)	**0.43**	**0.45**	**0.50**	**10.3**	**11.1**	**12.7**
IMPATTO SU INDEBITAMENTO NETTO (B-A)	**-0.54**	**-0.56**	**-0.15**	**-13.0**	**-13.8**	**-3.8**

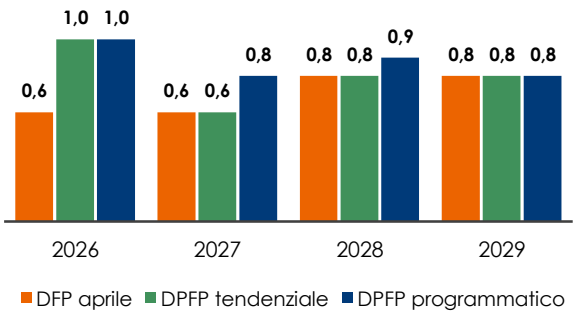
Nota: interventi e coperture in valore assoluto; le voci "una tantum" sono accorpate alle corrispondenti voci ricorrenti, ad eccezione del Fondo sentenze; l'impatto complessivo è quello ufficiale (eventuali differenze rispetto alla somma dovute ad arrotondamenti); conversione in miliardi di Intesa Sanpaolo sulla base del PIL nominale programmatico. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su DPB 2027

I principali fattori di rischio per deficit e debito: canali e ordini di grandezza

Fattore di rischio	Che cosa può succedere	Ordine di grandezza	Rischio
Deficit 2026 al 3% o oltre	Procedura per disavanzo eccessivo ancora aperta; clausola non scomputata dai deficit 2027-28	Margine di 0,1 punti di PIL (circa 2,3 miliardi)	**Basso**
Crescita inferiore alle stime, soprattutto nel 2028-29	Minori entrate, denominatore più basso; impulso della clausola disperso in importazioni; venir meno dello stimolo nel 2029	Scenario energia del MEF: 0,2 punti di crescita in meno, debito 2029 al 137,2%; nostre stime 2028-29 inferiori a quelle del governo (PIL 2029: 0,6% contro 0,8%)	**Medio**
Inflazione più persistente	Indicizzazione delle pensioni, titoli indicizzati, rinnovi contrattuali	Un punto di inflazione in più vale oltre 3 miliardi di spesa pensionistica (stima Intesa Sanpaolo)	**Medio**
Stock-flussi che non si azzera	Crediti edilizi sopra le attese, liquidità del Tesoro non ridotta, dismissioni mancate	Il DPFP assume un calo da 2,1 punti di PIL nel 2026 a zero nel 2029	**Medio**
Manovra pre-elettorale	Coperture temporanee o non specificate; nuova flessibilità europea (inflazione) usata per spese non coperte	Margini aggiuntivi per 4-5 miliardi (fonti di stampa), circa 0,2 punti di deficit 2027; coperture non specificate dal 33% al 60% del totale tra 2027 e 2029	**Medio**
Rendimenti più alti	Più spesa per interessi su un fabbisogno ancora sopra 120 miliardi nel 2027	BTP decennale già circa 30 punti base sopra le ipotesi per il 2027; MEF: con 50 punti base in più deficit 2029 al 2,5% e debito al 137,9%	**Medio-alto**
Spesa per la difesa permanente	La spesa finanziata con la clausola non rientra dopo il 2028	Circa 0,2 punti di deficit in più nel 2029 se le risorse per la difesa restassero sui livelli del 2028 (circa 0,4 se non rientrasse l'intera espansione)	**Medio-alto**

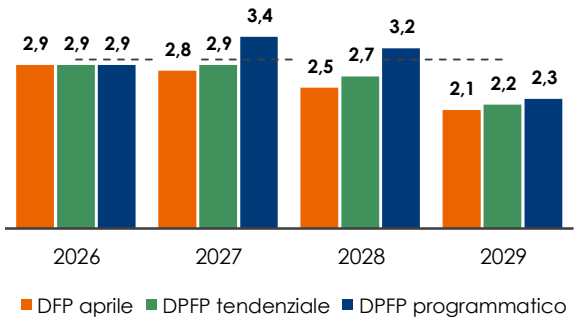
Nota: la colonna "Rischio" riporta una nostra valutazione qualitativa. Fonte: elaborazioni su dati MEF (DPFP 2026 e DPB 2027) e stampa

PIL reale, variazione % annua: il 2026 è rivisto al rialzo, il 2027 no (nel quadro tendenziale)



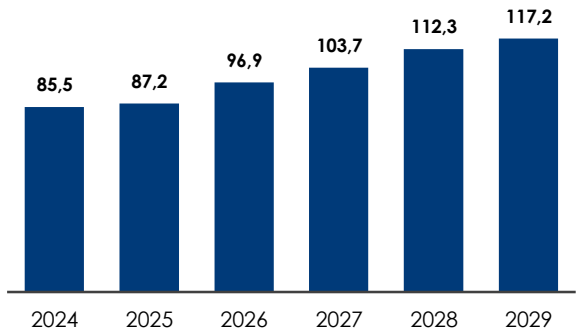
Fonte: elaborazioni su dati MEF (DPFP 2026 e DFP 2026)

Indebitamento netto in % del PIL: di nuovo sopra il 3% nel 2027-28



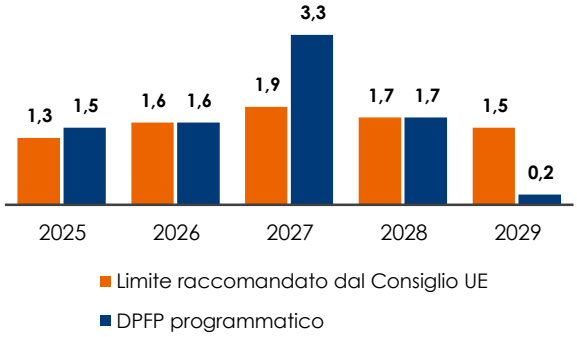
Nota: linea tratteggiata: soglia del 3%. Fonte: elaborazioni su dati MEF (DPFP 2026 e DFP 2026)

Spesa per interessi: 30 miliardi in più tra 2025 e 2029



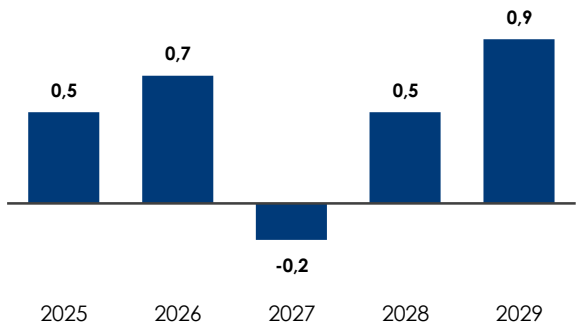
Fonte: elaborazioni su dati MEF (DPFP 2026, quadro a legislazione vigente)

Spesa netta, variazione % annua: obiettivi del DPFP e limiti raccomandati



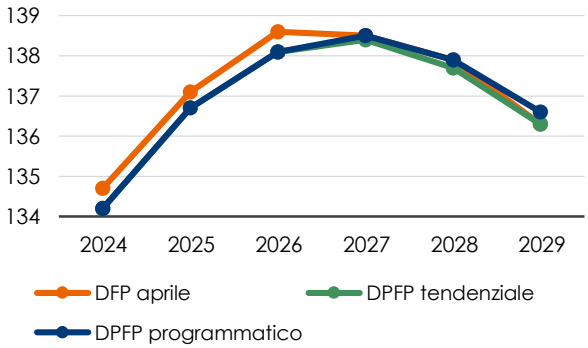
Fonte: elaborazioni su dati MEF (DPFP 2026) e Consiglio UE

Variazione del saldo primario strutturale, punti di PIL: la correzione slitta al 2028-29



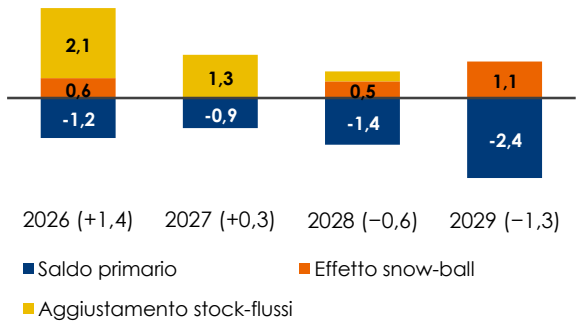
Fonte: elaborazioni su dati MEF (DPFP 2026, quadro programmatico)

Debito pubblico in % del PIL: il vantaggio della revisione Istat si esaurisce entro il 2029



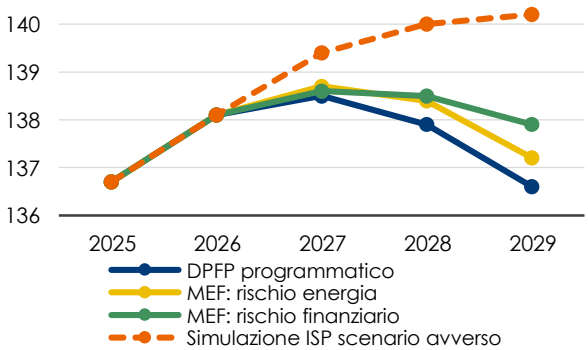
Fonte: elaborazioni su dati MEF (DPFP 2026 e DFP 2026)

Determinanti della variazione del rapporto debito/PIL, punti di PIL (tra parentesi la variazione totale)



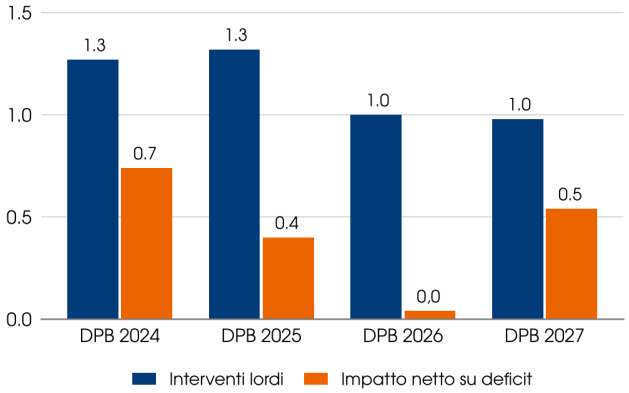
Fonte: elaborazioni su dati MEF (DPFP 2026, quadro programmatico)

Debito/PIL: scenario del Governo, scenari di rischio MEF e nostra simulazione di scenario avverso



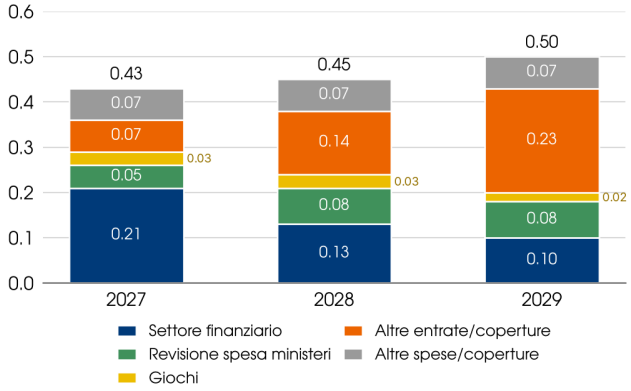
Nota: la "Simulazione ISP scenario avverso" applica l'equazione di dinamica del debito al quadro programmatico (tasso implicito, saldo primario e stock-flussi del DPFP), riducendo di 0,5 punti l'anno la crescita nominale nel 2027-29 e ipotizzando una semi-elasticità del saldo primario pari a 0,5. Fonte: MEF (DPFP 2026) e Intesa Sanpaolo (crescita nominale inferiore di 0,5 punti l'anno nel 2027-29)

Manovra 2027: la più contenuta in termini lordi degli ultimi anni, ma di nuovo espansiva in termini netti (% del PIL)



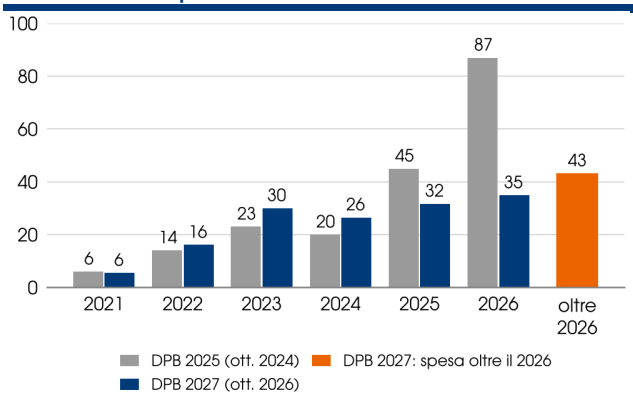
Nota: impatto nel primo anno di ciascuna manovra; per il DPB 2026 stime UPB. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su DPB 2024-2027 e UPB

Coperture: metà dal settore finanziario nel 2027; cresce nel tempo il peso delle voci non specificate (% del PIL)



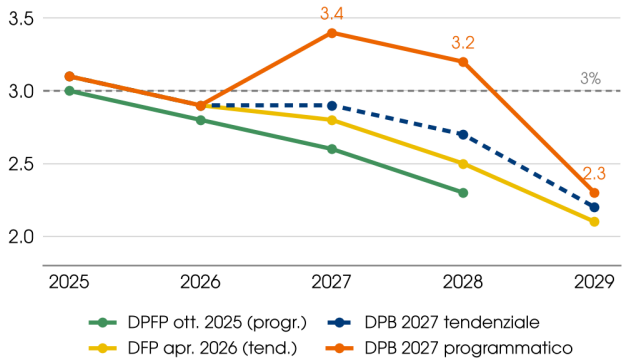
Nota: incluse le coperture una tantum. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su DPB 2027

PNRR: spesa molto inferiore alle stime di due anni fa, oltre 40 miliardi slittano dopo il 2026



Nota: spesa finanziata da sovvenzioni e prestiti RRF in miliardi; i dati del DPB 2027 (in % del PIL, arrotondati al decimo) sono convertiti in miliardi da Intesa Sanpaolo. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su DPB 2025 e DPB 2027

Il deficit sale per la clausola di flessibilità UE; al netto di essa, il sentiero resta vicino a quello di aprile



Nota: il tendenziale 2028 del DPB 2027 è ricavato dalla differenza con il quadro programmatico indicata nel testo; dati in % del PIL.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su DPFP 2025, DFP 2026, DPB 2027

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	0.9	0.9
- 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	**1.2**	1.1	0.6	**0.3**	**0.1**	**0.5**	**0.3**	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2
Consumi pubblici	**0.3**	0.4	0.2	**0.2**	**0.2**	**0.0**	**0.0**	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Investimenti fissi, di cui:	**4.2**	2.9	1.9	**1.3**	**0.9**	**1.0**	**0.2**	0.1	0.3	0.2	1.0	1.0	0.5
- in macchinari e altro	**3.3**	2.5	3.2	**0.9**	**-0.2**	**2.1**	**-1.0**	0.3	0.8	1.1	1.0	1.0	0.9
- in mezzi di trasporto	**10.4**	2.7	3.8	**4.7**	**0.1**	**1.3**	**-2.0**	-0.7	-0.7	2.5	2.1	1.6	1.2
- in costruzioni	**4.2**	3.4	0.6	**1.2**	**1.8**	**0.0**	**1.6**	-0.1	-0.1	-0.9	0.9	1.0	0.1
Esportazioni	**1.9**	3.5	2.2	**2.4**	**-1.0**	**2.3**	**1.0**	0.6	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6
Importazioni	**4.4**	3.6	2.7	**2.0**	**1.4**	**-0.1**	**1.5**	0.7	0.6	0.5	0.7	0.6	0.7
Contributo % al PIL													
Commercio estero	**-0.7**	0.0	-0.1	**0.1**	**-0.7**	**0.7**	**-0.1**	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Domanda finale interna	**1.7**	1.4	0.8	**0.5**	**0.3**	**0.5**	**0.2**	0.2	0.1	0.1	0.3	0.3	0.2
Var. scorte	**-0.3**	-0.6	0.1	**-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**	0.0	0.4	**0.1**	**0.4**	**-0.4**	**0.3**	-0.6	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	**1.5**	3.1	2.8	**1.6**	**1.1**	**1.4**	**3.0**	**3.4**	4.7	4.4	3.0	2.3	1.5
- escl. alimentari, energia (a/a)	**2.0**	2.1	2.1	**2.0**	**2.1**	**2.3**	**2.1**	**2.1**	2.1	2.1	2.1	2.1	2.2
PPI (a/a)	**1.9**	6.8	3.6	**1.0**	**-0.5**	**-0.1**	**6.6**	9.6	11.3	8.6	4.8	1.3	-0.1
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**	2.6	2.5										
Reddito disponibile reale	**1.0**	0.3	0.5										
Tasso di risparmio (%)	**8.0**	7.2	7.1										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	**1.1**	0.5	0.6										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	**-3.1**	-2.9	-3.4										
Debito (% PIL)	**136.7**	138.4	138.4										
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

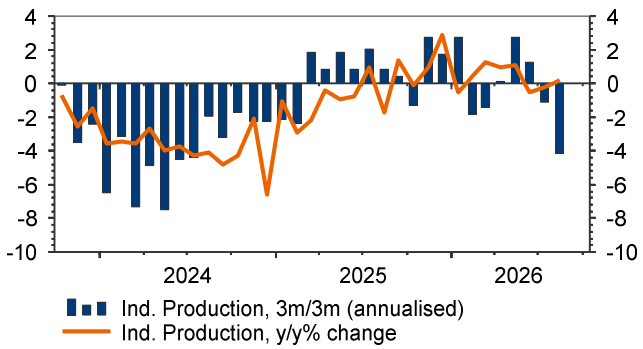
Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Torna a calare la produzione industriale…

Ad agosto la produzione industriale italiana è tornata a calare a sorpresa, di -1,3% m/m, dopo il rimbalzo di 0,6% m/m visto a luglio. È il terzo calo negli ultimi quattro mesi. La variazione annua e corretta per i giorni lavorativi è però poco variata (a zero, da -0,1% a luglio). **La flessione congiunturale riguarda tutti i raggruppamenti principali di industrie ad eccezione dell'energia** (in recupero di +2,8% m/m dopo il -1,2% di luglio). **Il calo è particolarmente marcato per i beni intermedi** (-1,8% m/m). Tra i beni di consumo, che correggono di -1,2% m/m (dopo il +2% precedente), **fanno eccezione i durevoli, che crescono significativamente per il secondo mese** (+4,9% m/m). In diminuzione anche la produzione di beni strumentali (-0,9% m/m), che in sostanza non cresce da aprile. **L'unico gruppo a registrare un'ampia crescita su base annua è l'energia (+11,5% a/a, un record da quasi 5 anni). Nel comparto manifatturiero la produzione registra una contrazione mensile di minore entità (-0,6% m/m), ma, a differenza dell'indice generale, è in netta diminuzione su base annua** corretta per gli effetti di calendario (-1,9% a/a). Il dettaglio per settore mostra **un aumento congiunturale marcato per il secondo mese di fila per i farmaceutici** (+5,5% m/m), che pure restano in flessione su base annua (-2,7%); avanzano nel mese anche le altre industrie manifatturiere (+2,1% m/m, +2% a/a), che, assieme ai mezzi di trasporto (+1% a/a) e ai macchinari (+0,5% a/a), sono tra i pochi comparti in crescita rispetto a un anno prima. Viceversa, **diversi settori mostrano un ampio calo sia nel mese che sull'anno** (computer ed elettronica -5,3% m/m, -9,9% a/a; apparecchiature elettriche -4,6% m/m, -9% a/a; tessile e abbigliamento -1,9% m/m, -14% a/a; prodotti chimici -1,2% m/m, -11,4% a/a). Al di fuori del manifatturiero, si nota **un ampio recupero per la fornitura di energia** (+3,4% m/m, +14,5% a/a) e per l'attività estrattiva (+3,1% m/m), sebbene quest'ultima resti in calo su base annua (-4,7% a/a).

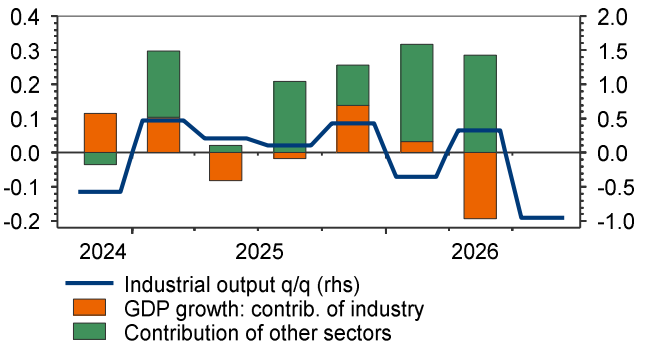
Dopo la flessione di agosto, **la produzione industriale è in rotta per una diminuzione di -1% t/t nel terzo trimestre**, dopo il rimbalzo di 0,3% t/t registrato nei mesi primaverili. Tuttavia, **riteniamo che il dato di agosto sia condizionato da fattori stagionali e quindi ci aspettiamo un recupero a settembre**, che però non sarà tale da impedire all'output di contrarsi nel trimestre appena concluso.

La produzione industriale torna a calare ad agosto…



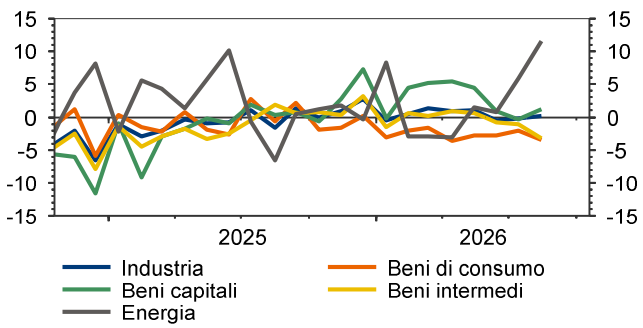
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

…ed è in rotta per una contrazione nel 3° trimestre



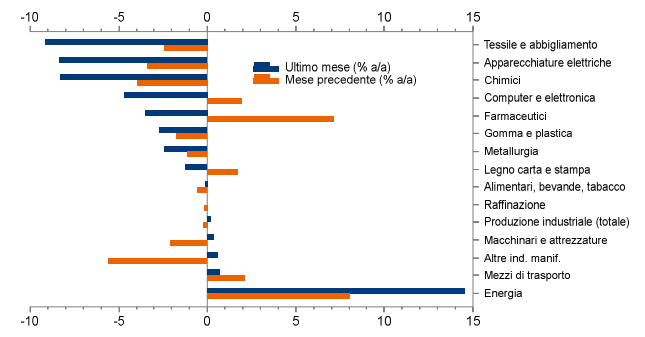
Nota: in caso di stabilità dell'indice di produzione industriale a settembre.
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'energia è l'unico tra i principali gruppi di industrie in crescita significativa su base annua



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Diversi settori restano in ampio calo nel confronto con un anno prima



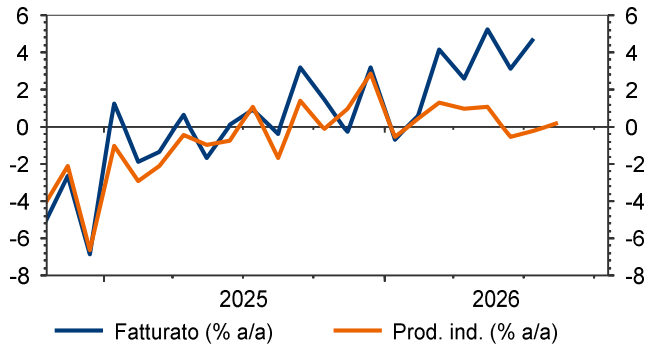
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

…nonostante i segnali di tenuta dalle indagini manifatturiere

L'indice Istat di fiducia delle imprese manifatturiere è salito per il quinto mese consecutivo da 90,2 a 91,9 a settembre. Il miglioramento è trainato dai giudizi correnti sulla produzione (da -16,2 a -13,7, un massimo da quasi tre anni) e soprattutto sugli ordini, sia totali (da -19,6 a -13,5) sia dall'estero (da -23,4 a -19,1), in entrambi i casi sui livelli più alti da quasi tre anni e mezzo. Viceversa, **peggiorano, ma solo lievemente, le attese di produzione** (da 9,6 a 8,9). **Le scorte sono poco variate sui livelli più alti da dicembre 2024. Le attese sui prezzi sono salite ma solo moderatamente** (da 15,5 a 17,1). Le aspettative sull'occupazione sono tornate a salire, da 1,5 a 3,3. Il recupero di morale è trainato ancora una volta dai produttori di beni strumentali, il cui morale sale da 91,3 a 94,5, tornando al di sopra dei livelli precedenti lo scoppio della guerra nel Golfo, a fronte di un incremento più moderato per i beni di consumo e intermedi. **Anche il PMI manifatturiero è salito a settembre a 50,4 da 49,6 di agosto**, pur rimanendo al di sotto dei livelli toccati tra febbraio e luglio. Il recupero è dovuto a valutazioni meno negative sugli ordini (da 46,4 a 49,4), anche dall'estero (da 48,4 a 49,5), e sugli acquisti (da 48,1 a 49,3). I tempi di consegna hanno continuato a ridursi, pur essendo ancora lontani da una piena normalizzazione (45,5). **Gli indici sui prezzi segnalano margini in ulteriore calo**: i costi degli input accelerano a 71,2 da 64,2, i prezzi degli output rallentano a 55,7 da 56,4 precedente (la differenza tra i due indici è ai minimi da oltre 5 anni).

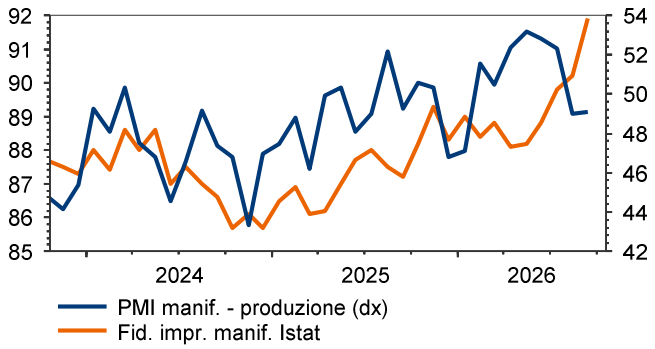
In sintesi, **le indagini di fiducia di settembre sembrano indicare una tenuta del settore manifatturiero,** che potrebbe essere legata, oltre che al mantenimento di scorte elevate, al ciclo dei beni legati alla difesa e all'IA, nonché alla ripresa della domanda dalla Germania. Tuttavia, in questa fase, **le indagini sembrano sovrastimare l'andamento dei dati reali, che resta debole**.

Il fatturato industriale, a luglio, mostrava una crescita di +4,8% a/a in valore (ma un calo di -0,6% in volume)



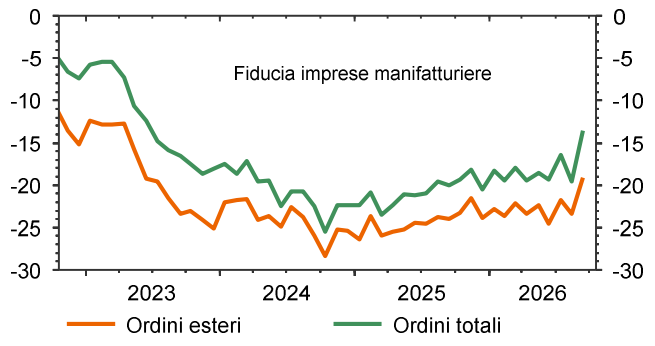
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Di recente, l'indagine Istat ha dato segnali più positivi rispetto al PMI manifatturiero



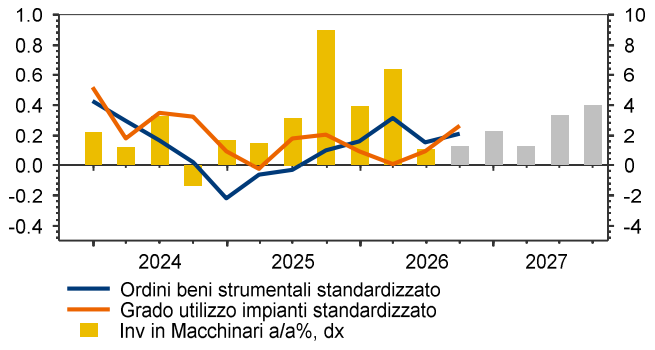
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Secondo l'indagine Istat, le valutazioni delle aziende sugli ordini sono divenute meno negative negli ultimi mesi (ai massimi da oltre tre anni)



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

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



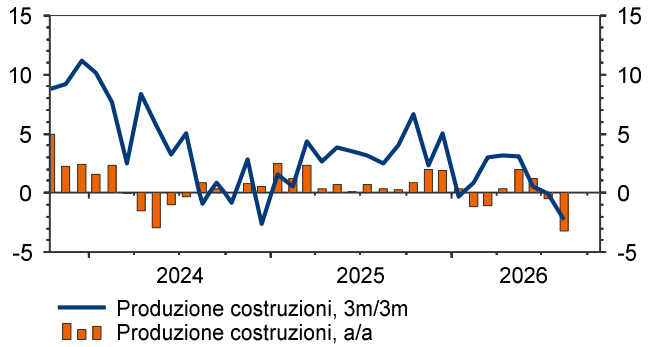
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Costruzioni in evidente frenata

Nel mese di agosto l'indice della produzione nelle costruzioni è calato per il terzo mese consecutivo, di -2,9% m/m dopo il -0,6% m/m di luglio. Su base tendenziale e corretta per gli effetti di calendario l'output è calato a -2,2% a/a, registrando un nuovo minimo da dicembre 2024. **Il settore potrebbe aver risentito anche ad agosto delle temperature superiori alla media che si sono registrate durante i mesi estivi.** La produzione nelle costruzioni è in rotta per una contrazione di ben -3,9% t/t nel trimestre estivo, anche se, ipotizzando un rimbalzo a settembre, la flessione trimestrale potrebbe essere meno accentuata. **Anche le indagini di fiducia non sono confortanti. Il morale delle imprese di costruzione secondo l'indagine Istat è tornato a calare a settembre, a 97,5 da 102,8 di agosto.** Il calo è dovuto soprattutto ai giudizi sugli ordini e sulle attività di costruzione; in contrazione anche le attese sull'occupazione. Tra i principali comparti, si salva solo l'ingegneria civile, verosimilmente ancora trainata dal PNRR. **L'indagine PMI registra invece una minore contrazione a settembre, a 46,5 da 41,7 precedente**; resta peraltro in sofferenza in particolare il comparto residenziale.

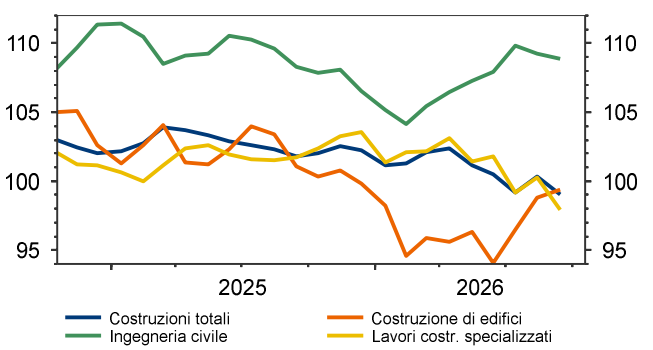
In sintesi, **il settore delle costruzioni soffre**, oltre che della minore generosità dei bonus edilizi rispetto agli anni scorsi, **del combinato disposto dei rincari energetici e del rialzo dei tassi** di interesse, anche se la coda dei lavori legati al PNRR sembra continuare a fare da supporto al comparto non residenziale. A nostro avviso, anche se il bonus ristrutturazioni sulla prima casa, anziché calare dal 50% al 36%, fosse riportato al 65% (come da indiscrezioni di stampa sulla manovra di bilancio), **difficilmente si eviterà un brusco rallentamento degli investimenti in costruzioni nel 2027** (a 0,6% nelle nostre stime, dopo il ritmo di crescita vicino al 4% registrato in media nel biennio precedente).

L'output nelle costruzioni è in evidente e brusca frenata



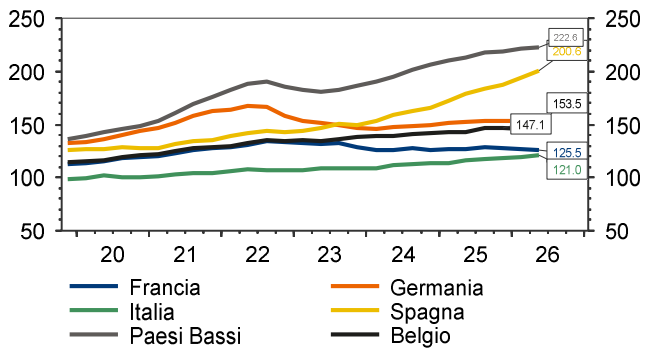
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Indagine Istat sul morale dei costruttori: si salva solo l'ingegneria civile



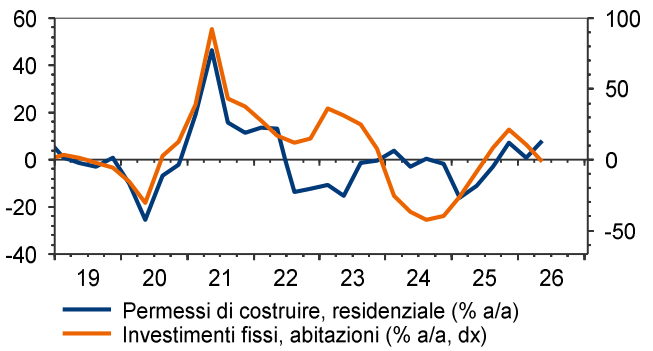
Note: medie mobili a 3 mesi. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Prosegue la tendenza di crescita dei prezzi delle case



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Le indicazioni sul comparto residenziale sono miste



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

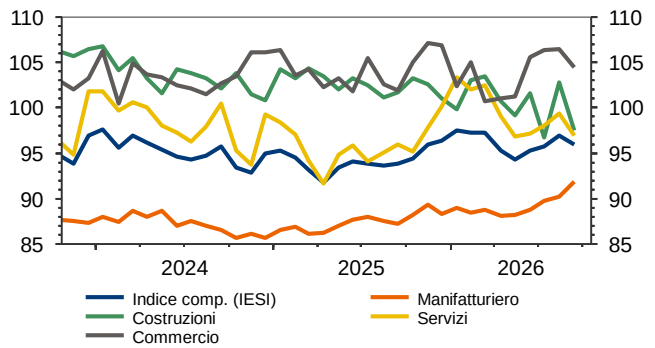
Segnali contrastanti dai servizi, che tuttavia rimangono in espansione

A settembre, **l'indice Istat di fiducia delle imprese dei servizi di mercato registra un calo a 96,9 da 99,4 precedente.** La flessione è diffusa a tutte le componenti dell'indagine, e riguarda tutti i principali comparti ad eccezione del settore dell'informazione e comunicazione.

Anche **l'indice PMI servizi rallenta a settembre, a 51,7 da 55,2 di agosto**, pur rimanendo in territorio espansivo. La frenata è dovuta ai giudizi sui nuovi affari (a 52,8 da 55,6 precedente), mentre le aspettative sugli affari risalgono ai livelli di luglio (a 63 da 59,5). I giudizi sugli affari correnti sono tornati sostanzialmente in linea col valore-soglia, a 49,9 da 48,1. I giudizi sull'occupazione rallentano per il secondo mese consecutivo, a 50,6 da 52,4. Infine, si osserva un aumento sia dei prezzi pagati (a 65,4 da 61,5) che di quelli praticati (a 54,9 da 52,5).

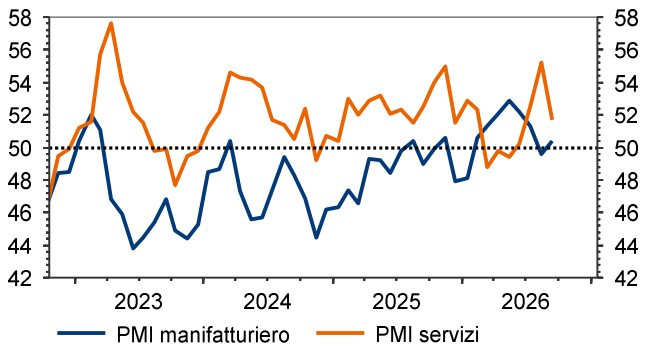
In sintesi, **il settore dei servizi sta mostrando qualche segnale di minor vigore** (verosimilmente legato agli effetti del calo dei redditi reali delle famiglie), **ma sembra rimanere in territorio espansivo, sostenendo la crescita del PIL in un contesto in cui l'industria in senso stretto resta sostanzialmente stagnante e sta gradualmente venendo meno la spinta dalle costruzioni.** Tra i servizi, soffrono quelli più legati all'energia e al manifatturiero (trasporti e magazzinaggio), mentre la tenuta dell'informazione e comunicazione potrebbe essere connessa alla domanda di servizi legati all'Intelligenza Artificiale.

L'indagine Istat sulla fiducia delle imprese registra un calo della fiducia nei servizi (oltre che nelle costruzioni e nel commercio al dettaglio)



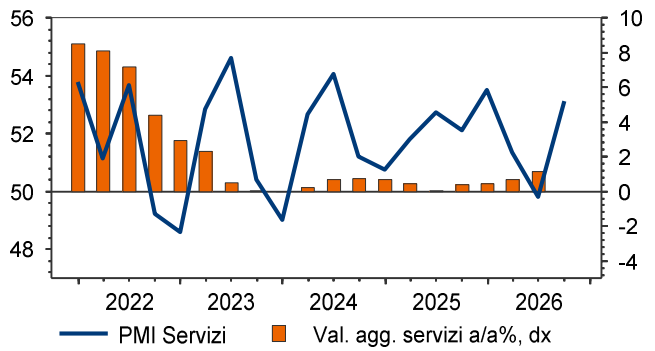
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Anche l'indagine PMI mostra una frenata a settembre, che però lascia il settore in territorio espansivo



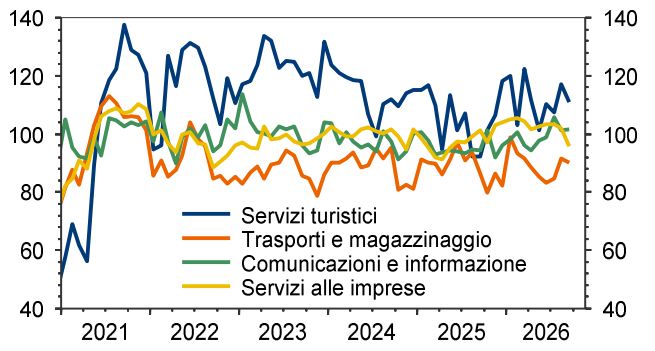
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

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



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

A settembre, l'unico comparto a salvarsi dal calo del morale delle imprese dei servizi è il settore dell'informazione e comunicazione

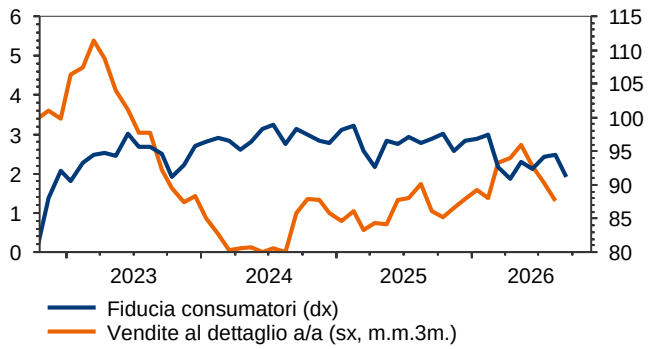


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Verso un indebolimento dei consumi delle famiglie a cavallo d'anno

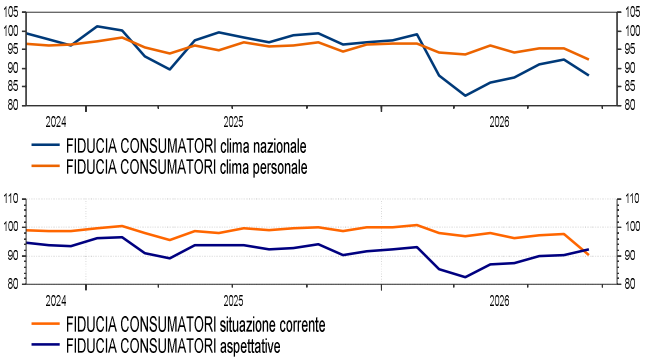
Ad agosto le vendite al dettaglio hanno mostrato un rimbalzo solo parziale (+0,3% m/m in valore e +0,1% m/m in volume) **dopo il calo dei due mesi precedenti**. Su base annua le vendite sono rimaste in crescita in valore (+0,5% a/a) ma risultano in calo di -1% in volume. I beni alimentari sono in aumento dello 0,5% a/a in valore e diminuiscono di -0,4% a/a in volume, i non alimentari risultano sostanzialmente stagnanti in valore (+0,2% a/a) e in ampio calo in volume (-1,3% a/a). Sui dati in valore, l'aumento maggiore su base tendenziale ha riguardato le telecomunicazioni (+6,7%), mentre il calo più consistente è stato registrato da calzature, articoli in cuoio e da viaggio (-4,1%). **Anche quanto emerso dalle indagini non risulta particolarmente confortante: a settembre, la fiducia delle famiglie è tornata a peggiorare dopo due mesi di recupero, a 91,2 da 94,5 di agosto**, sebbene il dato sia influenzato dal cambiamento nell'operatore che gestisce la rete di rilevazione. Al netto di ciò, il calo del morale riguarda sia il clima economico che quello personale ma è concentrato sul clima corrente, mentre il clima futuro registra un recupero per il quarto mese consecutivo. A peggiorare sono soprattutto i giudizi sulla situazione economica dell'Italia. Viceversa, sia i giudizi che le attese sulla situazione economica degli intervistati mostrano un recupero e calano, per il quinto mese di fila, i timori di disoccupazione. Peggiorano i giudizi sul bilancio familiare e le possibilità attuali e future di risparmio, nonché le opportunità di acquisto di beni durevoli. **L'inflazione percepita dalle famiglie torna ad accelerare significativamente**, da 96,8 a 124,6. Sempre a settembre, **il morale delle imprese nel settore del commercio al dettaglio è calato più del previsto, da 106,5 a 104,5**. In sintesi, sia i dati reali sulle vendite al dettaglio che le indagini di fiducia segnalano che i consumi delle famiglie potrebbero indebolirsi nei prossimi mesi, quando saranno più evidenti i rincari sulle bollette di elettricità e gas. Ci attendiamo **consumi poco più che stagnanti a cavallo d'anno (0,1% t/t sia a fine 2026 che a inizio 2027), dopo i ritmi superiori al previsto registrati nei trimestri precedenti** (0,4% t/t nella prima metà dell'anno).

Fiducia delle famiglie in calo a settembre…



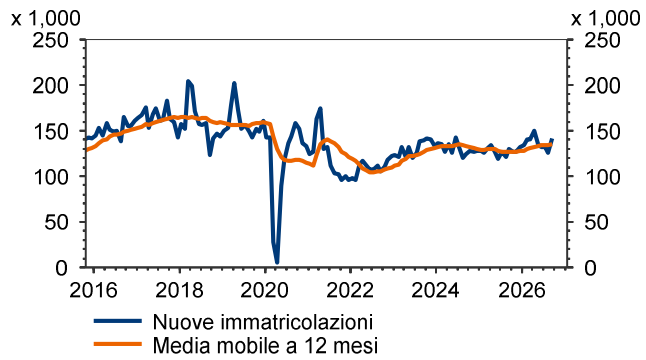
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

…sulla scia di giudizi più negativi sulla situazione corrente (mentre sono in recupero le aspettative per il futuro)



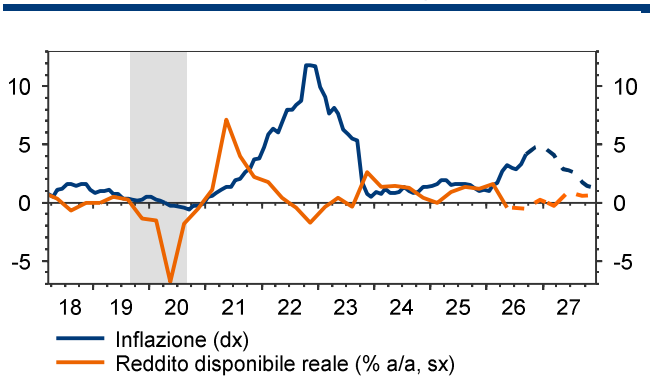
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le immatricolazioni auto hanno registrato il decimo mese consecutivo di crescita su base annua a settembre (+9,9%)



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

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



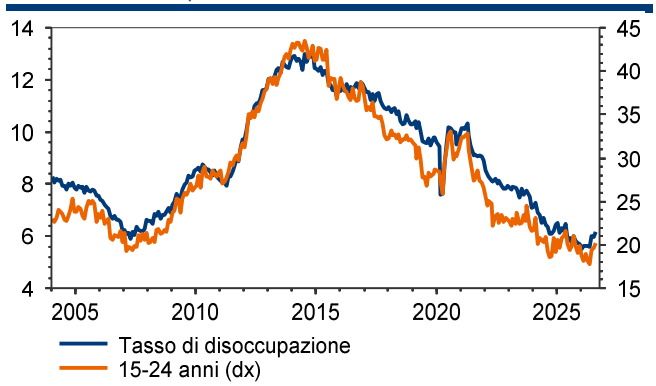
Nota: aree ombreggiate = recessione. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

Disoccupazione in risalita dai minimi, sulla scia del calo degli inattivi

Nel mese di agosto il tasso di disoccupazione è salito di due decimi al 6,2% dal 6% di luglio; si registra anche una revisione al rialzo dei dati relativi ai mesi precedenti (di un decimo tra febbraio e marzo e di due decimi a giugno e luglio). Gli occupati sono rimasti sostanzialmente stabili per il quarto mese consecutivo, pur risultando ancora in crescita dell'1,2% rispetto ad un anno prima. Gli inattivi sono invece diminuiti per il terzo mese (-21mila, -0,2% m/m), mentre i disoccupati sono aumentati di 48mila unità (+3,1% m/m). **Il tasso di disoccupazione giovanile è salito dal 19,7% al 20,3%.** Come già a luglio, si registra un aumento dei dipendenti permanenti compensato da un calo di quelli a termine, a fronte di una variazione solo marginale per gli autonomi. Su base demografica, sono calati gli occupati tra i 25 e i 49 anni (-53 mila unità, -0,4% m/m) mentre sono tornati a crescere, dopo una temporanea battuta d'arresto, gli over-50 (+48 mila, +0,5% m/m). Al netto della volatilità su base mensile, **si conferma la tendenza in atto ormai da almeno un anno: diminuisce l'occupazione nella fascia d'età *core*, mentre gli over-50 restano trainanti. Dalla primavera si osserva inoltre un calo tendenziale degli inattivi tra i 25 e i 49 anni** (-6,6% a/a ad agosto), che però non si è tradotto in un corrispondente aumento degli occupati: di conseguenza, le persone in cerca di lavoro in questa fascia d'età sono cresciute dell'11,3% a/a (+98 mila unità). La crescita dell'occupazione tra gli over 50 dovrebbe proseguire, continuando a riflettere soprattutto fattori demografici e l'aumento dell'età effettiva di pensionamento.

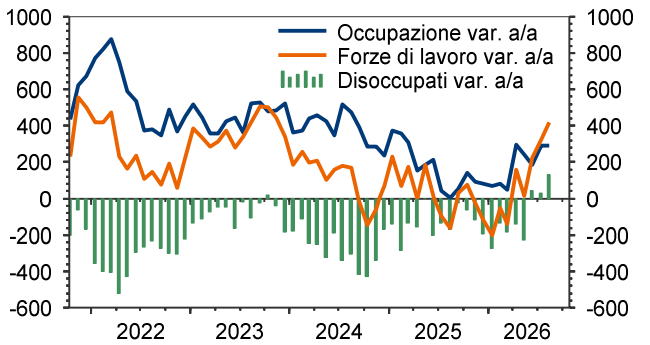
In sintesi, dopo tre trimestri di espansione, **l'occupazione dovrebbe risultare sostanzialmente stagnante nel 3° trimestre e poco variata anche a cavallo dell'anno**, quando il rallentamento del ciclo potrebbe frenare le intenzioni di assunzione delle imprese. **Nei prossimi trimestri il tasso di disoccupazione dovrebbe rimanere contenuto in prospettiva storica** e non troppo distante dalla media dell'area euro (stabile al 6,4% ad agosto).

Negli ultimi mesi il tasso di disoccupazione è risalito, dopo il minimo storico di 5,5% toccato a inizio anno



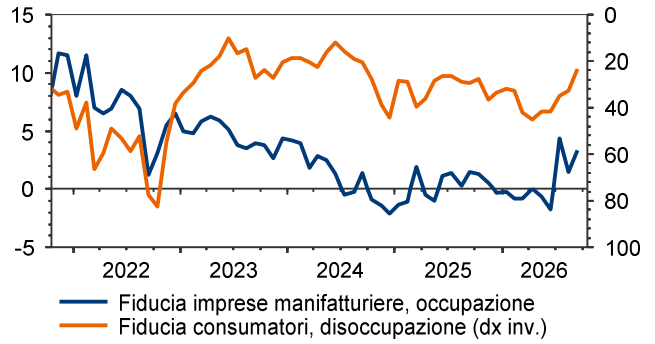
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Ad agosto gli occupati sono stabili su base annua, mentre le forze lavoro hanno continuato ad espandersi



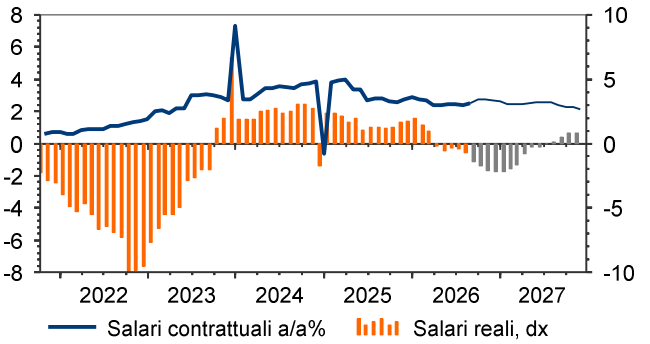
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le valutazioni sull'occupazione sia delle famiglie che delle imprese manifatturiere rimangono positive



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

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

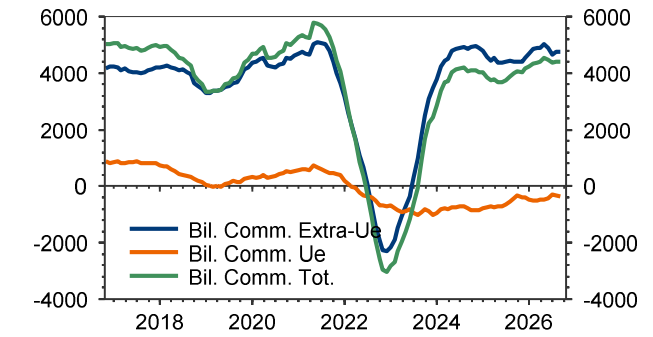


Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Il surplus commerciale al netto dell'energia tocca nuovi massimi storici

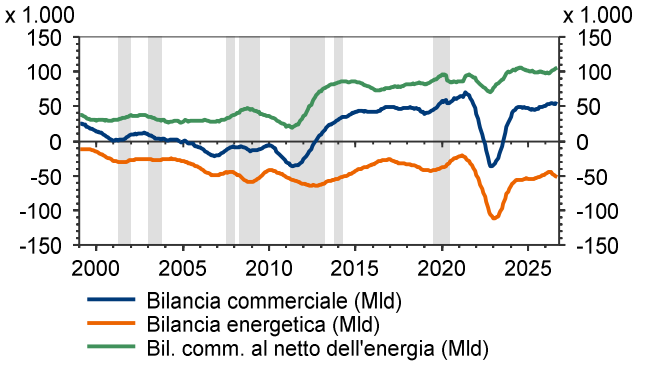
Ad agosto si osserva un calo congiunturale sia dell'export (-1,5% m/m) **sia dell'import** (-1,6% m/m). La flessione delle esportazioni si deve in gran parte a un **ridimensionamento delle vendite nel settore della cantieristica navale rispetto al mese precedente; al netto di queste, il calo risulterebbe più contenuto (-0,4% m/m).** La diminuzione mensile delle vendite all'estero è dovuta soprattutto ai beni strumentali (-4,6% m/m) e ai beni di consumo (soprattutto durevoli: -5,8% m/m). **Le vendite di energia registrano invece un balzo di ben +20% m/m, al netto del quale il calo dell'export sarebbe stato ben più accentuato (-2,3% m/m).** La flessione dell'import nel mese ha riguardato tutti i gruppi ad eccezione dell'energia (+11,3% m/m) e dei beni di consumo durevoli (+2,5% m/m), ed è dovuta ai mercati UE (-2,9% m/m) in presenza di una stabilità dall'area extra-UE. **Su base annua, l'export rimane in crescita in valore (+9%), trainato dalle vendite di metalli, prodotti petroliferi raffinati e autoveicoli**, e, su base geografica, dai mercati extra UE (+16,7%): i maggiori contributi continuano a venire dalle vendite di metalli verso la Svizzera (+2,6%) e dall'export verso gli Stati Uniti di farmaceutici, chimici, macchinari e mezzi di trasporto esclusi gli autoveicoli (contributo di +1,8%); rilevanti apporti positivi vengono anche da Cina e paesi OPEC. Si nota invece un calo dell'export verso Francia e Germania, e nei settori del mobile, del tessile e della pelletteria. L'import cresce in valore del 9,7% a/a, anche in questo caso trainato dall'area extra UE (+17,3%), ma registra un calo in volume di -2,4% a/a. Il saldo commerciale è rimasto in surplus ad agosto (+1,7 miliardi di euro), ma è in diminuzione rispetto allo stesso mese dell'anno scorso per effetto del deciso peggioramento della bilancia energetica (a -5,2 miliardi da -3,4 ad agosto 2025); viceversa, l'avanzo nell'interscambio di prodotti non energetici è salito a 6,9 miliardi dai 5,3 di agosto 2025. In sintesi: **la bilancia energetica si sta deteriorando ma meno di quanto atteso; il saldo al netto dell'energia resta molto positivo, anche se concentrato in alcuni settori.** Il messaggio è che l'export italiano tiene, pur restando esposto ai rischi derivanti sia dal quadro geopolitico sia dell'indebolimento della domanda da parte di alcuni partner commerciali (Francia in primis).

Il saldo commerciale si mantiene in surplus…



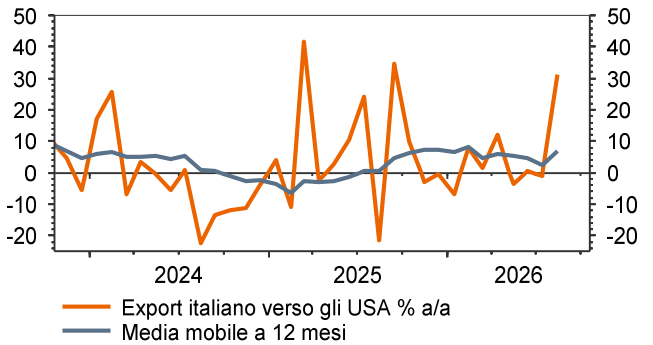
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

…e tocca anzi nuovi massimi storici al netto dell'energia



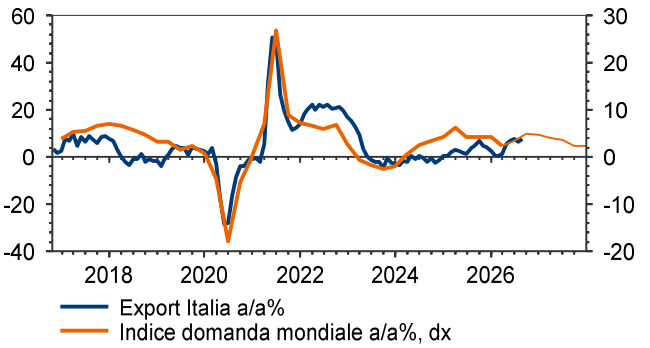
Nota: aree ombreggiate = recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'export verso gli Stati Uniti ha ripreso a crescere ad agosto



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'export potrebbe rallentare nei prossimi mesi, ma solo moderatamente

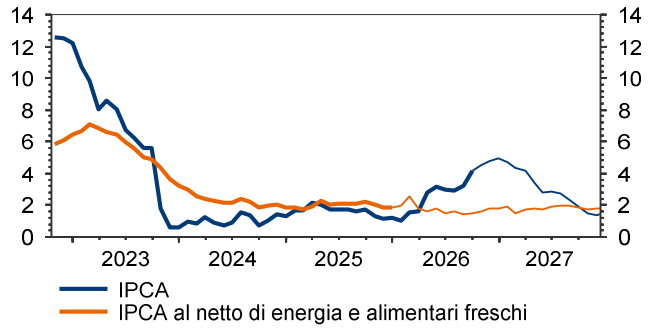


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

L'inflazione ha ancora spazi di salita

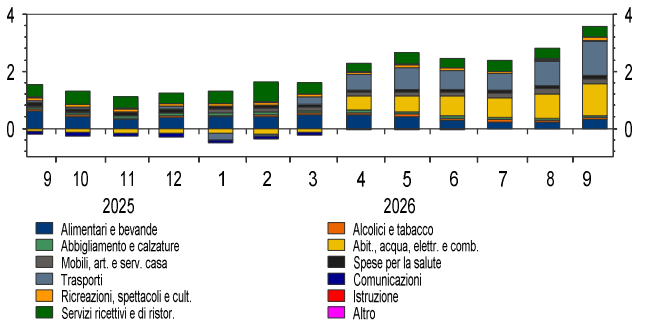
L'inflazione è salita in misura consistente a settembre: l'IPCA da 3,2% a 4,2% a/a (+2,1% m/m), il NIC da 3,3% a 4,2% a/a (+0,7% m/m). L'energia è ancora una volta la principale causa della salita, mostrando una ulteriore accelerazione (sul NIC) da +17,1% a +22,6% (+4,7% m/m): i rincari nel mese sono più ampi per gli energetici regolamentati (+5,8% m/m, +25,8% a/a) che per quelli non regolamentati (+4,6% m/m, +22,5% a/a); da notare la **forte accelerazione del gas sul mercato tutelato** (+11,4% m/m, da +31% a +47% a/a); sul fronte dei carburanti, spicca il +6% m/m e +34,9% a/a del gasolio per mezzi di trasporto. Il dettaglio per divisione di spesa (sul NIC) mostra che l'accelerazione annua è dovuta, come già il mese scorso, alle componenti più legate all'energia ovvero le spese per la casa (da 9,1% a 11,4% a/a) e i trasporti (da 6,1% a 8,5% a/a). **Anche gli alimentari, però, dopo i ribassi dei mesi scorsi, tornano ad accelerare** (da 1,2% a 1,9% a/a; +0,6% m/m). Il capitolo "ricreazione, sport e cultura" fa registrare un calo mensile meno ampio rispetto alla stagionalità di settembre, con la conseguenza di una accelerazione su base annua da 0,6% a 1,4%, e **toccano un nuovo massimo pluriennale i servizi di informazione e comunicazione** (da 1,6% a 1,8% a/a). Sempre sul NIC, l'inflazione di fondo è risalita di un decimo a 1,6% a/a; quella sul cosiddetto "carrello della spesa" è aumentata significativamente, da 0,9% a 1,5% a/a. **L'inflazione sui prodotti a più alta frequenza di acquisto è salita di quasi un punto percentuale per il secondo mese**, da 4,3% a 5,2%: si tratta di un massimo da quasi tre anni. Sull'armonizzato, l'inflazione di fondo è salita da 1,4% a 1,5% a/a. In sintesi, **l'aumento di settembre è stato superiore alle attese di consenso, ma in linea con le nostre attese,** ed è coerente con l'andamento recente dei prezzi all'ingrosso dell'energia. **I rincari stanno diventando più "percepibili" per i consumatori**, come evidenziato dall'aumento dell'inflazione sui beni ad alta frequenza di acquisto, che si è riflesso nell'aumento dell'inflazione percepita dalle famiglie segnalato dall'indagine di fiducia dei consumatori. Nei prossimi mesi, gli annunci da parte di alcuni distributori di un tetto ai prezzi dei carburanti dovrebbe frenare i rincari dell'energia (a nostro avviso, l'effetto sull'indice generale dovrebbe però essere limitato a uno/due decimi, e temporaneo), ma ci sono spazi di salita per i prezzi non energetici che risentono indirettamente dei rincari dell'energia (non solo per gli alimentari ma anche tra i servizi). **L'inflazione potrebbe toccare un picco a dicembre, vicino al 5%**, e rimanere elevata a lungo. **Abbiamo di recente rivisto al rialzo la nostra previsione per il 2027** per IPCA e NIC, a 2,8% e 2,7% rispettivamente.

L'inflazione potrebbe toccare un picco vicino al 5% a fine anno



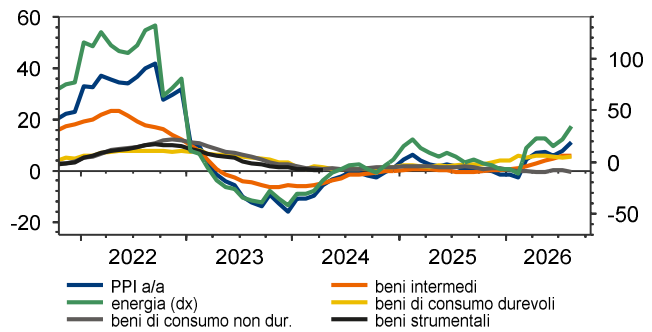
Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Le maggiori pressioni vengono da trasporti e spese per la casa



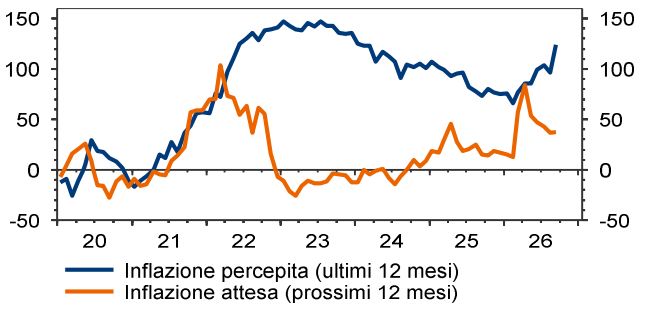
Fonte: Istat, Intesa Sanpaolo

Prezzi alla produzione in ulteriore salita



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'inflazione percepita dalle famiglie è in deciso aumento



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Tendenze del settore bancario

Ancora robusta la crescita dei prestiti al settore privato a settembre

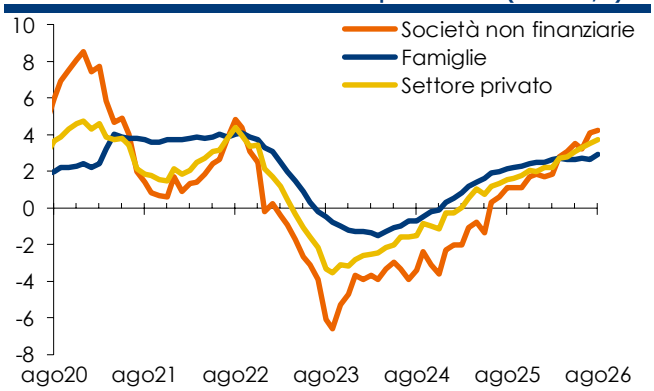
Elisa Coletti

I prestiti al settore privato hanno segnato un assestamento del trend di crescita a settembre, a +3,6% a/a secondo informazioni preliminari. Una variazione simile è stata registrata dal complesso dei prestiti a imprese e famiglie.

Secondo informazioni preliminari, il terzo trimestre si è chiuso con l'aggregato dei prestiti a famiglie e imprese in ulteriore accelerazione a +3,7% a/a a settembre dal +3,5% di agosto, stando alle anticipazioni ABI. Per il complesso dei finanziamenti al settore privato, si è registrato un assestamento della dinamica a +3,6%, secondo le stime ABI, dal +3,7% di agosto, che rappresentava un massimo da settembre 2022, combinando una crescita dei prestiti alle società non finanziarie del 4,2% e di quelli alle famiglie del 2,9%.

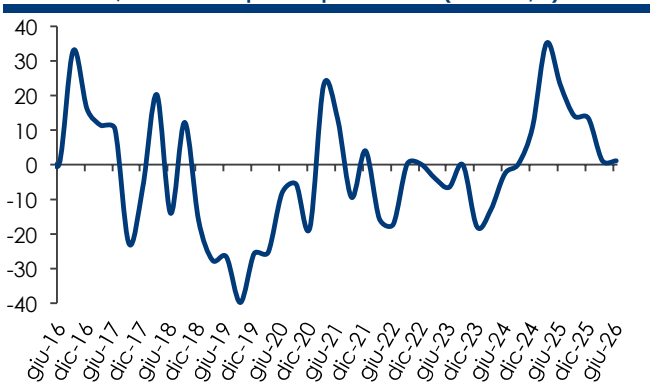
Nei mesi estivi l'andamento dei prestiti bancari ha continuato a essere sostenuto dalla domanda di prestiti da parte delle imprese, motivata da un insieme di fattori: dal fabbisogno di liquidità dovuto ai rincari energetici indotti dal conflitto nel Golfo Persico, all'anticipo delle richieste di credito in vista di ulteriori aumenti dei tassi, alle esigenze di finanziamento degli investimenti. In proposito, **il secondo trimestre ha confermato una tenuta delle erogazioni per investimenti in macchinari, attrezzature, mezzi di trasporto e altro, che hanno riportato un leggero aumento,** dell'1,1% in linea con il +1,3% del 1° trimestre, dopo la forte dinamica registrata nel 2025.

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



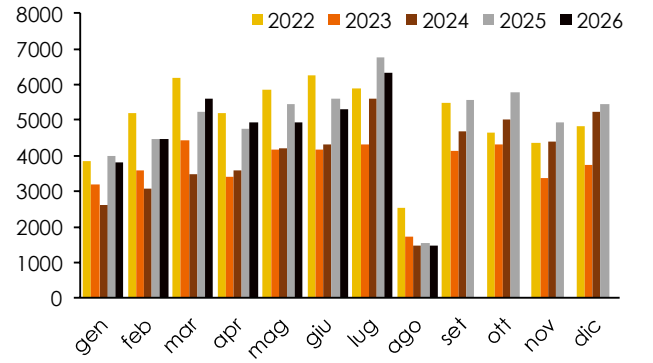
Fonte: Banca d'Italia

Erogazioni di prestiti a medio-lungo per investimenti in macchine, attrezzature, mezzi di trasporto e prodotti vari (var. % a/a)



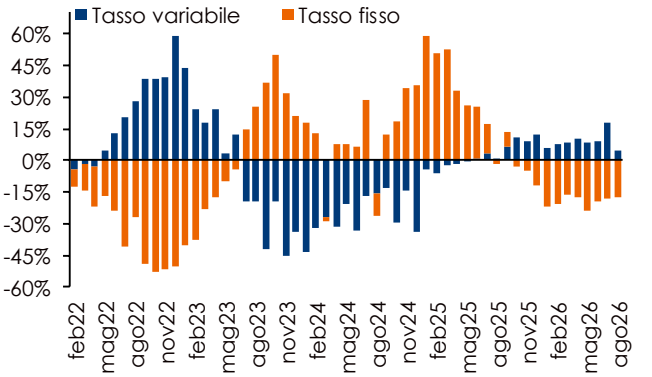
Fonte: elaborazioni Research su dati Banca d'Italia

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



Fonte: BCE

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



Nota: (*) Periodo di determinazione iniziale del tasso oltre 10 anni.
Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Circa il credito alle famiglie, anche nei mesi estivi **le erogazioni complessive di prestiti per l'acquisto di abitazioni, comprendenti nuovi mutui e rinegoziazioni, sono risultate in flessione**, tornando a un calo a due cifre ad agosto, del -13,2% a/a, mentre a luglio, con il -0,3%, avevano mostrato un rallentamento della tendenza negativa in atto da inizio 2026. Il dato di agosto ha risentito di una considerevole contrazione delle rinegoziazioni (-33%) dopo che la decisa ripresa di luglio (+37%) aveva interrotto dodici mesi di continua riduzione. Più importante **resta il calo delle erogazioni di nuovi mutui, sebbene più contenuto rispetto ai tre mesi precedenti** (-3,5% ad agosto da -6,8% a luglio). Nel complesso dei primi otto mesi dell'anno, le erogazioni per nuovi contratti di mutuo si sono ridotte del 2,4%.

Con riguardo alla composizione dei flussi di mutui per tipo di tasso, **le erogazioni a tasso fisso sono rimaste in calo** per il tredicesimo mese consecutivo, del -21% ad agosto, **mentre le operazioni a tasso variabile sono risultate ancora in aumento**, del 27% a/a. L'andamento continua a riflettere il differenziale tra tasso fisso e variabile, con il primo più alto del secondo, di 23pb ad agosto, sebbene la distanza risulti più che dimezzata rispetto a quanto osservato da inizio anno (49pb in media nei sette mesi precedenti e 57bp a luglio).

Aumento più moderato dei depositi ma dinamica sostenuta dei titoli a custodia

Elisa Coletti

A settembre, secondo dati preliminari, i depositi hanno visto un leggero recupero del ritmo di crescita, a +1,9% a/a, che si conferma tuttavia più moderato rispetto al primo semestre. Le obbligazioni, invece, hanno mantenuto una dinamica più robusta a confronto con la prima parte del 2026. La raccolta da clientela ha riflesso questi andamenti, con una variazione di +2,5%. Il rallentamento dei depositi va visto in parallelo al buon andamento dei titoli di debito a custodia.

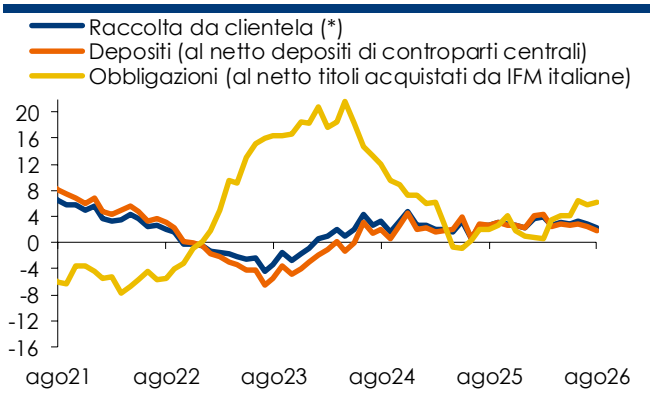
A settembre, secondo i dati preliminari ABI, i depositi hanno segnato una crescita del +1,9% a/a, in leggero recupero rispetto ad agosto (+1,7% su dati omogenei, +2,4% a luglio). **Tuttavia, il risultato conferma il rallentamento nel terzo trimestre,** a confronto con i due precedenti (+2,8% in media nel secondo trimestre e +3,6% nel primo).

Al contempo, le obbligazioni bancarie hanno confermato il rafforzamento del tasso di crescita rispetto alla prima parte dell'anno, tornato a +6,4% a settembre secondo le anticipazioni ABI, come a fine giugno e dopo il +6,2% di agosto, da circa +4% nel periodo marzo-maggio.

La dinamica della **raccolta da clientela ha riflesso l'andamento dei depositi da residenti, con un recupero a settembre a +2,5%,** sempre secondo le stime ABI, rispetto al 2,3% di agosto e 2,8% di luglio.

Per quanto riguarda la **raccolta bancaria complessiva, i dati disponibili fino ad agosto riportano un ulteriore rallentamento a +1,6%,** dal +1,8% di luglio e 3,1% di giugno. L'andamento dell'aggregato risente, oltre che della suddetta tendenza dei depositi domestici, anche del **calo dei depositi da non residenti,** mentre il rifinanziamento BCE da giugno è tornato a segnare variazioni positive, seppure su volumi molto modesti in valore assoluto. In dettaglio, i depositi da non residenti si sono ridotti del 3,8% a/a ad agosto, dal -6,0% di luglio, quando l'andamento è tornato negativo dopo 13 mesi consecutivi di aumenti.

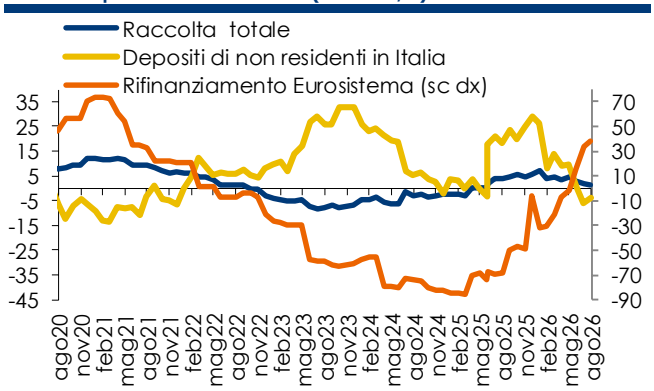
Raccolta da clientela delle banche italiane (var. % a/a) (*)



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

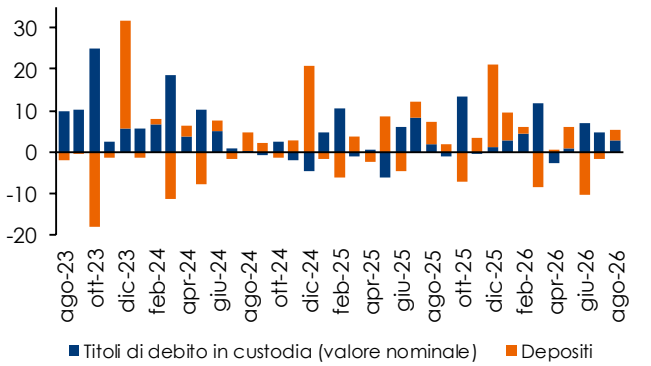
Tasso di variazione della raccolta totale, inclusi il rifinanziamento BCE e i depositi di non residenti (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

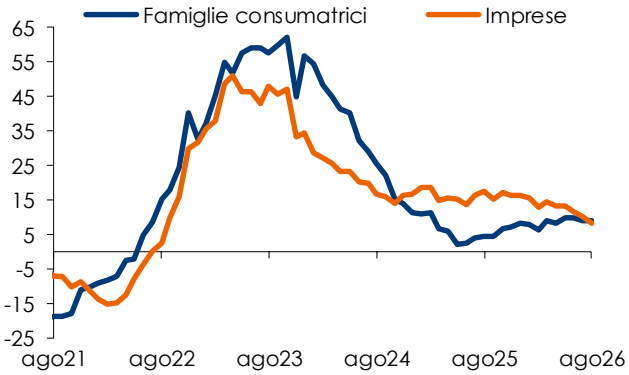
Tornando alle tendenze della clientela bancaria retail, il rallentamento dei depositi va letto in parallelo al **buon andamento dei titoli di debito a custodia** presso le banche che, in un contesto di tassi d'interesse più elevati, vedono **una dinamica sostenuta di quelli detenuti dalle famiglie consumatrici e dalle imprese**, i primi in aumento del +9,2% a/a ad agosto e i secondi del +8,4% nello stesso mese, lungo un percorso di crescita considerevole in atto da metà 2022 (si vedano i grafici a pagina seguente). Da notare che nei primi otto mesi del 2026 per le famiglie consumatrici il flusso netto verso i titoli di debito a custodia è stato pari a 31 miliardi, ampiamente superiore al moderato deflusso dal lato dei depositi, per -4 miliardi.

Flussi netti mensili di depositi e titoli di debito a custodia delle famiglie consumatrici (EUR mld, valori nominali)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Andamento dei titoli di debito a custodia delle famiglie e delle imprese (var. % a/a su dati a valore nominale)



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.intesasanpaolo.com) - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

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

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

Metodologia di valutazione

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis	
Luca Mezzomo (Responsabile)	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Banking Research	
Elisa Coletti (Responsabile)	elisa.coletti@intesasanpaolo.com
Valentina Dal Maso	valentina.dalmaso@intesasanpaolo.com
Eloisa Fassio	eloisa.fassio@intesasanpaolo.com
Carol Salvadori	maria.salvadori@intesasanpaolo.com
Macroeconomic Research	
Paolo Mameli (Responsabile)	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Riccardo Bellesia	riccardo.bellesia@intesasanpaolo.com
Mario Di Marcantonio	mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com
Alessia Gavazzi	alessia.gavazzi@intesasanpaolo.com
Andrea Volpi	andrea.volpi@intesasanpaolo.com