

La Bussola dell'Economia Italiana

Direzione Studi e Ricerche

Giugno 2023

IMI

CORPORATE &
INVESTMENT
BANKING

La bussola dell'economia italiana

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Economia più resiliente del previsto nel 2023, in aumento i rischi sul 2024

Sintesi della previsione macroeconomica

Si accentua il calo della produzione manifatturiera

Nell'industria frena la domanda, ma tengono i margini e l'occupazione

Si fa tangibile il rallentamento nelle costruzioni

I servizi rimangono il principale motore di crescita

Resta fiacco il morale dei consumatori

Il mercato del lavoro è ancora solido

Le esportazioni iniziano a risentire della frenata del ciclo globale

Inflazione in calo ma meno del previsto

Tendenze del settore bancario

Primo calo dei prestiti al settore privato dopo sette anni di crescita

Forte e rapida ripresa delle obbligazioni bancarie

Giugno 2023

2

2

5

6

6

7

Nota Mensile

8

9

Direzione Studi e Ricerche

10

11

12

13

Paolo Mameli

Economista Macro

14

Andrea Volpi

Economista Macro

14

Simone Zava

Economista Macro

18

Elisa Coletti

Economista Banche



L'evoluzione dello scenario congiunturale

Economia più resiliente del previsto nel 2023, in aumento i rischi sul 2024

Abbiamo recentemente rivisto al rialzo la nostra previsione di crescita per il 2023, già da tempo superiore al consenso, portandola all'1,2% dall'1% del mese scorso (e dallo 0,6% previsto sei mesi fa), grazie alla sorpresa positiva di inizio anno, e al vistoso calo dei prezzi dell'energia. Viceversa, abbiamo ridotto la nostra previsione per il 2024, all'1,3% dall'1,5% del mese scorso, a causa degli effetti della stretta monetaria e dei maggiori rischi di implementazione del PNRR.

Dopo aver mantenuto una previsione di crescita per il 2023 superiore al consenso per la maggior parte degli ultimi 12 mesi, di recente l'abbiamo rivista ulteriormente al rialzo, portandola all'1,2% dall'1% atteso il mese scorso, e dallo 0,6% previsto sei mesi fa (quando il consenso si aspettava un PIL negativo nel 2023). **La revisione è dovuta in gran parte a un inizio d'anno ben più robusto del previsto.** Il PIL è aumentato di 0,6% t/t nei mesi da gennaio a marzo (dopo il -0,1% di fine 2022): è il ritmo più alto tra i maggiori paesi dell'Eurozona (che nel suo complesso ha registrato una lieve contrazione nello stesso periodo); ha sorpreso in positivo in particolare, specie nel confronto con gli altri paesi dell'area, la crescita della spesa delle famiglie (trainata sorprendentemente dai consumi di beni, durevoli e non durevoli).

Per contro, diversi fattori ci hanno indotto a rivedere al ribasso la nostra stima di crescita del PIL per il 2024, all'1,3% dall'1,5% previsto il mese scorso: i **rialzi dei tassi** più pronunciati da parte della BCE (stimiamo ora un tasso depo al 4% entro il 3° trimestre); la **minore adesione ai bonus edilizi** dopo il giro di vite deciso dal Governo lo scorso febbraio; i **maggiori rischi di ritardi nell'attuazione del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza.** Tuttavia, la nostra previsione di crescita per il prossimo anno rimane superiore al consenso (1,3% contro 0,8%).

L'economia ha mostrato una resistenza superiore al previsto, e maggiore che nel resto dell'Eurozona, allo shock energetico, che può essere ricondotta a diverse ragioni: a) il sistema produttivo, e l'export, sono specializzati in **settori con intensità energetica relativamente bassa**; b) le **misure governative** sono state **efficaci** nell'attenuare l'impatto dello shock sul potere d'acquisto delle famiglie, e su margini di profitto e posizione di liquidità delle imprese, pur non eliminando l'incentivo al risparmio energetico, in quanto più **targeted** (ovvero maggiormente mirate alle famiglie e alle imprese più vulnerabili agli aumenti dei prezzi dell'energia) che nel resto dell'Eurozona; c) il settore delle costruzioni ha continuato a essere sostenuto dal **completamento delle opere finanziate dalle agevolazioni fiscali**, la cui spinta peraltro è destinata ad affievolirsi nei prossimi mesi; d) la cosiddetta **pent-up demand nei servizi**, dovuta alla normalizzazione degli stili di vita dopo lo shock pandemico, sta ancora supportando l'attività nei settori ad alta intensità di contatto, in particolare in quelli più legati al turismo (questo effetto potrebbe continuare almeno fino all'estate); e) i consumatori hanno potuto sostenere le spese, nonostante la perdita di potere d'acquisto, attingendo allo **stock di extra-risparmi accumulati dallo scoppio della pandemia** (nel 4° trimestre 2022, il tasso di risparmio è sceso a un nuovo minimo storico di 5,3%, ma stimiamo che le famiglie abbiano accumulato 147 miliardi di euro di extra-risparmi tra il 2020 e la metà del 2022, che hanno iniziato a essere "intaccati" nel 2° semestre 2022 ma che potrebbero alimentare i consumi ancora per qualche trimestre (in attesa che torni a crescere il reddito disponibile reale).

In prospettiva, **gli investimenti dovrebbero rimanere il principale motore della crescita nella seconda metà del 2023 e nel 2024.** Nonostante la restrizione delle condizioni finanziarie e creditizie, le imprese possono contare su una situazione ancora favorevole in termini di margini di profitti e posizione di liquidità, e i crescenti incentivi per accelerare la transizione energetica e digitale potrebbero continuare ad alimentare la spesa in conto capitale delle aziende, che è vista crescere più del PIL anche nel biennio in corso (del 2,5% quest'anno e del 2% il prossimo). Gli **investimenti in costruzioni** risentiranno sia dell'aumento dei tassi di interesse sia della riduzione

Paolo Mameli

Abbiamo rivisto ulteriormente al rialzo la nostra previsione di crescita per il 2023, già superiore al consenso

Tuttavia, abbiamo ridotto le nostre previsioni per il 2024, a causa dell'aumento dei tassi di interesse, della minore generosità dei bonus edilizi e dei rischi di implementazione del PNRR

L'economia ha mostrato una certa resistenza agli shock, crescendo più dei maggiori partner europei nel 2022 e a inizio 2023

Gli investimenti dovrebbero rimanere il principale motore di crescita nella seconda metà del 2023 e nel 2024

degli incentivi fiscali, ma nel breve termine il completamento delle opere finanziate dai bonus edilizi potrebbe continuare a sostenere l'attività, e nel medio termine il segmento non residenziale beneficerà della cantierizzazione dei progetti infrastrutturali previsti dal PNRR (che sarà tangibile, anche nel caso in cui si rivelasse incompleta); in sintesi, ci aspettiamo una crescita ancora positiva degli investimenti in costruzioni nell'anno in corso (0,8%, con rischi verso l'alto), dopo il boom del 2021-22, seguita da una contrazione (-0,2%, con rischi verso il basso) l'anno prossimo. La **spesa per consumi** è attesa solo di poco inferiore a quella del PIL nel biennio in corso (1,1% nel 2023 e 1,2% nel 2024), in quanto il calo del reddito disponibile reale del 2022-23, e i minori margini di taglio del tasso di risparmio, peseranno sui consumi di beni, mentre la spesa per servizi ha ancora spazi di crescita sulla scia del recupero post-pandemico (è vista crescere dell'1,8% l'anno sino al 2025, anno in cui è previsto il recupero dei livelli pre-COVID). Le **esportazioni nette** sono viste dare un lieve contributo positivo al PIL quest'anno, soprattutto grazie a una sostanziale stagnazione delle importazioni, mentre dovrebbero frenare lievemente la crescita il prossimo anno, quando vediamo una ripresa per entrambi i flussi (sopra il 2%), ma più vigorosa per l'import che non per l'export. In ogni caso, negli ultimi anni l'export italiano si è dimostrato più vivace che negli altri paesi dell'Eurozona (Germania *in primis*), grazie a una maggiore diversificazione sia per settore che per paese, a catene del valore più integrate domesticamente, e a legami meno cruciali con Russia e Cina (viceversa, l'Italia è più esposta agli Stati Uniti, dove il ciclo economico ha sorpreso al rialzo nel periodo più recente).

L'inflazione sembra aver superato definitivamente il punto di massimo (toccato lo scorso ottobre-novembre al 12,6% a/a sull'IPCA), avendo negli ultimi mesi registrato un rallentamento sino all'8% a maggio (sempre sull'indice armonizzato UE). Peraltro, **l'inflazione italiana resta superiore a quella media dell'Eurozona** (come accade dallo scorso ottobre), per via di un maggiore contributo della componente energia (in crescita ancora a due cifre a maggio in Italia, mentre si registra una contrazione per l'insieme dell'area euro): ciò è dovuto in buona parte al fatto che gli interventi governativi diretti sui prezzi in Italia sono stati meno incisivi che altrove (le misure dell'esecutivo si sono concentrate maggiormente sui meccanismi di compensazione ex post degli effetti su consumatori e imprese, ovvero su trasferimenti alle famiglie e crediti di imposta alle aziende), oltre che più limitati nel tempo (alcuni sussidi hanno iniziato ad essere ridotti da aprile, e la maggior parte delle misure verrà meno completamente da luglio). In ogni caso, anche in Italia, come nel resto dell'Eurozona, **il trend discendente è atteso continuare nei prossimi mesi, guidato principalmente dall'energia, ma l'inflazione dovrebbe tornare al 2% solo a dicembre 2024**. Inoltre, la traiettoria discendente dell'indice core dovrebbe essere ancora più graduale, grazie alla tenuta dei prezzi di alimentari e servizi.

Il rischio politico appare limitato, almeno nel breve periodo, in quanto la maggioranza parlamentare può contare su un margine di seggi rassicurante in entrambe le camere, e i sondaggi di opinione non mostrano un calo dei consensi per la coalizione di centro-destra al governo. **L'esecutivo ha confermato un approccio prudente in materia di politica fiscale**: oltre alla proroga, ma solo fino a fine giugno, delle misure contro il caro-energia, la principale misura di politica economica è stata un taglio del cuneo contributivo sui redditi medio-bassi pari allo 0,2% del PIL, che sarà in vigore a partire da luglio. Tuttavia, a nostro avviso, **il deficit 2023 potrebbe risultare più ampio di quanto stimato dal governo** (la nostra stima è al 5%, con rischi al rialzo, contro il 4,5% del DEF), in quanto i dati mensili sul fabbisogno di cassa del settore statale mostrano un'evoluzione ben peggiore rispetto alle attese (quasi 82 miliardi nei primi 5 mesi dell'anno, contro un target governativo per l'intero anno a circa 113 miliardi). Viceversa, quest'anno **ci aspettiamo un calo più pronunciato del rapporto debito/PIL** rispetto a quanto prospettato dal governo (140,9% contro 142,1%), grazie a un PIL nominale più elevato; i progressi però potrebbero risultare assai più limitati negli anni a venire.

La discesa dell'inflazione dovrebbe proseguire nei prossimi mesi, trainata dall'energia

Il rischio politico sembra limitato, ma permangono rischi di rialzo sul deficit 2023

In questo contesto, **i rischi sullo scenario di crescita, in particolare per il prossimo anno, sono verso il basso**, e derivano da: a) l'impatto sul **settore immobiliare** dell'aumento dei tassi di interesse e della graduale riduzione degli incentivi fiscali; b) i rischi sull'attuazione del **PNRR**: l'accelerazione della spesa effettiva necessaria quest'anno per raggiungere gli obiettivi del Piano nella sua forma attuale non sembra credibile, a causa dell'evidenza di ritardi in una serie di progetti. Il Governo ha annunciato l'intenzione di discutere con la UE una **"rimodulazione" del PNRR** nelle prossime settimane: alcune opere infrastrutturali potrebbero essere o de-finanziate, a vantaggio di crediti d'imposta "automatici" a favore del settore privato, o trasferite "a carico" del Fondo di Sviluppo e Coesione, il cui orizzonte è al 2029 anziché al 2026. Non è nemmeno da escludere una riduzione dell'importo totale dei prestiti nell'ambito della Recovery and Resilience Facility a vantaggio di nuovi prestiti (quelli in precedenza non utilizzati da altri Stati membri nell'ambito di RRF) per il finanziamento dei progetti del Piano REPower-EU. Peraltro, la Commissione ha ribadito che le richieste di modifica devono essere motivate da "circostanze oggettive" che rendano manifesta l'impossibilità di realizzare alcune opere. In caso di riduzione dell'importo totale del Piano, o di non completa realizzazione, ne deriverebbe un impatto negativo sulla crescita del PIL rispetto al nostro scenario di base (la nostra stima, più prudente di quella del governo, evidenziava un impatto di mezzo punto percentuale l'anno del PNRR, in caso di piena realizzazione nella sua forma attuale, sulla crescita del PIL nel 2023-26).

Il rischio principale deriva dall'evidenza di ritardi nell'implementazione del PNRR

Sintesi della previsione macroeconomica

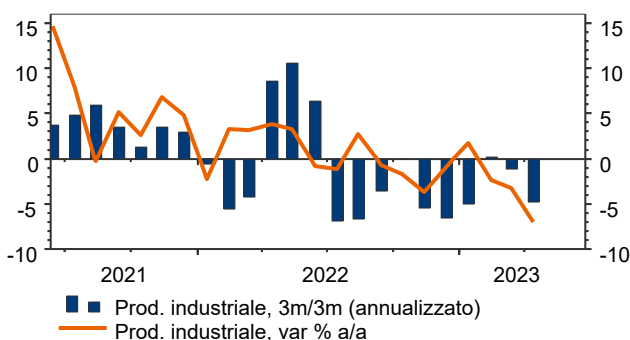
	2022	2023p	2024p	2022		2023			2024				
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.8	1.2	1.3	2.5	1.5	1.9	1.0	0.8	1.1	0.9	1.2	1.5	1.6
- var.ne % t/t				0.4	-0.1	0.6	0.1	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3
Consumi delle famiglie	4.6	1.1	1.2	2.2	-1.7	0.5	0.2	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3
Consumi pubblici	0.0	1.4	0.4	-0.2	0.5	1.2	0.2	0.2	0.1	0.0	0.1	0.2	0.1
Investimenti fissi	9.7	2.5	2.0	0.0	1.5	0.8	0.0	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
Investimenti in macchinari	7.3	3.0	4.1	1.6	1.3	-0.2	0.6	0.6	0.9	1.2	1.2	1.1	1.0
Investimenti in mezzi di trasporto	8.2	14.0	3.4	9.1	4.3	6.8	-0.5	0.0	0.9	1.2	1.1	1.1	1.0
Investimenti in costruzioni	12.2	0.8	-0.2	-2.3	1.3	1.1	-0.5	0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.1	0.2
Esportazioni	10.2	0.6	2.3	-0.2	2.1	-1.4	-0.4	0.6	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
Importazioni	12.5	0.2	2.9	2.2	-2.4	-1.0	1.2	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4
Contr. % PIL													
Commercio estero	-0.5	0.1	-0.1	-0.8	1.5	-0.2	-0.5	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Domanda finale interna	4.7	1.5	1.2	1.3	-0.6	0.7	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3
Var. scorte	-0.4	-0.4	0.2	-0.1	-0.9	0.0	0.5	0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1
Affinità produttiva													
Produzione industriale	0.4	-2.0	1.1	-0.9	-1.7	-0.3	-1.2	0.7	0.5	0.2	0.3	0.3	0.0
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (NIC, a/a)	8.2	6.3	2.5	8.4	11.7	8.9	7.6	6.1	2.8	2.7	2.7	2.5	2.2
- escl. alimentari, energia (a/a)	3.7	5.3	2.3	4.5	5.6	6.2	6.0	5.2	3.8	2.8	2.3	2.2	2.1
PPI (a/a)	34.4	-4.3	-0.6	39.6	29.6	8.1	-2.1	-10.0	-11.5	-5.4	1.0	1.1	1.0
Disoccupazione (%)	8.1	8.1	8.0	8.0	7.9	7.9	7.9	8.2	8.1	8.0	8.0	8.0	8.0
Occupati totali	2.5	1.1	0.4	0.0	0.5	0.4	0.3	-0.3	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Salari contrattuali	1.0	2.3	1.8										
Reddito disponibile reale	-1.1	-1.0	1.5										
Tasso di risparmio (%)	8.2	6.2	6.3										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	-1.3	1.3	0.8										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-8.0	-5.0	-3.7										
Debito (% PIL)	144.4	140.9	140.7										
Variabili finanziarie													
Euribor 3 mesi	2.07	4.09	3.54	1.01	2.07	2.91	3.47	4.00	4.09	4.04	3.98	3.78	3.54
Tasso BTP 10 anni (%)	3.05	4.33	4.96	3.50	4.13	4.13	4.20	4.44	4.56	4.65	4.93	5.11	5.15
BTP/Bund spread	1.88	1.78	1.65	2.18	2.00	1.82	1.81	1.79	1.73	1.69	1.66	1.63	1.61

Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Si accentua il calo della produzione manifatturiera

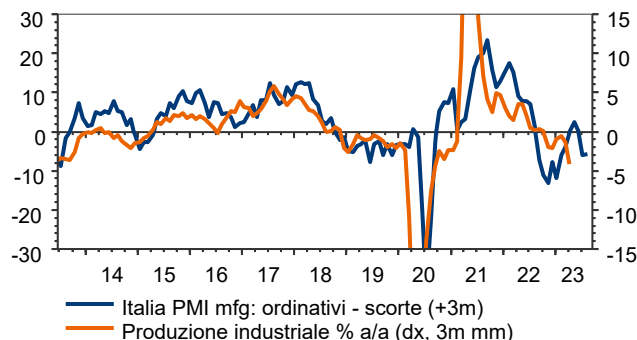
La marcata flessione di **-1,9% m/m** registrata in aprile dalla produzione industriale è **particolarmente deludente** in quanto, dopo tre mesi di calo, era lecito attendersi un rimbalzo, per quanto modesto, dell'output. La quarta contrazione congiunturale lascia l'indice destagionalizzato di oltre il 3% al di sotto dei livelli di fine 2022, e ai minimi da dicembre 2020. **La variazione annua corretta per i giorni lavorativi è crollata a -7,2%** da un precedente -3,2%, un minimo da luglio 2020. **Lo spaccato mostra una debolezza diffusa a tutti i principali comparti.** La produzione di beni intermedi è diminuita per l'ottavo mese (-2,6% m/m); i beni strumentali hanno ceduto il -2,1% m/m dopo il progresso di 0,7% a marzo. In diminuzione anche l'output di beni di consumo (-0,4% m/m da -1,5% precedente) e di energia (-0,3% m/m da -1,7%). **Nel solo settore manifatturiero la flessione è ancora più pronunciata** (-2,1% m/m). Inoltre, se si escludono i settori, tipicamente molto volatili su base mensile, della raffinazione e della farmaceutica (+2% e +1,3% m/m, rispettivamente), tutti gli altri comparti hanno registrato una flessione dell'output. I più penalizzati sono la fabbricazione di apparecchiature elettriche (-3,8% m/m), la metallurgia (-3,4% m/m) e i mezzi di trasporto (-2,9% m/m). Negativa anche la performance dei settori più energivori (-2,2% m/m, -12,7% a/a), che ancora non sembrano beneficiare del calo dei prezzi dell'energia. A nostro avviso, la fase di debolezza dell'industria potrebbe continuare nei prossimi mesi: **il settore potrebbe frenare la crescita del PIL almeno sino all'estate.**

L'industria contribuirà negativamente alla crescita del valore aggiunto nel 2° trimestre, in misura più marcata rispetto al 1°



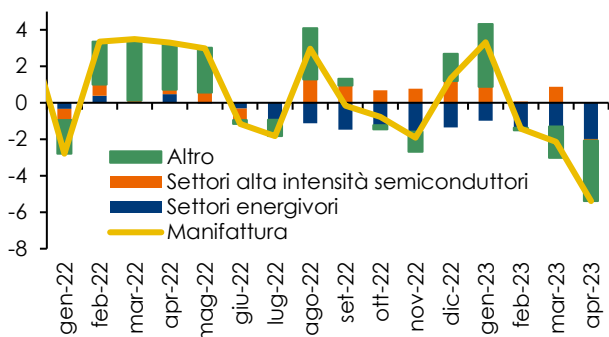
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le indagini sono coerenti con un contesto di raffreddamento della domanda per l'industria



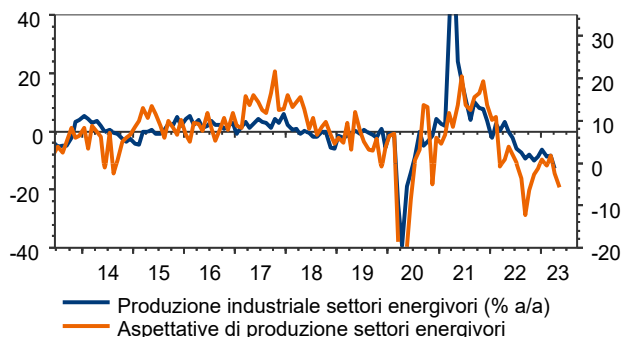
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

I settori più energivori continuano ad agire da freno



Nota: contributi alla variazione % a/a; i settori ad alta intensità di semiconduttori sono computer ed elettronica, apparecchiature elettriche, mezzi di trasporto. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Nonostante il calo dei prezzi dell'energia, tornano a deteriorarsi le aspettative di produzione nei settori più energivori

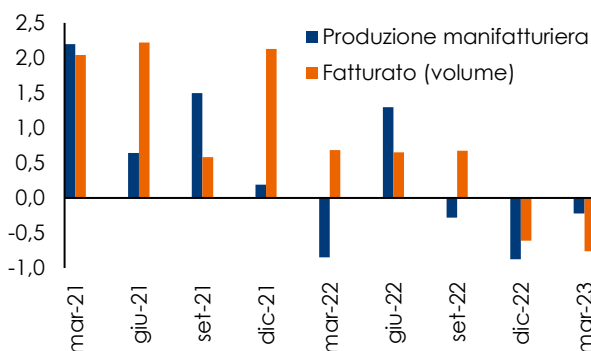


Nota: i settori ad alta intensità energetica sono carta, chimica, raffinerie e metalli. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Commissione UE

Nell'industria frena la domanda, ma tengono i margini e l'occupazione

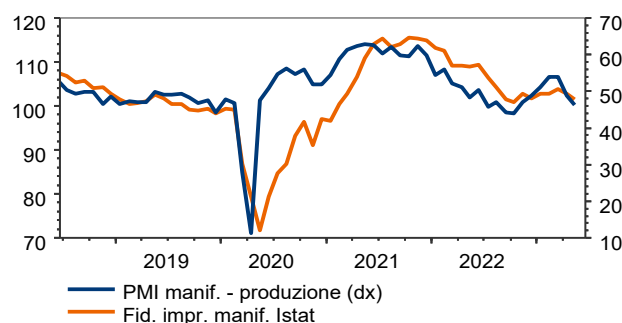
Il **PMI manifatturiero è calato a 45,9 a maggio** da un precedente 46,8, un minimo da tre anni. L'indagine riporta un' **accelerazione al ribasso del ritmo di contrazione della produzione e degli ordini**, con gli indici relativi sui livelli più bassi dallo scorso autunno. In sintesi, l'indagine conferma un quadro di debolezza della domanda già emerso dalla rilevazione di aprile e **non offre segnali di ripartenza dell'industria nemmeno nei prossimi mesi**, come suggerito dal progressivo esaurimento degli arretrati e dal calo degli acquisti di beni intermedi. **Prosegue anche la tendenza di calo dei prezzi**, con costi degli input che frenano a ritmi superiori rispetto ai prezzi di vendita (il che segnala una tenuta dei margini). Si confermano infine in territorio espansivo le intenzioni di assunzione, seppur in rallentamento rispetto ai mesi precedenti. Come nel resto dell'Eurozona, anche la manifattura italiana è in una fase di contrazione, che potrebbe essere accentuata nei prossimi trimestri dal rallentamento della domanda dagli USA. Lo scenario offerto dalle indagini Istat non è significativamente differente rispetto a quanto emerso dai PMI: il calo dell'**indice di fiducia delle imprese manifatturiere**, da 102,8 di aprile a 101,4 di maggio, **è stato più marcato rispetto alle attese** nostre e di consenso (102,5). Si tratta della terza flessione consecutiva, che porta l'indice ai **minimi dall'ottobre dello scorso anno**. **Il deterioramento è stato generalizzato** e ha interessato sia le valutazioni attuali su ordini e produzione, sia le aspettative per il futuro. Le intenzioni di assunzione hanno mostrato una decelerazione solo lieve, rimanendo in territorio espansivo (5,6). **Le aspettative sui prezzi di vendita hanno subito un rallentamento per l'ottavo mese consecutivo**, passando da 7,3 a 5,9 (un nuovo minimo da gennaio 2021).

Il fatturato industriale chiude il 1° trimestre in calo di -0,8% t/t



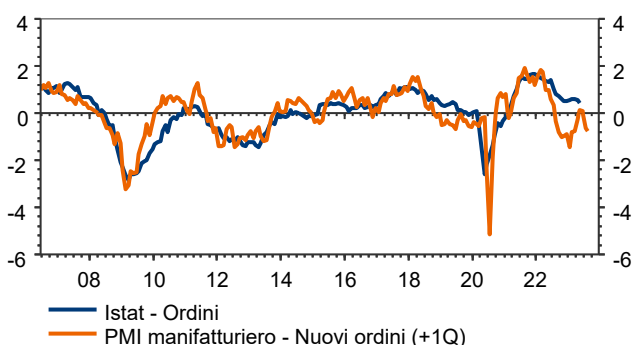
Nota: variazione % t/t. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le indagini non mostrano segnali di riaccelerazione



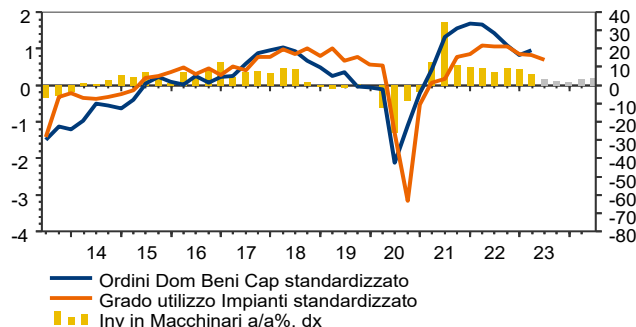
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Si conferma la tendenza di calo degli ordinativi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

La produzione di beni strumentali mostra una maggiore tenuta rispetto al resto dell'industria



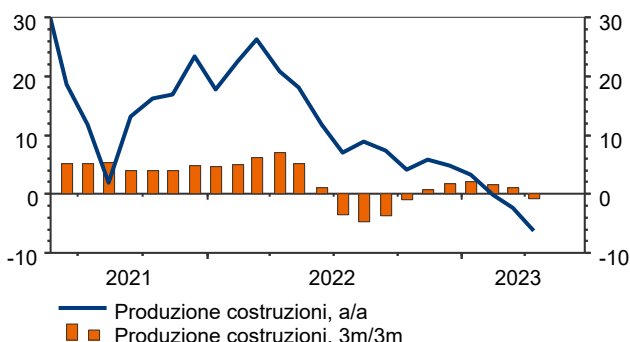
Nota: previsioni in grigio. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Si fa tangibile il rallentamento nelle costruzioni

Dopo due mesi di espansione **la produzione nelle costruzioni è tornata a calare, in misura piuttosto marcata, ad aprile**. La flessione di -3,8% m/m è la più ampia da dicembre 2020 e lascia l'**output in rotta per una contrazione nel 2° trimestre**, dopo l'espansione dell'1% t/t a inizio anno. La variazione tendenziale è crollata a -6,3% da un precedente -2,4%: se si escludono i mesi della chiusura forzata dei cantieri durante il primo lockdown, si tratta di un minimo dal 2015. **A maggio l'indice di fiducia nelle costruzioni è calato in misura piuttosto ampia, a 159,4** dal massimo storico di 164,2 toccato il mese precedente, **rimanendo comunque su livelli storicamente elevati** e superiori a quelli dello scorso marzo. La correzione più ampia riguarda la costruzione di edifici, il comparto più esposto al rialzo dei tassi, mentre nell'ingegneria civile si registra una sostanziale stabilizzazione sui livelli dei due mesi precedenti, che rappresentavano dei massimi dal 2008.

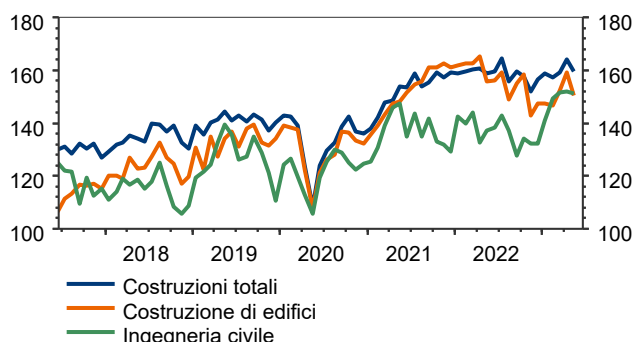
In sintesi, nonostante l'impatto della restrizione monetaria, che continuerà a pesare sulle transazioni immobiliari, sulla domanda di mutui e sui permessi di costruzione, **il settore presenta degli elementi di supporto che potrebbero anticipare un rallentamento meno severo rispetto alle altre principali economie europee**. In particolare, il completamento delle ristrutturazioni ancora in essere nell'ambito del Superecobonus e il sostegno al comparto non residenziale offerto dagli investimenti previsti dal PNNR potrebbero continuare a supportare l'attività in media nel 2023 rispetto al 2022. Tuttavia, **ci aspettiamo una contrazione degli investimenti in costruzioni nel 2024**.

L'ampio calo di aprile lascia la produzione nelle costruzioni in rotta per una contrazione nel 2° trimestre



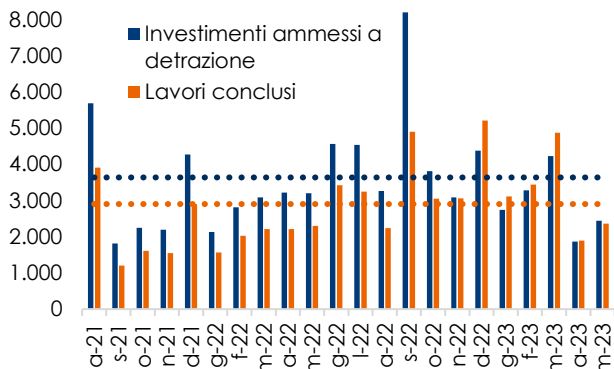
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Corregge il morale dei costruttori a maggio dopo il massimo storico raggiunto il mese precedente



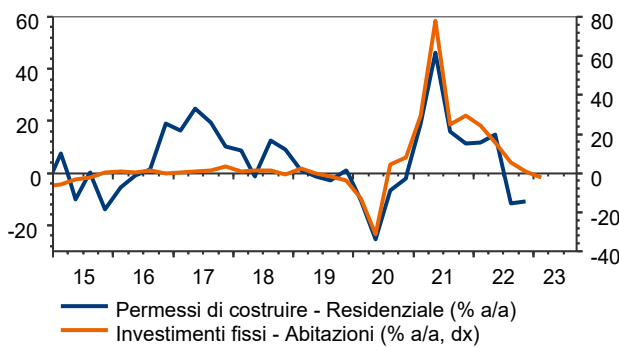
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il ricorso al Superecobonus 110% si è ridimensionato a partire dal mese di aprile



Nota: investimenti aggiuntivi per mese; la linea tratteggiata indica la media mensile. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ENEA, Governo

I permessi di costruzione anticipano una frenata degli investimenti residenziali

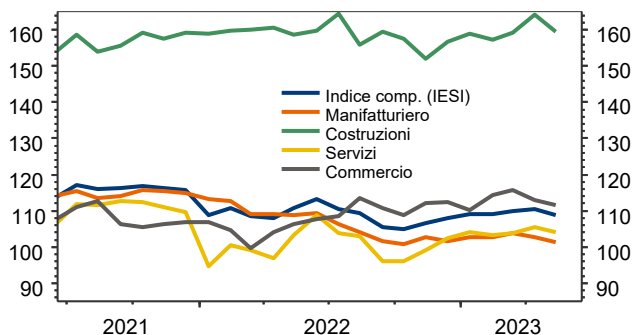


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I servizi rimangono il principale motore di crescita

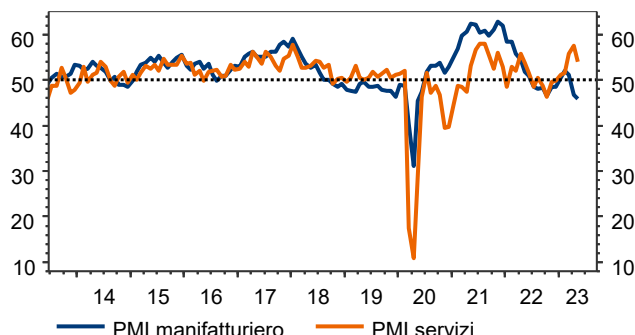
Nel 1° trimestre il fatturato dei servizi è cresciuto del 2,2% t/t (9,4% a/a), con progressi congiunturali diffusi a tutti i settori. I ritmi di espansione più vivaci sono stati registrati per servizi di alloggio e ristorazione (8,9% t/t), agenzie di viaggio e servizi di supporto alle imprese (3,4%) e attività professionali (2,4%). In crescita anche il commercio all'ingrosso (2%), trainato dal rimbalzo del settore auto (6,9%). Secondo i dati di contabilità nazionale, il valore aggiunto nei servizi è cresciuto di 0,8% t/t (2,9% a/a) nel 1° trimestre, con un incremento delle ore lavorate dell'1,4%. Il progresso maggiore si è registrato per le attività artistiche e di intrattenimento (5,7% t/t, 10,1% a/a). **Pensiamo che i servizi possano rimanere trainanti per la crescita nei trimestri centrali dell'anno.** Al momento infatti le indagini, nonostante la correzione di maggio, restano su livelli ampiamente espansivi. La **fiducia delle imprese operanti nei servizi rilevata dall'Istat** è calata a 104,1 da 105,5 a maggio mentre il **PMI servizi** è sceso a 54 da 57,6 (che rappresentava un massimo da quasi due anni). L'indagine riporta un rallentamento del ritmo di espansione dell'attività, che rimane comunque sostenuta, a fronte di una correzione delle aspettative, anch'esse peraltro ancora improntate a ottimismo. Rispetto ad aprile tornano a crescere lievemente le commesse in fase, un segnale incoraggiante per la tenuta del settore anche nei prossimi mesi, mentre restano ampiamente espansive le intenzioni di assunzione. Decelera infine la crescita dei prezzi, pagati e ricevuti, che pure rimane su ritmi superiori alla media. Nonostante la correzione, le indagini confermano che **i servizi per ora sono in grado di compensare la debolezza dell'industria**, consentendo all'indice PMI composito di rimanere al di sopra della soglia di invarianza (52 da 55,3 di aprile).

Il calo dello IESI di maggio è diffuso a tutti i settori



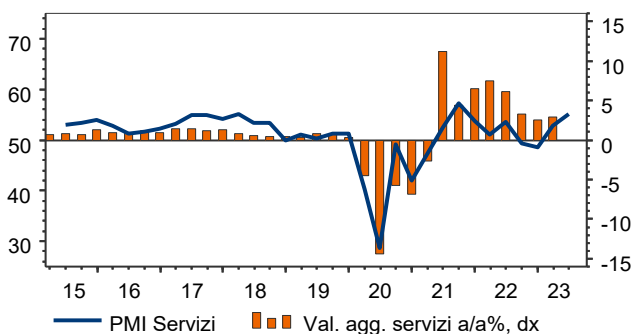
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I PMI confermano la divergenza tra industria e servizi



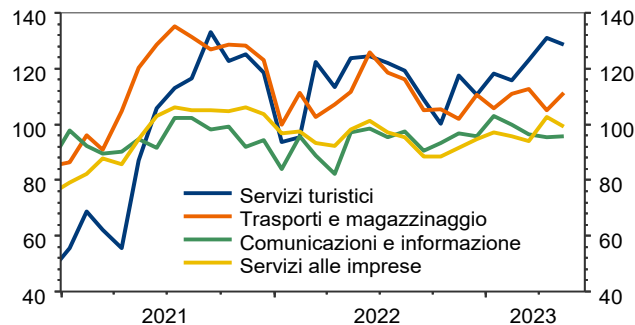
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

I servizi continueranno a sostenere il valore aggiunto anche nei mesi centrali dell'anno



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Turismo e trasporti sono i comparti più brillanti

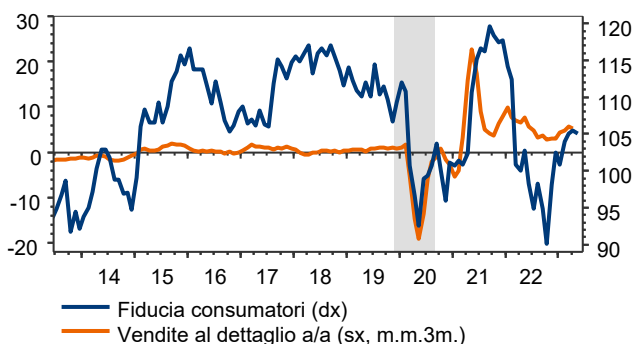


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Resta fiacco il morale dei consumatori

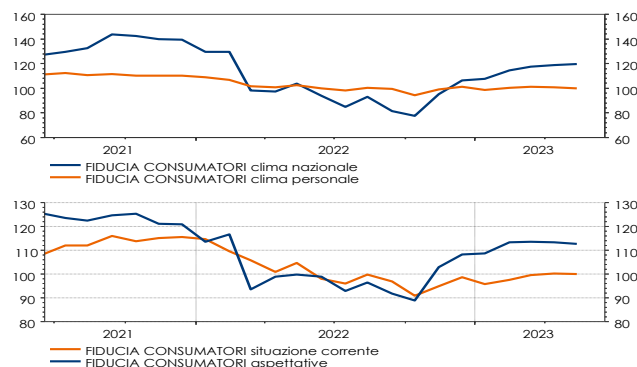
Il morale delle famiglie è sceso a maggio, sia pure in misura più moderata rispetto alla fiducia delle imprese, a 105,1 da 105,5 di aprile, in sostanza cancellando il recupero registrato il mese precedente. Il dato è risultato circa in linea con le aspettative. Tuttavia, il dettaglio dell'indagine non è univocamente negativo: **il calo è dovuto alla situazione personale delle famiglie e alle aspettative per il futuro**, mentre il clima economico nazionale è migliorato e le valutazioni correnti sono risultate poco variate. Tuttavia, la situazione economica degli intervistati (sia attuale che attesa), nonché i giudizi sul bilancio familiare, hanno mostrato un deterioramento, così come le opportunità di risparmio sia attuali che future (una conferma del fatto che **le famiglie stanno attingendo ai risparmi per sostenere la spesa** nonostante la perdita di potere d'acquisto). Inoltre, **i giudizi sia sull'inflazione corrente che su quella attesa sono tornati a salire**: la prima ha raggiunto il secondo livello più alto mai registrato (145,7 da 138,8 in aprile e dal massimo storico di 147,1 toccato lo scorso gennaio), mentre la seconda è rimasta in territorio negativo (coerentemente con un calo atteso dei prezzi) per il sesto mese, ma è risalita a -11,1 da -16,4 precedente (anche in questo caso si tratta di un massimo dallo scorso gennaio). Il **morale nel commercio al dettaglio** è calato a 111,6 da 112,9, sui minimi da inizio 2023. **Le vendite al dettaglio ad aprile sono aumentate di 0,2% m/m in valore** (3,2% a/a da 5,8% di marzo) dopo la stagnazione di marzo, **ma sono calate di -0,2% m/m in volume** (-4,8% a/a da -2,9%): è il terzo mese di fila di calo.

La fiducia dei consumatori è in recupero dai minimi dello scorso anno ma resta inferiore alla media storica



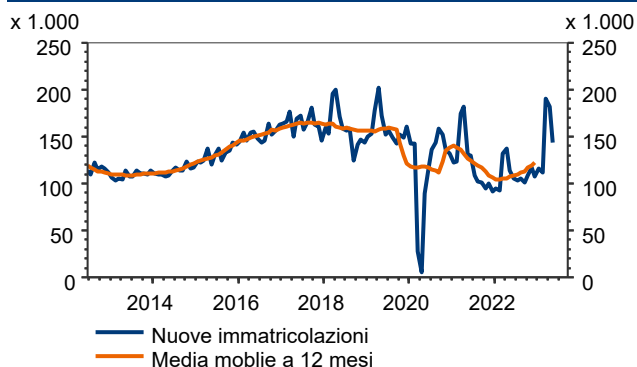
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020; l'area ombreggiata corrisponde al periodo recessivo. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il calo di maggio è spiegato dal clima personale e dalle aspettative



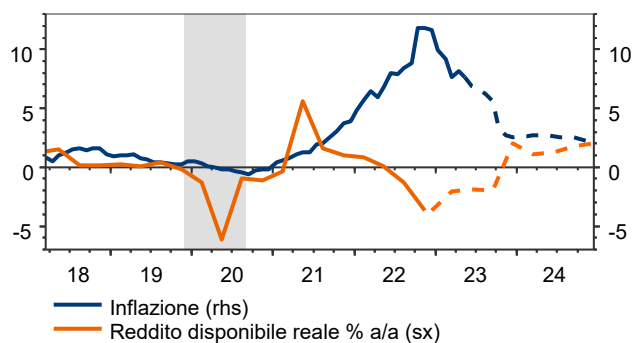
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La dinamica delle immatricolazioni mostra un recupero dai minimi dello scorso anno



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

La crescita del reddito disponibile reale potrebbe tornare positiva da fine anno

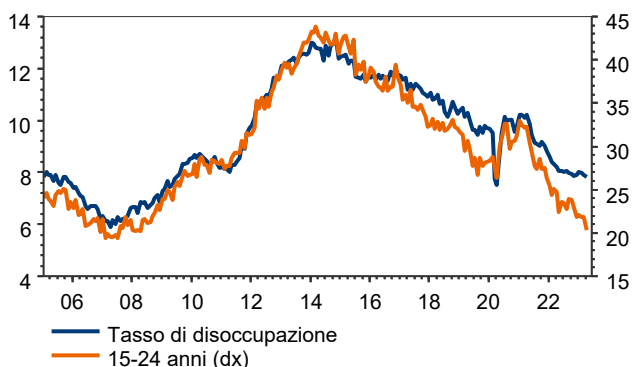


Nota: l'area ombreggiata corrisponde al periodo recessivo. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Il mercato del lavoro è ancora solido

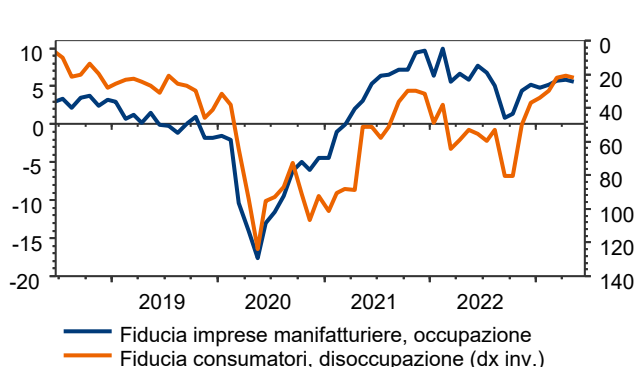
Il tasso di disoccupazione si è attestato al 7,8% ad aprile, dopo che il dato del mese precedente è stato rivisto al rialzo di un decimo al 7,9%. Escludendo i mesi di lockdown nella primavera del 2020, si tratta di un minimo dal 2009. Rispetto al mese precedente si registra un **incremento degli occupati** (+48 mila unità, +0,2%) **e una diminuzione sia dei disoccupati** (-14 mila, -0,7%) **che degli inattivi** (-25 mila, -0,2%). La crescita degli occupati è trainata dalle donne nonché dai lavoratori più giovani e dagli over-50. Si registrano progressi per i dipendenti permanenti e per gli autonomi mentre diminuiscono i lavoratori con contratti a termine. Rispetto ad un anno prima, la crescita occupazionale è stata trainata dai dipendenti permanenti mentre sono calati i precari, che ad aprile sono tornati al di sotto dei livelli pre-Covid. Ancora negativo il bilancio rispetto a febbraio 2020 per i lavoratori autonomi. **Nel 1° trimestre**, con una crescita di 1,4% t/t, **gli occupati nei servizi hanno recuperato i livelli precedenti alla pandemia**, con progressi congiunturali diffusi a tutti i principali sotto-settori. Il maggior dinamismo è stato registrato dalle attività artistiche e di intrattenimento (+3% t/t), seguite da istruzione (+2,8%), alloggio e ristorazione (+2,4%) e attività professionali (+2,2%). Si rileva inoltre un deciso aumento del monte ore lavorate (+3,5% t/t). **Positiva anche la crescita delle posizioni lavorative nell'industria in senso stretto e nelle costruzioni** (+0,7% t/t per entrambi i settori). In sintesi, il mercato del lavoro resta robusto: le intenzioni di assunzione rimangono espansive, soprattutto nei servizi. Il tasso di disoccupazione potrebbe risalire nella seconda parte dell'anno, ma l'incremento dovrebbe risultare complessivamente modesto.

Torna a calare il tasso di disoccupazione ad aprile



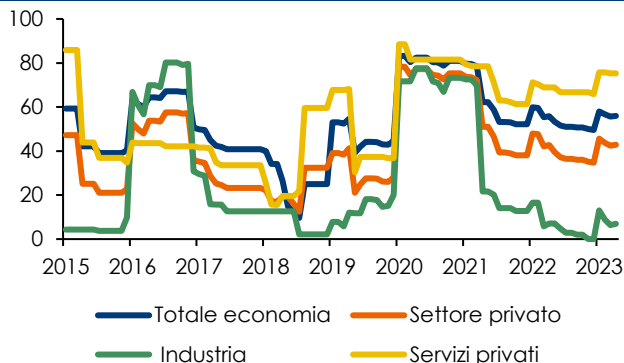
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le intenzioni di assunzione delle imprese restano espansive



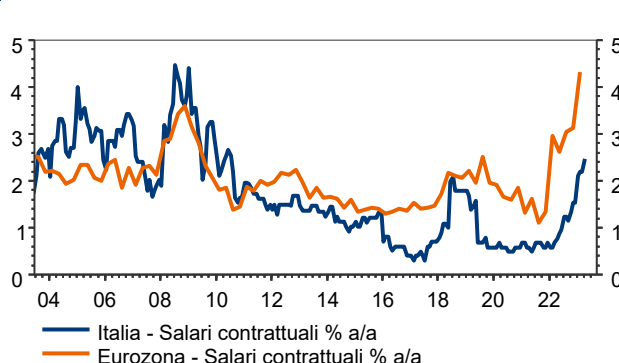
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I dati sulla tensione contrattuale potrebbero anticipare un recupero delle retribuzioni in occasione dei prossimi rinnovi



Nota: dipendenti in attesa di rinnovo sul totale dei dipendenti (%)
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Accelera la crescita dei salari contrattuali, ma a ritmi ancora inferiori rispetto al resto dell'Eurozona



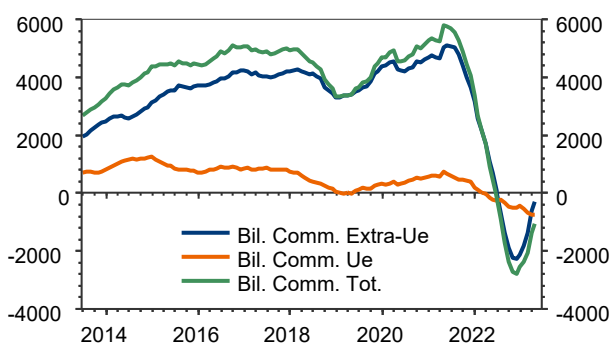
Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE, Istat

Le esportazioni iniziano a risentire della frenata del ciclo globale

I dati sul commercio internazionale di aprile hanno riportato il **secondo calo mensile per le esportazioni** (-1,7% m/m da -2,3%), mentre **sono tornate a crescere**, dopo sette flessioni consecutive, **le importazioni** (5,3% m/m da -6,2%). Il calo dell'export riguarda sia il mercato UE (-1,5% m/m) che quello extra-UE (-2% m/m), ed è concentrato tra i beni intermedi (-5,7% m/m) e di consumo (-4,6% m/m). Il rimbalzo dell'import risulta al contrario diffuso a tutti i principali comparti con ampi incrementi per energia (+10,2% m/m), beni durevoli di consumo (+14,6% m/m) e strumentali (+9,1% m/m). **La variazione tendenziale dell'export torna in territorio negativo per la prima volta da febbraio 2021** (a -5,4% da 4,9% di marzo), per via soprattutto del calo delle vendite in Germania, Belgio e Regno Unito; resta negativo anche l'apporto di Cina e area ASEAN.

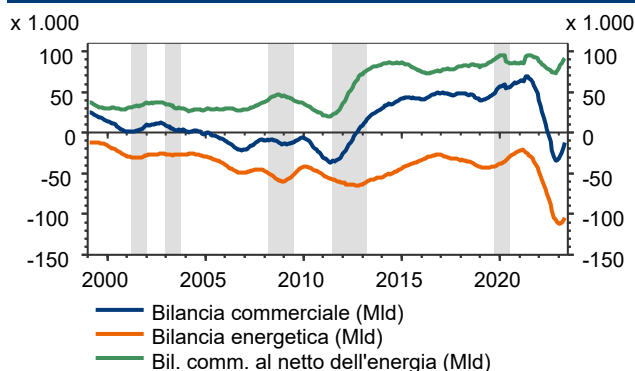
Il **saldo commerciale** si è attestato a 0,3 miliardi di euro, comunque in miglioramento rispetto al disavanzo di -3,6 miliardi un anno prima, mentre al netto dell'energia il surplus di amplia a 6 miliardi, dai 5,5 miliardi di aprile 2022. In sintesi, i dati sulle esportazioni sembrano iniziare a risentire del rallentamento del ciclo globale ma è probabile che, complici prezzi energetici che non dovrebbero risalire in misura significativa nei prossimi mesi, il saldo commerciale possa restare in territorio positivo nel corso del 2023.

In termini cumulati il disavanzo commerciale è in fase di riassorbimento ...



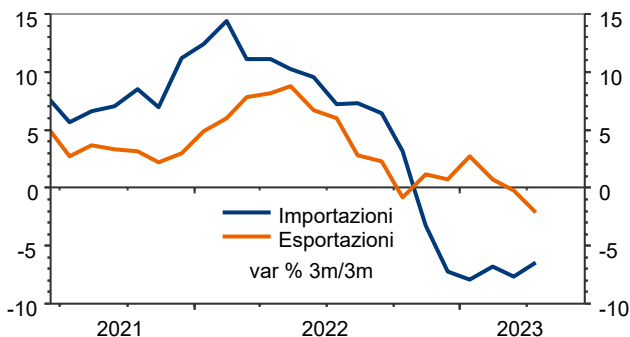
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

... grazie alla stabilizzazione del deficit energetico



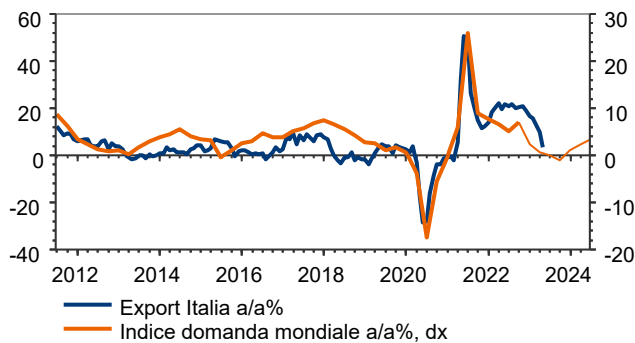
Nota: le aree ombreggiate corrispondono a periodi di recessione.
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Al momento l'export resta più dinamico rispetto all'import



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La tendenza delle esportazioni inizia però a risentire del rallentamento della domanda globale

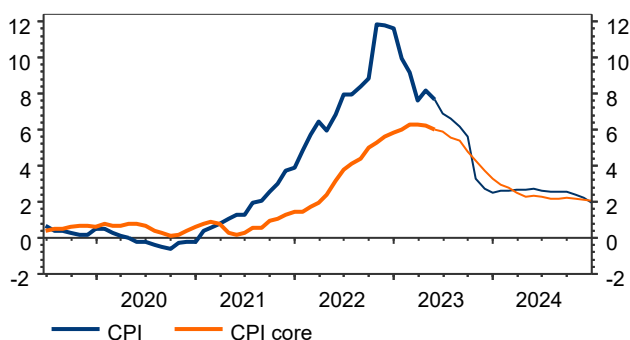


Nota: media mobile a 3 mesi della variazione % annua dell'export.
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

Inflazione in calo ma meno del previsto

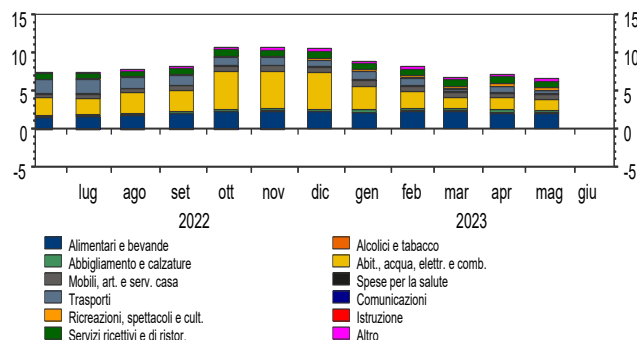
L'inflazione è calata meno del previsto a maggio al 7,6% (+0,3% m/m), dall'8,2% di aprile, sulla misura nazionale e all'8% (+0,3% m/m), dall'8,7%, sull'armonizzato. Il calo tendenziale è imputabile all'energia (da 16,7% a 11,9%), spinta al ribasso dalla componente non regolamentata (da 26,6% a 20,5%), in particolare dai prezzi dell'energia elettrica sul mercato libero (da 53,6% a 41,4%), mentre **il gas naturale sul mercato non tutelato mostra un rincaro di oltre il 4% m/m e rallenta solo marginalmente su base annua (da 51,5% a 50,8%) per effetto della rimozione di uno dei sussidi in bolletta che erano stati introdotti lo scorso anno.** Si evidenzia anche un rallentamento dei servizi a maggio (4,6% da 4,8%), principalmente dovuto ai trasporti (a 5,6% da 6%) e, in minor misura, ai servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (da 6,9% a 6,7%). **L'inflazione al netto di energetici e alimentari freschi decelera nuovamente, anche se di poco, a 6% da 6,2% a/a.** In sintesi, l'inflazione italiana, a differenza che negli altri paesi, ha sorpreso verso l'alto per via di una dinamica più sostenuta di energia e alimentari. Nelle nostre stime, **l'indice headline dovrebbe raggiungere il 2,5% a dicembre 2023, mentre il calo dell'indice "core BCE" sarà più lento** (è atteso rimanere sopra il 3% a fine anno). **Abbiamo rivisto al rialzo la nostra previsione d'inflazione per il 2024, ora al 2,5% in media annua sul CPI** (da 2,3% della precedente stima), dopo il 6,4% atteso per quest'anno. Il **PPI è calato per il quarto mese ad aprile**, di -4,8% m/m, portando la variazione annua a -1,5% da +3,7% precedente, in territorio negativo per la prima volta da inizio 2021. La flessione è ancora una volta guidata dall'energia e, in misura minore, dai beni intermedi; tali pressioni al ribasso nei prossimi mesi dovrebbero iniziare a trasferirsi anche alle altre componenti.

Inflazione in calo solo modesto a maggio, la discesa dovrebbe accelerare a fine anno



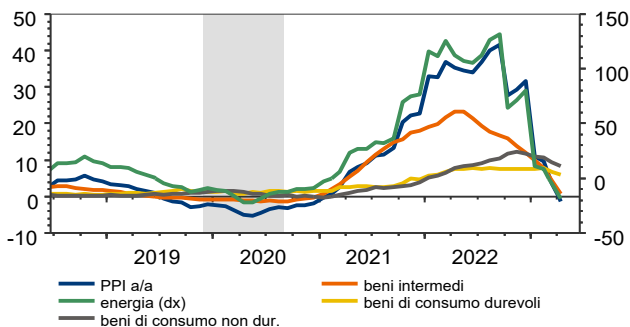
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Sono gli alimentari a trainare l'inflazione, ma resta positivo anche il contributo dell'energia



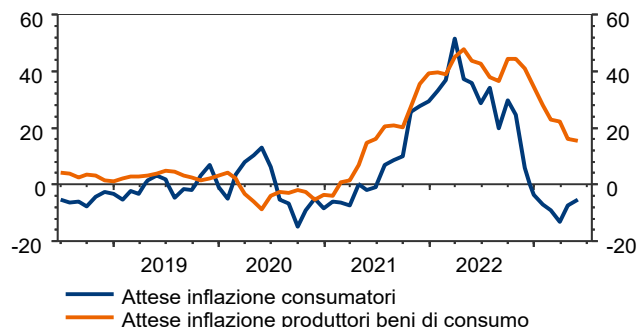
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il calo del PPI è trainato da energia e beni intermedi



Nota: in ombreggiato i periodi recessivi. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Si ridimensiona ma solo in parte il calo delle attese di inflazione dei consumatori



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

Tendenze del settore bancario

Primo calo dei prestiti al settore privato dopo sette anni di crescita

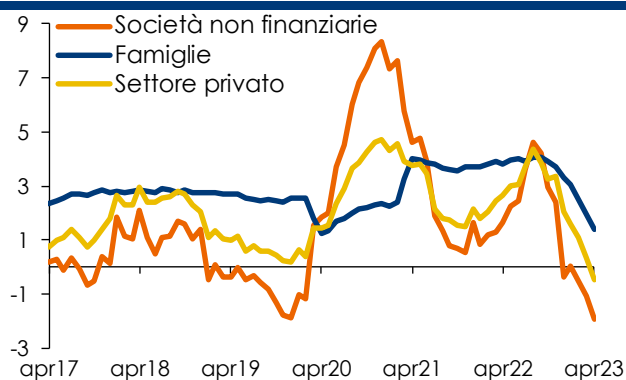
Le dinamiche creditizie stanno risentendo del forte e repentino aumento dei tassi. Ad aprile i prestiti al settore privato hanno segnato un lieve calo, del -0,5% a/a, il primo osservato da inizio 2016, che si è intensificato a maggio, a -1,3% secondo le anticipazioni ABI. Il totale dei prestiti a famiglie e imprese ha segnato un'evoluzione analoga, con un -0,3% ad aprile e un -1,1% stimato per maggio. L'indebolimento del mercato del credito è diffuso. Per i prestiti alle società non-finanziarie, ad aprile il tasso di variazione è sceso a -1,9%, da -1,1% a marzo. È proseguito il rallentamento dei prestiti alle famiglie, il cui tasso di crescita è sceso a +1,4% a seguito della decelerazione dei mutui casa, a +2,9% ad aprile dal +3,3% a marzo e +4,9% nel 4° trimestre 2022. In particolare, da luglio scorso, con l'avvio del rialzo dei tassi di policy, si è registrato un calo a due cifre delle erogazioni per nuovi contratti di mutuo, una tendenza che si è accentuata nei mesi recenti con variazioni del -34% a/a ad aprile e del -28% nel complesso dei primi quattro mesi.

Elisa Coletti

Il forte e repentino aumento dei tassi d'interesse conseguente alla stretta monetaria sta avendo effetti altrettanto marcati sulle dinamiche creditizie. **I prestiti al settore privato ad aprile hanno segnato un lieve calo, del -0,5% a/a, il primo osservato da inizio 2016** quando il credito all'economia riprese a crescere dopo la fase ciclica negativa del 2012-15. La rapidità della frenata è evidente dal confronto col picco del 2022 del 4,3% raggiunto lo scorso agosto. Non sorprende, quindi, che il calo si sia intensificato a maggio, a -1,3% a/a secondo le anticipazioni ABI (dati al netto delle controparti centrali e corretti per le cartolarizzazioni e altre cessioni). **Il totale dei prestiti a famiglie e imprese ha segnato un'evoluzione analoga, con un -0,3% a/a ad aprile e un -1,1% stimato da ABI per maggio.**

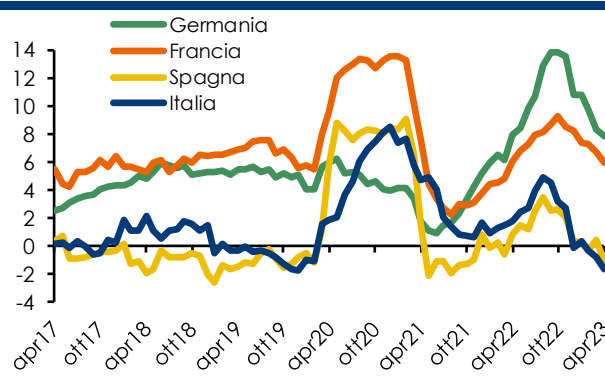
Per i prestiti alle società non-finanziarie, dopo la sostanziale stagnazione a cavallo tra il 2022 e il 2023 e il -0,5% a/a di febbraio, **aprile ha riportato un calo del -1,9% a/a.** Nel confronto europeo, l'evoluzione registrata recentemente in Italia appare in linea con quanto osservato in Spagna, dove ad aprile il credito bancario alle società non-finanziarie ha segnato un calo dell'1,1%. Diversamente, in Germania e Francia, come nella media dell'area euro, i prestiti alle società non-finanziarie continuano a crescere a un ritmo robusto, sebbene in evidente rallentamento, a +7,8% a/a, +5,9% e +4,1% ad aprile rispettivamente.

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

Andamento dei prestiti alle società non finanziarie nei principali paesi dell'area euro (var. % a/a)

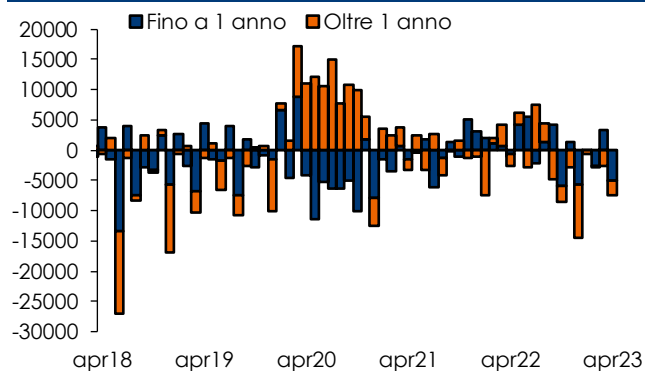


Fonte: BCE

Analoghe indicazioni di progressione del trend riflessivo vengono dall'esame dei prestiti per durata. In dettaglio, i prestiti a breve termine alle società non-finanziarie italiane hanno riportato un calo dell'1,5% a/a ad aprile, mentre nel 1° trimestre erano rimasti ancora leggermente in crescita, dell'1,2% in media, pur con oscillazioni del trend. I prestiti a medio-lungo termine, risultati costantemente deboli lungo tutto il 2022, a marzo e aprile hanno registrato un calo del 2,8% a/a,

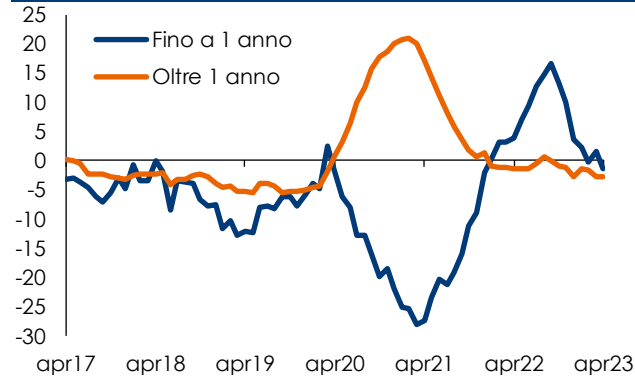
più intenso del -1,4% di gennaio e -1,6% di febbraio, ma in linea col -2,7% di fine 2022. Il flusso netto mensile è stato negativo ad aprile sia per i prestiti a breve, sia per quelli di più lunga durata.

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



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

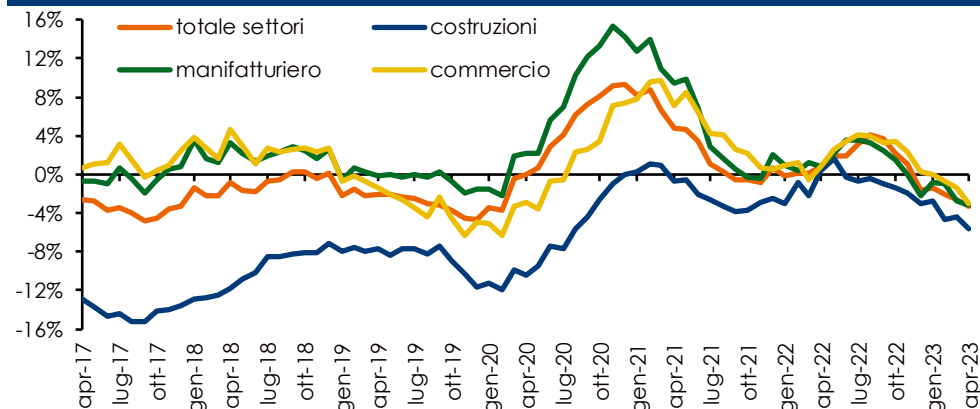
Andamento dei prestiti a società non-finanziarie per durata, dati non corretti per le cartolarizzazioni (var. % a/a)



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le dinamiche creditizie dei macrosettori confermano un indebolimento diffuso. **Per il 5° mese consecutivo i prestiti alle imprese manifatturiere sono risultati in calo anno su anno**, del -3,2% ad aprile dal -2,8% di marzo (dati riferiti ai prestiti escluse le sofferenze). Simile è stata la variazione dei **prestiti al commercio**, del -3,1% ad aprile, ma la frenata appare più repentina, dal -1,4% di marzo dopo essere scesi leggermente in negativo a febbraio, col -0,7% a/a. **I prestiti alle costruzioni hanno proseguito il cammino discendente**, mostrando un progressivo peggioramento in atto da diversi mesi. Ad aprile, infatti, la contrazione è stata del 5,6% dal -4,4% di marzo. Nel complesso, **i prestiti a società non-finanziarie e famiglie produttrici hanno riportato una riduzione del -3,3% a/a**, leggermente più marcata di quanto emerso nei mesi precedenti (-2,6% a marzo).

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

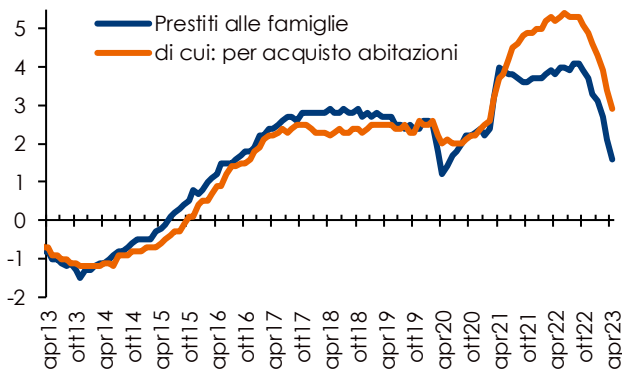


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Anche **la crescita dei prestiti alle famiglie ha segnato un ulteriore rallentamento, a +1,4% a/a** dal +1,9% di marzo e dimezzata rispetto al 3,0% di gennaio. Da notare che questa frenata segue un periodo prolungato di crescita robusta, con un massimo dall'ottobre 2011 toccato appena sette mesi prima, lo scorso settembre col +4,1%. L'andamento risente di quello dei **mutui per l'acquisto di abitazioni, in continua decelerazione a +2,9% ad aprile** dal +3,3% a marzo e +4,9% nel 4° trimestre 2022.

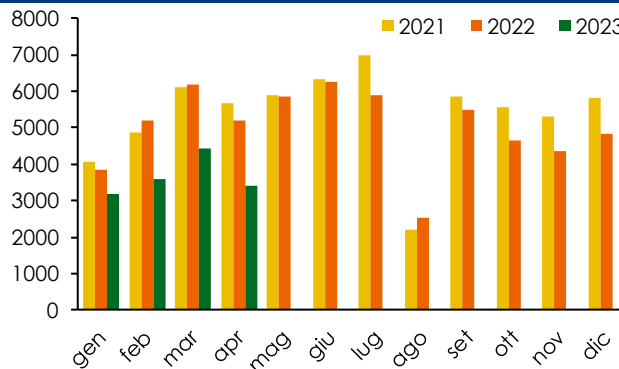
In particolare, da luglio 2022, con l'avvio del rialzo dei tassi di policy, si registra un **calo a due cifre delle erogazioni per nuovi contratti di mutuo**. Tale tendenza si è accentuata nei mesi recenti con variazioni del -34% a/a ad aprile e del -28% in complesso nei primi quattro mesi.

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



Fonte: BCE

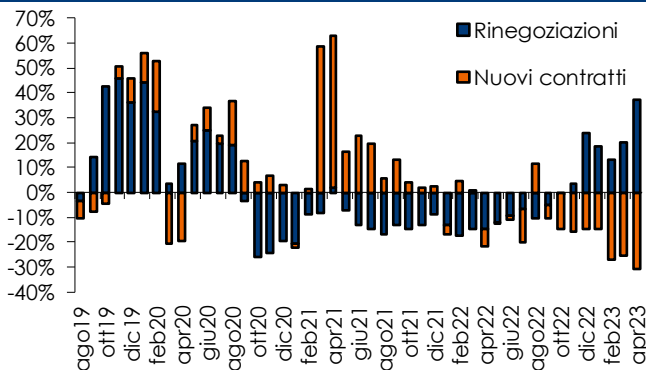
Flussi mensili per nuovi contratti di prestiti per acquisto abitazioni: tre anni a confronto (EUR mln)



Fonte: BCE, elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

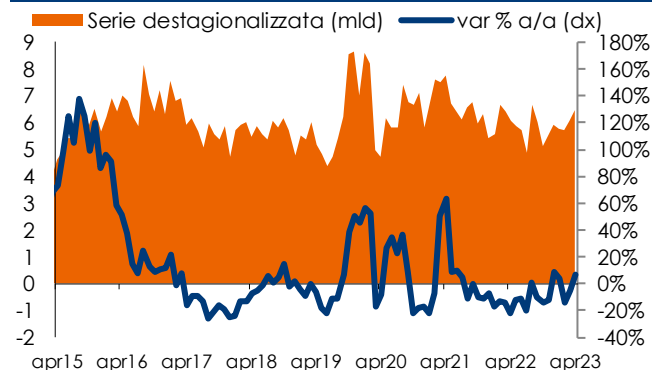
Le **rinegoziazioni, all'opposto, hanno confermato una crescita a tre cifre, in atto da fine 2022**. La dinamica sconta il confronto con i modesti volumi registrati l'anno scorso, ma ad aprile il volume di rinegoziazioni è risultato considerevole, pari a 2,7 miliardi, oltre 4 volte il dato di dodici mesi prima, e rappresentativo del 44% del totale delle transazioni, una percentuale che non si vedeva dall'autunno 2019. Nell'aprile di un anno fa le rinegoziazioni contavano soltanto per il 10%. La forte dinamica delle rinegoziazioni ha consentito di controbilanciare il calo delle operazioni per nuovi contratti, cosicché il flusso lordo complessivo (somma di rinegoziazioni e nuovi contratti) è tornato in crescita (del 6,7% a/a ad aprile).

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



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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

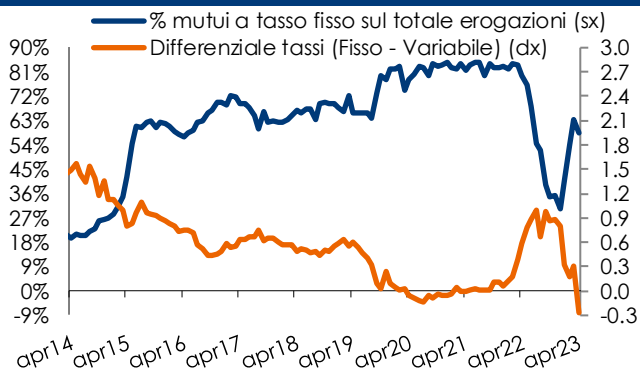


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Anche ad aprile **le erogazioni mensili di mutui a tasso variabile sono rimaste superiori a dodici mesi prima**, un trend in atto da maggio 2022. Il tasso di variazione a/a è risultato ancora a tre cifre, come osservato da luglio 2022, ma da marzo **la loro quota sul totale delle operazioni mensili risulta più contenuta** rispetto agli otto mesi precedenti. In merito, va osservato che **il differenziale tra tasso fisso e variabile si è progressivamente ridotto fino a scendere sotto zero ad aprile**. In dettaglio, dopo essersi ampliato da giugno 2022 per chiudere l'anno a 0,8%, nei primi tre mesi del 2023 si è ridotto sensibilmente, posizionandosi **a 30pb a marzo e scendendo a -28pb ad aprile**.

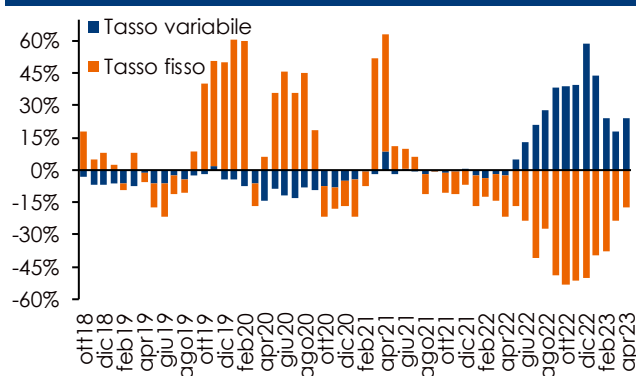
All'opposto, le **erogazioni a tasso fisso restano più contenute di dodici mesi prima**, mostrando un calo a due cifre che però da gennaio è relativamente meno intenso dei mesi precedenti (-22% a/a ad aprile, da una media di -62% nell'ultimo trimestre 2022 e -40% nel 1° trimestre 2023). In particolare, **da febbraio il volume mensile di erogazioni a tasso fisso è tornato a essere superiore a quello dei mutui a tasso variabile**. Pertanto, **la quota del tasso fisso sul totale delle operazioni (incluse le rinegoziazioni) è tornata sopra il 50%, pari al 59% ad aprile dal 41% di gennaio e dal minimo di 31% registrato a fine 2022** (35% la media degli ultimi 4 mesi dell'anno, 83% nel 1° trimestre 2022).

Erogazioni di prestiti per l'acquisto dell'abitazione: a tasso fisso in % sul totale e differenziale tassi, tra fisso e variabile



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Forte e rapida ripresa delle obbligazioni bancarie

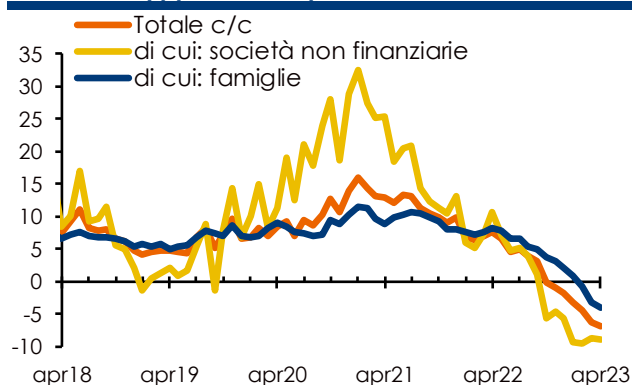
I depositi delle banche italiane ad aprile hanno segnato un calo del 3,4% a/a, proseguito a maggio col -3,7% stimato dall'ABI. L'andamento resta determinato dalla riduzione dei conti correnti, che ad aprile si è leggermente intensificata, al -6,7% a/a dal -6,1% di marzo. E' continuato, sia per le famiglie sia per le società non-finanziarie, lo spostamento di risorse verso i depositi a tempo. La ricomposizione dei portafogli a seguito del rialzo dei tassi sta inducendo anche una rapida ripresa delle obbligazioni bancarie, in crescita del 9% ad aprile e dell'11,9% a maggio secondo le stime ABI. In particolare, da settembre 2022, per la prima volta dal 2013, si è registrato un incremento delle obbligazioni al dettaglio, proseguito nel 1° trimestre 2023. Tuttavia, a seguito del calo dei depositi, da fine 2022 la raccolta totale da clientela segna variazioni negative.

Elisa Coletti

Si consolida il **calo dei depositi delle banche italiane che ad aprile hanno registrato un -3,4% a/a**, circa in linea con il dato di marzo (-3,2%), dopo un 1° trimestre che ha visto un'accelerazione del trend di riduzione, iniziata su toni moderati nel 4° trimestre 2022. Il progressivo ridimensionamento dei depositi è proseguito a maggio, secondo le anticipazioni ABI (con una variazione di -3,7% a/a dal -3,3% di aprile su dati omogenei). L'andamento è il risultato della **contrazione dei conti correnti, che ad aprile si è leggermente intensificata, dal -6,1% di marzo al -6,7% a/a, un dato negativo mai osservato prima** da quando, nel gennaio 2003, è stata avviata la rilevazione attuale. Tuttavia, ad aprile i conti correnti totali non hanno registrato un deflusso, ma bensì un apporto inferiore a quello di dodici mesi prima e pari a 15,9 miliardi m/m, di cui 15,1 verso i conti delle società non-finanziarie. I depositi delle società non-finanziarie, infatti, continuano a recuperare, mostrando un'attenuazione del calo, con il -2,3% ad aprile rispetto al -2,6% di marzo e il -5% di inizio anno. Il mese ha segnato un altro afflusso anche sui depositi con durata prestabilita delle società non-finanziarie, pari a 2,2 miliardi m/m.

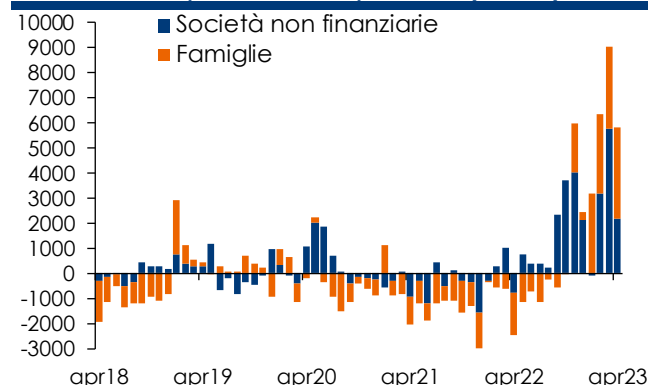
In questa fase, sono i **conti correnti delle famiglie a guidare l'indebolimento del trend**, anche se il flusso mensile di aprile è solo marginalmente negativo (-0,6 miliardi m/m). All'opposto, i depositi con durata prestabilita delle famiglie continuano a registrare buoni apporti, pari a 3,6 miliardi, dopo i 3,2 medi al mese del 1° trimestre.

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)

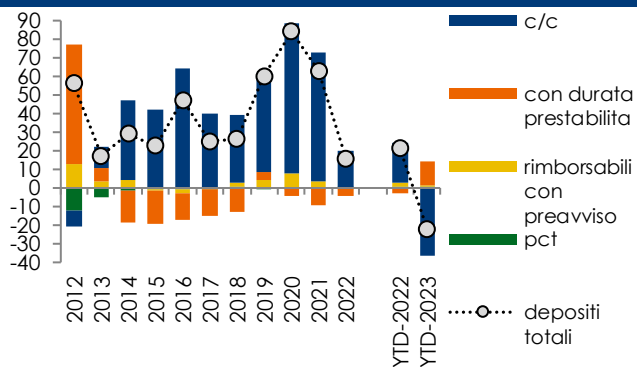


Fonte: BCE

Per lo **stock complessivo dei depositi con durata prestabilita, è quindi proseguita l'accelerazione del trend positivo, col +64,1% a/a** dal +47,4% di marzo, in crescita per il sesto mese consecutivo. Il forte e rapido recupero, dopo due anni in calo, riflette il notevole rialzo dei tassi corrisposti su questi strumenti a fronte della vischiosità di quelli sui conti correnti. Il tasso medio offerto alle famiglie sui nuovi depositi a tempo, infatti, ad aprile è risultato il più alto tra i principali paesi dell'area euro.

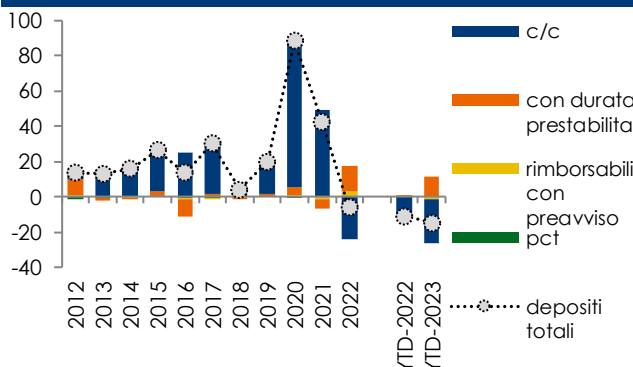
Accanto al calo dei conti correnti, **prosegue la notevole ripresa dei titoli di debito a custodia delle famiglie consumatrici**, tornate a investire direttamente in titoli governativi italiani: nei dodici mesi terminanti ad aprile 2023 lo stock dei loro titoli a custodia è salito di 107 miliardi. **Ad aprile l'aumento mensile dei titoli in custodia delle famiglie consumatrici è stato di 9,9 miliardi, a cui si aggiungono +2,2 miliardi di quelli delle imprese**. Nel complesso, i titoli a custodia di famiglie e imprese sono cresciuti di 65 miliardi nei primi quattro mesi del 2023.

Flussi netti verso i depositi delle famiglie, dati annui e primi quattro mesi del 2023 (EUR mld)



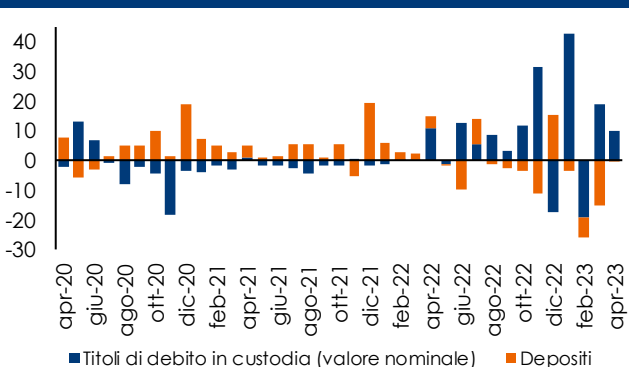
Fonte: BCE ed elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Flussi netti verso i depositi delle società non-finanziarie, dati annui e primi quattro mesi del 2023 (EUR mld)



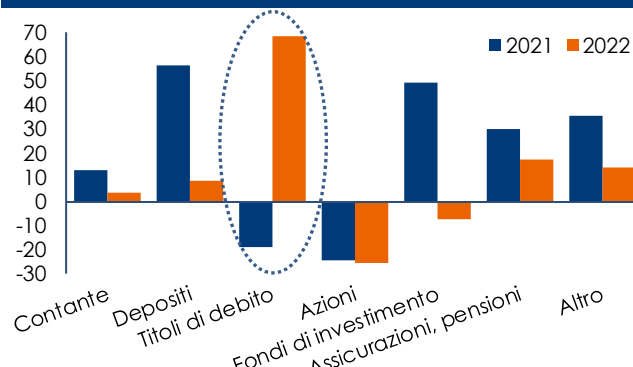
Fonte: BCE ed elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Flussi di attività finanziarie delle famiglie italiane nel 2022 a confronto con il 2021 (EUR mld)

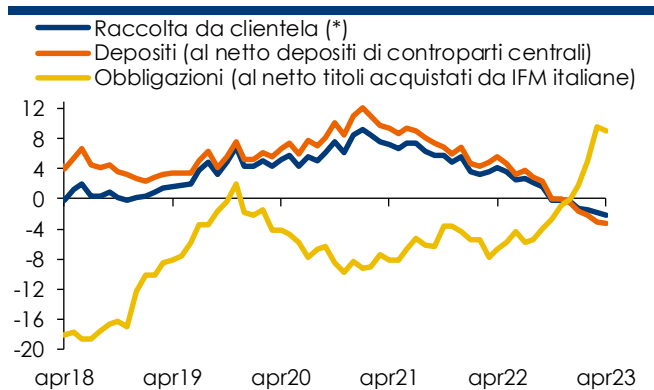


Fonte: BCE ed elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

La ricomposizione dei portafogli innescata dal rialzo dei tassi sta determinando anche una forte e rapida ripresa delle obbligazioni bancarie, in crescita del +9% a/a ad aprile in termini di stock. Il ritmo risulta salito a +11,9% a maggio, secondo le stime ABI. La Relazione annuale di Banca d'Italia sul 2022 riporta che, mentre lo scorso anno si è osservata una lieve contrazione delle obbligazioni collocate sui mercati internazionali, all'opposto da settembre, per la prima volta dal 2013, si è registrato un incremento delle obbligazioni al dettaglio proseguito nel 1° trimestre 2023. Dopo oltre dieci anni di riduzione delle obbligazioni bancarie detenute dalle famiglie, l'incidenza delle stesse sul totale della raccolta è salita leggermente, all'1,7%, dall'1,3% nel 2021 (Banca d'Italia, Relazione Annuale sul 2022).

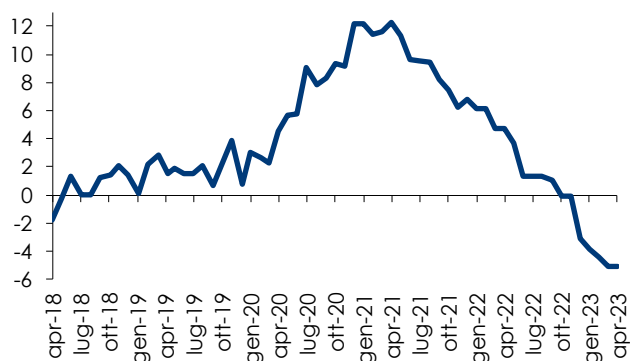
Tuttavia, a causa della flessione dei depositi, da fine 2022 **la raccolta totale da clientela segna variazioni leggermente negative** (-2,1% a/a ad aprile) confermate per maggio (-2,2%, fonte ABI). Anche la raccolta complessiva, inclusi il rifinanziamento BCE e i depositi di non-residenti, è in calo da fine 2022, del -5,1% aprile a/a, in linea con marzo.

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.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – 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.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.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

Andrea Volpi – Economista macro Area euro/Italia

Simone Zava – Economista macro Area euro/Italia

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com

simone.zava@intesasnpaolo.com

Industry & Banking Research

Banking Research

Elisa Coletti – Economista Banche

elisa.coletti@intesasnpaolo.com