

# La Bussola dell'Economia Italiana

**Direzione Studi e Ricerche**

Luglio 2023

**IMI**

CORPORATE &  
INVESTMENT  
BANKING

## La bussola dell'economia italiana

### Indice

#### L'evoluzione dello scenario congiunturale

Fabbisogno peggiore del previsto nel 2023: molto rumore per nulla? 2

Sintesi della previsione macroeconomica 2

Rimbalza la produzione industriale dopo quattro mesi di calo 6

Le indagini non mostrano segnali di ripresa per il manifatturiero 7

Costruzioni: si contrae la produzione, ma tiene il morale delle imprese 8

I servizi restano trainanti, ma potrebbero iniziare a perdere vigore 9

Reddito e fiducia delle famiglie in recupero 10

Mercato del lavoro solido, ma iniziano a rallentare le intenzioni di assunzione 11

Il rallentamento della domanda globale sta frenando l'export 12

Inflazione in calo più delle attese a giugno 13

#### Tendenze del settore bancario

Si intensifica l'impatto della stretta monetaria sulle dinamiche creditizie 15

Prosegue la crescita a due cifre di depositi a tempo e titoli di debito a custodia 18

### Luglio 2023

Nota Mensile

### Direzione Studi e Ricerche

#### Paolo Mameli

Economista Macro

#### Andrea Volpi

Economista Macro

#### Simone Zava

Economista Macro

#### Elisa Coletti

Economista Banche



## L'evoluzione dello scenario congiunturale

### Fabbisogno peggiore del previsto nel 2023: molto rumore per nulla?

Il peggioramento del fabbisogno del settore statale quest'anno rispetto allo scorso anno era atteso, ma è stato più marcato del previsto. L'evoluzione è dovuta in parte a fattori una tantum che potrebbero rientrare nel 2° semestre. A nostro avviso, a fine anno si potrebbe registrare uno scostamento tutto sommato contenuto rispetto al target del DEF di aprile.

Paolo Mameli

**Il fabbisogno di cassa del settore statale si è attestato nei primi sei mesi del 2023 a 95 miliardi di euro, in aumento di oltre 52 miliardi rispetto allo stesso periodo dello scorso anno.** Negli anni recenti, solo nel 1° semestre 2020 si raggiunse una cifra simile: allora, il fabbisogno chiuse l'anno a 159 miliardi (il 9,6% del PIL), e il deficit oltre 160 miliardi (il 9,7% del PIL).

**Il fatto che il fabbisogno quest'anno possa risultare superiore a quello registrato nel 2022 non è inatteso:** il target governativo contenuto nel DEF per il 2023 è pari a 113 miliardi (il 5,6% del PIL), in aumento di oltre 46 miliardi rispetto ai 67 miliardi del 2022 (il 3,5% del PIL). **Era anche atteso che quest'anno il fabbisogno si collocasse su livelli superiori a quelli dell'indebitamento netto,** che nel DEF era visto, nel quadro programmatico, a 91 miliardi (il 4,5% del PIL).

Affinché il fabbisogno del 2023 centri il target governativo, occorrerebbe che nel 2° semestre dell'anno si registri un saldo negativo per circa 18 miliardi, contro i quasi 24 miliardi registrati nel 2° semestre 2022. In altre parole, **se il fabbisogno nel 2° semestre 2023 fosse in linea con il 2° semestre 2022, lo "sforamento" rispetto al target governativo sarebbe tutto sommato contenuto** (meno di 6 miliardi ovvero lo 0,3% del PIL).

Viceversa, se si applicasse agli ultimi sei mesi dell'anno la stagionalità media vista nel decennio pre-COVID (2010-19), il fabbisogno chiuderebbe l'anno oltre i 140 miliardi (oltre il 7% del PIL, ovvero quasi un punto e mezzo al di sopra del target governativo). Peraltro, **tutte le misure governative introdotte in risposta prima alla pandemia e poi alla crisi energetica potrebbero aver completamente distorto il profilo stagionale dei pagamenti e degli incassi** statali, il che suggerisce grande cautela nel trarre dai dati mensili sul fabbisogno indicazioni sull'andamento annuo dei saldi di finanza pubblica.

Nei dati relativi ai primi 5 mesi dell'anno, **il peggioramento** di 42 miliardi rispetto al saldo registrato nel 2022 **era dovuto in gran parte a un aumento dei pagamenti** finali (+39,2 miliardi), a fronte di una diminuzione di -6,9 miliardi degli incassi finali.

Detto ciò, proviamo a esaminare nel seguito i motivi di tale andamento del fabbisogno peggiore rispetto allo scorso anno e/o rispetto alle previsioni:

■ **Mancato incasso delle rate del PNRR:** nel 1° semestre 2023 avrebbe dovuto essere incassata la terza rata pari a 19 miliardi di euro, di cui 10 di sovvenzioni (che vanno a ridurre il fabbisogno); pertanto, mancano all'appello 10 miliardi sia nel confronto con lo scorso anno (quando ad aprile fu incassata la prima rata da 21 miliardi, di cui 10 di sovvenzioni), sia nel confronto con le previsioni 2023. È presumibile che nel DEF il Governo ipotizzasse di incassare tale rata ad aprile o comunque entro il 1° semestre. Ad oggi, lo scenario più probabile è che l'unico altro incasso dalla UE sia il pagamento della terza rata nel mese di settembre (sia pur con un importo totale di 18,5 miliardi anziché di 19 miliardi come previsto): in tal caso, questo fattore causerebbe uno scostamento del fabbisogno 2023 pari a poco meno di 10 miliardi rispetto al 2022 e a soli 1,9 miliardi rispetto alle attese. La quarta rata avrebbe dovuto consistere in 16 miliardi totali, di cui appena 1,9 in sovvenzioni; è stato concordato un pagamento da 16,5 miliardi, ma non è assicurato che esso avvenga entro la fine di quest'anno.

- **Minori dividendi da Banca d'Italia**, che nel 2023 ha versato allo Stato 1,7 miliardi contro i 5,6 miliardi del 2022: questo fattore pesa dunque per 3,9 miliardi nel confronto con lo scorso anno, ma dovrebbe essere stato incorporato nelle stime del DEF visto che il bilancio della Banca d'Italia era stato approvato il 31 marzo 2023; i minori utili (e dunque dividendi) da Via Nazionale sono evidentemente dovuti al fatto che l'aumento dei rendimenti di mercato riduce il valore dei titoli acquistati dalle banche centrali, che pertanto possono realizzare perdite nel momento in cui tali titoli vengono venduti o giungono a scadenza. In effetti, i consistenti dividendi ricevuti da Banca d'Italia negli anni del QE hanno contribuito negli anni scorsi a migliorare i saldi di finanza pubblica: tale fattore di supporto non potrà ripetersi, verosimilmente, nei prossimi anni.
- **Misure di contrasto alla crisi energetica e crediti d'imposta**: teoricamente, i saldi pubblici nel 1° semestre, nel confronto con lo scorso anno, avrebbero dovuto beneficiare delle minori misure di supporto contro la crisi energetica, che erano state rinnovate integralmente nel 1° trimestre 2023 ma solo parzialmente per il 2° trimestre dell'anno. Il graduale venir meno di tali misure dovrebbe avere un effetto positivo nel confronto tra il fabbisogno del 2° semestre 2023 e quello del 2° semestre 2022, per quanto concerne ad esempio interventi come il taglio delle accise sui carburanti, il taglio di IVA e oneri di sistema sulle bollette, il bonus sociale. I trasferimenti alla Cassa per i Servizi Energetici e Ambientali (l'ente che gestisce gli "oneri generali di sistema" e le altre componenti tariffarie) al fine di contenere l'aumento dei prezzi nel settore elettrico e del gas sono stati pari a 7,6 miliardi nei primi 4 mesi del 2023, e dovrebbero ammontare a circa 12 miliardi nel 1° semestre (l'impatto sul saldo del settore statale si verifica nel momento di utilizzo delle somme). Questo fattore in teoria avrebbe dovuto essere "incorporato" nelle proiezioni del DEF, ma è possibile che i pagamenti siano stati superiori alle attese perché, nonostante il calo delle quotazioni all'ingrosso delle materie prime, i prezzi finali dell'energia sono scesi più lentamente del previsto.
  - Un'ulteriore complicazione è data dalla quota importante di interventi governativi che si è sostanziata nei **crediti di imposta**: i crediti d'imposta (sia quelli legati al caro-bollette che ai bonus edilizi) possono essere portati in compensazione, il che determina un impatto negativo sul fabbisogno (e non sull'indebitamento netto): tale fenomeno è importante da monitorare anche per il futuro, ma è difficile da quantificare, in quanto dipende dalla capienza fiscale dei contribuenti. Questo fattore potrebbe essere potenzialmente molto rilevante: la compensazione dei crediti d'imposta negli ultimi anni è passata dagli 8,4 miliardi del 2019 ai 30 miliardi del 2022. I dati relativi ai primi 4 mesi del 2023 mostrano una netta crescita dei crediti esercitati in compensazione (+10,9 miliardi), dovuta, in larga misura, all'utilizzo dei crediti energia e gas (+4,9 miliardi) e dei bonus edilizi (+4,9 miliardi). In sostanza, la maggiore compensazione dei crediti d'imposta potrebbe aver pesato, nel confronto con i dati di fabbisogno del 2022 nel 1° semestre, per almeno 15 miliardi (l'evoluzione di tale posta pare anche meno favorevole rispetto alle previsioni).
- **Spesa per interessi**: i dati al mese di maggio mostrano che nei primi 5 mesi dell'anno i pagamenti (di cassa) per interessi sul debito sono stati pari a 30,2 miliardi, ovvero 4 miliardi in più rispetto ai 26,2 miliardi del 2022. Per quanto riguarda il confronto con le attese implicite nel DEF, il documento ipotizzava un calo rilevante della spesa per interessi di competenza (secondo i criteri di Maastricht), a meno di 75 miliardi dagli oltre 83 miliardi dello scorso anno (-8,5 miliardi, pari allo 0,7% del PIL). Viceversa, il DEF ipotizzava un rilevante incremento della spesa per interessi nel conto di cassa del settore pubblico (+9,2 miliardi nel 2023 e +8,3 miliardi nel 2024). La divergenza tra spesa per interessi di competenza in calo e pagamenti per interessi di cassa in aumento è dovuta all'effetto dei titoli indicizzati all'inflazione, che offrono un premio legato all'inflazione effettiva durante la vita dell'obbligazione, che viene pagato a scadenza e dunque influisce sul deficit di cassa solo nel momento del rimborso del titolo. Questo effetto potrebbe pesare per 7 miliardi nel 2023 e 7,5 miliardi nel 2024 (dunque non sembra spiegare interamente la divergenza tra spesa per interessi nel conto di competenza e in quello di cassa). Nel complesso, la spesa per interessi non sembra il principale candidato a spiegare le sorprese al rialzo sul fabbisogno, ma segnala rischi al rialzo sulle stime sulla spesa

per interessi contenute nel DEF, per via sia dello spostamento verso l'altro della curva dei rendimenti, sia di un'inflazione superiore a quanto atteso dal governo nel DEF.

- Aumento delle **spese legate al welfare** e in particolare dall'Assegno Unico e Universale e dall'indicizzazione ai prezzi delle pensioni: nei primi 4 mesi dell'anno, queste due poste implicavano maggiori trasferimenti agli enti previdenziali per oltre 10 miliardi (a ciò si aggiungono i 4,8 miliardi dovuti alla diversa contabilizzazione del pagamento delle pensioni sul canale postale, in quanto a marzo 2022 è terminato il regime di anticipo della data di pagamento e, conseguentemente, il 1° semestre 2022 ha registrato gli oneri relativi a 5 rate di pensioni a fronte delle 6 rate incluse nella spesa contabilizzata a tutto giugno 2023):
  - **Spesa pensionistica**: anche per effetto della rivalutazione dei trattamenti (incrementata parzialmente nella Legge di Bilancio 2023), la spesa per pensioni era attesa già nel DEF (nel conto economico di competenza della PA) in crescita di quasi 21 miliardi quest'anno, e di altri 23 miliardi nel 2024; gli aumenti dovrebbero invece essere limitati a poco più di 10 miliardi nel 2025-26. Pertanto, l'incremento dei pagamenti di cassa per le pensioni giustifica un peggioramento del fabbisogno rispetto allo scorso anno ma non rispetto alle attese;
  - **Assegno unico e universale**, che, essendo stato introdotto (progressivamente) a partire da marzo 2022, ha determinato una maggiore spesa nel 1° semestre 2023 rispetto al 1° semestre 2022 (si tratta evidentemente di un effetto una tantum).
- **Altre spese**: nelle proiezioni del DEF (nel quadro tendenziale di competenza, che differisce per solo due decimi dal programmatico in termini di saldo della PA), le spese erano attese non tenere il passo con l'inflazione, calando di quasi tre punti percentuali in rapporto al PIL, dal 56,7% nel 2022 al 53,2% nel 2023; le spese correnti al netto degli interessi erano viste in diminuzione di quasi un punto percentuale di PIL (redditi da lavoro dipendente -0,4%, consumi intermedi -0,1%, pensioni +0,2%, altre prestazioni sociali in denaro -0,5%). Non è chiaro quanto questo obiettivo sia raggiungibile, e i dati sul fabbisogno (con tutti i caveat del caso) sembrerebbero suggerire un'evoluzione delle uscite meno virtuosa di quanto atteso (nei primi 4 mesi dell'anno, i pagamenti di cassa per il personale in servizio sono aumentati di 1,1 mld ovvero il 3,5%, quelli per gli acquisti di beni e servizi di 600 milioni ovvero il 18,8%, i trasferimenti correnti sono cresciuti di 23,7 mld ovvero il 22,8%).
- **Entrate**: in teoria, il peggioramento del fabbisogno pare dovuto in massima parte all'aumento delle spese e non a un calo preoccupante delle entrate. In pratica, però, l'evoluzione delle entrate avrebbe potuto essere migliore, visto che il quadro tendenziale del DEF prevedeva entrate 2023 in aumento di quasi 55 miliardi nel conto di competenza della PA (in crescita di un decimo in rapporto al PIL) rispetto al 2022. Tanto più che l'evoluzione del ciclo economico a inizio anno è stata più favorevole di quanto previsto dal Governo, specie in termini di PIL nominale (nel 2023, la nostra stima è di un PIL nominale più alto di oltre 13 miliardi rispetto a quanto incluso nel quadro programmatico del DEF 2023). Pertanto, si può parlare di dati non particolarmente incoraggianti nemmeno dal lato delle entrate: ad esempio, le imposte indirette nei primi 4 mesi dell'anno fanno segnare una stabilità rispetto allo stesso periodo del 2022 nonostante una crescita del PIL nominale nell'ordine del 7,7% a/a (T1 2023 vs T1 2022)<sup>1</sup>. In altri termini, i dati sulle entrate, e in particolar modo sulle imposte indirette, segnalerebbero una minore elasticità al PIL nelle fasi di espansione rispetto a quanto visto negli ultimi anni: si tratta di un fattore che, se confermato, sarebbe preoccupante in quanto potrebbe derivare da un'inversione nel trend recente di miglioramento della *compliance* fiscale.

In sintesi, affinché l'evoluzione del fabbisogno quest'anno risulti vicina al target governativo, è sufficiente che nella seconda metà dell'anno i dati sul fabbisogno risultino in linea (o lievemente migliori) di quelli dello stesso periodo del 2022. **Sul saldo peserà soprattutto la maggiore compensazione dei crediti di imposta** (nostra stima: -15 mld), **assieme all'aumento della spesa**

<sup>1</sup> Nel 1° trimestre 2023 rispetto al 1° trimestre 2022, il fatturato nei servizi è aumentato del 9,4% a/a. Nei primi 4 mesi del 2023, il fatturato nell'industria è cresciuto del 4,5% a/a.

**per interessi** (nostra stima: -5 mld), **alla rivalutazione delle pensioni** (nostra stima: -7 mld), e **agli effetti del taglio del cuneo contributivo** deliberato con il decreto-legge 48/2023 del 4 maggio 2023 (costo stimato: -3,5 miliardi). **Viceversa, potranno favorire il rientro del fabbisogno**, nel confronto con lo scorso anno, **il venir meno delle misure ancora in vigore nel 2° semestre 2022 contro il caro-energia** diverse dai crediti d'imposta (nostra stima: +10 mld), assieme a un **andamento positivo delle entrate in virtù della ripresa del PIL** (nostra stima: +6 mld) **e a minori spese per il personale** dovute al fatto che a fine 2022 furono pagati +5,5 miliardi di arretrati ai dipendenti pubblici. Nel complesso, la nostra stima è che **il fabbisogno nel 2° semestre 2023 possa risultare superiore a quello del 2° semestre 2022 per quasi 9 miliardi, per un totale annuo poco sotto i 128 miliardi ovvero il 6,3% del PIL**, contro i 113 miliardi (5,6% del PIL) previsti dal governo. La stima è coerente con il nostro target sull'indebitamento netto al 5% del PIL contro il 4,5% previsto dal Governo nel DEF. **Le stime assumono il pagamento della terza rata del PNRR**, nella misura concordata di 18,5 miliardi, nel corso dei prossimi mesi, in base all'accordo con la UE svelato dal Governo lo scorso 20 luglio. Rispetto al nostro scenario centrale, il fabbisogno potrebbe essere migliore di solo un paio di miliardi (un decimo di PIL) in caso di incasso della quarta rata del PNRR già quest'anno (non incluso nel nostro *baseline*).

## Sintesi della previsione macroeconomica

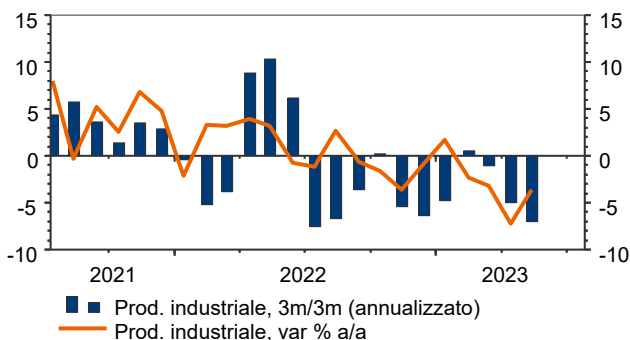
	2022	2023p	2024p	2022		2023			2024				
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>PIL (prezzi costanti, a/a)</b>	<b>3.8</b>	1.2	1.3	<b>2.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.9</b>	1.0	0.8	1.1	0.9	1.2	1.5	1.6
- var.ne % t/t				<b>0.4</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.6</b>	0.1	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3
Consumi delle famiglie	<b>4.6</b>	1.1	1.2	<b>2.2</b>	<b>-1.7</b>	<b>0.5</b>	0.2	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3
Consumi pubblici	<b>0.0</b>	1.4	0.4	<b>-0.2</b>	<b>0.5</b>	<b>1.2</b>	0.2	0.2	0.1	0.0	0.1	0.2	0.1
Investimenti fissi	<b>9.7</b>	2.5	2.0	<b>0.0</b>	<b>1.5</b>	<b>0.8</b>	0.0	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
Investimenti in macchinari	<b>7.3</b>	3.0	4.1	<b>1.6</b>	<b>1.3</b>	<b>-0.2</b>	0.6	0.6	0.9	1.2	1.2	1.1	1.0
Investimenti in mezzi di trasporto	<b>8.2</b>	14.0	3.4	<b>9.1</b>	<b>4.3</b>	<b>6.8</b>	-0.5	0.0	0.9	1.2	1.1	1.1	1.0
Investimenti in costruzioni	<b>12.2</b>	0.8	-0.2	<b>-2.3</b>	<b>1.3</b>	<b>1.1</b>	-0.5	0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.1	0.2
Esportazioni	<b>10.2</b>	0.6	2.3	<b>-0.2</b>	<b>2.1</b>	<b>-1.4</b>	-0.4	0.6	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
Importazioni	<b>12.5</b>	0.2	2.9	<b>2.2</b>	<b>-2.4</b>	<b>-1.0</b>	1.2	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4
<b>Contr. % PIL</b>													
Commercio estero	<b>-0.5</b>	0.1	-0.1	<b>-0.8</b>	<b>1.5</b>	<b>-0.2</b>	-0.5	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Domanda finale interna	<b>4.7</b>	1.5	1.2	<b>1.3</b>	<b>-0.6</b>	<b>0.7</b>	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3
Var. scorte	<b>-0.4</b>	-0.4	0.2	<b>-0.1</b>	<b>-0.9</b>	<b>0.0</b>	0.5	0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1
<b>Affività produttiva</b>													
Produzione industriale	<b>0.4</b>	-2.2	0.9	<b>-0.9</b>	<b>-1.6</b>	<b>-0.3</b>	-1.4	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3	0.0
<b>Prezzi, salari e redditi</b>													
Prezzi al consumo (NIC, a/a)	<b>8.2</b>	6.1	2.3	<b>8.4</b>	<b>11.7</b>	<b>8.9</b>	7.4	5.6	2.7	2.3	2.4	2.4	2.1
- escl. alimentari, energia (a/a)	<b>3.7</b>	5.2	2.2	<b>4.5</b>	<b>5.6</b>	<b>6.2</b>	5.9	5.1	3.7	2.7	2.2	2.0	2.0
PPI (a/a)	<b>34.4</b>	-5.7	-0.6	<b>39.6</b>	<b>29.6</b>	<b>8.1</b>	-3.6	-12.1	-13.4	-7.2	1.0	2.1	2.1
Disoccupazione (%)	<b>8.1</b>	7.9	7.8	<b>8.0</b>	<b>7.9</b>	<b>7.9</b>	7.7	7.9	8.0	7.9	7.8	7.8	7.8
Occupati totali	<b>2.5</b>	1.2	0.3	<b>0.0</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	0.4	-0.2	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Salari contrattuali	<b>1.0</b>	2.3	1.9										
Reddito disponibile reale	<b>-1.1</b>	-0.2	1.3										
Tasso di risparmio (%)	<b>8.1</b>	7.0	7.2										
<b>Bilancia dei pagamenti</b>													
Partite correnti (% PIL)	<b>-1.3</b>	1.3	0.8										
<b>Finanza pubblica</b>													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	<b>-8.0</b>	-5.0	-3.7										
Debito (% PIL)	<b>144.4</b>	140.9	140.7										
<b>Variabili finanziarie</b>													
Euribor 3 mesi	<b>2.07</b>	4.05	3.53	<b>1.01</b>	<b>2.07</b>	<b>2.91</b>	3.54	3.96	4.05	4.02	3.97	3.77	3.53
Tasso BTP 10 anni (%)	<b>3.05</b>	4.23	4.87	<b>3.50</b>	<b>4.13</b>	<b>4.13</b>	4.14	4.23	4.40	4.53	4.83	5.03	5.09
BTP/Bund spread	<b>1.88</b>	1.69	1.57	<b>2.18</b>	<b>2.00</b>	<b>1.82</b>	1.76	1.61	1.59	1.58	1.58	1.57	1.56

Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

### Rimbalza la produzione industriale dopo quattro mesi di calo

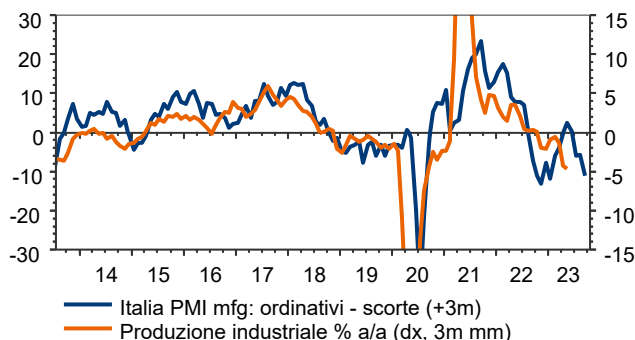
La crescita dell'**1,2% m/m della produzione industriale a maggio** è risultata superiore alle attese ma non è sorprendente, dopo quattro mesi di calo. Il progresso **non è comunque sufficiente a invertire il crollo cumulato del -3,5% dei mesi precedenti** e lascia l'**output in rotta per una contrazione intorno a -1,5% t/t nel 2° trimestre**. In termini tendenziali la produzione è scesa del -3,7% da -7,4% di aprile ed è ancora inferiore dell'1,9% ai livelli di fine 2022. Il rimbalzo ha interessato tutte le componenti, con i beni strumentali che sono risultati trainanti (+1,3% m/m da -2,1%). La produzione di beni intermedi è aumentata dell'1,2% m/m (da -2,4%) mentre l'output di beni di consumo è salito dell'1,1% m/m (da un precedente -0,7% m/m). L'energia avanza di 0,1% m/m da -0,3%. In termini tendenziali, però, tutti i principali comparti, ad eccezione dei beni strumentali (+2,1%), restano in territorio negativo. **Su base settoriale prosegue la fase di debolezza degli energivori** (l'aggregato è calato per il secondo mese di -1,5% m/m da -2,2%) segnalando che il calo della domanda sta prevalendo sulla normalizzazione dei fattori d'offerta. **Rimbalzo (2,2% m/m da -2,9%) invece per l'output nei settori a più alta intensità di semiconduttori** (come trasporti e prodotti elettronici) che sono peraltro gli unici, oltre alla farmaceutica, in crescita anche in termini tendenziali. **Nel 2° trimestre l'industria dovrebbe quindi fornire un contributo negativo alla crescita del valore aggiunto, anche in misura più marcata rispetto ai tre mesi precedenti**, mentre la deludente ripresa cinese, la sottoperformance tedesca e il rallentamento degli Stati Uniti non offrono prospettive incoraggianti nemmeno per i prossimi mesi.

#### L'industria potrebbe sottrarre oltre un decimo alla crescita del valore aggiunto nel 2° trimestre



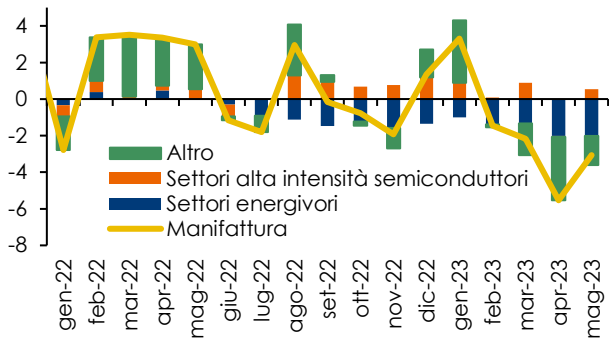
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Le indagini non mostrano segnali d'inversione per i prossimi mesi



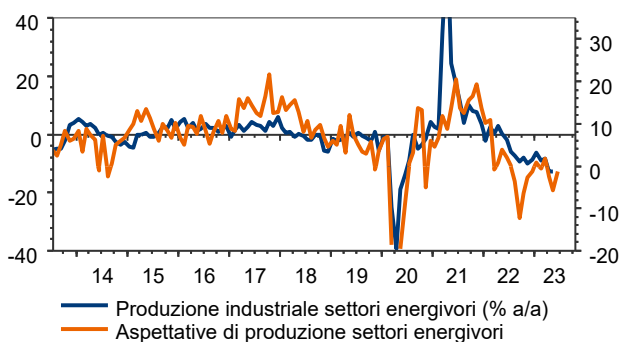
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

#### Il recupero dell'attività nei settori ad alta intensità di semiconduttori offre un supporto solo modesto all'industria



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 del costo dell'energia, i comparti energivori non mostrano ancora segnali di recupero



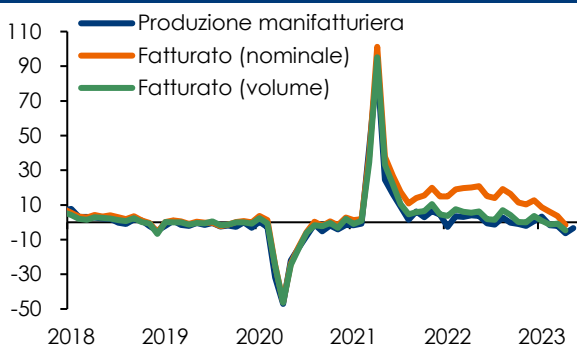
Nota: i settori ad alta intensità energetica sono carta, chimica, raffinerie e metalli. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Commissione UE



### Le indagini non mostrano segnali di ripresa per il manifatturiero

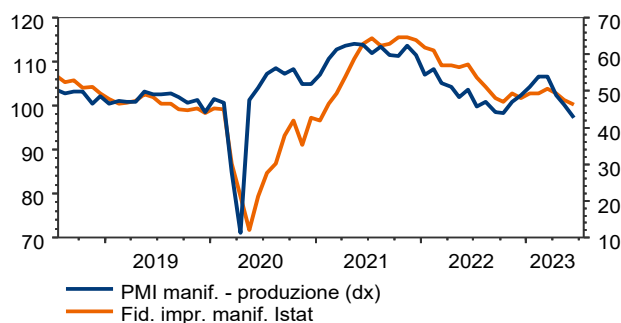
L'industria dovrebbe restare debole anche nel 2° semestre dell'anno: l'allentamento dei vincoli dell'offerta potrebbe fornire solo un sostegno limitato, mentre le indagini sono coerenti con fondamentali di domanda più deboli. **A giugno il PMI manifatturiero ha sorpreso al ribasso, a 43,8 da 45,9**: escludendo i mesi del primo lockdown, si tratta di un minimo da agosto 2012. Lo spaccato dell'indagine riporta un **calo marcato sia della produzione che degli ordinativi** (compresi quelli esteri), nonché degli acquisti per via delle già elevate giacenze di magazzino. Accelera al ribasso la flessione dei prezzi (pagati e ricevuti), mentre risulta solo marginalmente positiva la crescita occupazionale. **Anche l'indice Istat di fiducia delle imprese manifatturiere è diminuito per il terzo mese consecutivo a giugno, a 100,3 da 101,2** di maggio (un minimo da gennaio 2021). La flessione è dovuta al calo delle valutazioni attuali su ordini e produzione, ed è guidata dal peggioramento di morale dei produttori di beni intermedi; in calo per il nono mese consecutivo le attese sui prezzi di vendita. **Il fatturato nell'industria è calato di -1,8% sia su base congiunturale che tendenziale ad aprile: su base annua, era da novembre 2020 che non si registrava una variazione negativa**. La flessione congiunturale è dovuta soprattutto al mercato interno (-2,5% m/m) e solo in misura minore alle vendite all'estero (-0,5% m/m). Il calo del fatturato riguarda tutti i principali raggruppamenti di industrie a eccezione dell'energia (+1,9% m/m), ed è più marcato tra i produttori di beni strumentali (-2,2% m/m) e intermedi (-2,2% m/m). I dati in volume e relativi al solo settore manifatturiero mostrano una contrazione di -2,4% m/m (-4,9% a/a).

#### La variazione annua del fatturato industriale torna in territorio negativo per la prima volta da novembre 2020



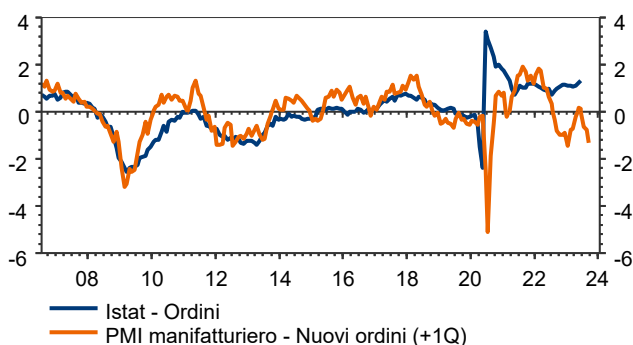
Nota: var % a/a. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Le rilevazioni sul morale delle imprese manifatturiere non mostrano segnali di recupero dell'attività



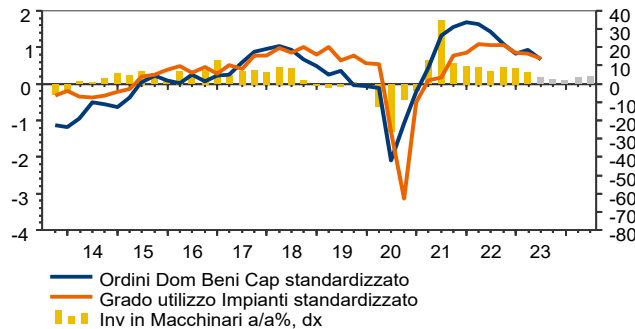
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

#### Gli indici PMI segnalano una contrazione dei nuovi ordinativi che potrebbe anticipare anche una flessione dell'indice Istat



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

#### I dati sugli ordinativi di beni strumentali puntano verso un rallentamento ma non ancora una contrazione degli investimenti

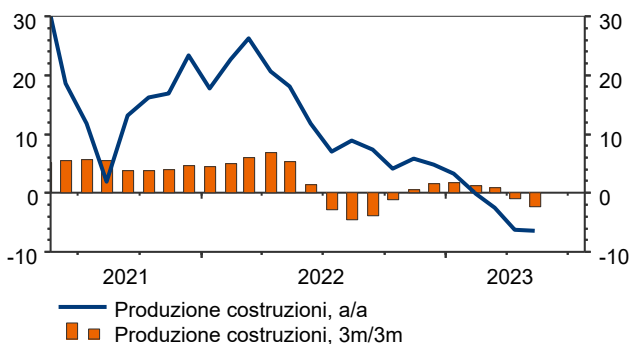


Nota: previsioni in grigio. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Costruzioni: si contrae la produzione, ma tiene il morale delle imprese

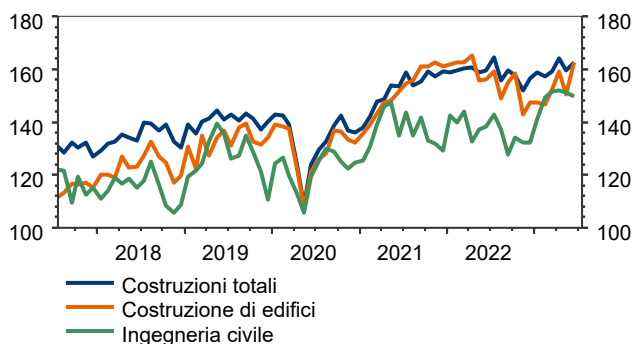
A maggio la produzione nelle costruzioni è calata per il secondo mese (-0,7% m/m da un precedente -3,9%), lasciando l'output in rotta per una **contrazione prossima a -4% t/t nel 2° trimestre**, quando il settore potrebbe sottrarre fino a due decimi alla crescita del valore aggiunto. Le costruzioni sono tra i comparti più sensibili al rialzo dei tassi ed è quindi probabile che nei prossimi mesi l'attività risulterà complessivamente fiacca, come suggeriscono i dati sul mercato immobiliare e le nuove costruzioni. I dati sulle **transazioni** mostrano infatti una frenata del mercato immobiliare nel 1° trimestre, con un calo dei volumi di compravendita di -8,3% a/a dopo il -2,1% a/a del trimestre precedente. La crescita tendenziale dei **prezzi delle abitazioni** rallenta all'1,1% da un precedente 2,7%; la decelerazione è spiegata da una sostanziale stagnazione per gli immobili già esistenti (0,4% da 2,3%), a fronte di un'accelerazione per quelli nuovi (5,4% da 4,5%). Anche le rilevazioni sui **permessi di costruzione** confermano i segnali di decelerazione: la variazione annua resta in territorio negativo sia nel settore residenziale (-9,4%) che per le strutture non residenziali (-6,3%) e su livelli ben al di sotto dei picchi toccati nel 2° trimestre del 2022. Nonostante i segnali inequivocabili di rallentamento dell'attività, **le indagini di fiducia continuano a mostrare un'inattesa tenuta del morale**: a giugno la fiducia dei costruttori rilevata da Istat è tornata a salire sorprendentemente, a 165,5 dopo il calo a 159,4 del mese scorso. Si tratta del terzo livello più alto mai registrato, anche se si nota un rallentamento dei giudizi sugli ordini.

#### Costruzioni in rotta per una contrazione prossima a -4% t/t nel 2° trimestre



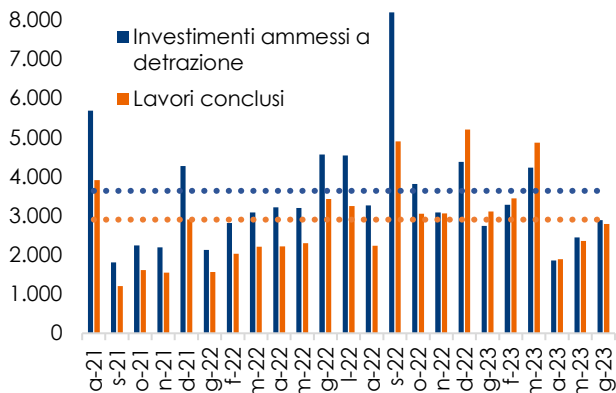
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Nonostante il calo della produzione, il morale dei costruttori resta vicino ai massimi



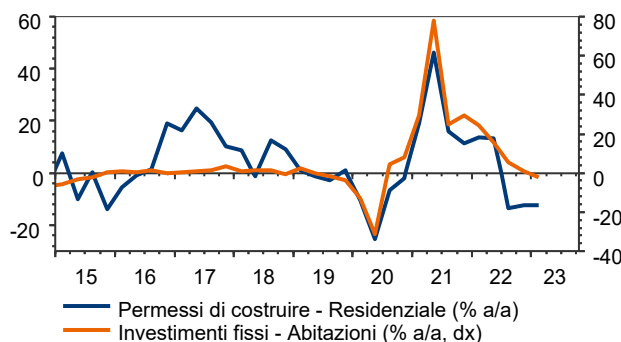
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### L'adesione al Superbonus è rallentata a partire da aprile, ma resta relativamente sostenuta



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

#### La tendenza dei permessi di costruzione resta chiaramente al ribasso

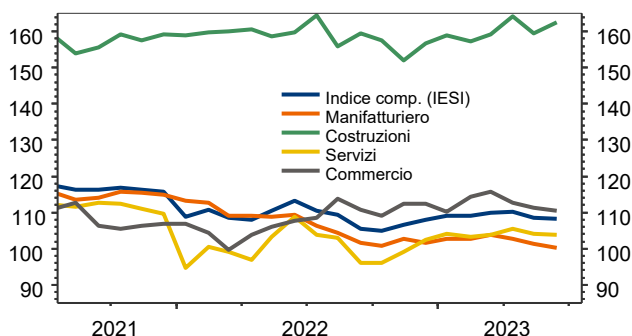


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### I servizi restano trainanti, ma potrebbero iniziare a perdere vigore

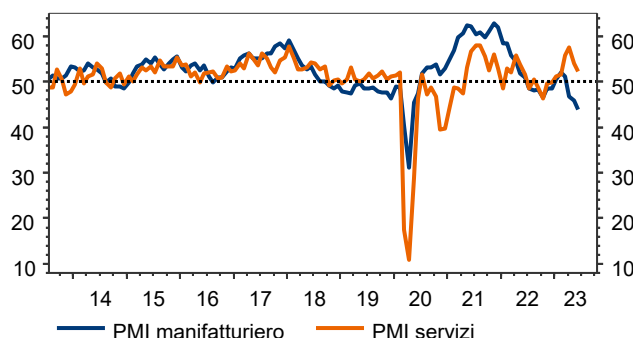
In un contesto di attività manifatturiera in territorio recessivo e di costruzioni in rallentamento, **sono i servizi a guidare la crescita nei trimestri centrali dell'anno**. Saranno in particolare i comparti legati all'indotto turistico a risultare trainanti nei mesi estivi, con un ritorno dei flussi turistici internazionali ai livelli pre-Covid che potrebbe arrivare già nel 2° trimestre. **Le indagini di fiducia, pur restando su livelli espansivi, sembrano però anticipare un minore vigore nei prossimi trimestri**. Secondo l'Istat la fiducia delle imprese nei servizi è risultata in calo solo molto lieve a giugno, a 103,7 da 104 precedente. Inaspettatamente, si è registrata una correzione del morale nel turismo (oltre che nei servizi alle imprese), dove però la fiducia delle aziende resta su livelli storicamente elevati, mentre il clima è migliorato nel trasporto e magazzinaggio e nell'informazione e telecomunicazione. Il **PMI servizi è sceso a un minimo dallo scorso febbraio** (52,2 da 54): l'attività e l'occupazione nel settore restano espansive, ma l'indice relativo alle aspettative anticipa una decelerazione nei prossimi mesi. L'ampio calo del PMI manifatturiero, associato alla correzione dell'indicatore sui servizi, ha portato il PMI composito a giugno a 49,7 da 52 del mese precedente: era da fine 2022 che l'indice non si riportava al di sotto della soglia d'invarianza. I prezzi di vendita sono tornati a contrarsi per la prima volta da febbraio 2021, trainati dalla manifattura, a fronte di listini nei servizi che decelerano ma restano superiori alla media storica. Dopo i massimi toccati nel 1° trimestre, nel **commercio al dettaglio** il clima di fiducia è calato per il terzo mese a giugno, portandosi ai minimi da gennaio, a 110,5 da 111,4, rimanendo peraltro al di sopra della media storica (e le imprese riportano un miglioramento delle aspettative).

#### Indice IESI in calo per il secondo mese a giugno, con correzioni diffuse a tutti i settori ad eccezione delle costruzioni



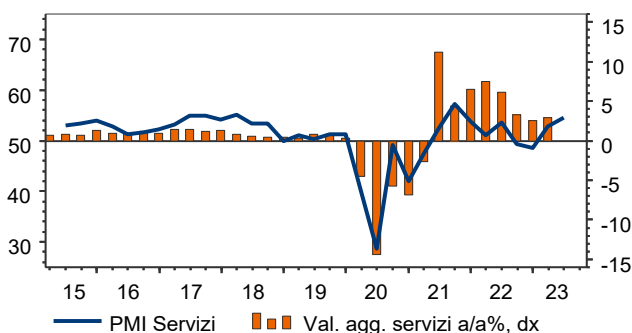
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Anche i servizi iniziano a perdere spinta



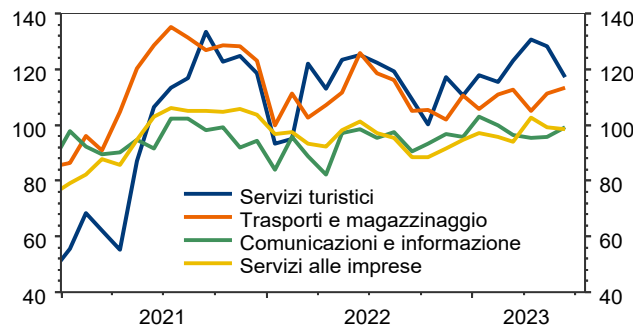
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

#### I servizi continuano a trainare la ripresa nei trimestri centrali dell'anno



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

#### Corregge per il secondo mese il morale delle aziende nel turismo, che rimane però su livelli storicamente elevati

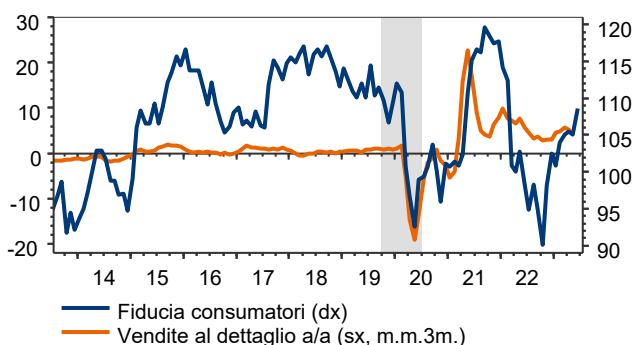


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Reddito e fiducia delle famiglie in recupero

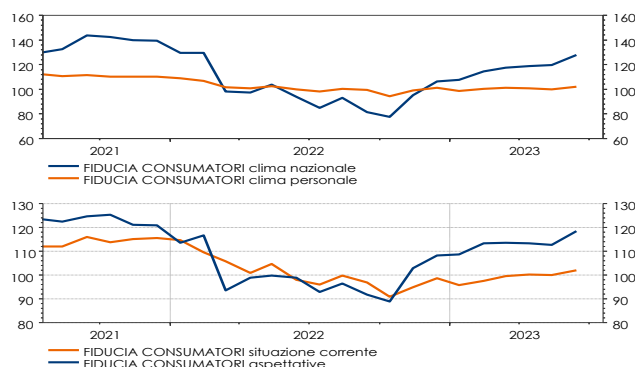
I conti del 1° trimestre su reddito e risparmio delle famiglie hanno registrato un **aumento del reddito disponibile reale del 3,1% t/t dopo il crollo di -3,7% registrato a fine 2022** (il deflatore dei consumi è salito di 0,1%). Ciò, a fronte di un più modesto aumento delle spese (0,6%), si è tradotto in una **risalita del tasso di risparmio dopo tre trimestri di calo, al 7,6%**, dopo che a fine 2022 era stato toccato un minimo storico a 5,3%. Rispetto ad un anno prima, il reddito disponibile è ancora in territorio leggermente negativo (-0,3% da -3,8% a fine 2022). Il parziale recupero del potere d'acquisto ha beneficiato non solo di minori pressioni inflattive ma anche della tenuta del mercato del lavoro e dei primi segnali di recupero dei salari nominali. **Il morale dei consumatori è rimbalzato assai più del previsto a giugno**, a 108,6 da 105,1 di maggio, toccando un massimo da febbraio dello scorso anno. Le possibilità future di risparmio risultano meno negative rispetto al mese scorso e calano, ai minimi da quasi 5 anni, le attese sulla disoccupazione. L'inflazione sia percepita che attesa dalle famiglie è tornata a scendere dopo il rimbalzo di maggio. Le **vendite al dettaglio** di maggio sono cresciute dello 0,7% m/m in valore (+3% a/a) e dello 0,2% m/m in volume (-4,7% a/a). Nonostante il recupero dei redditi reali e i segnali di ripresa del morale, pressioni inflattive in ridimensionamento ma ancora severe e, soprattutto, l'aumento dei tassi potrebbero continuare a frenare la spesa delle famiglie. **Dopo il rimbalzo di inizio 2023, i consumi privati potrebbero crescere solo marginalmente durante la primavera**, con la contrazione degli acquisti di beni che dovrebbe risultare compensata da una dinamica ancora positiva per i servizi.

#### Prosegue la tendenza di risalita della fiducia dei consumatori



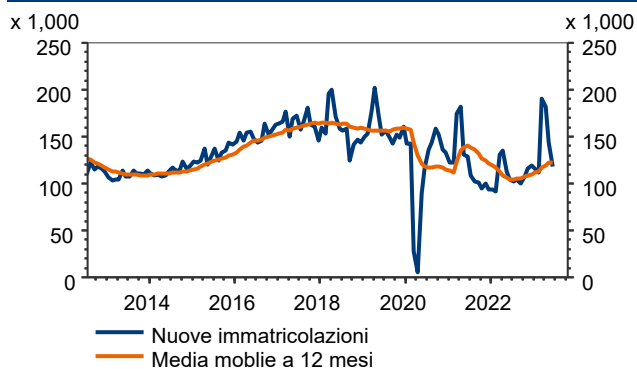
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020; l'area ombreggiata corrisponde al periodo recessivo.  
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### La ripresa di giugno è trainata dal clima economico nazionale e dalle aspettative per il futuro



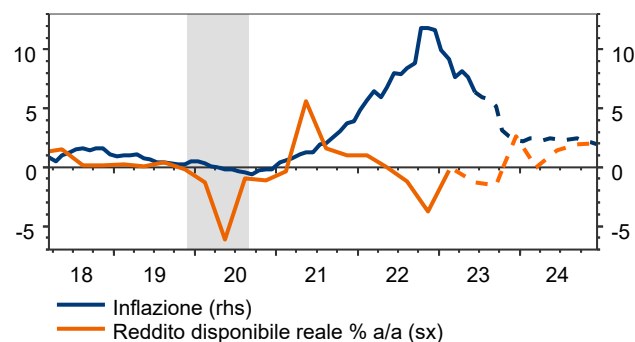
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### I dati sulle immatricolazioni di auto mostrano che l'impatto dello sblocco delle consegne è in via di riassorbimento



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

#### Rimbalza il reddito disponibile nel 1° trimestre



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

### Mercato del lavoro solido, ma iniziano a rallentare le intenzioni di assunzione

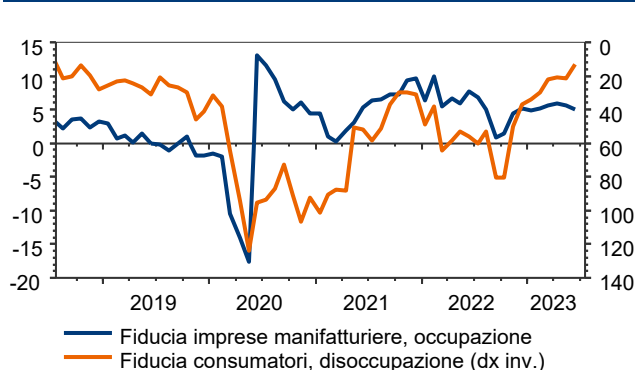
**Il tasso di disoccupazione ha sorpreso al ribasso a maggio, calando al 7,6% dal 7,8% del mese precedente.** Se escludiamo il mese di aprile 2020 (in pieno lockdown), si tratta di **un minimo dal 2009**. Il tasso di disoccupazione giovanile è salito di un punto al 21,7% e, seppur elevato, rimane sui livelli più bassi dal 2008. Il calo dei disoccupati è interamente dovuto a una crescita degli occupati (+21 mila unità, +0,1%), a fronte di inattivi circa stabili (-2 mila) dopo che sono calati di oltre l'1% da inizio anno. Il tasso di inattività si conferma su di un minimo da almeno il 2004 al 33,7% e su una tendenza discendente diffusa a tutte le fasce d'età, compresi i più giovani. Sul mese, la crescita degli occupati è trainata dagli uomini, in particolare dai 25-34enni e dagli over 50 che, anche su base annua, mostrano il maggior dinamismo. Su base contrattuale sono i lavoratori autonomi a trainare i guadagni di maggio (+24 mila, +0,5%) a fronte di un calo per i dipendenti a termine (-4 mila, -0,2%) e di una sostanziale stabilità per i contratti a tempo indeterminato. In termini tendenziali, però, sono i dipendenti permanenti a registrare i maggiori progressi (+451 mila, +3%), a fronte di un deciso calo per i lavoratori a termine (-150 mila, -4,9%) e di un incremento solo modesto per gli autonomi (+82 mila, +1,6%), che peraltro non hanno ancora recuperato i livelli pre-Covid. **Le intenzioni di assunzione delle imprese rimangono espansive sia nei servizi che nella manifattura, dove tuttavia emergono i primi segnali di rallentamento.** Il tasso di disoccupazione potrebbe risalire nella seconda parte dell'anno, ma l'incremento dovrebbe risultare complessivamente modesto.

#### Escludendo il mese di aprile 2020 (in pieno lockdown), il tasso di disoccupazione staziona sui minimi dal 2009



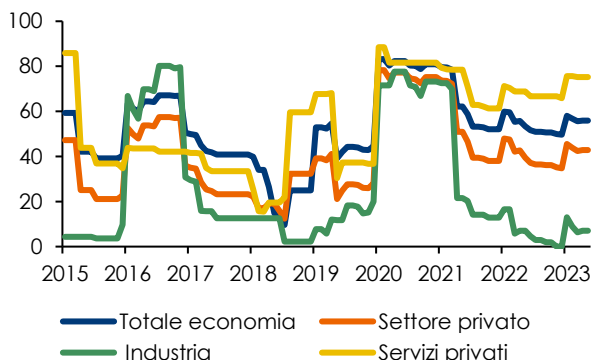
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Le intenzioni di assunzione nella manifattura restano espansive, ma iniziano a perdere vigore



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

#### La tensione contrattuale è rimasta invariata a maggio



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

#### La crescita dei salari negoziali resta inferiore alla media dell'Eurozona

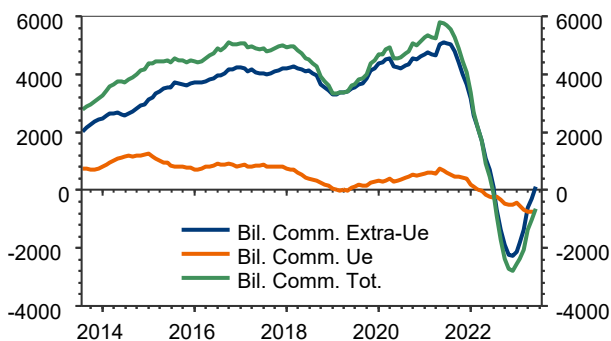


Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE, Istat

### Il rallentamento della domanda globale sta frenando l'export

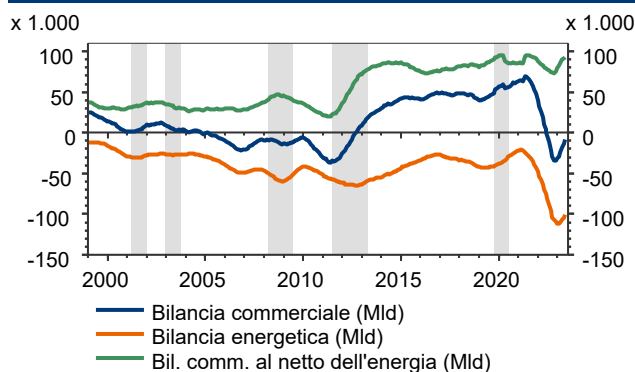
**Le esportazioni sono calate per il terzo mese di fila a maggio** (-0,3% m/m da -1,7%), riportando il valore dell'export sui livelli dello scorso aprile. Il dato è affossato da beni strumentali (-2,6% m/m) ed energia (-8,7% m/m), ed è sintesi di un calo delle vendite verso l'UE (-1,7% m/m) a fronte di un aumento di quelle verso le altre aree geografiche (1,2% m/m). **Le importazioni tornano a flettere dopo l'ampio rialzo del mese precedente** (-3% m/m da 5,3%). La contrazione dell'import è spiegata soprattutto dall'energia (-16,1% m/m), seguita da beni intermedi (-2,1%) e di consumo non durevoli (-1,8%). **In termini tendenziali, l'export torna a crescere**, a 0,9% (da -5,3% ad aprile), **sostenuto dalle vendite di prodotti farmaceutici verso Svizzera e Stati Uniti e di mezzi di trasporto verso i paesi OPEC**. Viceversa, i maggiori contributi negativi sono venuti dalle esportazioni di mezzi di trasporto verso gli USA e di metalli in Germania. Il calo annuo dell'import (-7,6%) è spiegato dai minori acquisti di gas dalla Russia e di prodotti farmaceutici tedeschi. La flessione dell'import è però dovuta in gran parte anche al calo dei prezzi: **i dati espressi in volume mostrano export in calo di -3,6% a/a e un import stagnante (+0,1% a/a)**. Sempre a maggio, il saldo commerciale è risultato in avanzo di 4,7 miliardi di euro (da -0,6 mld un anno prima), grazie al dimezzamento del disavanzo energetico (-4,8 miliardi da -8,2 a maggio 2022), mentre si è ampliato il surplus al netto dell'energia (9,5 da 8,2 miliardi).

#### Il saldo commerciale sta progressivamente riassorbendo gli squilibri dei mesi precedenti...



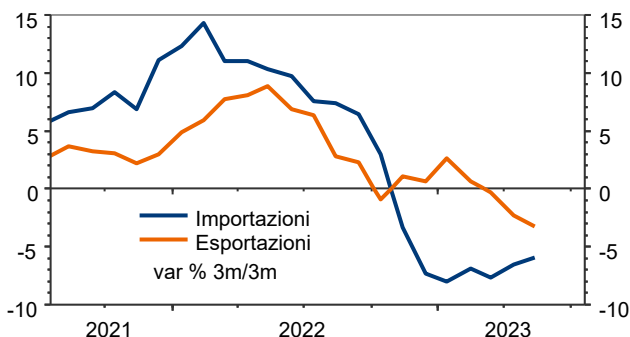
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### ... grazie al venir meno dello shock energetico



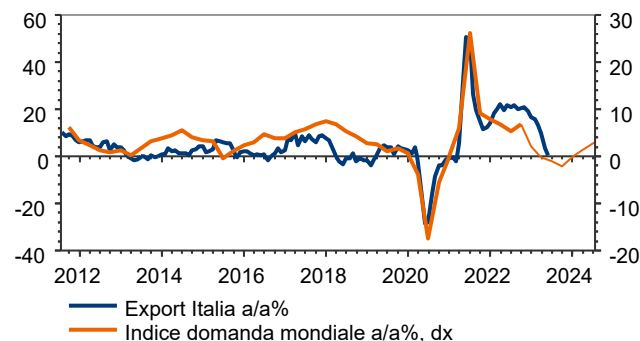
Nota: le aree ombreggiate corrispondono a periodi di recessione.  
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### L'ampio calo dell'import è spiegato soprattutto dalla diminuzione dei prezzi energetici



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Nei prossimi trimestri l'export risentirà del rallentamento della domanda estera

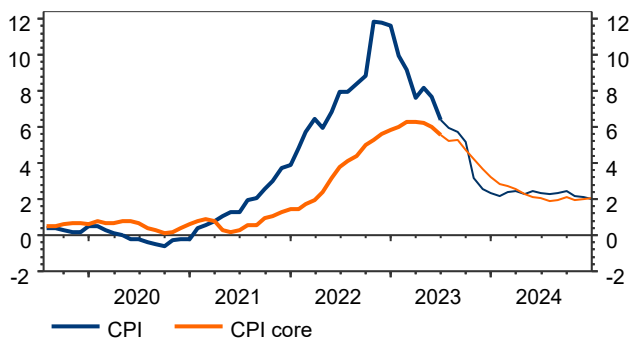


Nota: media mobile a 3 mesi della variazione % annua dell'export.  
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

### Inflazione in calo più delle attese a giugno

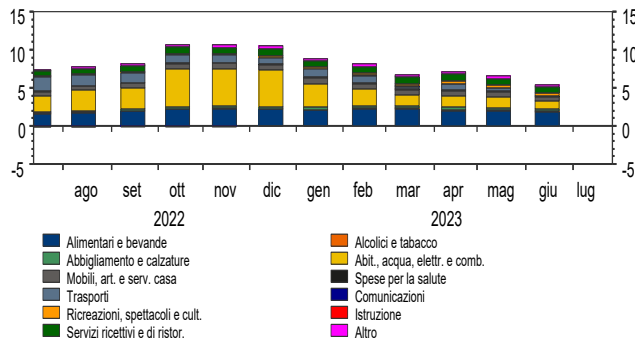
L'inflazione è scesa più delle attese a giugno, a 6,4% a/a da 7,6% sull'indice nazionale e a 6,7% da 8% sull'armonizzato. Nel mese, i prezzi sono risultati stagnanti sul CPI e sono cresciuti di 0,1% m/m sull'indice armonizzato. L'inflazione italiana resta superiore a quella media dell'Eurozona (come accade dallo scorso ottobre) per via di un maggiore contributo della componente energia, ma la differenza tra i due indici dovrebbe continuare a ridursi nel corso dell'anno. **Il rallentamento tendenziale è imputabile prevalentemente ai prodotti energetici** (da 11,5% a 2,1% a/a), che hanno registrato un calo dei prezzi di -4% m/m, mentre **decelera solo moderatamente la crescita annua dei prezzi alimentari** (a 10,7% da 11,4% precedente; +0,4% m/m). **Marginale la correzione dei servizi**, al 4,5% dal 4,6% di maggio: sebbene il calo sia legato principalmente ai trasporti (a 4,7% da 5,6%), per via dei carburanti, la correzione (seppur contenuta) dei servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (a 6,6% da 6,7%) potrebbe rappresentare un timido segnale di raffreddamento dei listini nei servizi legati al turismo. In decelerazione anche la crescita dei prezzi dei beni industriali non energetici (a 4,8% da 5% a/a), una tendenza attesa proseguire anche nei prossimi mesi in scia all'attenuazione delle pressioni a monte delle filiere produttive. Infine, **l'inflazione al netto di energetici e alimentari freschi è scesa a 5,6% da 6% a/a**. Nelle nostre stime, **l'inflazione potrebbe attestarsi al 2,3% (sul CPI) a fine anno, e tornare al 2% solo a dicembre 2024**. La **traiettoria discendente dell'indice core dovrebbe essere ancora più graduale**, grazie alla tenuta dei prezzi di alimentari e servizi: l'indice al netto di alimentari freschi ed energia è stimato al 3,3% a fine 2023 e al 2% a dicembre 2024. Al momento, i rischi sono al ribasso sull'energia e al rialzo su alimentari e servizi.

#### L'inflazione potrebbe chiudere l'anno al 2,3%, l'indice core al 3,3%



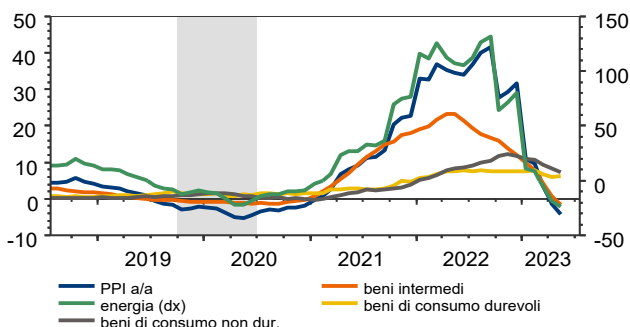
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

#### Sono gli alimentari a trainare l'inflazione in questa fase



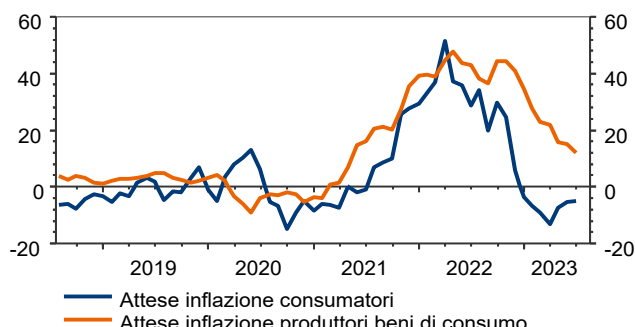
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### PPI in calo di -4,3% a/a a maggio, trainato al ribasso dall'energia



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

#### Meno ampio il calo dei prezzi atteso dalle famiglie. Le imprese mantengono attese inflazionistiche positive ma in rallentamento



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

## Tendenze del settore bancario

### Si intensifica l'impatto della stretta monetaria sulle dinamiche creditizie

A seguito della stretta monetaria si accentua il calo dei prestiti al settore privato che, dopo aver svoltato in negativo ad aprile, a maggio hanno segnato un **-1,2% a/a**. Il trend è proseguito a giugno, con il **-1,9%** secondo le anticipazioni ABI. Il totale dei prestiti a famiglie e imprese ha mostrato la stessa evoluzione, con **-1,0%** a maggio e **-1,5%** stimato per giugno. Per i prestiti alle società non-finanziarie, maggio ha riportato un calo del **2,9%**, dal **-1,9%** di aprile. È proseguito il rallentamento dei prestiti alle famiglie, il cui tasso di crescita è sceso a **+0,8%**, a seguito della decelerazione dei mutui casa a **+2,3%** dal **+3,9%** di gennaio. Alla base della frenata vi è il calo a due cifre dei nuovi contratti di mutuo, pari a **-28,4%** nei primi cinque mesi del 2023. Da notare che da aprile il tasso variabile è salito sopra quello sui nuovi mutui a tasso fisso cosicché quest'ultimi sono tornati a essere prevalenti, con una quota pari a maggio al **71%** del totale operazioni.

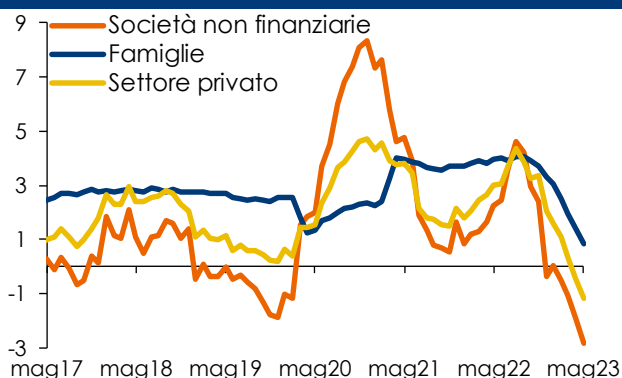
Elisa Coletti

**I prestiti al settore privato, dopo aver svoltato in negativo ad aprile (-0,5% a/a), a maggio hanno segnato un calo dell'1,2%.** La tendenza è proseguita a giugno, con il **-1,9%** 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 mostrato la stessa evoluzione, con -1,0% a maggio e -1,5% stimato da ABI per giugno.**

**Per i prestiti alle società non-finanziarie, maggio ha riportato una contrazione del 2,9%, delineando un rapido peggioramento del trend** rispetto al **-1,9%** di aprile e alla variazione nulla di gennaio. Va osservato che la frenata risente del confronto con l'altrettanto rapida ripresa registrata dal secondo trimestre dello scorso anno fino ad agosto, spinta dalle esigenze di gestione corrente connesse all'aumento dei prezzi energetici. Nel confronto mese su mese, lo stock di maggio risulta essenzialmente in linea con quello di aprile.

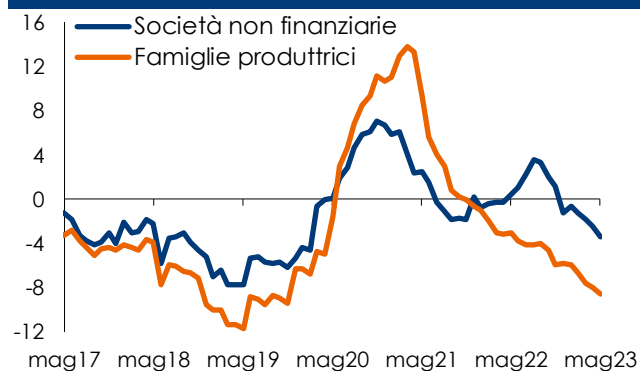
**La riduzione del credito si conferma più marcata per le imprese di minore dimensione:** quelle con meno di 20 addetti hanno registrato una variazione annua pari a **-8,2%** a maggio. L'andamento è evidenziato dal grafico in basso a destra che mostra l'evoluzione dei finanziamenti alle famiglie produttrici, in calo da fine 2021 dopo essere cresciuti a ritmi particolarmente forti nella fase pandemica. Il trend negativo risulta progressivamente più intenso, pari a **-8,6%** a/a a maggio a confronto con il **-3,4%** delle società non-finanziarie su basi omogenee (questi dati non sono corretti per le cartolarizzazioni).

**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 e alle famiglie produttrici, dati non corretti per le cartolarizzazioni (var. % a/a)**



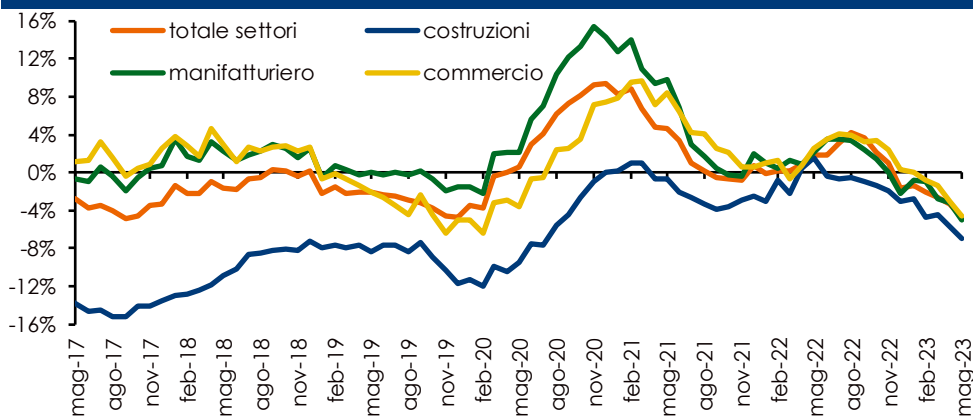
Fonte: BCE

Le dinamiche creditizie dei macrosettori confermano un calo diffuso e a maggio riportano una frenata più intensa dei **prestiti alle imprese manifatturiere, in riduzione per il 6° mese consecutivo, del -5,1% a/a** rispetto al **-3,2%** del mese precedente (dati riferiti ai prestiti escluse le sofferenze).



Simile è stata la variazione dei **prestiti al commercio, pari a -4,6% a/a a maggio** dal -3,1% di aprile. **I prestiti alle costruzioni hanno proseguito la tendenza discendente**, confermando il progressivo peggioramento in atto da diversi mesi. A maggio la contrazione è stata del 6,9% a/a dal -5,6% di aprile. Nel complesso, **i prestiti a società non-finanziarie e famiglie produttrici hanno riportato una flessione del 4,7% a/a**, più marcata di quanto emerso nei mesi precedenti (-3,3% ad aprile).

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

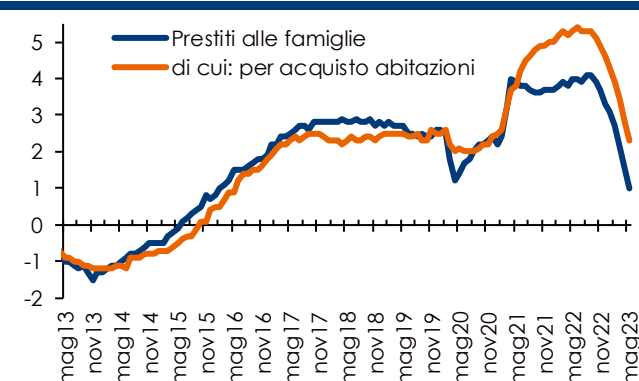


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**I prestiti alle famiglie sono rimasti in crescita ma hanno segnato un ulteriore rallentamento, a +0,8% a/a** dal +1,4% ad aprile, un ritmo decisamente ridotto rispetto al 3,0% di gennaio e 4,1% di settembre 2022. Tale andamento risente di quello dei **mutui per l'acquisto di abitazioni, in continua decelerazione**: a maggio il tasso di variazione è sceso a +2,3% a/a, dal +3,9% di inizio 2023 e dimezzato rispetto al +4,6% del 4° trimestre 2022.

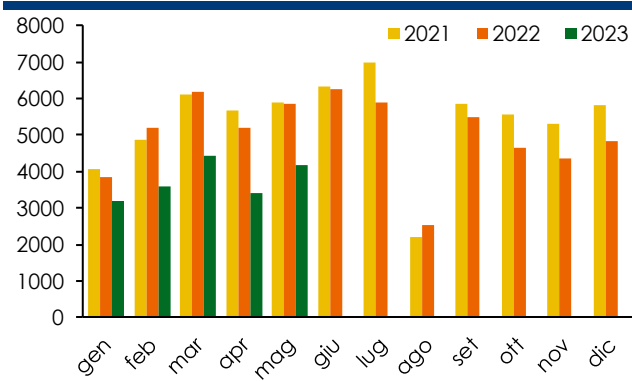
Alla base del rallentamento dello stock di mutui vi è la **notevole flessione delle erogazioni per nuovi contratti di mutuo** a confronto con la fase ciclica molto positiva che ha caratterizzato il 2021 e la prima parte dell'anno scorso. Col rialzo dei tassi di policy da luglio 2022, i nuovi contratti di mutuo hanno iniziato a registrare cali a due cifre. Tale tendenza si è accentuata nei mesi recenti con variazioni nell'intorno del -30% a/a da febbraio, portando la contrazione nei primi cinque mesi del 2023 a -28,4% dopo che nell'ultimo trimestre del 2022 era stata del -16,9%.

**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)**

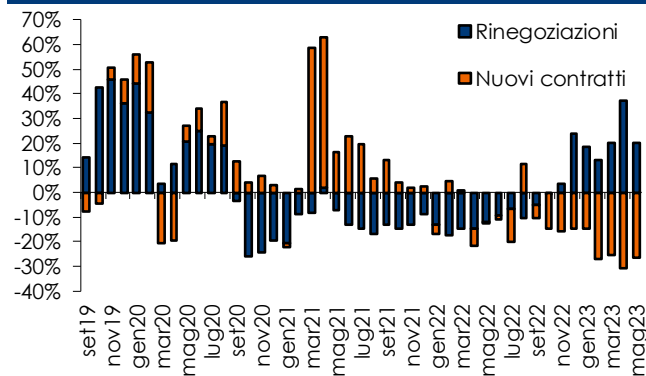


Fonte: BCE, elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Le **rinegozziazioni, all'opposto, hanno confermato la ripresa, in atto da fine 2022**. Da gennaio a maggio l'importo complessivo delle rinegozziazioni è circa triplicato rispetto allo stesso periodo

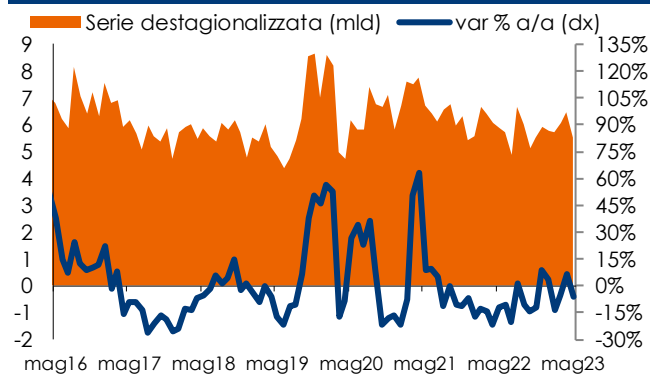
del 2022, rappresentando il 34% del totale delle operazioni a confronto con 11% nei primi cinque mesi del 2022. Tale forte dinamica non ha però compensato la contrazione dei nuovi contratti, cosicché il flusso lordo totale (somma di rinegoziazioni e nuovi contratti) è risultato in calo nel periodo, del -3,4% rispetto ai primi cinque mesi del 2022.

**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)**

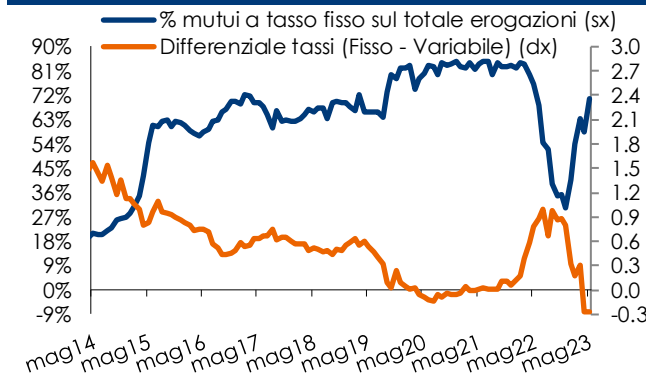


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'evoluzione dei tassi d'interesse continua a determinare **rapidi cambiamenti nelle preferenze di tasso sui mutui**. Mentre nel 2022 in una prima fase il rialzo aveva interessato il tasso fisso e successivamente il variabile, nei mesi recenti gli aumenti sono stati più intensi per quest'ultimo. Di conseguenza, da aprile 2023 **il tasso variabile è superiore al tasso fisso**. Si ricorda che nel 2022 le diverse velocità di adeguamento hanno determinato un forte allargamento del **differenziale tra tasso fisso e variabile**, salito da circa zero negli anni 2020-21 fino a 1% a luglio scorso, per chiudere l'anno a 0,8%, scendere nel 1° trimestre 2023 a 0,27% in media e risultare negativo ad aprile e maggio (-28pb e -26pb rispettivamente).

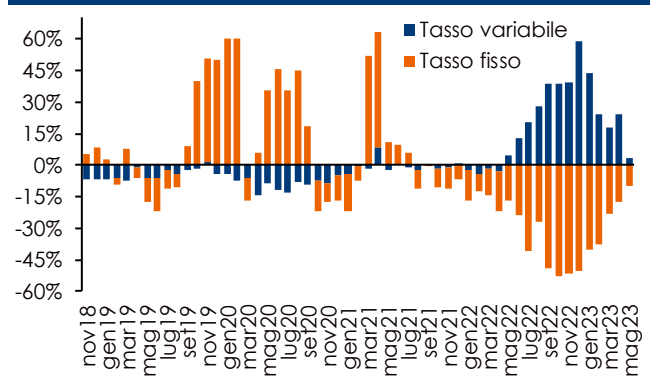
Dopo che nel 2022 l'allargamento del differenziale aveva portato al ritorno d'interesse per i mutui a tasso variabile, in particolare alle forme con soglia massima del tasso (cap), il recente allineamento dei due tassi e la successiva inversione di segno dello spread sta inducendo una **ricomposizione delle erogazioni a favore del tasso fisso**. Infatti, le statistiche delle erogazioni per tipo di tasso mostrano che **da febbraio il volume mensile di erogazioni a tasso fisso è tornato a essere superiore a quello dei mutui a tasso variabile**. A maggio, **la quota del tasso fisso sul totale delle operazioni (incluse le rinegoziazioni) è risultata pari a 71%** 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

## Prosegue la crescita a due cifre di depositi a tempo e titoli di debito a custodia

Elisa Coletti

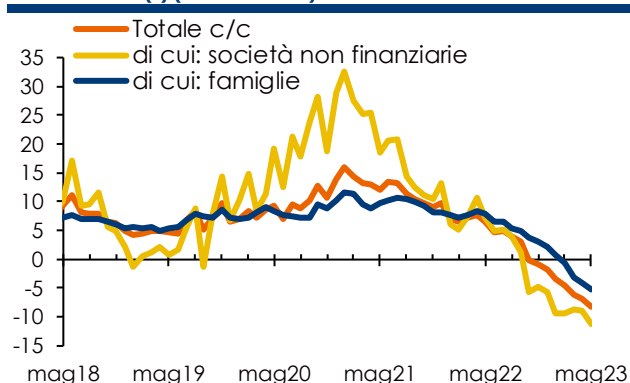
I depositi bancari a maggio hanno segnato una flessione più marcata dei mesi precedenti, del -4,3% a/a dal -3% circa di aprile e marzo. A giugno, secondo le anticipazioni ABI, la velocità del calo risulta essere rimasta costante, del -4% circa. L'andamento resta determinato dal deflusso dai conti correnti, che a maggio hanno riportato una variazione anno su anno dello stock pari a -8,2%, il peggior dato registrato dalla serie storica che inizia da gennaio 2003. E' continuato lo spostamento di risorse verso i depositi a tempo e i titoli di debito a custodia, entrambi in forte crescita. E' proseguita anche la ripresa delle obbligazioni bancarie, in aumento del 13% a/a a maggio in termini di stock e in accelerazione di oltre 1 punto percentuale a giugno, secondo le stime ABI. Tuttavia, a seguito del calo dei depositi, la raccolta totale da clientela segna variazioni moderatamente negative (-2,5% a maggio e -2,3% a giugno sulla base delle anticipazioni ABI).

A maggio **i depositi bancari hanno registrato un calo più marcato dei mesi precedenti, del 4,3% a/a dal -3,4% di aprile**, che era circa in linea con il dato di marzo (-3,2%). Il ridimensionamento dei depositi è proseguito a giugno, secondo le anticipazioni ABI, ma la velocità del calo risulta essere rimasta costante (stimata pari a -4,1% dal -4,2% di maggio su dati omogenei) nonostante si prefigurasse una possibile intensificazione del trend negativo alla luce del successo del BTP Valore offerto dal Tesoro italiano agli investitori retail e sottoscritto per 18 miliardi. I dati preliminari di giugno mostrano una riduzione mensile dello stock dei depositi comunque significativo (pari a -15 miliardi m/m).

Tornando alle statistiche di maggio, a determinare il ritmo negativo più marcato dell'aggregato dei depositi si trova ancora una volta il **deflusso dai conti correnti, di entità tale (-25 miliardi m/m) da portare la contrazione anno su anno dello stock a -8,2%** dal -6,7% di aprile. Si tratta del peggior tasso di variazione registrato dalla serie storica che inizia da gennaio 2003.

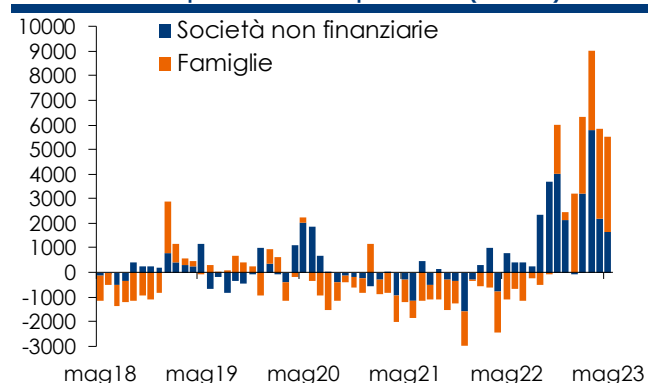
All'opposto, **i depositi con durata prestabilita continuano a registrare buoni apporti**, con lo **stock in progressiva accelerazione del trend**, in crescita per il settimo mese consecutivo e con **un tasso di variazione a due cifre da fine 2021, pari a +77,1% a/a a maggio**, dal +64,1% di aprile. Tale forte e rapido recupero, dopo due anni di calo, riflette il notevole rialzo dei tassi corrisposti su questi strumenti a fronte della vischiosità di quelli 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)

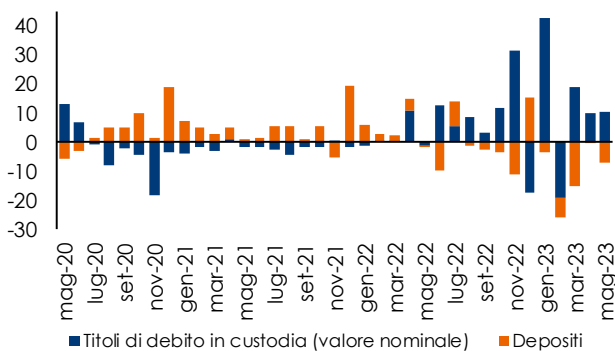


Fonte: BCE

Prosegue quindi la ricomposizione dei portafogli dei risparmiatori, indotta dall'aumento dei rendimenti di mercato. Accanto al calo dei conti correnti, **non si arresta la notevole ripresa dei titoli di debito a custodia delle famiglie consumatrici**, tornate a investire direttamente in titoli governativi italiani e in obbligazioni bancarie. **A maggio l'aumento mensile dei titoli in custodia delle famiglie consumatrici è stato di 10 miliardi, in linea con aprile, per un totale di 63 miliardi**

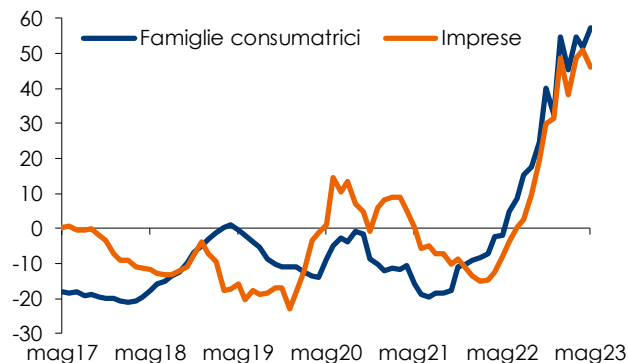
**da inizio anno.** Nel complesso, i titoli di debito in custodia di famiglie e imprese sono cresciuti di 76 miliardi nei primi cinque mesi del 2023.

**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

**Andamento dei titoli di debito in custodia delle famiglie e delle imprese (var. % a/a)**

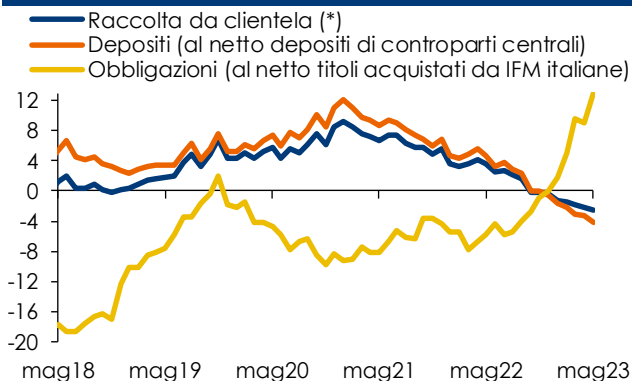


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

**Prosegue anche la forte e rapida ripresa delle obbligazioni bancarie, in crescita del 13% a/a a maggio** in termini di stock e in ulteriore accelerazione di oltre 1 punto percentuale a giugno, secondo le stime ABI.

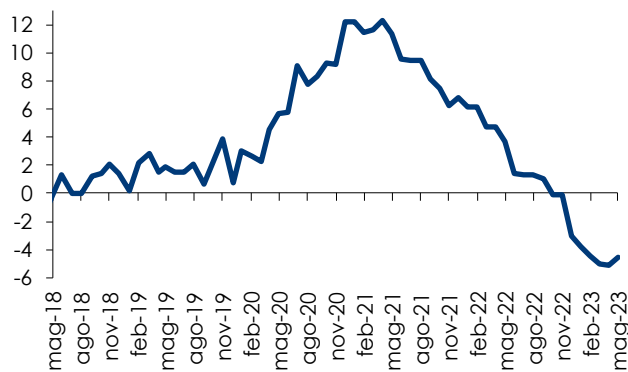
Tuttavia, a causa della flessione dei depositi, **la raccolta totale da clientela segna variazioni moderatamente negative** (-2,5% a/a a maggio) confermate per giugno (-2,3%, fonte ABI). Anche la raccolta complessiva, inclusi il rifinanziamento BCE e i depositi di non-residenti, è in calo da fine 2022, del 4,5% a/a, leggermente meno marcato del -5% di aprile e 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](mailto:paolo.mameli@intesasnpaolo.com)

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

[simone.zava@intesasnpaolo.com](mailto:simone.zava@intesasnpaolo.com)

#### Industry & Banking Research

##### Banking Research

Elisa Coletti – Economista Banche

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