



# La Bussola dell'Economia Italiana

**Direzione Studi e Ricerche**

Dicembre 2022

**IMI**

CORPORATE &  
INVESTMENT  
BANKING

## La bussola dell'economia italiana

### Indice

#### L'evoluzione dello scenario congiunturale

Lo shock energetico non ha ancora esaurito pienamente i suoi effetti	2
Sintesi della previsione macroeconomica	2
Produzione industriale in calo anche ad ottobre	9
La fiducia manifatturiera torna a salire a novembre	10
Costruzioni in rallentamento	11
La ripresa post-pandemica nei servizi è in via di esaurimento	12
Rimbalza il morale delle famiglie ma le prospettive per i consumi restano deboli	13
Disoccupazione sui minimi dal 2009	14
La correzione dei prezzi energetici allevia le pressioni sul saldo commerciale	15
L'inflazione è a un punto di svolta, ma la discesa sarà lenta	16

#### Tendenze del settore bancario

Notevole rialzo dei tassi sui prestiti	17
Prestiti in rallentamento	18
Si ferma la crescita dei conti correnti, a causa degli utilizzi da parte delle imprese	22
	26

### Dicembre 2022

Nota Mensile

### Direzione Studi e Ricerche

**Paolo Mameli**

Economista Macro Italia

**Andrea Volpi**

Economista

**Elisa Coletti**

Economista Banche

## L'evoluzione dello scenario congiunturale

### Lo shock energetico non ha ancora esaurito pienamente i suoi effetti

Ci attendiamo un significativo rallentamento della crescita del PIL nel 2023, a 0,6% dopo il 3,8% stimato per quest'anno. Il profilo previsivo include una contrazione del PIL nei due trimestri tra fine 2022 e inizio 2023, seguita da una ripresa moderata nel resto dell'anno. Lo shock inflattivo colpirà in particolare i consumi, mentre gli investimenti potrebbero mantenere un ritmo di crescita superiore al PIL. I rischi derivanti dall'evoluzione della crisi energetica sembrano essersi ridotti con un orizzonte di breve termine, ma potrebbero tornare a materializzarsi in corso di 2023.

Paolo Mameli

**Il 2022 è stato un anno a due facce per l'economia italiana. Per buona parte dell'anno, il fattore determinante per la crescita è stata la ripresa della mobilità personale** conseguente all'uscita dalla fase più acuta dell'emergenza pandemica, che ha spinto i consumi delle famiglie, in particolare di servizi, e favorito il recupero di attività nei settori che più avevano subito gli effetti delle misure di distanziamento sociale. Al 3° trimestre 2022, quasi tutti i macro-settori hanno recuperato i livelli pre-pandemici di valore aggiunto, compreso il comparto del commercio, trasporto e alloggio che era stato il più colpito nel picco dell'emergenza Covid-19 (rispetto a fine 2019, resta un gap nei livelli di valore aggiunto solo per il settore agricolo, per le attività finanziarie e assicurative e per le "altre attività dei servizi"). **L'altro fattore che ha consentito alla crescita nel 2022 di non discostarsi troppo dalle attese di inizio anno<sup>1</sup>, nonostante lo scoppio della guerra in Ucraina, è stato il prosieguo del ciclo espansivo nelle costruzioni** (il cui valore aggiunto al 3° trimestre 2022 è cresciuto del 25% rispetto a fine 2019), trainato dagli incentivi alle ristrutturazioni.

**La crescita 2022 è stata trainata dall'uscita dalla pandemia e dagli incentivi fiscali nelle costruzioni**

Lo scenario congiunturale si è fatto però via via meno favorevole nel corso dell'anno, in quanto i due driver di cui sopra hanno progressivamente perso spinta, e **due nuovi fattori di segno opposto hanno acquisito progressivamente rilevanza: la fiammata inflazionistica conseguente alla crisi energetica, e la restrizione monetaria** decisa dalle principali banche centrali a livello globale in risposta allo shock. Tali fattori non sembrano aver ancora dispiegato pienamente i loro effetti sull'attività economica: per questo motivo, a nostro avviso difficilmente si potrà evitare una contrazione su base congiunturale del PIL tra fine 2022 e inizio 2023. Peraltro, il recente rientro dai picchi dei prezzi all'ingrosso delle materie prime energetiche renderà meno drammatici, rispetto a quanto atteso qualche settimana fa, gli effetti sul reddito delle famiglie e sui margini delle imprese, e rafforza la nostra ipotesi di ripresa dell'attività economica, sia pur su ritmi moderati, a partire dalla prossima primavera. In media d'anno, **ci attendiamo un PIL in crescita dello 0,6% nel 2023, dopo il 3,8% stimato per quest'anno. Una riaccelerazione è attesa nel 2024, all'1,8%.**

**Tuttavia, lo shock inflazionistico e la restrizione monetaria devono ancora dispiegare in pieno i loro effetti sull'attività economica**

**Sul fronte della crisi energetica, i rischi almeno sull'orizzonte di breve termine si sono ridotti:** sebbene da ottobre le forniture di gas naturale dalla Russia si siano sostanzialmente azzerate, uno scenario di razionamento energetico nella stagione invernale è divenuto improbabile, dato l'elevato livello degli stoccaggi e vista l'ampia riduzione in corso dei consumi di gas. **I rischi però potrebbero essere rimandati alla parte centrale del 2023,** quando la necessità di ricostituire adeguati stoccaggi di gas potrebbe innescare una nuova fiammata dei prezzi, se non rinnovati rischi di razionamento forzato delle forniture energetiche.

**I rischi sul fronte della crisi energetica si sono ridotti, almeno su un orizzonte di breve termine**

**A nostro avviso, la componente di domanda che sarà più colpita dagli effetti dello shock inflazionistico sarà quella dei consumi,** che ci attendiamo sostanzialmente stagnanti (0,3%) in media d'anno nel 2023 dopo un ritmo di espansione vicino al 5% in media nel biennio 2021-22. **Ci attendiamo in particolare una contrazione dei consumi di beni** (sia durevoli che non durevoli), mentre la spesa in servizi potrebbe mantenere un ritmo di crescita positivo (pur in deciso rallentamento rispetto al 2022, a 1,3% da 9%), grazie all'effetto residuo di normalizzazione degli

**I consumi di beni saranno particolarmente colpiti, visto anche l'assottigliarsi dei risparmi...**

<sup>1</sup> Stimiamo un tasso di crescita del PIL italiano nel 2022 al 3,8%, solo moderatamente più basso rispetto alle nostre attese di un anno fa (4,3%).

stili di vita dopo le restrizioni imposte nel periodo pandemico. **Stimiamo una flessione del potere d'acquisto delle famiglie vicina al punto percentuale** l'anno prossimo, così come già nel 2022. **Sinora, le famiglie hanno reagito alla fiammata inflazionistica attingendo agli extra-risparmi post-pandemici:** tale effetto era atteso, ma è stato più rapido del previsto, e potrebbe essersi esaurito già nel trimestre estivo (nelle nostre stime, il tasso di risparmio delle famiglie già nel 3° trimestre potrebbe essere calato al di sotto dei livelli pre-pandemici, sotto il 7%). **Vediamo un ulteriore calo della propensione al risparmio tra fine 2022 e inizio 2023, ma i margini per l'utilizzo dei risparmi si stanno assottigliando,** specie per le famiglie meno abbienti, le più colpite dall'inflazione<sup>2</sup>: pertanto, tale fattore non dovrebbe essere sufficiente a impedire una contrazione dei consumi privati di contabilità nazionale nei due trimestri a cavallo d'anno.

A dire il vero, i livelli attuali della fiducia dei consumatori sarebbero coerenti con una contrazione più accentuata dei consumi rispetto al nostro profilo previsivo. Tuttavia, **un elemento dello scenario che non è coerente con un crollo della spesa delle famiglie è la tenuta del mercato del lavoro:** dallo scoppio della guerra in Ucraina, il tasso di disoccupazione ha mantenuto un trend di calo, sino a scendere al 7,8% (un punto percentuale al di sotto dei livelli di fine 2021) nel mese di ottobre, quando il tasso di occupazione ha toccato un nuovo massimo storico. **A nostro avviso, difficilmente si potrà evitare una risalita del tasso dei senza-lavoro, che però pensiamo potrebbe rivelarsi tutto sommato moderata** (un picco potrebbe essere raggiunto poco sopra l'8,5% a metà 2023). La principale ragione è che il mercato del lavoro è entrato in questa fase ciclica partendo da un livello di posti vacanti molto elevato (il picco è stato toccato nel 2° trimestre 2022, quando il tasso di posti vacanti destagionalizzato per il totale delle imprese con dipendenti ha raggiunto il 2,2%), un segnale di **ecceso di domanda di lavoro rispetto all'offerta, che, a parità di altre condizioni, può attenuare l'aumento della disoccupazione** in una fase di rallentamento del ciclo: in altri termini, ci attendiamo che l'aggiustamento sul mercato del lavoro avvenga sul tasso di posizioni vacanti prima che sul numero di occupati.

**Anche gli investimenti sono destinati a rallentare nel 2023, sulla scia degli effetti dei rincari delle materie prime sui margini di profitto delle imprese, della restrizione delle condizioni finanziarie, del progressivo venir meno della spinta dagli incentivi alle ristrutturazioni e dell'elevata incertezza ancora gravante sullo scenario.** Tuttavia, pensiamo che gli investimenti possano mantenere un ritmo di crescita superiore al PIL (vicino al punto percentuale), in quanto le imprese saranno spinte ad accelerare le spese in conto capitale per la transizione energetica; inoltre, gli investimenti dovrebbero essere la principale componente di domanda a beneficiare degli effetti del PNRR (atteso entrare nel vivo nel 2023). **La componente più colpita sarà quella degli investimenti in costruzioni,** che stimiamo in diminuzione di -0,3% nel 2023 dopo la crescita a due cifre dei due anni precedenti, per effetto del graduale esaurirsi degli incentivi fiscali nonché degli effetti sull'offerta dei maggiori costi di produzione, e sulla domanda del rialzo atteso dei tassi sui mutui.

**Il commercio estero anche nel 2023 dovrebbe dare un contributo negativo al PIL,** come già accaduto nei tre anni precedenti. Infatti, l'export è atteso rallentare in maggior misura rispetto all'import (1,5% contro 2,3%), in quanto **il deterioramento delle ragioni di scambio indotto dai rincari energetici avrà effetti anche sulla bilancia non energetica, inducendo una parziale sostituzione di produzione domestica con maggiori importazioni.** Tra le principali destinazioni dell'export, sia il maggior vigore della domanda che il cambio ancora storicamente favorevole dovrebbero favorire le vendite verso i Paesi extra-UE, in particolare quelli dell'area del dollaro. Infine, specularmente all'effetto degli scambi con l'estero, le scorte dovrebbero contribuire positivamente alla crescita (come già nel biennio 2021-22) grazie alla **ricostituzione dei magazzini favorita dall'attenuazione delle strozzature nelle catene del valore globale.**

<sup>2</sup> Nelle nostre stime, a novembre, l'inflazione effettiva per le famiglie del 1° quintile nella distribuzione di spesa era pari al 16%, contro il 12,6% dell'indice generale (armonizzato) e il 10,3% per le famiglie nel 5° quintile.

**...ma il mercato del lavoro potrebbe rivelarsi relativamente resiliente**

**Gli investimenti dovrebbero mantenere un ritmo di crescita superiore al PIL, ma le costruzioni potrebbero contrarsi**

**Il deterioramento delle ragioni di scambio favorirà una parziale sostituzione di produzione domestica con maggiori importazioni**

L'inflazione potrebbe essere a un punto di svolta, ma la discesa sarà lenta. A nostro avviso, **il picco potrebbe essere stato toccato a fine 2022, ma la media annua rimarrà molto elevata anche nel 2023** (7,2% da 8,7% del 2022 sull'IPCA e 6,5% da 8,2% sul NIC). Solo da fine 2024 l'inflazione potrebbe ritornare attorno al 2%. **L'indice core potrebbe toccare un picco più avanti**, nei primi mesi del 2023, poco sopra il 6%, e risultare in media annua più alto nel 2023 (4,7%) che nel 2022 (3,7%). Anche la discesa successiva potrebbe essere più lenta di quella dell'indice headline. In sostanza, **una vera "normalizzazione" per lo scenario inflattivo è attesa solo dal 2025.**

**L'inflazione è a un punto di svolta, ma la discesa sarà lenta**

**Il PNRR è atteso entrare nel vivo nel 2023, soprattutto dal punto di vista della spesa "aggiuntiva"<sup>3</sup> e della "cantierizzazione" delle opere. Permangono dei ritardi nell'implementazione**, come visibile dal fatto che il Governo ha rivisto la ripartizione temporale della spesa finanziata da RRF (gli interventi nel 2020-22 si sono ridotti a 20,5 miliardi dai quasi 60 previsti inizialmente). **Nel 2023 è attesa una accelerazione a 40,9 miliardi dai 15 del 2022.** Sulla base del nuovo profilo temporale, abbiamo rivisto le nostre stime circa l'impatto del PNRR sulla crescita (considerando la sola spesa aggiuntiva, comprensiva della parte finanziata con risorse nazionali). Stimiamo un impatto sul livello del PIL al 2026 a 2,5% (contro il 3,2% previsto dal Governo, rivisto al ribasso da un 3,6% iniziale), sotto l'ipotesi implicita che l'efficienza degli investimenti finanziati dal PNRR sia in linea con la media storica (e non più alta, come da assunzione governativa). **L'impatto sul tasso di crescita del PIL sarebbe di 0,5% per ogni anno fino alla fine del periodo (2023-26).** In ogni caso, alcune linee di intervento del PNRR potrebbero essere ridiscusse con la UE in relazione ai rincari delle materie prime e alle esigenze di riconversione energetica.

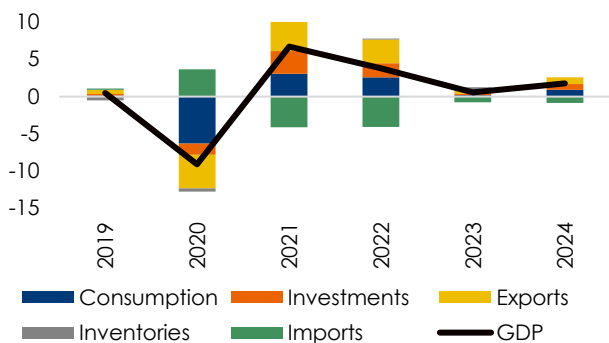
**Il PNRR è atteso entrare nel vivo nel 2023**

Sul fronte della finanza pubblica, **l'aggiornamento effettuato dal Governo precedente nella NADEF di fine settembre ha evidenziato valori attesi di deficit e debito nel 2023, nel quadro tendenziale, migliori del previsto**, nonostante il peggioramento delle prospettive cicliche e l'aumento del costo del debito, creando uno spazio fiscale teorico da mezzo punto di PIL per il budget del prossimo anno. **Il nuovo Governo guidato da Giorgia Meloni ha scelto di ampliare l'entità della manovra netta sul 2023 a oltre un punto di PIL, concentrando le risorse (21 miliardi) sul contrasto agli effetti della crisi energetica** (sostanzialmente rinnovando, con alcuni ampliamenti, sino al 31 marzo 2023 le misure già esistenti). Gli altri interventi contenuti nella Legge di Bilancio, tra i quali il più importante in termini di risorse è il taglio del cuneo contributivo per i lavoratori dipendenti a basso reddito, hanno adeguata copertura. Il principale rischio è che nuovi interventi per contrastare la crisi energetica si rendano necessari dopo il 31 marzo: **assumendo che gli interventi siano rinnovati integralmente sino a metà 2023, ovvero che siano estesi sino a fine anno in una forma "ridotta" di un terzo, il risultato è che i livelli di deficit e debito nel 2023 potrebbe risultare poco variati rispetto al 2022** (il deficit in lieve aumento, il debito in lieve calo).

**Il maggiore rischio per la finanza pubblica è che si renda necessario un rinnovo delle misure sinora finanziate fino al 31 marzo**

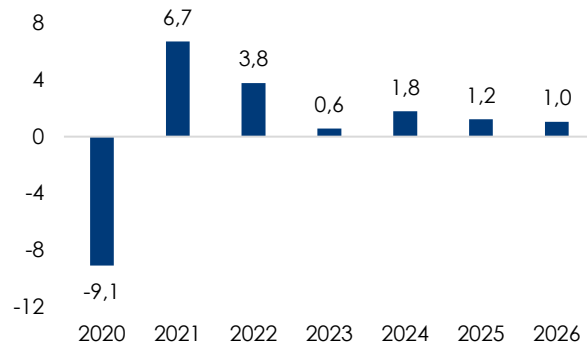
<sup>3</sup> I circa 20,5 miliardi di spesa finanziata sino a fine 2022 sono principalmente riferibili a "progetti in essere", generalmente previsti da disposizioni antecedenti il PNRR. Si tratta di misure già finanziate a valere su strumenti nazionali e successivamente assorbite all'interno del Piano in ragione della coerenza con i relativi contenuti, che riguardano prevalentemente gli investimenti relativi alla realizzazione di opere e infrastrutture (come gli interventi connessi al potenziamento dei collegamenti ferroviari), gli investimenti legati all'ecobonus e al sisma-bonus e quelli finalizzati a sostenere la trasformazione tecnologica delle imprese (come le misure legate al Piano Transizione 4.0).

**Fig. 1 – Il 2023 sarà un anno di vistoso rallentamento per l'attività economica in Italia**



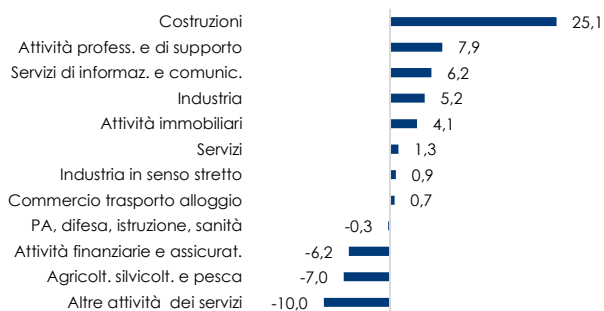
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 2 – Negli anni successivi è attesa una riaccelerazione sulla scia del rientro della crisi energetica, e degli effetti del PNRR**



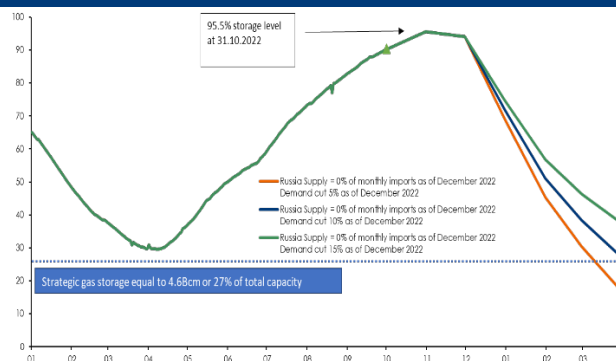
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 3 – Solo attività finanziarie e assicurative, agricoltura e altre attività dei servizi restano significativamente al di sotto dei livelli pre-pandemici di valore aggiunto (3° trimestre 2022 vs fine 2019)**



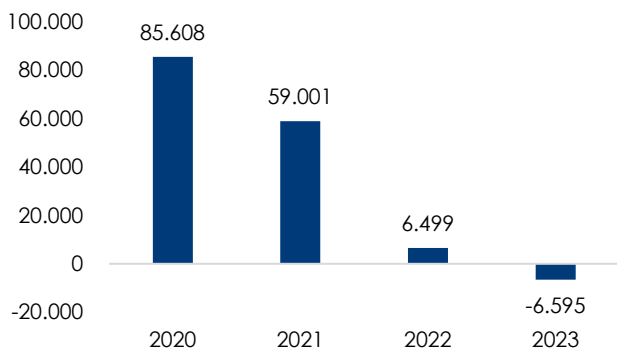
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 4 – I rischi connessi alla crisi energetica si sono ridotti: basterebbe un calo della domanda del 10% nei prossimi mesi per non intaccare le riserve strategiche (ma la riduzione dei consumi a ottobre e novembre è stata superiore al 20%)**



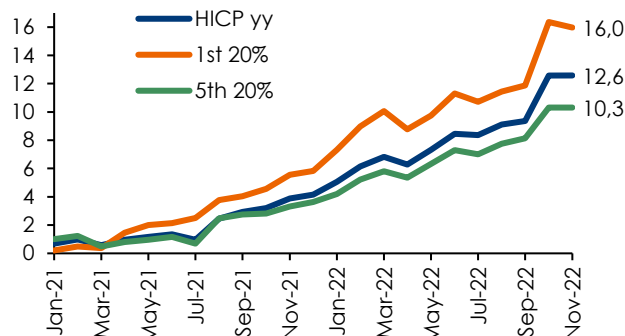
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo Italiano

**Fig. 5 – Gli extra-risparmi post-pandemici si sono esauriti quasi completamente già nel 2022**



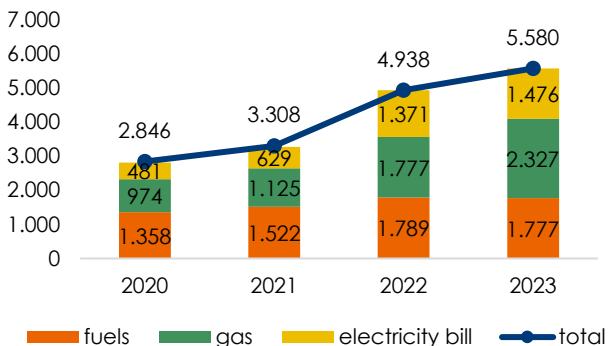
Nota: extra-risparmi in miliardi di euro; stime ottenute ipotizzando un tasso di risparmio costante ai livelli del 2019. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 6 – Le famiglie meno abbienti sono quelle più colpite dallo shock inflazionistico**



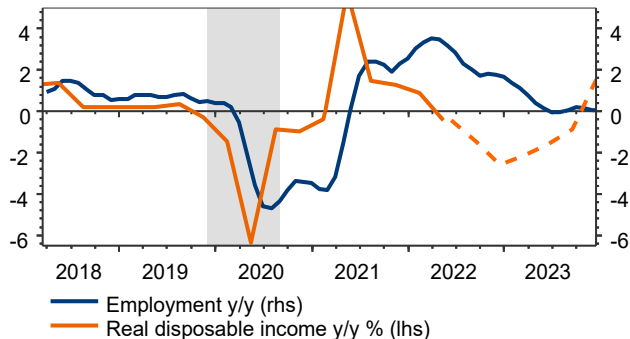
Nota: inflazione generale e stimata per le famiglie nel 1° e nel 5° quintile della distribuzione di spesa. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 7 – Nel 2023 è atteso un ulteriore rincaro della spesa energetica per la famiglia tipo (anche se meno ampio rispetto a quanto stimato 3 mesi fa)**



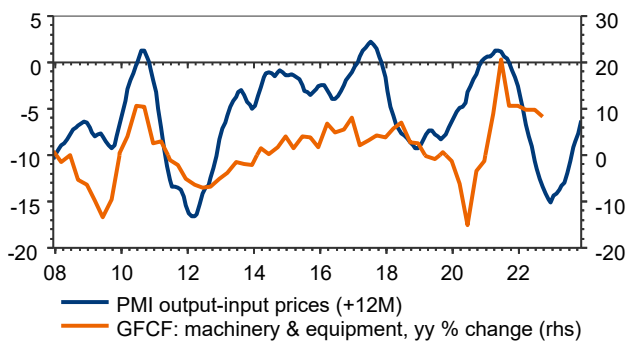
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, ARERA

**Fig. 8 – Nonostante un rallentamento solo moderato dell'occupazione, il reddito disponibile reale delle famiglie subirà una ampia contrazione tra fine 2022 e inizio 2023**



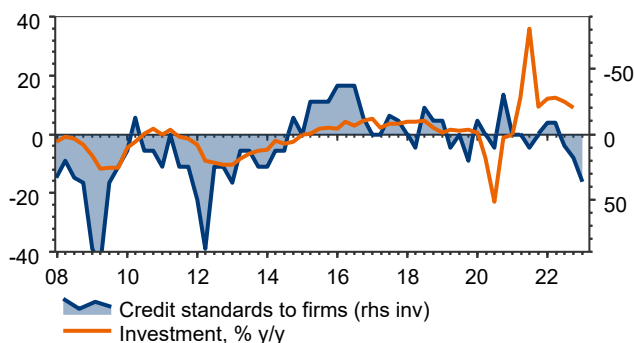
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 9 – Gli investimenti non potranno non risentire della contrazione dei margini dovuta ai rincari degli input...**



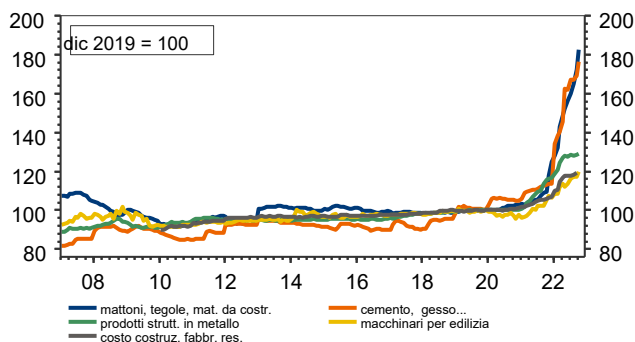
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, S&P Global

**Fig. 10 – ...nonché della restrizione delle condizioni finanziarie**



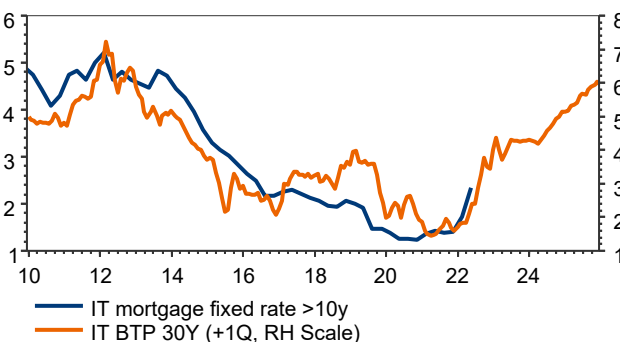
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Banca d'Italia

**Fig. 11 – In particolare, gli investimenti in costruzioni saranno colpiti dai rincari dei materiali...**



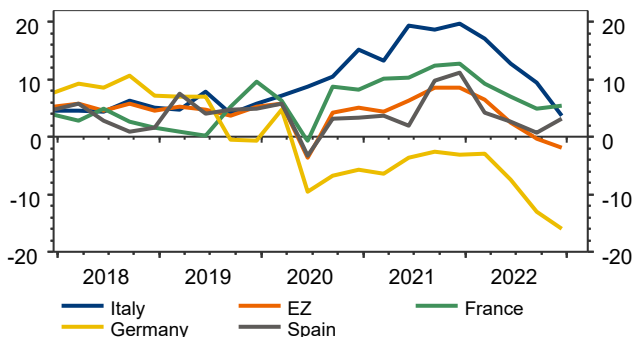
Fonte: Istat

**Fig. 12 – ...nonché dall'atteso rialzo dei tassi sui mutui...**



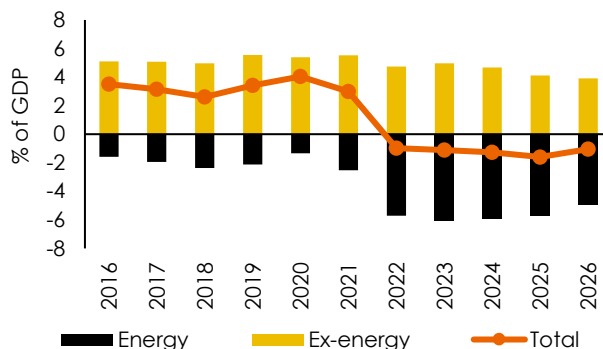
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Banca d'Italia, Datastream

**Fig. 13 – ...e dall'esaurirsi degli incentivi fiscali, che sta già causando una netta diminuzione dei piani di ristrutturazioni immobiliari**



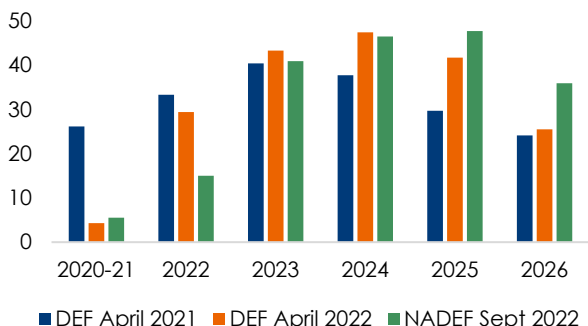
Nota: intenzioni di ristrutturare/rinnovare la casa nei prossimi 12 mesi, deviazione rispetto alla media storica. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

**Fig. 14 – Lo shock energetico avrà ripercussioni persistenti sulla bilancia commerciale, anche non energetica**



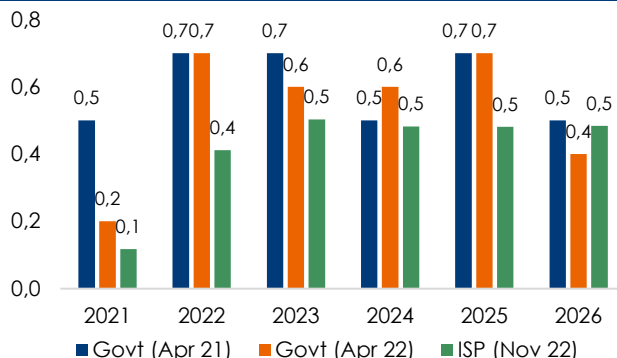
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 15 – PNRR: il baricentro dell'allocazione temporale dei flussi scivola verso il secondo triennio dell'orizzonte**



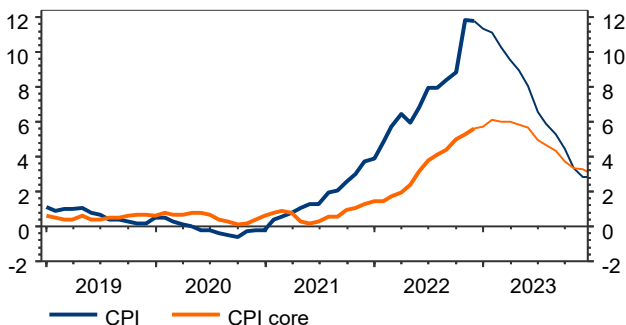
Fonte: MEF, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 16 – Impatto del PNRR sulla crescita % annua del PIL italiano (scostamenti % dallo scenario di base)**



Fonte: PNRR dell'Italia e stime interne di Intesa Sanpaolo

**Fig. 17 – L'inflazione è a un punto di svolta, ma la discesa sarà lenta**



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat (indice NIC)

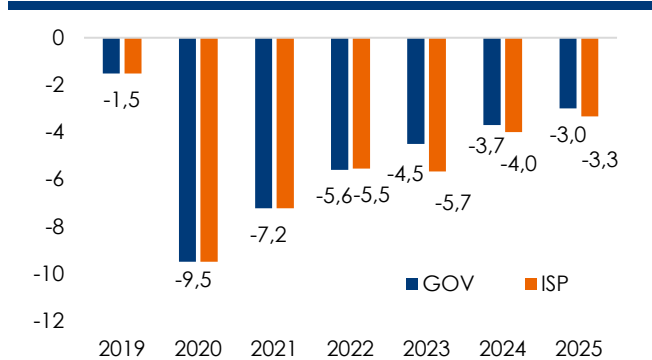
**Tab. 1 – Le nuove misure discrezionali approvate dal Governo Meloni configurano una manovra espansiva che vale lo 0,5% del PIL sul 2022 e oltre l'1% del PIL sul 2023**

	2022	2023	2024	2025
Nuove misure contro il caro-energia	-0.27	-0.97	0.00	0.00
Riduzione del cuneo fiscale	0.00	-0.24	-0.05	-0.03
Sanità	0.00	-0.14	-0.11	-0.12
Politiche invariate e ministeri	0.00	-0.11	-0.09	-0.08
Politiche per la famiglia	0.00	-0.10	-0.05	-0.05
Sostegno alle imprese	0.00	-0.08	0.01	0.00
Sostegno agli investimenti pubblici	0.00	-0.06	-0.09	-0.12
Misure in favore dei contribuenti	0.00	-0.06	0.04	0.03
Interventi a livello locale	-0.03	-0.04	-0.02	-0.01
Flat tax	0.00	-0.01	-0.06	-0.02
Misure per la scuola	0.00	0.00	-0.01	-0.01
Detraz. fiscali ristruttur. edilizie, eco-bonus	0.00	0.02	0.03	0.02
Reddito di cittadinanza	0.00	0.04	0.05	0.05
Misure in materia pensionistica	0.00	0.08	0.13	0.17
Altro	-0.17	0.65	0.11	0.40
<b>Totale</b>	<b>-0.48</b>	<b>-1.03</b>	<b>-0.10</b>	<b>0.22</b>

Nota: effetti cumulati sull'indebitamento netto della PA (Decreto Aiuti Quater + Legge di Bilancio 2023). Fonte: Documento Programmatico di Bilancio

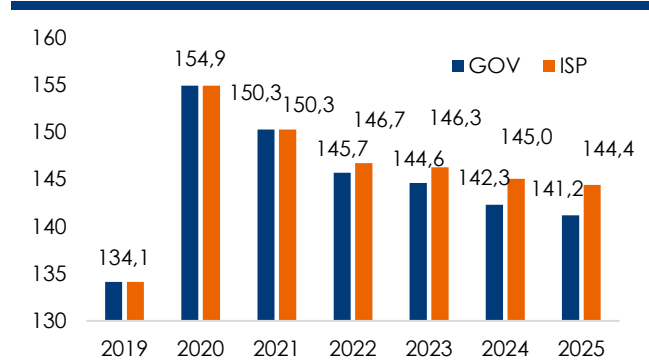


**Fig. 18 – Assumendo che gli interventi governativi siano rinnovati integralmente sino a metà 2023, ovvero che siano estesi sino a fine anno in una forma “ridotta” di un terzo, il deficit 2023 potrebbe salire lievemente rispetto al 2022...**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, NADEF 2022 (rivista)

**Fig. 19 – ...e la traiettoria discendente del debito sarebbe più lenta di quella prevista dal Governo**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, NADEF 2022 (rivista)

## Sintesi della previsione macroeconomica

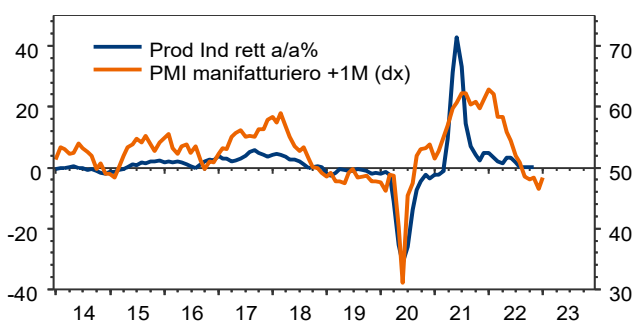
	2021	2022p	2023p	2021		2022				2023			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	6.7	3.8	0.6	4.8	6.5	6.4	5.0	2.6	1.4	0.9	0.1	0.1	1.1
- var.ne % t/t				2.8	0.8	0.2	1.1	0.5	-0.4	-0.3	0.3	0.4	0.5
Consumi delle famiglie	5.1	4.4	0.3	4.1	-0.2	-1.2	2.5	2.5	-1.6	-0.9	0.3	0.6	0.5
Consumi pubblici	1.5	0.3	0.3	0.3	0.7	0.6	-1.2	-0.2	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1
Investimenti fissi	16.5	9.6	0.9	2.6	2.7	3.8	1.5	0.8	-0.4	-0.5	0.5	0.8	1.1
Investimenti in macchinari	12.5	8.5	1.9	3.5	1.4	2.7	1.9	2.0	-0.5	-0.5	0.6	1.0	1.3
Investimenti in trasporti	9.8	11.1	3.7	-16.4	7.1	7.4	4.5	10.1	-3.0	-1.0	0.5	1.0	1.2
Investimenti in costruzioni	21.8	10.5	-0.3	4.2	3.6	4.6	0.8	-1.3	0.0	-0.5	0.3	0.5	0.8
Esportazioni	13.5	9.9	1.5	2.9	0.7	5.2	2.1	0.1	-0.2	0.2	0.6	0.6	0.7
Importazioni	14.8	13.5	2.3	3.6	5.0	3.8	2.1	4.2	-1.0	-0.5	0.6	0.7	0.7
<b>Contr. % PIL</b>													
Commercio estero	-0.1	-0.9	-0.2	-0.1	-1.2	0.5	0.0	-1.3	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0
Domanda finale interna	6.4	4.6	0.4	3.0	0.6	0.2	1.5	1.6	-1.0	-0.6	0.3	0.5	0.5
Var. scorte	0.4	0.1	0.4	-0.1	1.5	-0.5	-0.4	0.2	0.3	0.1	0.1	0.0	0.0
<b>Affività produttiva</b>													
Produzione industriale	11.7	0.3	-1.2	1.1	0.8	-1.1	1.1	-0.5	-1.7	-1.1	0.7	0.8	0.7
<b>Prezzi, salari e redditi</b>													
Prezzi al consumo (a/a)	1.9	8.2	6.5	2.2	3.5	5.7	6.9	8.4	11.7	10.3	7.9	5.2	3.0
- escl. alimentari, energia (a/a)	0.8	3.7	4.7	0.7	1.3	1.7	3.1	4.5	5.5	6.0	5.5	4.2	3.2
PPI (a/a)	10.7	33.4	3.8	12.0	21.8	34.2	34.6	39.6	26.0	11.3	7.4	-1.6	-0.8
Disoccupazione (%)	9.5	8.1	8.4	9.1	9.0	8.5	8.1	7.9	8.0	8.4	8.5	8.3	8.2
Occupati totali	0.8	2.4	0.3	1.1	0.4	0.6	0.8	0.0	0.4	-0.3	-0.1	0.2	0.2
Salari contrattuali	0.6	1.0	1.4										
Reddito disponibile reale	2.1	-0.9	-0.8										
Tasso di risparmio (%)	13.1	8.6	7.5										
<b>Bilancia dei pagamenti</b>													
Partite correnti (% PIL)	3.0	-0.5	-0.9										
<b>Finanza pubblica</b>													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-7.2	-5.5	-5.7										
Debito (% Pil)	150.3	146.7	146.3										
<b>Variabili finanziarie</b>													
3-mths Euribor	-0.58	2.01	3.71	-0.55	-0.58	-0.50	-0.24	1.01	2.01	3.13	3.71	3.76	3.71
Long term (10Y) rate (%)	0.75	3.02	4.16	0.67	0.94	1.58	2.97	3.50	4.02	4.09	4.23	4.20	4.13
BTP/Bund spread	1.08	1.87	2.02	1.07	1.18	1.46	1.88	2.18	1.96	1.93	2.00	2.07	2.10

Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

### Produzione industriale in calo anche ad ottobre

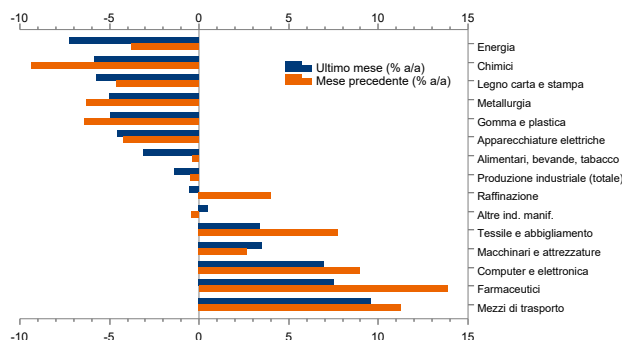
La produzione industriale è calata in misura significativa per il secondo mese consecutivo a ottobre, di -1% m/m, dopo il -1,7% di settembre. L'indice destagionalizzato dell'output resta al di sotto dei livelli pre-bellici (-2,1%), ma si mantiene in moderata ripresa rispetto alla situazione pre-pandemica (+0,6%). **Su base annua, la produzione è scesa in territorio ancor più negativo, a -1,6%** da -0,5%, un minimo dallo scorso gennaio. **La flessione registrata nel mese di ottobre è dovuta ai beni di consumo (-3% m/m)**, in particolare ai non durevoli (-3,5%), **e alla produzione di energia** (in diminuzione per il quarto mese consecutivo, di -1,2% m/m). Sia i beni strumentali che quelli intermedi sono risultati poco variati nel mese. **Su base annua, i beni strumentali sono trainanti** mentre i beni di consumo sono scesi in territorio negativo: la tenuta della produzione di beni strumentali conferma che **lo shock inflazionistico sta colpendo soprattutto i consumi di beni delle famiglie, mentre il ciclo degli investimenti non appare concluso. Il dettaglio settoriale resta assai eterogeneo.** Diversi comparti manifatturieri mostrano una apprezzabile crescita tendenziale. I mezzi di trasporto, nonché computer ed elettronica sembrano beneficiare dell'allentamento delle tensioni sulle catene globali del valore, che avevano riguardato in particolare i semiconduttori e in generale l'automotive. Anche il settore farmaceutico sta registrando una forte ripresa e anche l'abbigliamento rimane in crescita, favorito dalla progressiva normalizzazione delle abitudini di consumo dopo l'uscita dalla fase pandemica. Viceversa, **tra i settori che evidenziano il più ampio calo della produzione su base annua troviamo i comparti a maggior intensità di energia. La produzione industriale è in rotta per una diminuzione di -1,5% t/t nel 4° trimestre**, ci aspettiamo un'ulteriore flessione su base congiunturale nell'ultimo bimestre dell'anno, che dovrebbe amplificare il calo del 4° trimestre e porre le basi per un'ulteriore contrazione nel 1° trimestre 2023.

### Le indagini sono coerenti con un ulteriore calo della produzione industriale nei prossimi mesi



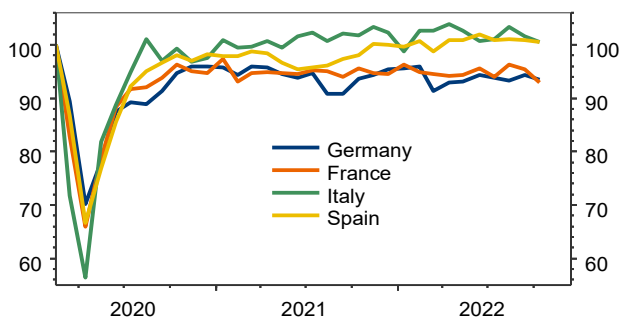
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

### I settori più energivori sono quelli che registrano i cali tendenziali più ampi. In ripresa invece trasporti e farmaceutica



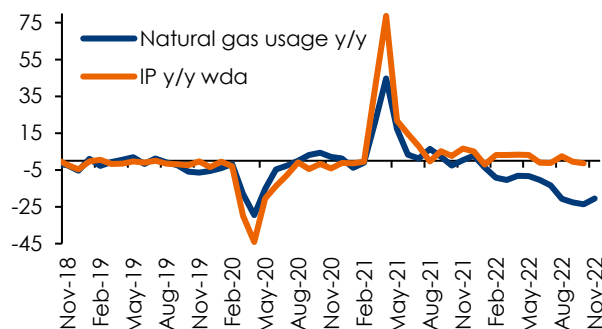
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### La produzione mantiene un rimbalzo post-pandemico più accentuato che in Germania e Francia



Nota: Febbraio 2020 = 100. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

### Il divario tra consumo di gas e produzione è spiegato anche dagli sforzi di efficientamento delle imprese

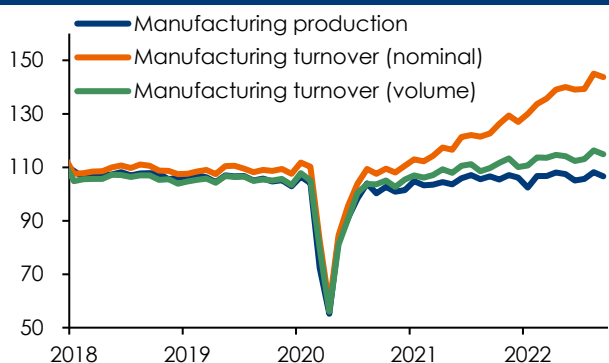


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, SNAM

### La fiducia manifatturiera torna a salire a novembre

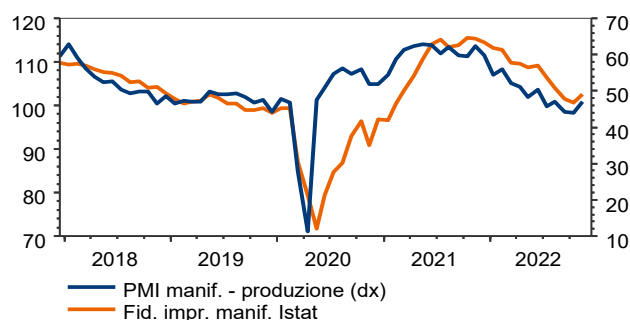
A novembre la fiducia delle imprese nel settore manifatturiero ha mostrato un rimbalzo (superiore alle attese) dopo il calo dei quattro mesi precedenti, a 102,5 dopo il 100,7 di ottobre. Il recupero è dovuto alle aspettative sugli ordini e sulla produzione (entrambi tornati a un saldo positivo dopo essere scesi in territorio negativo nei due mesi precedenti), mentre le valutazioni correnti su ordinativi e output sono entrambe peggiorate (ai minimi da un anno e mezzo). Le attese su economia e occupazione sono migliorate per il secondo mese consecutivo, dopo essere calate in misura significativa da luglio a settembre. Le aspettative sui prezzi di vendita sono diminuite moderatamente per il secondo mese, passando da 42,3 a 34,5 (il livello più basso dal settembre dello scorso anno). Le scorte di magazzino sono aumentate ulteriormente a 4,3, il valore più alto da agosto 2020. Nel settore manifatturiero, il miglioramento è dovuto anche alle minori "strozzature" sulle catene del valore e sul sistema dei trasporti mondiale, che stanno riducendo i problemi di approvvigionamento delle imprese e favorendo la ricostituzione delle scorte di magazzino. Questo effetto tuttavia potrebbe essere transitorio, in quanto la debolezza della domanda, sia domestica che dall'estero, potrebbe diventare più rilevante dei limiti all'offerta nel frenare l'attività industriale nei mesi a venire. Il fatturato industriale è diminuito di -1,2% m/m a settembre, dopo un balzo di 3,4% m/m ad agosto. La contrazione più ampia è quella del settore energetico (-4,5% m/m), verosimilmente amplificata dall'effetto-prezzi. Al netto dell'energia il fatturato risulta comunque in diminuzione (-0,9% m/m). Su base annua, si registra un rallentamento a 18% da 22,9% precedente. Il fatturato in volume nel settore manifatturiero ha subito anch'esso un calo di -1,2% m/m, con una crescita tendenziale ben più contenuta rispetto al fatturato in valore (4,6% contro 18%).

#### Fatturato industriale in calo a settembre sia in volume che in valore



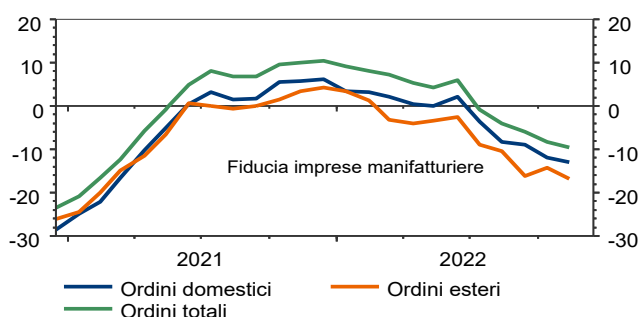
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### La fiducia manifatturiera torna a salire a novembre ma resta coerente con una contrazione dell'attività



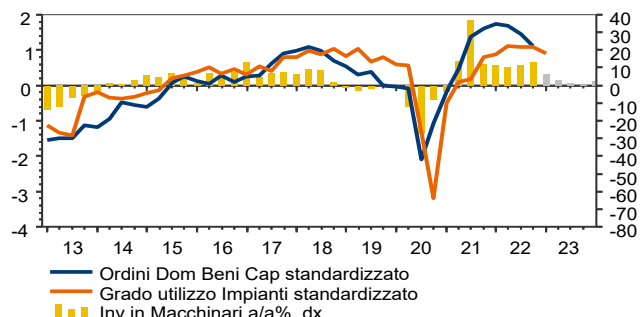
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

#### Gli ordini sia esteri che dall'interno sono in diminuzione



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Il calo della domanda riduce le pressioni sull'offerta

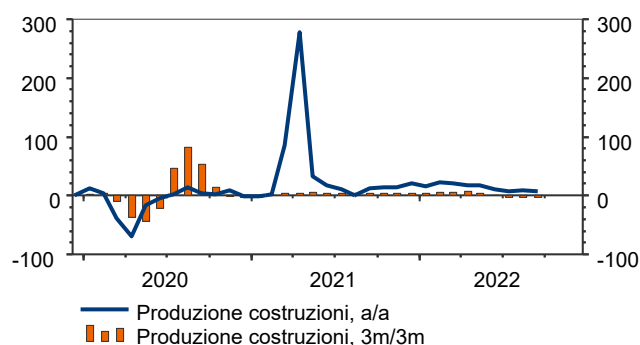


Nota: previsioni in grigio. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Costruzioni in rallentamento

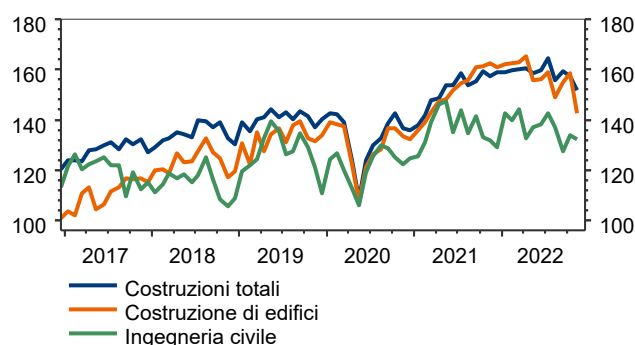
A novembre il morale nelle costruzioni è sceso per il secondo mese, a 151,9 da 157,5 precedente, rimanendo assai elevato in prospettiva storica ma mostrando ormai una chiara tendenza al ribasso dopo il picco toccato a 164,4 lo scorso luglio. Al momento l'attività continua a beneficiare dei bonus edilizi (a novembre il totale degli investimenti ammessi a detrazione ha toccato i 58 miliardi di euro con poco più del 70% dei lavori realizzati), che però dal prossimo anno si faranno decisamente meno generosi. Dopo un solido 2021 e un altrettanto robusto 1° semestre, **il settore sta perdendo spinta**, e dopo aver frenato la crescita del valore aggiunto già durante l'estate, dovrebbe restare debole anche nei due trimestri a cavallo d'anno. **Anche la restrizione monetaria dovrebbe pesare sulla domanda di mutui** e quindi trasmettersi, nel corso del prossimo anno, sugli investimenti residenziali. Il rallentamento della domanda ha iniziato a riflettersi sul mercato immobiliare: **dopo sette trimestri di crescita, durante l'estate i prezzi delle abitazioni sono calati di -1% t/t** da un precedente 2,3%, **in un contesto di decelerazione delle transazioni** (1,7% a/a da un precedente 8,7%). La flessione è spiegata soprattutto dalle abitazioni nuove (-5,4% t/t dopo il forte incremento di 6,8% registrato in primavera), ma anche quelle esistenti registrano una correzione di -0,1% t/t (da 1,4% precedente). Dopo la pandemia il mercato immobiliare ha riaccelerato a ritmi mai visti nel decennio precedente, ma i valori delle abitazioni restano su livelli inferiori a quelli toccati nel 2013.

#### Le costruzioni hanno frenato la crescita del PIL nel 3° trimestre



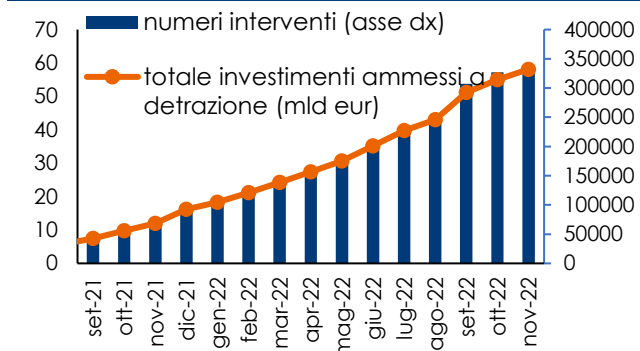
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Il morale nel settore resta su livelli elevati rispetto alla media storica ma la tendenza è ormai verso il basso



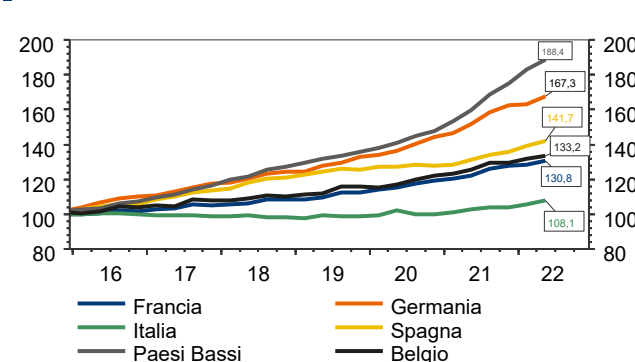
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### A novembre il totale degli investimenti ammessi a detrazione per superbonus 110% ha sfiorato i 60 miliardi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ENEA, Ministero della Transizione Ecologica

#### Tornano a calare i prezzi delle abitazioni nel 3° trimestre



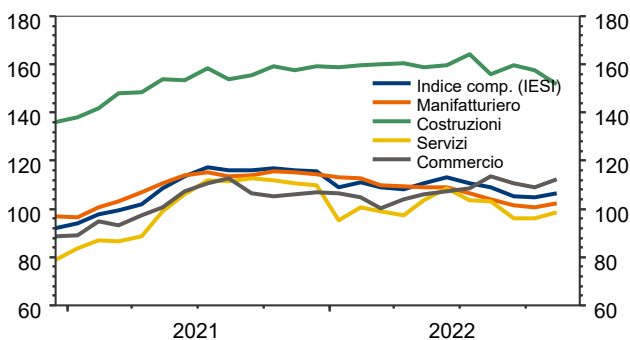
Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

### La ripresa post-pandemica nei servizi è in via di esaurimento

**Nel 3° trimestre il fatturato nei servizi è cresciuto del 2,2% t/t, in rallentamento dal 3% t/t registrato nei mesi primaverili.** Ad eccezione dei servizi di comunicazione ed informazione, il fatturato è decelerato in tutti gli altri comparti (pur mantenendo ritmi di espansione piuttosto solidi), suggerendo come già a fine estate il rimbalzo post-pandemico nel settore stesse perdendo vigore. Ci aspettiamo che tale trend possa proseguire nel trimestre in corso quando, secondo le indagini di fiducia, la tendenza espansiva potrebbe essersi esaurita.

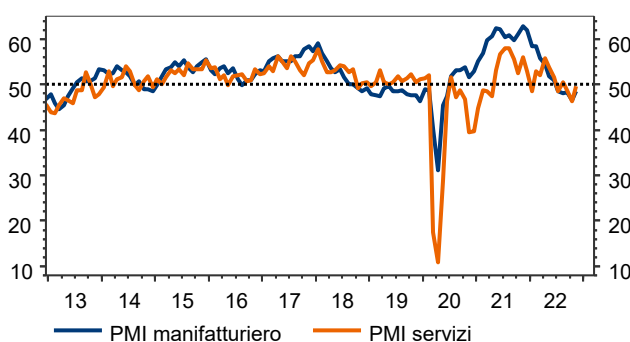
**A novembre la fiducia nei servizi è tornata a salire** portandosi a 98,8 da 96 del mese precedente, trainata dal miglioramento delle aspettative, soprattutto nel settore turistico. L'indice rimane comunque al di sotto della media del trimestre precedente e ancora coerente con un indebolimento dell'attività. **Anche l'indice PMI servizi a novembre si è riavvicinato alla soglia d'invarianza** portandosi a 49,5 da 46,6 di ottobre, quando aveva toccato un minimo da quasi due anni. L'indagine ha riportato un rallentamento del tasso di contrazione dei nuovi ordini, un quadro occupazionale ancora espansivo e un miglioramento delle aspettative. In sintesi, le indagini sembrano riflettere la riduzione dei rischi al ribasso per quanto riguarda la crisi energetica, ma confermano un quadro di graduale indebolimento della domanda anche nel settore dei servizi.

#### A novembre solo le costruzioni registrano una correzione del morale delle imprese



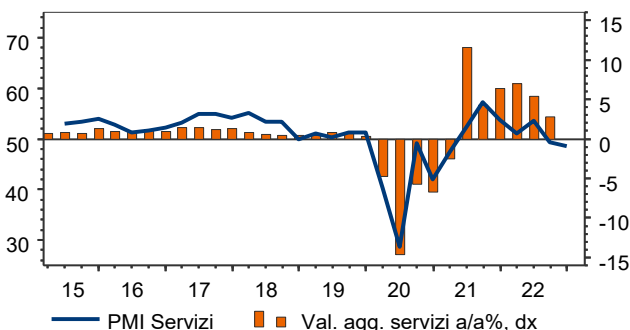
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### I PMI restano su livelli recessivi, ma il ritmo di contrazione si è attenuato a novembre



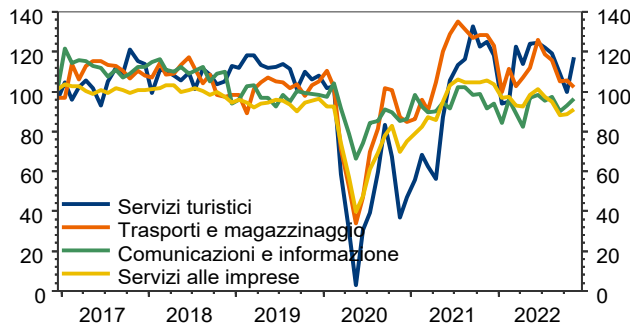
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

#### Dopo aver trainato la ripresa nei trimestri precedenti, anche i servizi sono già in contrazione



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

#### Il recupero del morale nei servizi è diffuso a tutti i comparti ad eccezione di trasporti e magazzinaggio

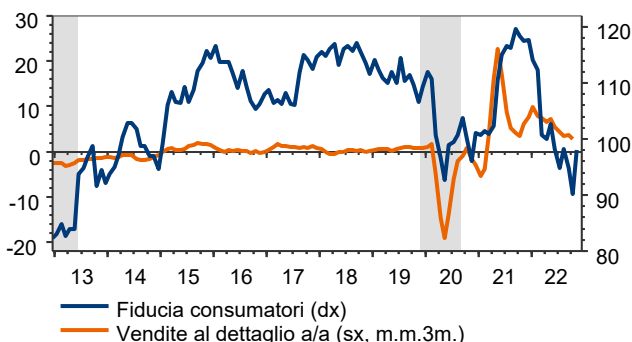


Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Rimbalza il morale delle famiglie ma le prospettive per i consumi restano deboli

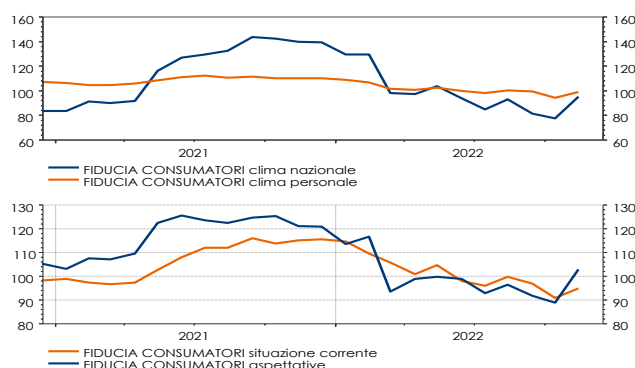
A novembre il morale dei consumatori è salito più del previsto, a 98,1 da 90,1 di ottobre (che rappresentava un minimo da maggio 2013). La ripresa è guidata dal clima economico nazionale (più che dalla situazione personale degli intervistati) e dalle aspettative per il futuro (salite ai massimi dallo scoppio della guerra in Ucraina, cioè dallo scorso febbraio), che recuperano assai più delle valutazioni sulle condizioni correnti. La situazione finanziaria delle famiglie, sia attuale che attesa, è migliorata, così come le possibilità di risparmio sia correnti che attese. Inoltre, forse più sorprendentemente, i timori di disoccupazione sono diminuiti in modo significativo, passando da 81,2 a 51,1 (il valore più basso dallo scorso febbraio). L'inflazione corrente ha raggiunto un nuovo record storico (a 139,3 dal precedente 138,7), ma l'inflazione attesa per i prossimi 12 mesi è crollata da 55,2 a 15,7, un nuovo minimo dall'agosto dello scorso anno. Ad ottobre le vendite al dettaglio sono calate di -0,4% m/m, ma la flessione è ancora più ampia (-1,2% m/m) se si considerano i dati in volume (cioè al netto dell'effetto della salita dei prezzi). Il volume di acquisti di beni alimentari, tra i comparti che registrano la maggiore crescita dei prezzi dopo l'energia, è in flessione di ben -1,5% m/m, ma anche i beni non alimentari sono in diminuzione (-1% m/m). Su base tendenziale il volume delle vendite è in calo di -6,3%, un minimo da inizio 2021. L'aumento tendenziale in valore è dovuto unicamente a grande distribuzione (soprattutto discount di alimentari) e commercio elettronico. I livelli della fiducia dei consumatori sono coerenti con ulteriori cali delle vendite in volume nei prossimi mesi.

#### La fiducia dei consumatori è in recupero a novembre ma resta su livelli coerenti con una contrazione dei consumi



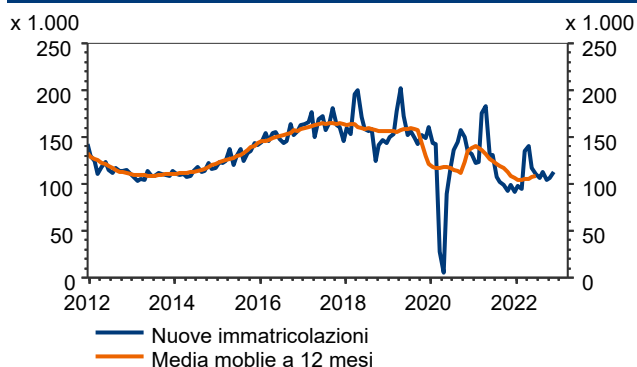
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020, l'area ombreggiata corrisponde al periodo recessivo. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### I progressi sono diffusi a tutte le principali componenti



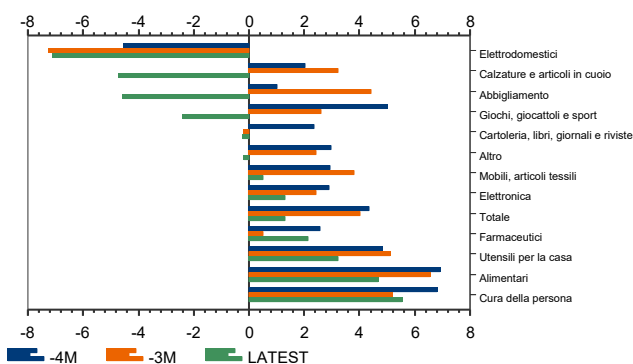
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Le immatricolazioni di auto stanno rimbalzando da livelli depressi



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

#### La crescita tendenziale delle vendite al dettaglio in valore è dovuta in gran parte all'aumento dei prezzi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Disoccupazione sui minimi dal 2009

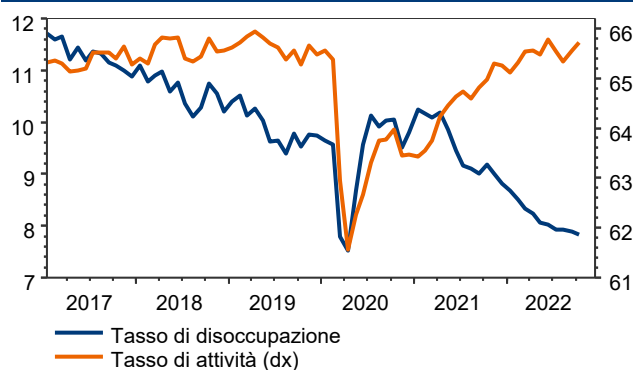
Ad ottobre il tasso di disoccupazione è calato di un decimo al 7,8%: se si escludono i mesi del primo lockdown, è un minimo da giugno 2009. Rispetto al mese precedente sono diminuite le persone in cerca di occupazione (-0,4%, -8 mila unità) e gli inattivi (-0,5%, -62 mila), mentre sono aumentati gli occupati (+0,4%, +82 mila unità), con il **tasso di occupazione** che **ha toccato un massimo dall'inizio delle rilevazioni** (almeno dal 1977) al 60,5%. La crescita degli occupati riguarda sia le donne (+0,6% m/m, +56 mila) che gli uomini (+0,2% m/m, +26 mila), ma è concentrata esclusivamente tra gli ultracinquantenni. Crescono i dipendenti permanenti (+117 mila), mentre calano quelli a termine (-18 mila) e gli autonomi (-17 mila). **I dati confermano la tenuta del mercato del lavoro nonostante il rallentamento ciclico**: le imprese continuano a segnalare difficoltà nel reperire manodopera in alcuni settori (anche se l'eccesso di domanda pare essersi ridimensionato ultimamente), mentre il tasso di posizioni vacanti ha toccato un picco nei mesi centrali dell'anno ma rimane su livelli storicamente elevati. **Ci aspettiamo dunque un aumento solo moderato del tasso di disoccupazione nei prossimi mesi**: è possibile che le imprese rispondano alla minore attività riducendo, oltre alle ore lavorate come di consueto, le posizioni aperte, con un impatto relativamente contenuto sul numero di occupati.

#### Il tasso di disoccupazione cala al 7,8% ad ottobre



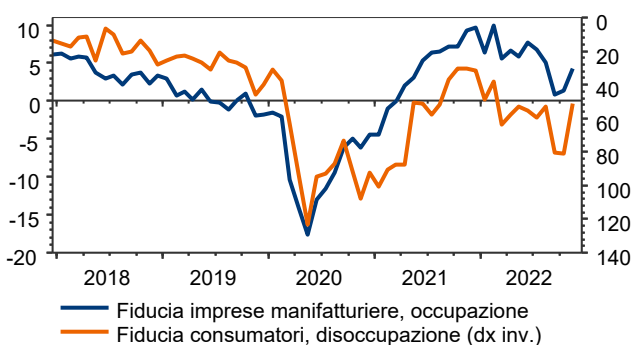
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Torna a salire anche la partecipazione



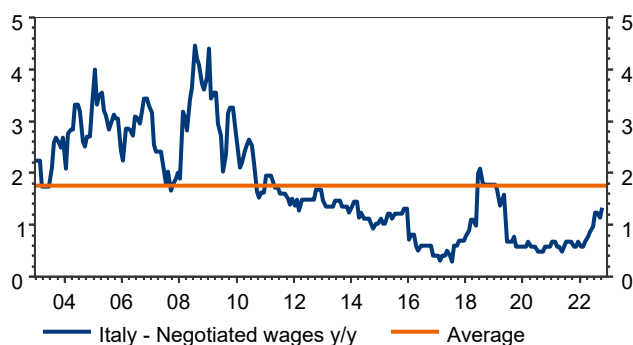
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Le indagini di fiducia mostrano una tenuta migliore delle attese per il mercato del lavoro



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### La crescita delle retribuzioni contrattuali rimane sotto la media storica e in territorio negativo in termini reali



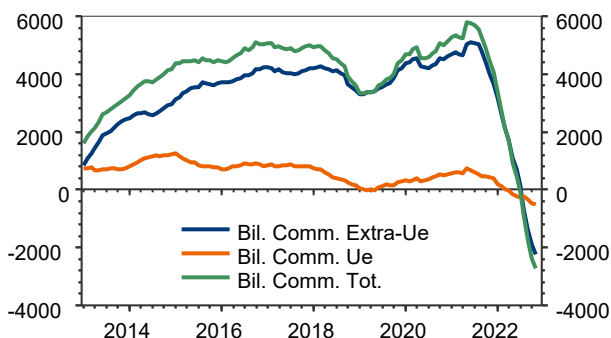
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat



### La correzione dei prezzi energetici allevia le pressioni sul saldo commerciale

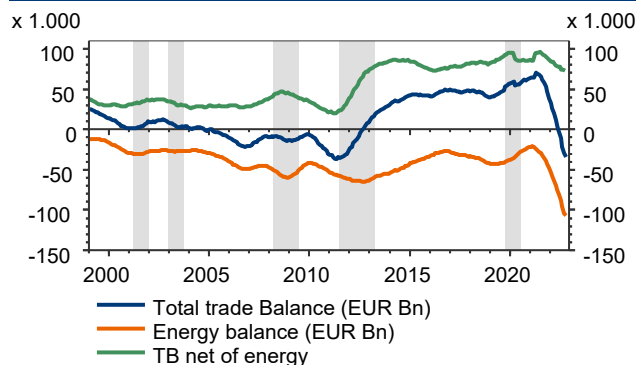
**Ad ottobre le importazioni sono calate a ritmi superiori alle esportazioni** (-5,5% m/m contro -1,1% m/m). La flessione dell'export è dovuta ai Paesi extra-UE (-4,3% m/m) a fronte di un incremento verso il resto dell'UE (+1,7% m/m). Il calo delle esportazioni è diffuso a tutti i principali raggruppamenti d'industrie ad eccezione dell'energia (+19,7% m/m), al netto della quale la flessione è più ampia (-2% m/m). Le vendite all'estero di beni strumentali sono in calo di -3,7% m/m, quelle di beni di consumo di -1,5% m/m (-4,3% quelli durevoli e -0,8% i non durevoli); i beni intermedi sono in diminuzione di -1,2% m/m. Dal lato dell'import si registra invece un **ampio calo degli acquisti di energia (-20,6% m/m), che secondo l'Istat non riflette solo il calo dei prezzi ma anche una riduzione dei volumi** (i dati SNAM evidenziano come ad ottobre i consumi di gas siano calati di oltre il 20% rispetto ad un anno prima). Sono comunque diminuite anche le importazioni di beni strumentali (-2% m/m) e intermedi (-0,3% m/m); in moderato aumento i beni di consumo (0,6% m/m). In termini tendenziali l'export è in crescita del 20,8%, ma i volumi sono in calo di -2,7%; per quanto riguarda invece l'import si registra un aumento del 27,5% in valore e di +0,6% in volume. Rispetto ad ottobre 2021, sono farmaceutica, macchinari, raffinazione e metalli a trainare le esportazioni, in particolare verso Stati Uniti, Germania e Francia. Il disavanzo commerciale è pari a -2,1 miliardi di euro (+6,6 miliardi al netto dell'energia) contro un avanzo di 2,2 miliardi registrato lo scorso anno (+8,1 miliardi al netto dell'energia).

#### Il disavanzo commerciale è dovuto soprattutto agli scambi con i Paesi extra-UE



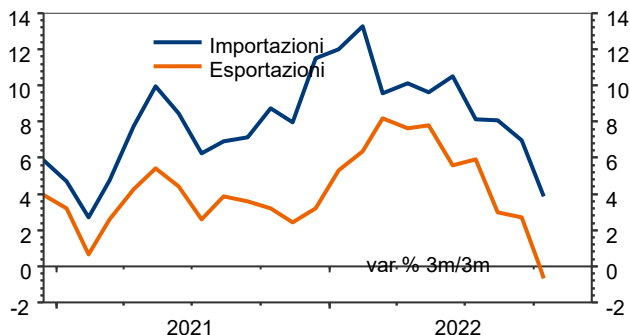
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### La bilancia energetica resta ampiamente in deficit, e prosegue la riduzione del surplus al netto dell'energia



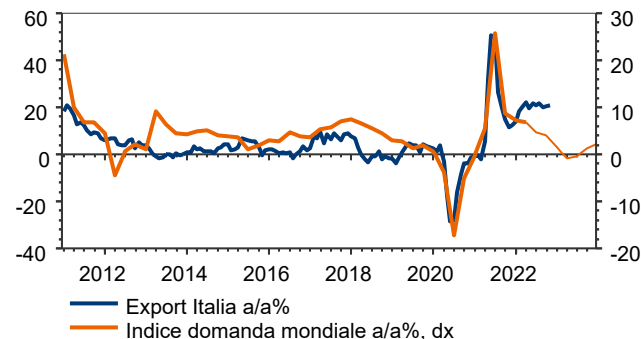
Nota: le aree ombreggiate corrispondono a periodi di recessione.  
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Import e export stanno decelerando bruscamente (sia in valore, sia soprattutto in volume)



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Le esportazioni verranno frenate dal rallentamento della domanda mondiale



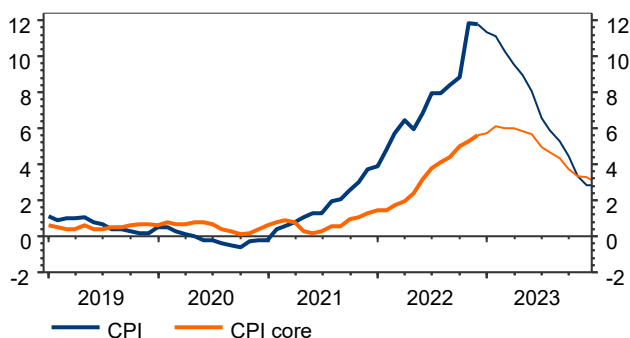
Nota: media mobile a 3 mesi della variazione % annua dell'export.  
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

### L'inflazione è a un punto di svolta, ma la discesa sarà lenta

A novembre l'inflazione è risultata stabile sia sull'indice nazionale (all'11,8%) che su quello armonizzato (al 12,6%). Nel mese i prezzi sono cresciuti di 0,5% m/m sul NIC e di 0,7% m/m sull'IPCA. Il rallentamento tendenziale dell'energia (da 71,1% a 67,6%; +2,5% m/m), spiegato dalla componente non regolamentata (da 79,4% a 69,9%; +2,2% m/m) per effetto soprattutto dei prezzi dell'energia elettrica sul mercato libero, è stato compensato dall'aumento di alimentari e beni industriali non energetici, che hanno beneficiato di un impatto del Black Friday su alcune componenti dei beni durevoli meno marcato rispetto ad un anno fa. È rimasta stabile al 4,3% la crescita dei prezzi nei servizi, in quanto l'accelerazione delle componenti ricreative, culturali e per la cura della persona (da 5,2% a 5,5%; -0,4% m/m) è stata bilanciata dal calo dei servizi relativi ai trasporti (da 7,2% a 6,8%; -0,2% m/m). L'inflazione di fondo è accelerata al 5,6% a/a da un precedente 5,3%; ci aspettiamo ulteriori rialzi nei prossimi mesi.

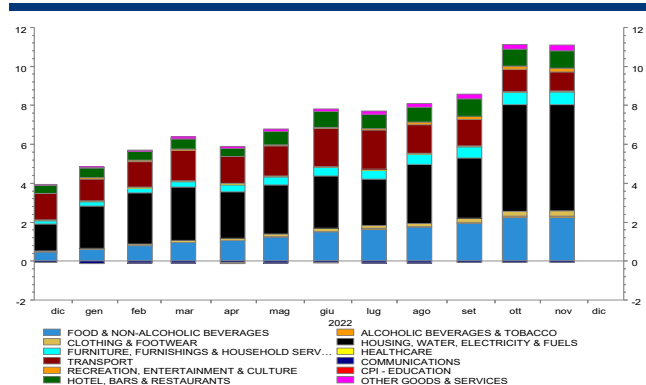
In prospettiva, l'indice headline potrebbe iniziare a calare dai massimi nei prossimi mesi, ma la discesa sarà lenta; l'indice core potrebbe toccare un massimo, nella migliore delle ipotesi, nel 1° trimestre 2023. In media d'anno vediamo un IPCA al 7,2% nel 2023 dall'8,8% del 2022.

#### L'inflazione headline dovrebbe iniziare a calare da dicembre, l'indice core potrebbe salire ancora prima di flettere



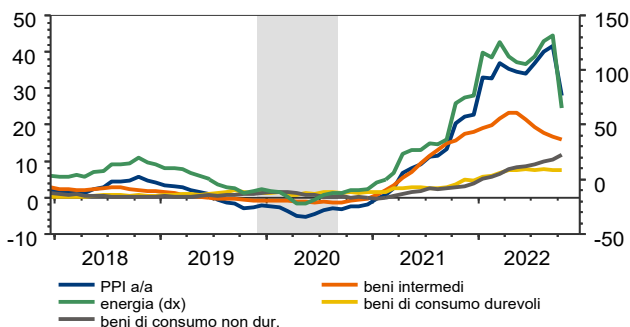
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Inizia a rallentare la crescita annua dei prezzi energetici



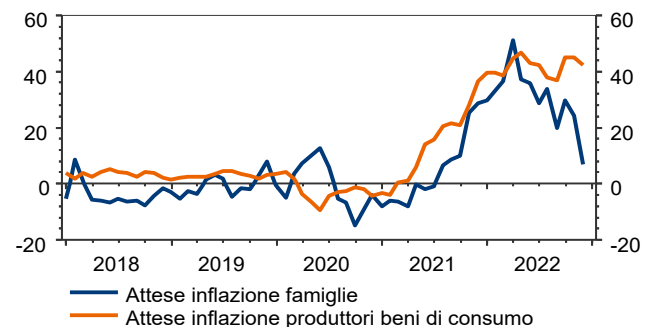
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Anche la crescita dei prezzi alla produzione sta decelerando



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Le aspettative d'inflazione si stanno in parte ridimensionando (più dal lato delle famiglie che non da quello delle imprese)



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

## Tendenze del settore bancario

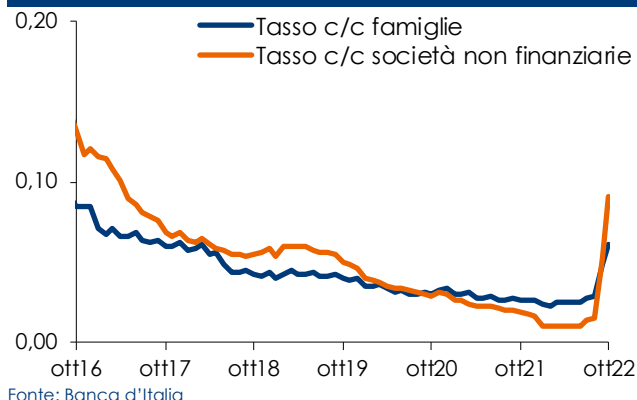
### Notevole rialzo dei tassi sui prestiti

I tassi sui depositi continuano a mostrare rialzi molto contenuti. Il medio sui conti correnti è salito ad ottobre a 0,07% e a 0,11% a novembre secondo le stime ABI, quello complessivo sui depositi a 0,37% e 0,42% rispettivamente. Più reattivi si confermano i tassi sui nuovi depositi con durata prestabilita. Sulle durate oltre 1 anno, il tasso offerto alle famiglie è salito di 47pb m/m a 1,84%, da una media di 0,65% nel 1° semestre. Per i nuovi prestiti alle società non-finanziarie, il tasso medio è balzato a 2,54%, con un aumento dell'1,1% in due mesi, proseguito con altri +57pb m/m a 3,11% a novembre, secondo le anticipazioni ABI. Si è osservato un forte aumento anche per i tassi sulle erogazioni di prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. Il tasso medio complessivo è salito ad ottobre di 49pb a 2,75% e risulta aver subito un rialzo significativo anche a novembre, a 3,02% secondo le stime ABI.

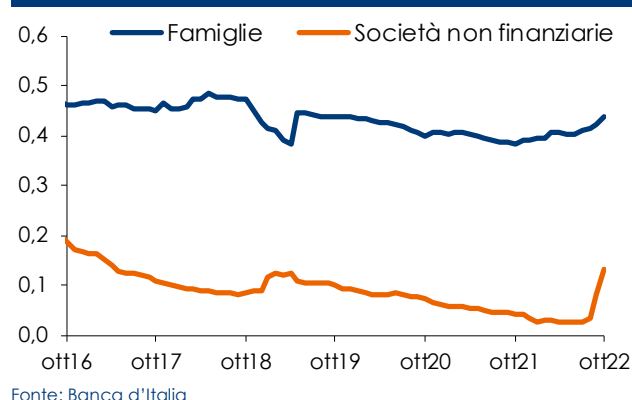
Elisa Coletti

**Si conferma la vischiosità dei tassi sui depositi che mostrano rialzi per ora contenuti.** Ad ottobre il costo complessivo dei depositi è salito da 0,34% a 0,37%, dopo due mesi sullo 0,32%, e il tasso medio sui conti correnti si è portato a 0,07%, dallo 0,05% di settembre. **L'aumento è proseguito a novembre, sebbene ancora modesto**, col tasso medio sui depositi salito a 0,42% e quello sui conti correnti a 0,11% secondo le stime ABI.

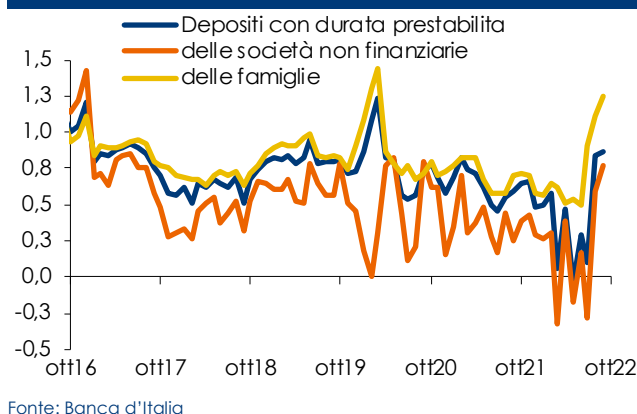
**Tassi sui depositi in conto corrente di famiglie e società non-finanziarie (%)**



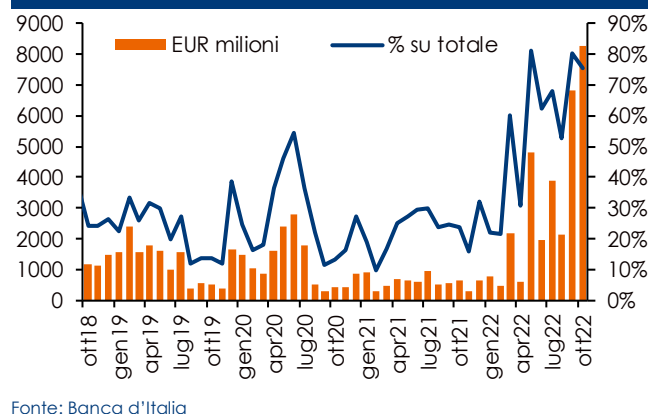
**Tassi medi sulle consistenze dei depositi complessivi di famiglie e società non-finanziarie, esclusi i pronti contro termine (%)**



**Tassi sui nuovi depositi con durata prestabilita delle famiglie e delle società non-finanziarie (%)**



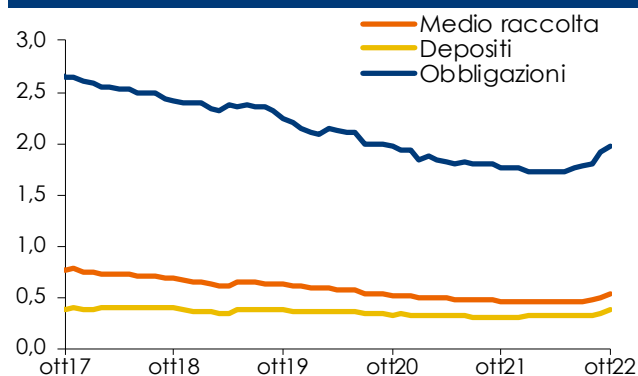
**Flussi lordi mensili di nuovi depositi con durata prestabilita delle società non-finanziarie (EUR mln e % su totale flussi)**



**Maggiore reattività si osserva dal lato dei tassi sui nuovi depositi con durata prestabilita che ad ottobre hanno registrato aumenti significativi generalizzati. Il rendimento medio corrisposto alle**

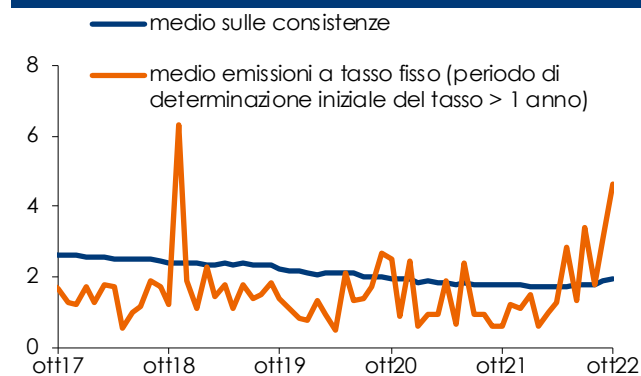
**famiglie è salito di 30pb m/m a 1,55%**. Per i depositi con vincolo fino a 1 anno il rialzo è stato di 21pb m/m che, sommato ai 77pb dei tre mesi precedenti, ha portato il tasso a 1,37%. Sulle durate oltre 1 anno, il tasso offerto alle famiglie è aumentato di 47pb m/m a 1,84%. Il livello di ottobre si confronta con una media di 0,65% nel 1° semestre e si posiziona ai massimi da aprile 2014. Anche **il tasso corrisposto alle società non-finanziarie è aumentato in misura significativa, di 27pb m/m**, risultando pari a 1,03%. Si ricorda, in proposito, che i flussi lordi depositati dalle società non-finanziarie su questi strumenti sono molto elevati nel confronto storico.

#### Tassi sulla raccolta bancaria – consistenze (%)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

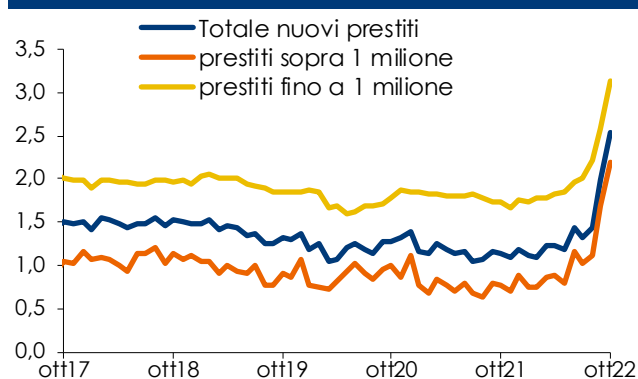
#### Tassi su obbligazioni bancarie in essere e nuove emissioni (%)



Fonte: Banca d'Italia

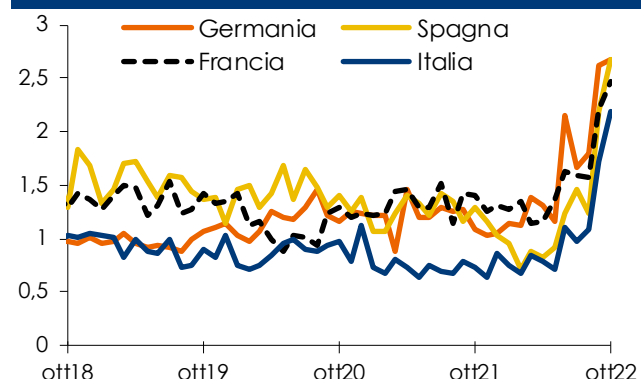
**Il tasso sullo stock di obbligazioni ha proseguito la risalita dai minimi**, portandosi ad ottobre a 1,97% (+6pb m/m) e a 2,06% a novembre secondo le anticipazioni ABI. Pertanto, il **costo complessivo della raccolta da clientela è salito leggermente**, a 0,53% da 0,50% di settembre. **L'aumento di novembre dovrebbe essere stato doppio**, secondo le stime ABI (+6pb m/m).

#### Tassi sui nuovi prestiti alle società non-finanziarie in Italia (%)



Fonte: Banca d'Italia

#### Tassi sui nuovi prestiti oltre 1 milione a società non-finanziarie (%)



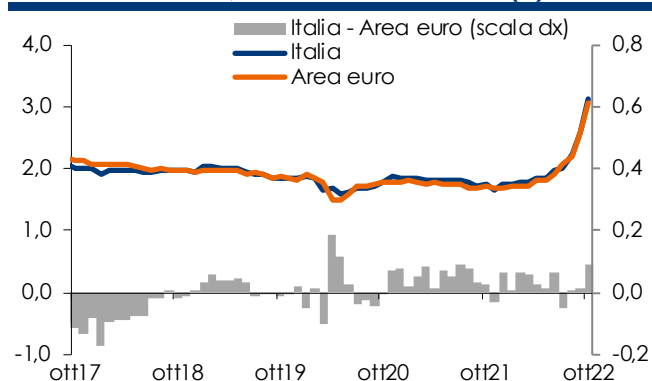
Fonte: BCE

**I tassi sui nuovi prestiti alle società non-finanziarie hanno registrato un altro aumento significativo, dopo quello di settembre.** In dettaglio, **il tasso sulle operazioni fino a 1 milione è salito di ben 55pb m/m a 3,14%**, al livello più alto da febbraio 2015 dopo aver **cumulato in tre mesi 1,13 punti percentuali di rialzo**. Anche **il tasso sui finanziamenti oltre 1 milione è salito di mezzo punto arrivando a 2,19%**. Il medio complessivo è quindi balzato a 2,54%, con un aumento su settembre di 54pb e dell'1,1% in due mesi. **Per novembre, il tasso medio è stimato in aumento di altri 57pb m/m a 3,11%**, secondo le anticipazioni ABI, livello che sarebbe il **più alto da maggio 2014**.

**Per i tassi dell'Eurozona sui nuovi prestiti alle società non-finanziarie**, diversamente da settembre **gli aumenti sono stati più contenuti di quelli che hanno interessato i tassi domestici**. Il rialzo del tasso sugli importi fino a 1 milione è stato pari a 47pb m/m ed è risultato decisamente più

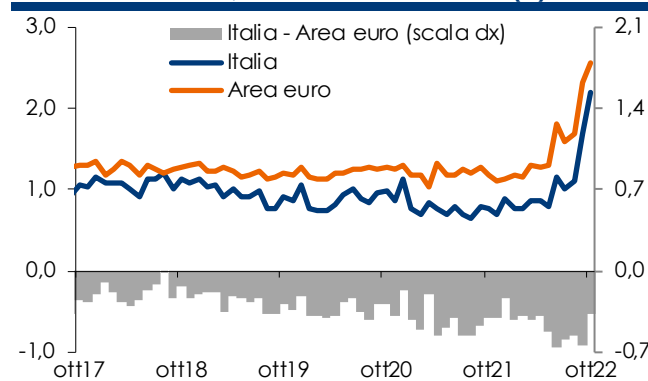
contenuto per il tasso sulle operazioni oltre 1 milione, pari a +22pb m/m che però seguono i +65pb del mese precedente. Il differenziale tra il tasso italiano e quello dell'area euro sui flussi di prestiti fino a 1 milione è quindi salito a 9pb da 1pb di settembre e ottobre, mentre per il tasso sui nuovi prestiti oltre 1 milione lo spread negativo si è ristretto a -36pb dai -60pb circa dei 4 mesi precedenti.

**Tasso medio sui nuovi prestiti di importo fino a 1 milione alle società non-finanziarie, confronto Italia - Area euro (%)**



Fonte: Banca d'Italia, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

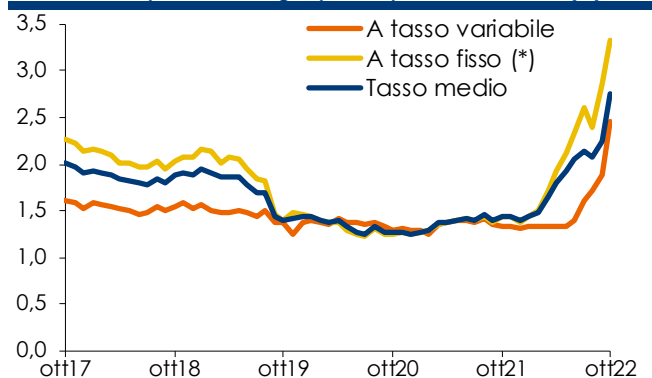
**Tasso medio sui nuovi prestiti di importo superiore a 1 milione alle società non-finanziarie, confronto Italia - Area euro (%)**



Fonte: Banca d'Italia, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

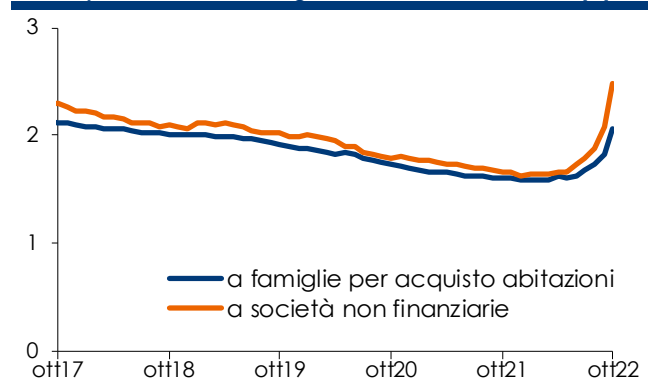
A ottobre si è osservato un **forte aumento anche per i tassi sulle erogazioni di prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. Il tasso fisso è salito di 47pb a 3,33%, più alto di quasi due punti percentuali rispetto a fine 2021 e ai massimi da aprile 2015. È proseguito anche l'aumento del tasso variabile** che, avendo iniziato la risalita solo da giugno, ad ottobre ha registrato un **balzo mensile di 57pb, più forte di quello segnato dal tasso fisso**. Dopo essere rimasto ancorato sul livello di 1,33% per cinque mesi, ha accumulato da giugno ad ottobre 112pb a 2,45%. Il tasso medio complessivo è quindi aumentato ad ottobre di 49pb a 2,75% e risulta aver subito un **rialzo significativo anche a novembre**, a 3,02% secondo le stime ABI.

**Tassi sui nuovi prestiti a famiglie per acquisto di abitazioni (%)**



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

**Tassi sui prestiti in essere a famiglie e a società non-finanziarie (%)**



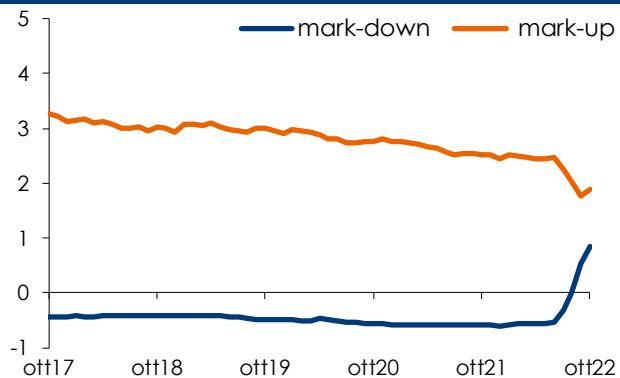
Fonte: Banca d'Italia

**Anche il tasso medio sullo stock di prestiti a famiglie e imprese ha mostrato una maggior reattività ad ottobre**, salendo di 31pb m/m a 2,78%, dopo i +15pb guadagnati a settembre. Le stime ABI delineano **un altro rialzo significativo a novembre, a 2,96%**.

Pertanto, considerata la vischiosità del costo della raccolta, **la forbice tra tassi attivi e passivi ha registrato un aumento di ben 28pb m/m** a 2,26%, livello che non si vedeva da marzo 2015 e si confronta con un minimo di 1,68% segnato a fine 2021. La **contribuzione dei depositi a vista continua a migliorare in misura considerevole**, in relazione all'aumento dei tassi Euribor e alla

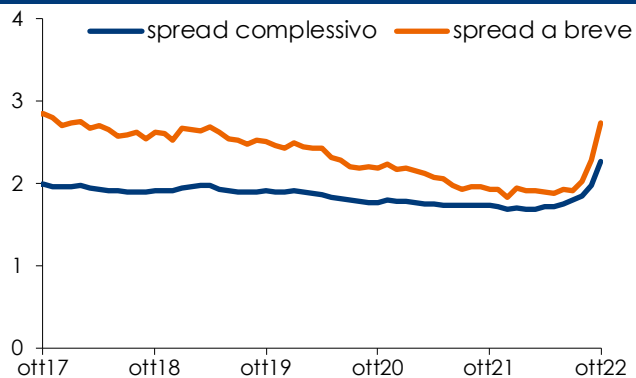
resistenza dei tassi sui conti correnti. Dopo aver **svoltato decisamente in positivo a settembre e archiviati dieci anni sotto lo zero, il mark-down è salito ad ottobre da 0,52% a 0,85%, ai massimi da luglio 2011**. Per il mark-up sui tassi attivi a breve, a seguito dell'aumento significativo ad ottobre dai tassi sui prestiti, si è registrata una ripresa da 1,76% di settembre a 1,89%, che fa seguito a tre mesi di riduzione rispetto ad una media di 2,45% nel 2° trimestre, stesso livello di fine 2021.

**Contribuzione a breve termine (%) (\*)**



Nota: (\*) mark-down = Euribor a 1 mese – tasso medio sui conti correnti a famiglie e imprese; mark-up = tasso attivo a breve termine – Euribor a 1 mese. Fonte: Banca d'Italia, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Spread a breve termine e spread complessivo (%)**



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Prestiti in rallentamento

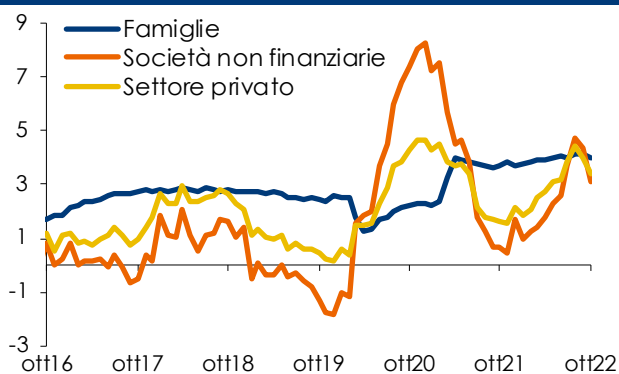
La crescita dei prestiti al settore privato ha segnato un altro rallentamento a ottobre, a +3,4% a/a, dal 4,0% di settembre. Una dinamica più moderata è stata registrata anche a novembre, del 3,0% a/a secondo le stime ABI. In particolare, a ottobre il tasso di crescita dei prestiti alle società non-finanziarie si è ridotto di oltre 1 punto percentuale, al 3,1% a/a dal 4,4% di settembre. Pur restando a due cifre, ha rallentato anche la dinamica dei prestiti a breve, per la prima volta da inizio anno, mentre è tornata in calo quella dei prestiti a medio-lungo. Anche la crescita dello stock di prestiti a famiglie per acquisto abitazioni ha mostrato segni di rallentamento, risultando pari a 4,7% a/a dal massimo di 5% nei due mesi precedenti. I flussi mensili hanno confermato lo spostamento delle preferenze verso le forme a tasso variabile, con volumi più che triplicati, giustificati da un differenziale tra tasso fisso e variabile salito da giugno a punte di 0,9% e 1%.

Elisa Coletti

**La crescita dei prestiti delle banche italiane al settore privato ha segnato un altro rallentamento a ottobre, a +3,4% a/a** dopo quello di settembre a +4,0% dal 4,4% di agosto, quando si era registrato il massimo da febbraio 2021 (dati al netto delle controparti centrali e corretti per le cartolarizzazioni e altre cessioni). **Una dinamica più moderata è stata registrata anche a novembre**, secondo le anticipazioni ABI, quando il ritmo è sceso al 3,0% a/a per i prestiti complessivi al settore privato, e al 3,1% dal 3,6% di settembre per l'aggregato più ristretto dei prestiti a famiglie e imprese.

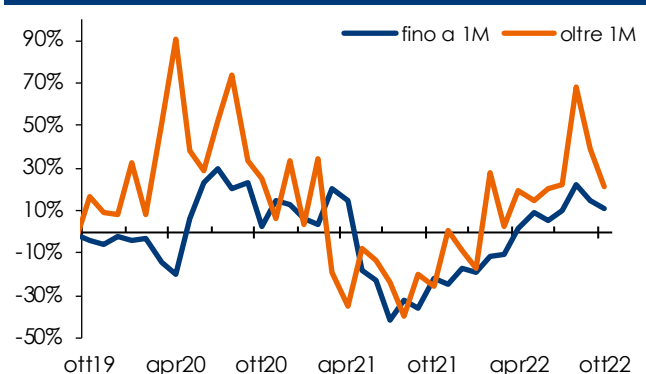
Il rallentamento di ottobre ha interessato sia i prestiti alle imprese sia quelli alle famiglie, ma in misura più intensa per i primi. Infatti, **il tasso di crescita dei prestiti alle società non-finanziarie si è ridotto in un mese di oltre 1 punto percentuale, al 3,1% a/a** dal 4,4% di settembre e 4,8% di agosto. Una **dinamica più contenuta** rispetto al picco di agosto **è stata confermata anche dai flussi lordi mensili che però continuano a registrare un ritmo robusto, pari nel complesso a +16,8% a/a** a ottobre, dal +29,4% di settembre. In dettaglio, i volumi delle operazioni oltre 1 milione sono aumentati del 20,7% a/a dal 39,0% di settembre. Resta sostenuto anche il tasso di crescita dei flussi fino a 1 milione, sebbene in rallentamento (10,7% dal 14,5% a settembre).

**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 alle società non finanziarie – flussi al netto delle rinegoziazioni (var. % a/a)**

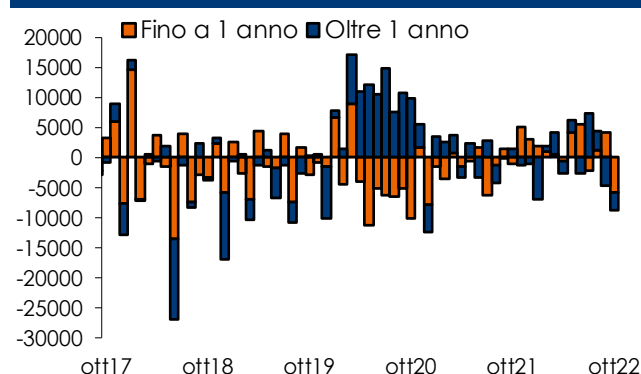


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Per la prima volta dall'avvio della ripresa a inizio 2022, **a ottobre ha rallentato anche la dinamica dei prestiti a breve termine alle società non-finanziarie, scesa a +13% a/a dal 16,4% di settembre che resta quindi il massimo storico** della serie iniziata a febbraio 2004. A ottobre il flusso netto di prestiti a breve è tornato negativo, pari a -5,8 miliardi che decurtano il totale da inizio anno a 9,9 miliardi dai 15,7 del cumulato fino a settembre. Si sono indeboliti anche **i prestiti a medio-lungo termine, tornati in calo** dopo un tentativo di ripresa ad agosto e una stabilità a settembre: **la variazione annua è scesa a -0,8% a/a e il flusso netto mensile è risultato negativo per il 2° mese consecutivo, per -2,8 miliardi m/m, con un cumulato da inizio anno di -1,9 miliardi** (il saldo era stato positivo per 10,6 miliardi nel bimestre luglio-agosto).

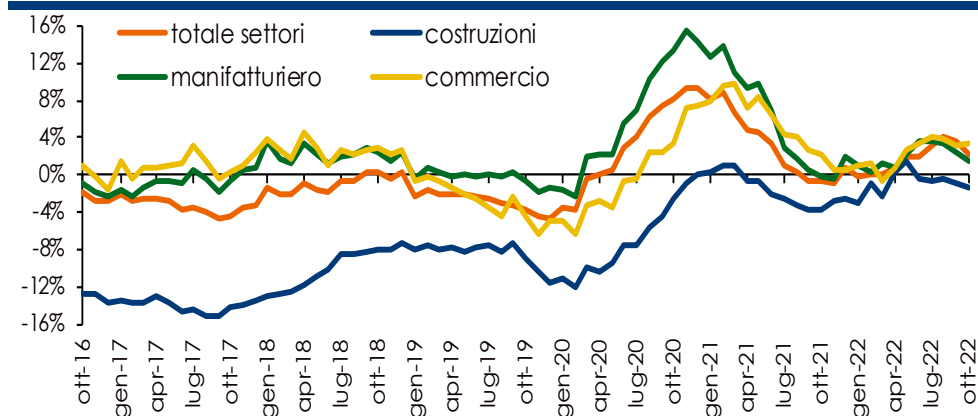
**Andamento dei prestiti a società non-finanziarie per durata, dati non corretti per le cartolarizzazioni (var. % a/a)**


Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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


Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

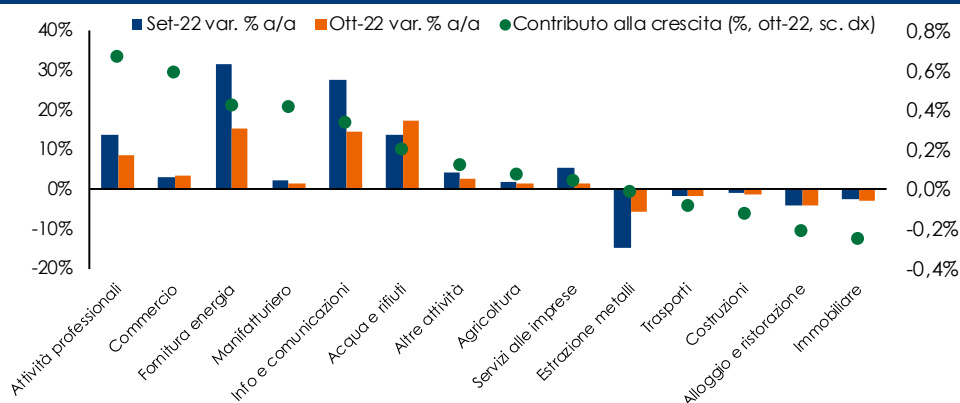
Le dinamiche dei macrosettori confermano un rallentamento moderato, come nei due mesi precedenti, con la **variazione annua del credito alle imprese manifatturiere scesa a 1,5% a/a**, dal 2,4% di settembre e dal massimo del 2022 pari a 3,6% registrato a luglio (dati riferiti ai prestiti escluse le sofferenze). **La crescita dei prestiti al commercio è invece rimasta sul 3%** in linea con settembre (+3,4% a/a a ottobre e 3,2% a settembre), dal 4% circa dei due mesi precedenti (+4,2% a luglio). **Resta relativamente buona, dunque, la dinamica dei prestiti al manifatturiero e al commercio** rispetto al ritmo fiacco osservato fino ad aprile, quando entrambi registrarono una variazione annua dello 0,8%. **I prestiti alle costruzioni, all'opposto, proseguono in lieve calo** (-1,4% a/a dopo il -1% di settembre). Nel complesso, l'aggregato dei **prestiti a società non-finanziarie e famiglie produttrici ha visto un rallentamento della crescita al 2,2% a/a** dal 3,6% di settembre.

**Prestiti vivi per i principali settori di attività economica, società non-finanziarie e famiglie produttrici (var. % a/a)**


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Più in dettaglio a livello di settori, si osserva che **il rallentamento di ottobre è stato determinato in gran parte dalla frenata dei settori caratterizzati da un tasso di crescita dei prestiti molto elevato**, in particolare **la fornitura di energia elettrica e gas che a ottobre ha visto un ritmo dimezzato rispetto ai due mesi precedenti** (+15,4% a/a dal 31,4% di settembre), i servizi di informazione e comunicazione (+14,5% dal +27,8%), le attività professionali, scientifiche e tecniche (+8,8% da +13,6%). Questi tre settori hanno determinato oltre due terzi del rallentamento del totale dei prestiti alle imprese. Anche il manifatturiero ha contribuito in misura significativa al trend, per 0,3 punti su 1,5% di minore crescita complessiva. Non si è attenuata, invece, la crescita dei prestiti ai fornitori di acqua e alle attività di gestione dei rifiuti (+17,2% a ottobre, dal 14% circa dei due mesi precedenti). Diversamente, i settori con prestiti in calo non hanno evidenziato peggioramenti significativi.



**Prestiti vivi per i principali settori di attività economica, confronto tra dinamiche a settembre e ottobre 2022 (var. % a/a dei prestiti a società non-finanziarie e famiglie produttrici)**


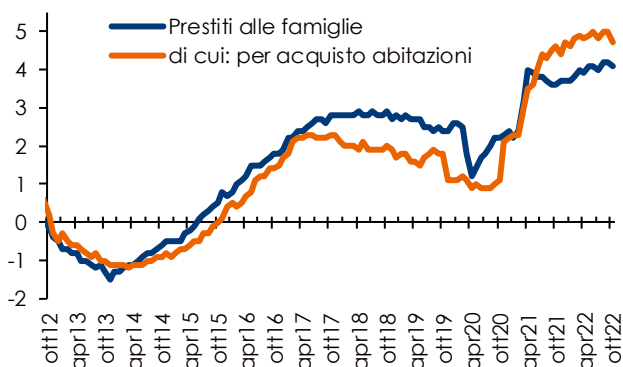
Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I **prestiti alle famiglie hanno mantenuto una dinamica robusta, pari al 4,0% a/a**, in linea con la media segnata nei cinque mesi da marzo a luglio ma leggermente più moderata rispetto al 4,2% di settembre, che rappresenta il massimo da ottobre 2011. Anche su questo segmento di clientela emergono **segnali di rallentamento**, soprattutto **dai mutui per l'acquisto di abitazioni che a ottobre hanno registrato una crescita del 4,7% a/a**, tornando al ritmo di inizio anno, rispetto al 5% di agosto e settembre e a una media del 4,9% da febbraio a luglio. La crescita resta elevata e il flusso netto mensile rimane positivo, pari a 1,2 miliardi m/m ad ottobre, che si sommano ai 15,7 cumulati nei primi tre trimestri.

In termini di flussi lordi, **le erogazioni per nuovi contratti di mutui casa sono rimaste in riduzione**, del -16,5% a/a nel mese di ottobre. Di conseguenza, peggiora il confronto del risultato cumulato, che vede i **nuovi mutui stipulati da inizio anno in contrazione del 4,8% a/a**, rispetto ai volumi considerevoli realizzati nel 2021. Da gennaio a ottobre, le operazioni di finanziamento sono state pari a 51 miliardi rispetto ai 53,6 miliardi dello stesso periodo del 2021. Il 2022 dovrebbe comunque confermarsi secondo solo al 2021 per volumi di attività, anche ipotizzando che negli ultimi due mesi dell'anno il calo delle erogazioni resti più marcato rispetto a quello del 3° trimestre.

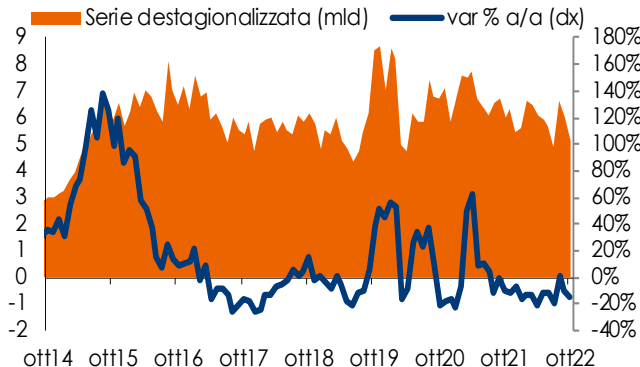
Le **rinegoziazioni hanno mostrato un significativo miglioramento del trend negativo**, portandosi a circa 800 milioni a ottobre, dopo essere scese a meno di 500 milioni al mese in media da giugno a settembre, da circa 700 milioni nel 1° trimestre. Il calo è risultato limitato a -1,3% a/a ad ottobre, da quello a due cifre registrato fino a tutto il 3° trimestre (-43% a/a ad agosto e settembre). Le rinegoziazioni sono risalite al 15% del totale delle operazioni mensili, dopo essere scese a meno del 10% da maggio (7% a settembre). Pertanto, il **flusso lordo complessivo** (somma di rinegoziazioni e nuovi contratti) è rimasto in calo, pari a -14,6% a/a a ottobre, dopo il -13,2% a/a nei primi tre trimestri dell'anno.

**Andamento dei prestiti alle famiglie, di cui quelli per acquisto di abitazioni (var. % a/a dello stock, corrette per le cartolarizzazioni)**



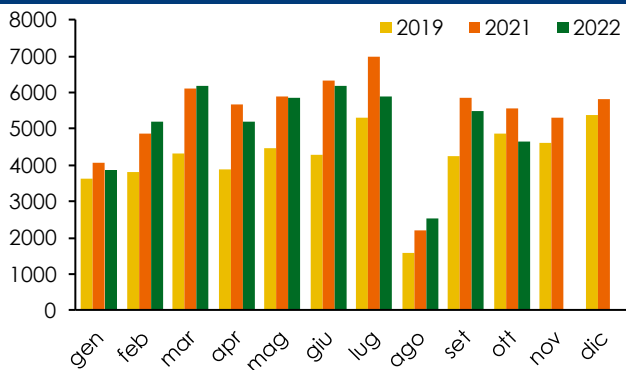
Fonte: BCE

**Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, flussi lordi mensili (EUR mln e var. % a/a)**



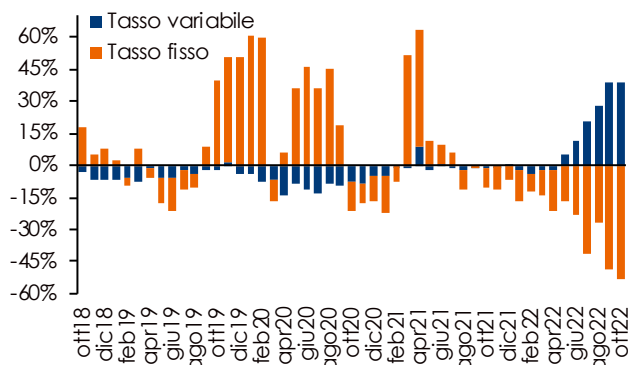
Fonte: BCE, elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Banca d'Italia

A ottobre è proseguito il **successo dei mutui a tasso variabile**, tra cui le forme con **soglia massima del tasso (cap)**. Da maggio le operazioni a tasso variabile sono in forte crescita, fino a segnare tassi di variazione a tre cifre da luglio e volumi triplicati a settembre e ottobre, pari a circa 3,6 miliardi in ciascuno dei due mesi. La ripresa è legata **all'aumento del differenziale tra tasso fisso e variabile**, che da giugno ha segnato punte di 0,9% e 1%, da soli 6pb a fine 2021. All'opposto, le **erogazioni a tasso fisso** hanno continuato a mostrare **un calo a due cifre** (-64% a/a a ottobre), a causa del notevole aumento del tasso d'interesse. Tali dati confermano la rapida inversione di tendenza delle preferenze di tasso sui mutui, che **a ottobre per il 65% sono stati stipulati a tasso variabile**, dal 17% del 1° trimestre 2022.

## Si ferma la crescita dei conti correnti, a causa degli utilizzi da parte delle imprese

Ottobre ha segnato l'interruzione di un periodo di crescita dei depositi durato oltre dieci anni. Come nei mesi precedenti, l'evoluzione è stata determinata dai conti correnti, il cui ritmo è sceso a zero a causa del calo di quelli delle società non-finanziarie. Da inizio anno il saldo dei depositi delle società non-finanziarie è stato negativo per 21,6 miliardi, a conferma che le imprese stanno utilizzando parte delle risorse accumulate sui conti bancari. Al contempo, si registra una parziale riallocazione di risorse dai conti correnti ai depositi a tempo. Anche i depositi delle famiglie rallentano, ma restano in aumento, del 2,1%. L'andamento dei depositi ha causato l'arresto della crescita della raccolta totale da clientela, ferma anche a novembre secondo le stime ABI.

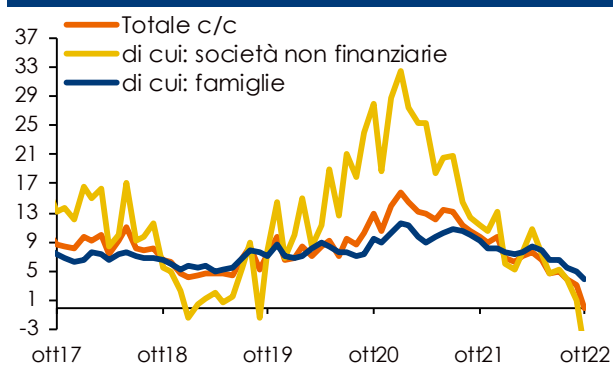
Elisa Coletti

**Ottobre 2022 ha segnato l'interruzione di un lungo periodo di crescita dei depositi bancari, durato senza soluzione di continuità per oltre dieci anni.** Dal +2,1% di settembre il tasso di variazione è sceso a -0,1% a/a, per poi assestarsi attorno allo zero a novembre secondo le anticipazioni ABI che riportano uno stock invariato sullo stesso livello di ottobre.

Come nei mesi precedenti, **l'evoluzione dei depositi totali è stata determinata dai conti correnti**, il cui ritmo è sceso a zero, minimo da fine 2012, dal 3,2% a/a di settembre (era 9,7% a fine 2021). Anche a ottobre si è registrato un deflusso significativo, pari a -10 miliardi, dopo altrettanti a settembre (-10,7 miliardi), che portano il saldo netto da inizio anno a -31,8 miliardi.

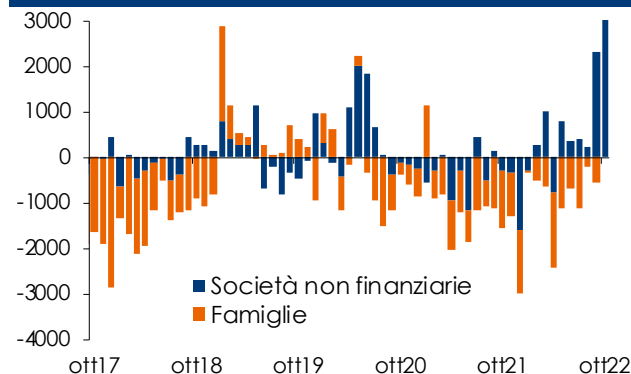
Il segno negativo è determinato **dai conti correnti delle società non-finanziarie, il cui tasso di variazione è sceso a -5,6% a/a** dal +1,1% di settembre e 13,2% di fine 2021. Da notare che il calo su base annua risente del confronto con un afflusso molto consistente registrato nell'ottobre 2021 pari a quasi 20 miliardi. In termini di valori assoluti, a ottobre di quest'anno **si è osservato un deflusso più contenuto dei due mesi precedenti ma comunque significativo, pari a -7,4 miliardi.** Ancora una volta, il flusso in uscita dai conti correnti delle società non-finanziarie è stato **in parte controbilanciato da 3,4 miliardi accumulati nel mese sui depositi con durata prestabilita**, che sono cresciuti addirittura del 42,8% a/a. **Da inizio anno ad ottobre il saldo del totale dei depositi delle società non-finanziarie è stato negativo per 21,6 miliardi**, rispetto ad un afflusso di 34,5 miliardi nello stesso periodo del 2021 (si veda il grafico a pagina seguente). Ciò conferma che **le imprese stanno utilizzando parte delle risorse accumulate sui conti bancari negli anni passati.** Al contempo, si registra una parziale riallocazione interna dei depositi tra i -32,8 miliardi dei conti correnti nei primi dieci mesi e i +11,1 miliardi dei depositi a tempo, giustificata dalla migliore remunerazione offerta da questi ultimi rispetto alla vischiosità dei tassi sui conti correnti.

Conti correnti (\*) (var. % annua)



Nota: (\*) dati riferiti alle passività delle IFM italiane verso residenti nell'area euro. Fonte: BCE

Flussi mensili di depositi con durata prestabilita (EUR mln)

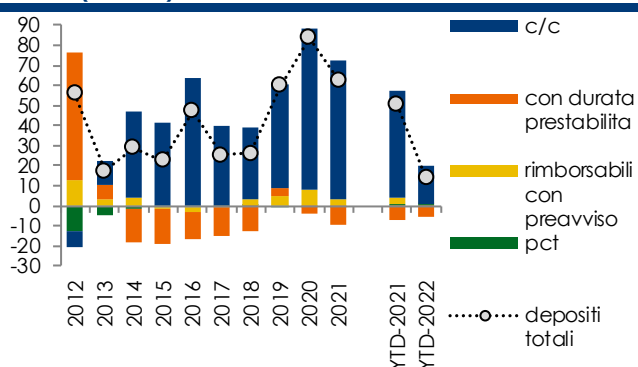


Fonte: BCE

**Rallentano i depositi delle famiglie ma restano in crescita, del 2,1% a/a** dal 2,8% di settembre. Anche in questo caso, l'andamento è dettato dai **conti correnti il cui ritmo si conferma ancora buono, sebbene più moderato, del 3,8% a/a** dal 5,0% di settembre. Da notare un **primo dato positivo per i depositi con durata prestabilita**, che ad ottobre hanno attratto fondi per 776 milioni

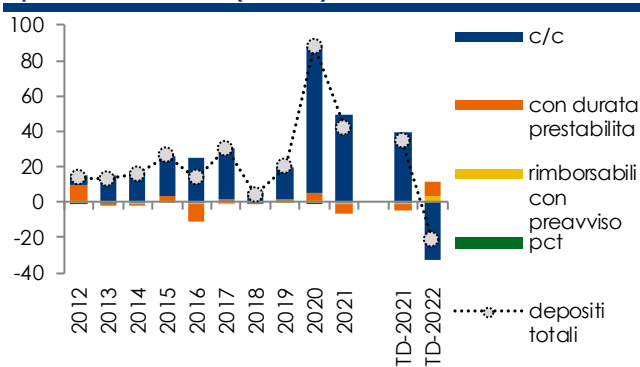
dopo venti mesi consecutivi di deflussi, con un tasso di variazione che resta però col segno meno (-16,2% da -20% circa nei sei mesi precedenti). Per il totale dei depositi delle famiglie, il flusso netto di ottobre è stato negativo per 1,3 miliardi a causa delle uscite dai conti correnti e dai depositi rimborsabili con preavviso. Tuttavia, grazie soprattutto ai risultati dei primi quattro mesi, **si conferma positivo il flusso netto cumulato da inizio anno sui depositi delle famiglie, pari a 13,9 miliardi, sebbene molto ridimensionato** rispetto ai 50,3 dello stesso periodo del 2021.

**Flussi netti verso i depositi delle famiglie, dati annui e primi 10 mesi 2021-22 (EUR mld)**



Fonte: BCE ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

**Flussi netti verso i depositi delle società non-finanziarie, dati annui e primi 10 mesi 2021-22 (EUR mld)**



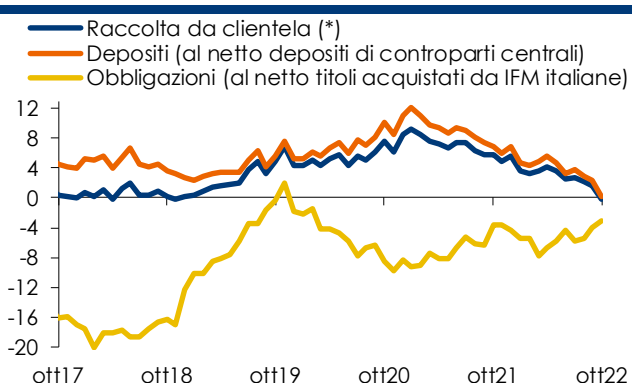
Fonte: BCE ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Per il totale dei **depositi con durata prestabilita il trend è in miglioramento, col calo ridimensionatosi a -6,3% a/a dopo la discesa a due cifre osservata da maggio 2021** (-14,5% a/a a settembre). Il recupero riflette la risalita dei tassi corrisposti su questi strumenti.

Anche lo **stock di obbligazioni bancarie vede un calo progressivamente più contenuto**, del -3,1% a/a ad ottobre, seguito da -0,5% a novembre secondo le stime ABI. In particolare, lo stock risulta in recupero nei tre mesi da settembre a novembre.

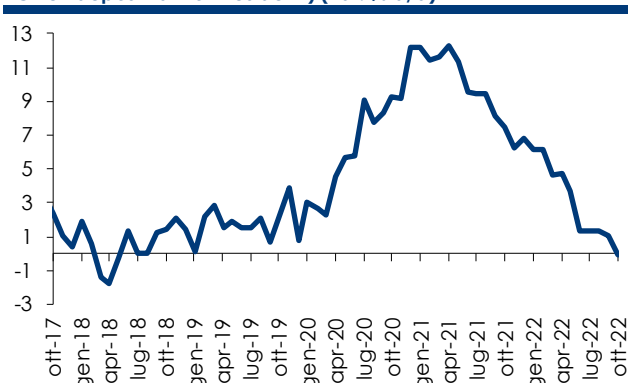
La frenata dei depositi ha causato **l'arresto della crescita della raccolta totale da clientela**, che ha segnato una variazione nulla sia ad ottobre, sia a novembre secondo le anticipazioni ABI. L'aggregato della **raccolta totale ha registrato anch'esso un tasso di variazione nullo**, dopo l'1,1% a/a di settembre. Su questo andamento continua a influire l'evoluzione del rifinanziamento BCE, in calo ad ottobre rispetto a dodici mesi prima a seguito dei rimborsi di giugno scorso. Diversamente, prosegue la crescita dei depositi di non-residenti, del 5,5% a ottobre.

**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 (include il rifinanziamento BCE e i depositi di non-residenti) (var. % a/a)**



Fonte: Banca d'Italia

## 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 S.p.A. e distribuito da Intesa-Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. 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 S.p.A. 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 S.p.A..

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.

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 15c-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 S.p.A. 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 Banca - 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 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. 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.

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 Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, 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 S.p.A. 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, 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 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 – facendo riferimento a 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, 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 loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. 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 S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui 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. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo S.p.A. 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 dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

### Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

#### Macroeconomic Analysis

##### Macroeconomic Research

Paolo Mameli – Economista macro Italia

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

Andrea Volpi – Economista macro Area euro/Italia

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

#### Industry & Banking Research

##### Banking Research

Elisa Coletti – Economista Banche

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