



La Bussola dell'Economia Italiana

Direzione Studi e Ricerche

Ottobre 2023

IMI

CORPORATE &
INVESTMENT
BANKING

La bussola dell'economia italiana

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

La manovra 2024 è espansiva per lo 0,7% del PIL

Sintesi della previsione macroeconomica

L'industria potrebbe non aver frenato il PIL nel 3° trimestre...

...ma resta improbabile una riaccelerazione manifatturiera nei prossimi mesi

Costruzioni in lieve recupero ma la tendenza resta negativa

Nei servizi l'attività si va "normalizzando"

Consumi di beni ancora deboli

Continua a calare il tasso di disoccupazione

Il canale estero netto potrebbe aver sostenuto la crescita nel 3° trimestre

È atteso un calo pronunciato dell'inflazione annua a ottobre

Tendenze del settore bancario

Il calo dei prestiti a società non-finanziarie è il più forte della serie storica dal 2001

Si attenua la contrazione dei depositi

Ottobre 2023

2

2

7

Nota Mensile

8

9

Direzione Studi e Ricerche

10

11

12

13

Paolo Mameli

Economista Macro

14

Andrea Volpi

Economista Macro

16

Elisa Coletti

Economista Banche

16

19



L'evoluzione dello scenario congiunturale

La manovra 2024 è espansiva per lo 0,7% del PIL

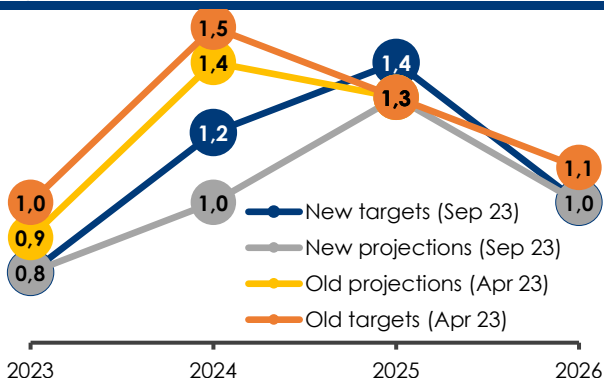
La manovra finanziaria che si prospetta per il 2024 vale 28 miliardi, con impatto sull'indebitamento netto di 15,7 mld (lo 0,7% del PIL). La principale misura, il taglio al cuneo contributivo, è finanziata solo per il 2024. Il calo del debito nei prossimi anni sarà più modesto di quanto previsto sei mesi fa, soprattutto a causa degli effetti dei crediti d'imposta legati al "Superbonus".

Paolo Mameli

La **Nota di Aggiornamento del Documento di Economia e Finanza** approvata dal Governo lo scorso 27 settembre prospetta le seguenti novità per lo scenario di finanza pubblica:

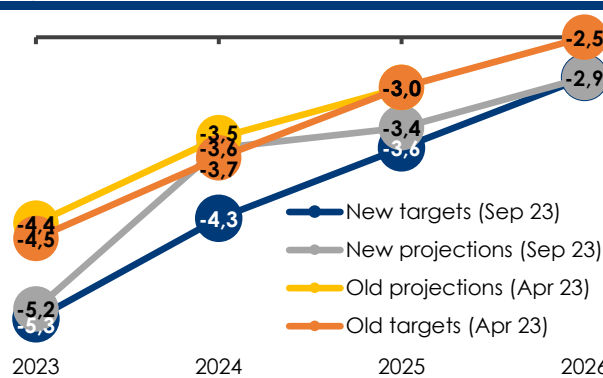
- sono state **riviste al ribasso le ipotesi sulla crescita del PIL**, a 0,8% da 1% di aprile sul 2023 e a 1% (nel quadro tendenziale) da 1,5% precedente sul 2024; la crescita è poi vista all'1,4% nel 2025 e all'1% nel 2026;
- **il deficit tendenziale 2023 è stato rivisto a 5,2% da un precedente 4,5% per effetto dell'adesione maggiore del previsto al Superbonus**, il cui impatto è stato rivisto al rialzo di +1,1%, dallo 0,7% all'1,8% del PIL; pertanto, **al netto della revisione degli effetti del Superbonus, il deficit 2023 sarebbe stato pari a 4,1% ovvero migliore del 4,5% previsto ad aprile**; ciò è dovuto sia ai risparmi sulle misure contro il caro-energia, sia ai ritardi nell'attuazione degli investimenti finanziati dal PNRR;
- **il deficit tendenziale 2024 è rivisto a sorpresa al ribasso** a 3,6% dal 3,7% atteso sei mesi fa, **nonostante mezzo punto in meno di crescita del PIL e una spesa per interessi più alta** (78,4 miliardi dai 75,6 stimati ad aprile, oltre un decimo di PIL in più); ciò è dovuto alla scelta del Governo di riclassificare i crediti d'imposta legati al Superbonus a partire dal 2024 (da "pagabili" a "non pagabili"), il che ha migliorato il deficit tendenziale di tre decimi nel 2024 e di due decimi nel 2025 (in altri termini, al netto di tale effetto il deficit tendenziale 2024 sarebbe stato pari a 3,9% rispetto al 3,7% atteso ad aprile);
- **il nuovo quadro programmatico vede un disavanzo** al 5,3% nel 2023, **al 4,3% nel 2024**, al 3,6% nel 2025 e al 2,9% nel 2026;
- la differenza tra deficit tendenziale e programmatico implica una **manovra espansiva netta da un decimo di PIL quest'anno** (che consiste nel "decreto anticipi" da 3,2 miliardi per l'anticipazione del conguaglio per il calcolo della perequazione delle pensioni e per il versamento dell'indennità di vacanza contrattuale per il 2023 per i dipendenti statali) **e che vale ben lo 0,7% del PIL (15,7 miliardi) l'anno prossimo** (e poi circa due decimi di PIL ovvero quasi 4 miliardi nel 2025; la prima stretta – da 4,6 mld, ovvero lo 0,2% del PIL – è prevista per il 2026);
- per effetto della manovra, **la crescita del PIL l'anno prossimo è attesa nel quadro programmatico all'1,2%** contro l'1% del quadro a legislazione vigente (in altri termini, il budget 2024 è atteso avere un effetto espansivo di due decimi);
- i numeri sul rapporto debito/PIL sono rivisti al ribasso rispetto al DEF per effetto della revisione al rialzo delle stime sul PIL nominale comunicata in precedenza dall'Istat, **ma il calo del debito nel 2024 nello scenario programmatico del Governo rispetto al 2023 sarà di appena un decimo** (al 140,1% del PIL);
- anche **la discesa del debito prevista per gli anni prossimi è limitata** (obiettivo: 139,6% nel 2026, ovvero solo sei decimi in meno rispetto al 2023), e poggia su un **obiettivo di privatizzazioni per l'1% del PIL** (ovvero, al netto delle privatizzazioni il debito salirebbe di quattro decimi nel prossimo triennio).

Tasso di crescita % del PIL reale: scenari governativi recenti (programmatici e tendenziali)



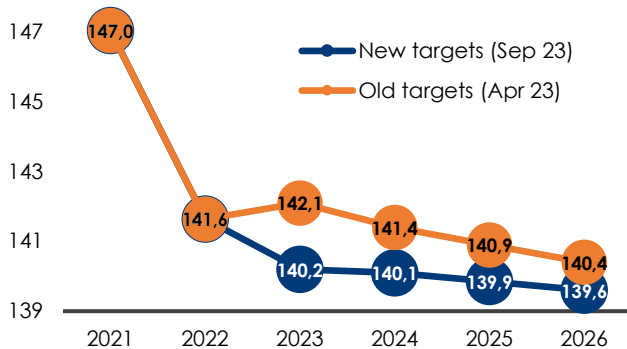
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo italiano e fonti di stampa

Saldo di bilancio in % del PIL: scenari governativi recenti (programmatici e tendenziali)



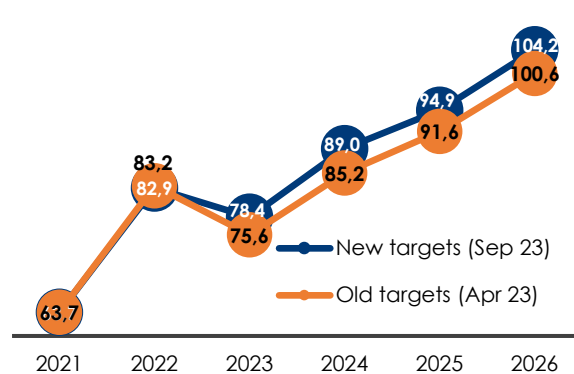
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo italiano e fonti di stampa

Debito pubblico in % del PIL: scenari governativi recenti



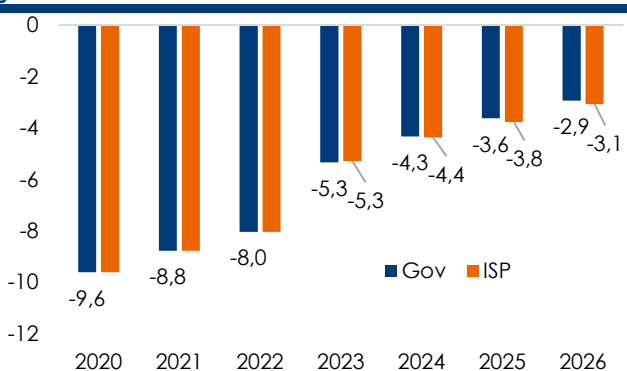
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo italiano e fonti di stampa

Spesa per interessi in miliardi: scenari governativi recenti



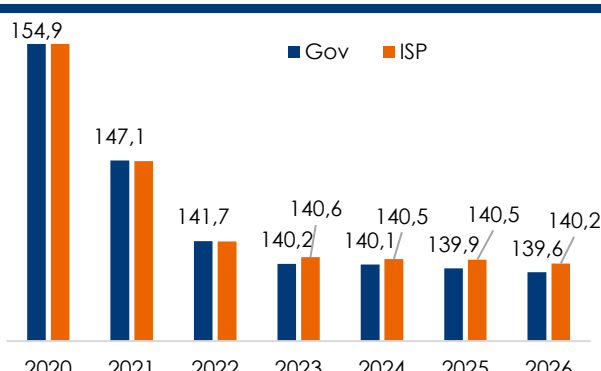
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo italiano e fonti di stampa

Deficit pubblico in % del PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e obiettivi governativi



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, NADEF 2022

Debito pubblico in % del PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e obiettivi governativi



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, NADEF 2022

Nell'ambito del quadro programmatico disegnato dalla NADEF, il Governo ha poi approvato, lo scorso 16 ottobre, il **Documento Programmatico di Bilancio**, dal quale è emerso che:

- la manovra 2024 vale, in termini lordi, 28 miliardi;

- l'impatto sulla crescita del PIL dei fondi NGEU è stimato, sulla base del Programma Nazionale di Riforma 2023 (che incorpora solo parzialmente i ritardi di implementazione), a 0,9% nel 2024, 1,1% nel 2025 e 0,5% nel 2026 (in altri termini, **nel biennio 2024-25, oltre i tre quarti della crescita del PIL sono dovuti agli effetti del PNRR**);
- **al netto degli effetti della manovra di bilancio e dei fondi NGEU, la crescita del PIL è solo marginalmente positiva** (0,1-0,2%) nel biennio 2024-25;
- **il Governo fornisce una quantificazione dello stock di garanzie statali esistenti al 30 giugno 2023, che valgono il 14,9% del PIL, ovvero circa 350 miliardi di euro** (la parte del leone è svolta dalle garanzie fornite per fronteggiare la pandemia Covid-19); peraltro, non vengono forniti dettagli in merito alle assunzioni governative sulle garanzie che saranno escusse nei prossimi anni ovvero sull'impatto sul debito incluso nei tendenziali di finanza pubblica;
- in merito ai proventi da **privatizzazioni**, che nella NADEF il Governo aveva quantificato in un punto di PIL (ovvero circa 22 miliardi) sull'orizzonte 2024-26, il Documento Programmatico di Bilancio (DPB) precisa che **gli incassi per il 2024 sono stimati in appena un decimo di PIL, ovvero circa 2 miliardi**;
- **il taglio al cuneo contributivo**, che costituisce la principale misura espansiva (10,5 mld, considerando anche la proroga della tassazione agevolata dei premi di produttività e dei fringe benefits), **è rifinanziato solo per il 2024**.

Nel complesso, **la manovra per il 2024** si configura nella forma seguente:

- gli **interventi** valgono oltre 27 miliardi (al netto degli effetti retroattivi delle singole misure):
 - rifinanziamento del **taglio al cuneo contributivo** (quasi 10 mld);
 - accorpamento delle prime due aliquote Irpef** (oltre 4 mld);
 - rinnovo dei contratti del pubblico impiego**, che vale 2,5 miliardi netti (considerando sia il 2024 che gli anticipi al 2023);
 - interventi per le imprese** (impatto sull'indebitamento netto 2024: 2,3 mld), tra i quali incentivi per nuove assunzioni e per l'acquisizione di beni strumentali destinati a strutture produttive ubicate nel Mezzogiorno;
 - misure in favore delle famiglie numerose e di sostegno alla natalità** (oltre 1 miliardo in media nel triennio 2024-26);
 - nuove risorse per le **infrastrutture** (quasi 1 miliardo nel 2024);
 - incremento del finanziamento del fabbisogno sanitario nazionale**;
 - rifinanziamento delle **spese indifferibili**, tra cui l'operazione "strade sicure", gli aiuti all'Ucraina e le missioni internazionali;
- le **coperture** ammontano a 11,4 miliardi (sempre in termini "netti"), tra le quali:
 - riduzioni di spesa per oltre 2 miliardi** nel 2024 (che salgono a quasi 4 mld l'anno successivo e a quasi 11 mld nel 2026); il Ministro dell'Economia ha parlato di tagli "lineari" del 5% per i ministeri;
 - in tema di **pensioni**: rimodulazione dei meccanismi di flessibilità in uscita, che dovrebbero generare minori spese (e/o maggiori entrate) per 1,2 mld nel 2024;
 - aumenti delle **accise sui tabacchi**;
 - un **teito alle detrazioni** che "sterilizzerà" il taglio della seconda aliquota Irpef per i redditi oltre ai 50 mila euro annui.

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

	Effetti finanziari cumulati (% PIL)				Effetti finanziari cumulati (mld)			
	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
INTERVENTI								
Misure per ridurre il cuneo fiscale	0.000	-0.491	-0.015	0.000	0.000	-10.484	0.046	0.388
Riforma fiscale	0.000	-0.200	-0.217	-0.122	0.000	-4.270	-4.646	-2.479
Supporto alle imprese	-0.004	-0.107	0.000	-0.001	-0.082	-2.281	0.086	0.063
Politiche invariate e ministeri	0.000	-0.094	-0.053	-0.035	0.000	-2.007	-1.100	-0.689
Politiche per la famiglia	0.015	-0.080	-0.047	-0.051	0.308	-1.721	-0.991	-1.082
Sanità	0.000	-0.080	-0.113	-0.114	0.000	-1.708	-2.438	-2.461
Pubblico impiego	-0.051	-0.072	-0.116	-0.112	-1.046	-1.494	-2.468	-2.376
Sostegno agli investimenti pubblici	-0.005	-0.040	-0.054	-0.084	-0.103	-0.850	-1.160	-1.844
Altre spese/interventi	-0.013	-0.040	-0.046	-0.045	-0.267	-0.843	-0.976	-0.953
Interventi a livello locale	-0.046	-0.040	-0.038	-0.937	-0.943	-0.815	-0.771	-0.634
Misure per affrontare la crisi ucraina	-0.009	-0.024	-0.012	-0.012	-0.185	-0.505	-0.239	-0.239
Interventi per calamità naturali	0.000	-0.016	-0.020	-0.017	0.000	-0.342	-0.430	-0.362
Immigrazione e sicurezza	-0.001	-0.015	-0.013	-0.013	-0.021	-0.319	-0.275	-0.275
Misure per contrastare il caro energia	0.000	-0.009	0.000	0.000	0.000	-0.192	0.007	0.007
Altre entrate/interventi	0.000	-0.005	-0.001	-0.013	0.000	-0.107	-0.018	-0.292
TOTALE INTERVENTI	-0.068	-1.273	-0.707	-0.619	-1.394	-27.124	-14.603	-12.595
COPERTURE								
Revisione e rimodulazione della spesa	0.022	0.110	0.177	0.483	0.451	2.330	3.812	10.794
Pensioni	-0.072	0.055	-0.013	-0.013	-1.476	1.235	-0.269	-0.269
Altre spese/coperture	0.007	0.337	0.067	0.096	0.144	7.190	1.217	1.878
Altre entrate/coperture	0.000	0.070	0.302	0.251	0.000	1.495	6.627	5.463
TOTALE COPERTURE	-0.089	0.532	0.495	0.785	-1.825	11.435	10.616	17.233
TOTALE	-0.157	-0.741	-0.212	0.166	-3.219	-15.689	-3.986	4.638

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su DPB 2024

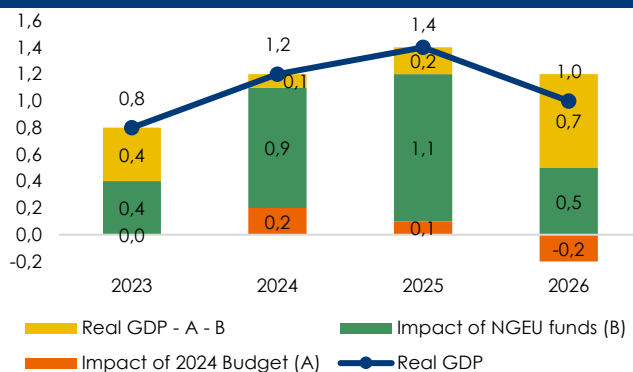
In sintesi, il nuovo quadro di finanza pubblica si caratterizza per le seguenti **criticità**:

- **le stime di crescita del PIL per il 2024-26 appaiono ottimistiche** (per il 2024: 1,2% contro il nostro 1%, soggetto a nostro avviso a rischi al ribasso, lo 0,8% della Commissione UE e lo 0,7% di consenso); l'impatto stimato della manovra sul PIL 2024 a prima vista può apparire modesto (il moltiplicatore è di appena 0,3), ma a nostro avviso è anzi soggetto a rischi al ribasso, perché in gran parte la Legge di Bilancio dovrebbe consistere nel rinnovo di misure già esistenti; **il Governo punta a una vistosa accelerazione nei flussi di spesa effettiva finanziati dal PNRR** a partire dal 2024, visto che i tre quarti della crescita attesa del PIL nel 2024-25 derivano dall'impatto dei fondi NGEU: nel caso in cui, come ammesso dallo stesso esecutivo, anche l'anno prossimo la spesa effettiva risultasse inferiore alle attese, ne deriverebbero rischi al ribasso sulla crescita del PIL, e al rialzo su deficit e debito;
- **il target sui proventi da privatizzazioni pari all'1% del PIL nel triennio 2024-26 appare ambizioso**, visto che analoghi obiettivi in passato si sono dimostrati assai difficili da realizzare (al momento, l'intero insieme delle partecipazioni dirette del MEF vale poco oltre 25 miliardi, ovvero non molto più dell'1% del PIL);
- **gli obiettivi sui tagli di spesa appaiono sfidanti**, visto che al momento non risulta sia stato avviato un processo strutturale di "spending review" (e la logica dei "tagli lineari" non si è dimostrata particolarmente efficace in passato);
- il Governo asserisce che il nuovo quadro programmatico di finanza pubblica è in linea "con quello che si ritiene sarà il futuro assetto delle regole di bilancio dell'Unione Europea"; tuttavia, **il limite di deficit previsto dal braccio correttivo del Patto di Stabilità è superato anche nel 2024-25**, e dunque non si può escludere che nella primavera 2024 possa essere aperta una procedura per deficit eccessivo (peraltro, l'Italia sarebbe in buona compagnia, visto che il deficit 2024 si collocherebbe sopra il 3% anche in Francia, Belgio, Finlandia, Malta, Slovacchia e Slovenia);
- **solo per mantenere le "politiche invariate" ovvero rifinanziare i tagli fiscali coperti solo per il 2024, serviranno nel 2025 oltre 10 miliardi**, sebbene il Governo nel DPB non indichi misure una

tantum tra quelle che compongono la manovra (e dunque assume che tutti gli interventi siano di carattere strutturale);

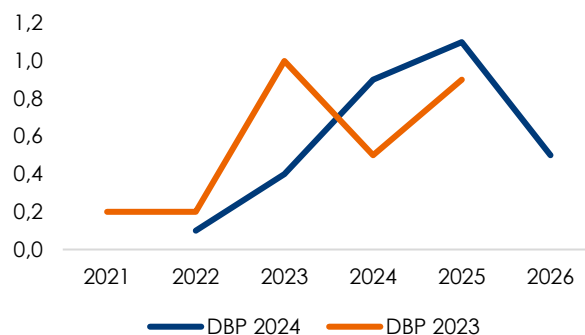
- **il Governo non ha fornito dettagli circa le proprie assunzioni in merito alle principali fonti di incertezza sull'evoluzione di deficit e debito nei prossimi anni** ovvero stime sulla ripartizione temporale della spesa effettiva finanziata dai fondi NGEU almeno per il 2023-24, sull'adesione da parte dei contribuenti ai bonus edilizi nei prossimi anni e sull'escussione delle garanzie che ci si attende, con relativo impatto sul debito; non ha fornito inoltre maggiori dettagli su come l'esecutivo intenda perseguire i suoi obiettivi in tema di proventi da privatizzazioni.

Crescita del PIL reale e impatto manovra di bilancio e fondi NGEU (stime governative)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su DPB 2024

Impatto sulla crescita % a/a del PIL dei fondi NGEU (DPB 2024 vs DPB 2023)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su DPB 2024 e DPB 2023

Sintesi della previsione macroeconomica

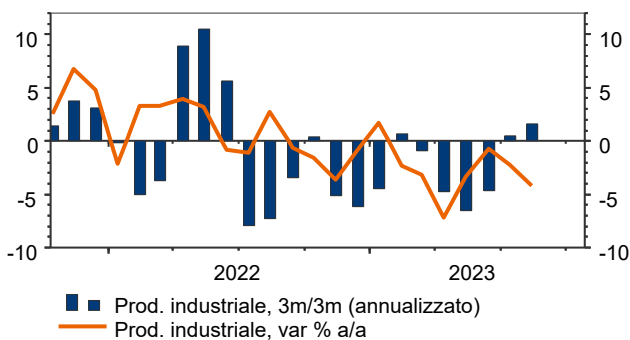
	2022	2023p	2024p	2022		2023				2024			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.9	1.0	1.0	2.6	1.6	2.1	0.3	0.6	0.9	0.6	1.2	1.0	1.2
- var.ne % t/t				0.3	-0.2	0.6	-0.4	0.5	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4
Consumi delle famiglie	5.0	1.4	1.1	2.5	-1.7	0.6	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3
Consumi pubblici	0.7	0.0	0.1	-0.1	0.6	0.3	-0.8	0.2	0.1	0.0	0.0	0.2	0.1
Investimenti fissi	10.1	1.0	0.3	-0.3	1.0	1.0	-1.7	0.4	0.2	0.0	0.1	0.5	0.6
Investimenti in macchinari	8.3	3.1	1.0	1.6	1.0	1.2	-0.5	0.4	0.0	0.0	0.4	0.8	0.9
Investimenti in mezzi di trasporto	7.4	11.2	2.7	7.2	2.8	4.9	1.4	-1.0	1.1	0.8	0.8	0.8	0.7
Investimenti in costruzioni	12.1	-2.2	-0.7	-2.9	0.9	0.4	-3.3	0.5	0.2	-0.2	-0.2	0.1	0.2
Esportazioni	10.7	0.7	2.5	-0.5	1.8	-1.0	-0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
Importazioni	13.1	1.0	2.1	2.1	-2.0	1.0	0.0	-0.2	0.5	0.8	0.7	0.6	0.6
Contr. % PIL													
Commercio estero	-0.5	-0.1	0.2	-0.8	1.3	-0.7	-0.2	0.3	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
Domanda finale interna	5.1	1.0	0.7	1.4	-0.7	0.6	-0.4	0.2	0.2	0.1	0.2	0.4	0.3
Var. scorte	-0.7	0.0	0.1	-0.2	-0.8	0.6	0.2	0.1	-0.1	0.1	0.0	-0.1	0.0
Attività produttiva													
Produzione industriale	0.4	-2.3	0.3	-0.9	-1.6	-0.2	-1.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.3	0.2
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (NIC, a/a)	8.2	6.0	2.7	8.4	11.7	8.9	7.4	5.6	2.5	3.0	3.0	2.6	2.3
- escl. alimentari, energia (a/a)	3.7	5.2	2.5	4.5	5.6	6.2	5.9	4.8	4.0	3.1	2.5	2.2	2.2
PPI (a/a)	34.4	-5.8	-0.4	39.6	29.6	8.1	-3.8	-12.3	-13.3	-7.0	1.4	2.5	2.3
Disoccupazione (%)	8.1	7.6	7.9	8.0	7.9	7.9	7.6	7.4	7.5	7.8	8.0	8.0	7.9
Occupati totali	2.5	1.6	-0.2	0.0	0.6	0.5	0.6	0.2	-0.2	-0.3	-0.1	0.0	0.1
Salari contrattuali	1.0	2.7	2.2										
Reddito disponibile reale	-1.5	-0.5	1.1										
Tasso di risparmio (%)	8.1	6.4	6.6										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	-1.3	1.3	0.8										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-8.0	-5.3	-4.4										
Debito (% PIL)	141.6	140.6	140.5										
Variabili finanziarie													
Euribor 3 mesi	2.07	4.01	3.56	1.01	2.07	2.91	3.54	3.80	4.01	4.01	3.99	3.79	3.56
Tasso BTP 10 anni (%)	3.05	4.22	4.59	3.50	4.13	4.13	4.09	4.20	4.44	4.53	4.70	4.65	4.48
BTP/Bund spread	1.88	1.78	1.93	2.18	2.00	1.82	1.72	1.68	1.90	1.97	2.00	1.93	1.83

Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

L'industria potrebbe non aver frenato il PIL nel 3° trimestre...

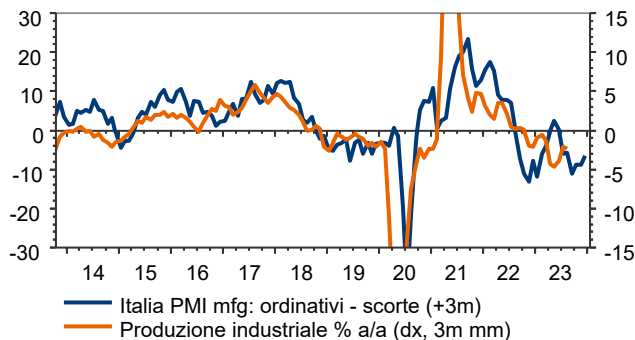
La produzione industriale è cresciuta di 0,2% m/m (-4,2% a/a) in agosto, circa in linea con le nostre attese. L'aumento non è sufficiente a compensare il calo di -0,9% m/m registrato a luglio ma lascia l'output in rotta per una leggera crescita nel 3° trimestre, dopo quattro trimestri consecutivi di contrazione. Lo spaccato settoriale mostra come **il contenuto progresso di agosto sia dovuto interamente ai beni di consumo, che tornano a crescere dopo due mesi di calo**. La crescita di 1,2% m/m non è comunque sufficiente a recuperare la flessione cumulata di -1,6% registrata tra giugno e luglio. L'output di beni di consumo durevoli rimbalza di 4,4% m/m da -4,6%, mentre i non durevoli salgono di 0,6% m/m da -1,4%. **In contrazione per il secondo mese la produzione di beni strumentali** (-0,1% m/m da -1,6%) **e di beni intermedi** (-0,9% m/m da -0,4%). In termini tendenziali il comparto dei beni capitali è l'unico ancora in crescita (+0,6%) seppur in progressivo rallentamento. L'output di energia flette di -2,2% m/m dopo l'incremento di 3,6% di luglio. La produzione nel solo settore manifatturiero è in rialzo di 0,2% m/m (-4,1% a/a). **Dopo quattro trimestri di contrazione, la produzione industriale potrebbe essere salita lievemente nel 3° trimestre** (prevediamo di 0,1% t/t). Tuttavia, riteniamo che la produzione possa essere tornata a calare su base congiunturale a settembre, e **non ci aspettiamo una significativa riaccelerazione dell'attività nei prossimi mesi**.

La produzione industriale potrebbe essere tornata a crescere, sia pur marginalmente, nel 3° trimestre



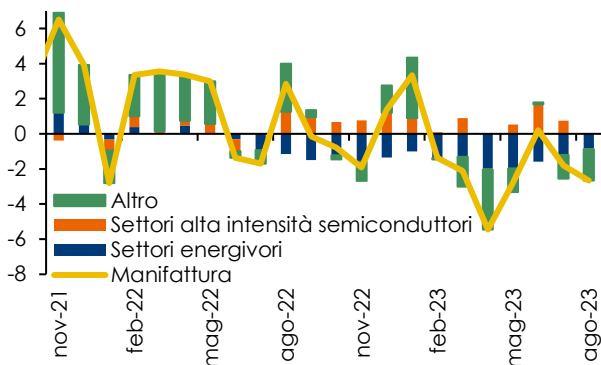
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le indagini mostrano segnali di stabilizzazione, è ancora prematuro parlare di riaccelerazione



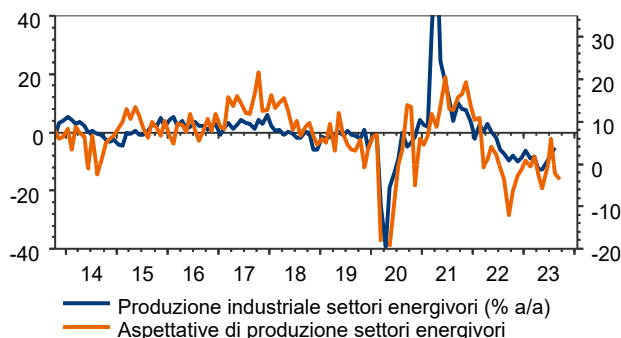
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Il sostegno derivante dalla normalizzazione dei fattori d'offerta nei settori ad elevata intensità di semiconduttori è in esaurimento



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

I settori energivori non mostrano segnali di ripartenza



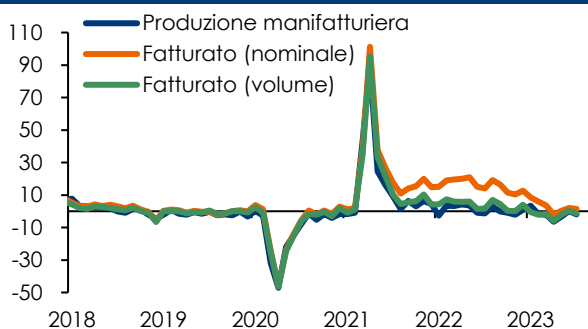
Nota: i settori ad alta intensità energetica sono carta, chimica, raffinerie e metalli. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Commissione UE

...ma resta improbabile una riaccelerazione manifatturiera nei prossimi mesi

Se nel 3° trimestre la produzione industriale potrebbe aver smesso di contrarsi, gli indici di fiducia restano coerenti con una debole attività manifatturiera anche nei prossimi mesi. **Le indagini Istat non mostrano ancora segnali d'inversione:** il morale delle aziende manifatturiere a settembre è sceso a 96,4 da 97,7, sui minimi da novembre 2020 (in piena seconda ondata Covid). **Lo spaccato dell'indagine mostra segnali non incoraggianti sia per quanto riguarda la situazione corrente che le aspettative.** In particolare, le imprese segnalano un peggioramento della tendenza al calo degli ordini (soprattutto di quelli provenienti dall'estero), continuano a ridimensionare le aspettative di attività, in particolare tra i produttori di beni di consumo e strumentali, e riportano un aumento delle scorte di prodotti invenduti.

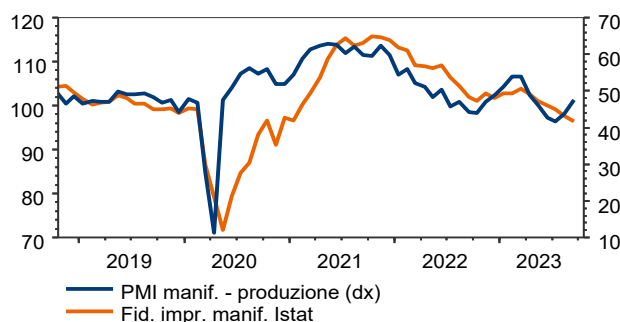
Anche le indagini PMI, pur suggerendo che il punto di minimo del ciclo potrebbe essere stato superato, restano in territorio recessivo. A settembre il PMI manifatturiero è risalito a 46,8 da 45,4, mostrando un minor ritmo di contrazione della produzione; anche l'indicatore anticipatore costituito dalla differenza tra ordinativi e scorte sembra mostrare i primi timidi segni di stabilizzazione. Tuttavia, le condizioni di domanda restano deboli, e non appare ancora in vista, almeno nel breve termine, una fase di ricostituzione delle scorte.

La divergenza tra fatturato nominale e reale si sta chiudendo in scia alla normalizzazione dei prezzi



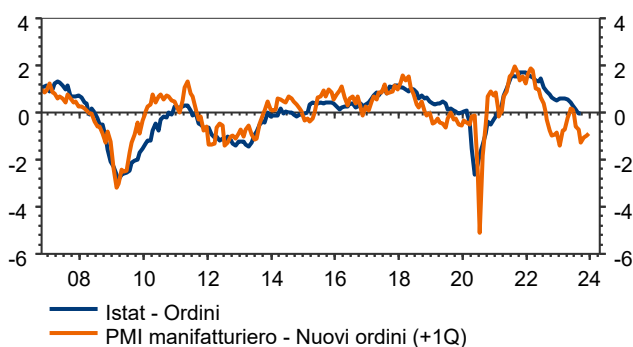
Nota: var % a/a. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il PMI manifatturiero resta in territorio recessivo ma suggerisce che il tasso di contrazione della produzione sta rallentando



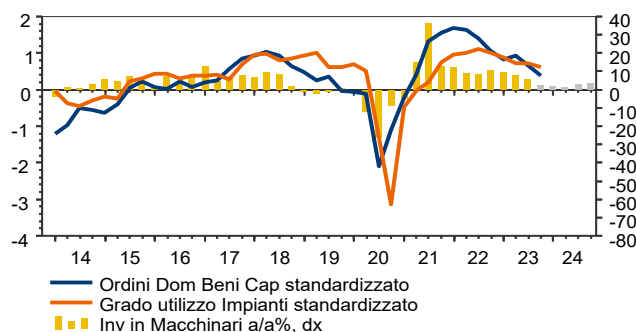
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Il PMI manifatturiero potrebbe aver superato il punto di minimo, l'indagine Istat non mostra ancora segnali di miglioramento



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Investimenti in macchinari verso un rallentamento ma gli ordini non segnalano ancora una contrazione



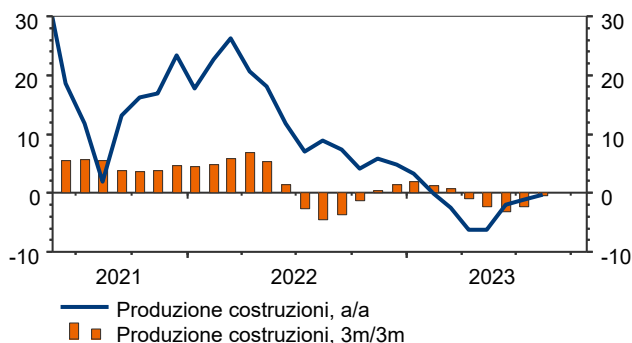
Nota: previsioni in grigio. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Costruzioni in lieve recupero ma la tendenza resta negativa

La produzione nelle costruzioni è cresciuta di 2,1% m/m ad agosto dopo il calo di -1,5% m/m registrato nel mese precedente. I dati sull'edilizia sono tipicamente volatili, soprattutto nel periodo estivo anche per ragioni stagionali, ma anche ipotizzando una contrazione a settembre l'output potrebbe essere risalito lievemente nel trimestre estivo, dopo l'ampia flessione primaverile.

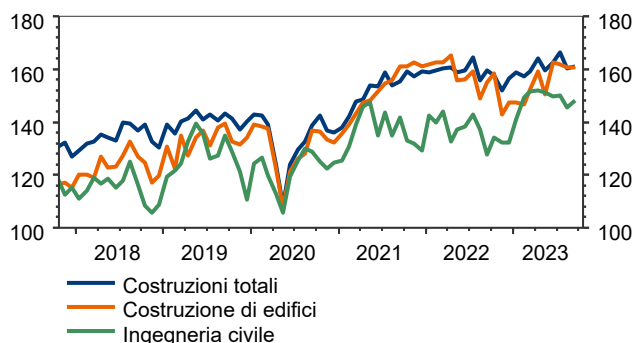
Riteniamo però che la dinamica sottostante per l'edilizia residenziale resti negativa, come suggerito dai dati sui permessi di costruire e sulla domanda di mutui. Nel 2° trimestre i permessi di costruzione sono calati di -5,2% t/t nel comparto residenziale e cresciuti di 8,9% t/t nell'edilizia non residenziale (dove però erano in flessione ininterrotta da tre trimestri). In termini tendenziali la variazione dei permessi è scesa a -13,5% da -8,7% per i fabbricati residenziali, mentre è risalita a 4,1% da -3,3% per le strutture non residenziali. Più favorevoli le prospettive per il comparto non residenziale, che dovrebbe beneficiare dei programmi infrastrutturali previsti dal PNRR (come suggerito da una fiducia nelle costruzioni ancora ben superiore alla media storica); peraltro, visti i ritardi nell'implementazione, è possibile che tali impatti non si manifestino prima della seconda metà del 2024.

La produzione nelle costruzioni potrebbe essersi stabilizzata nel 3° trimestre



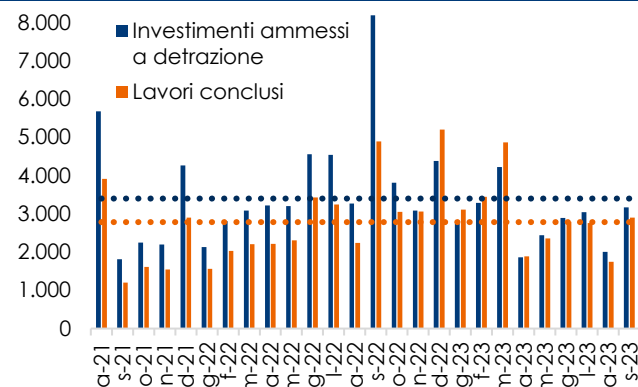
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'indice di fiducia dei costruttori rimane su livelli storicamente molto elevati



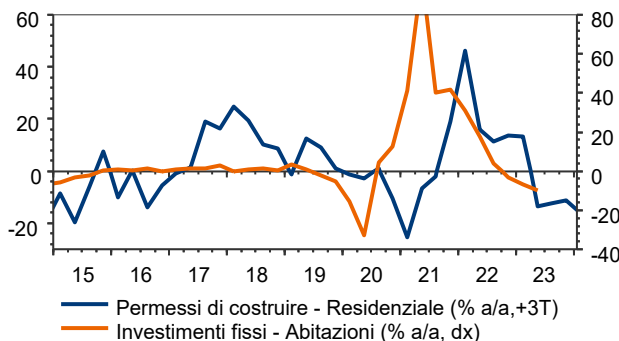
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il ricorso agli incentivi fiscali si sta riducendo, ma rimane sostenuto



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

Permessi di costruzione compatibili con una contrazione degli investimenti residenziali

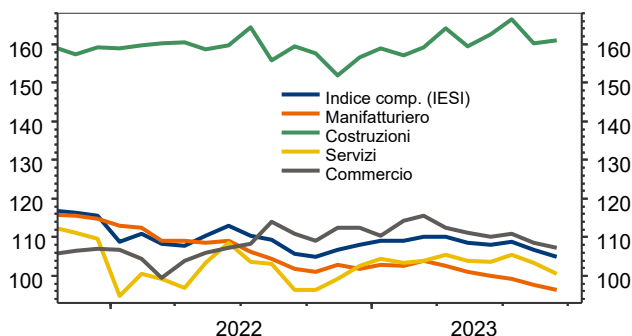


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Nei servizi l'attività si va "normalizzando"

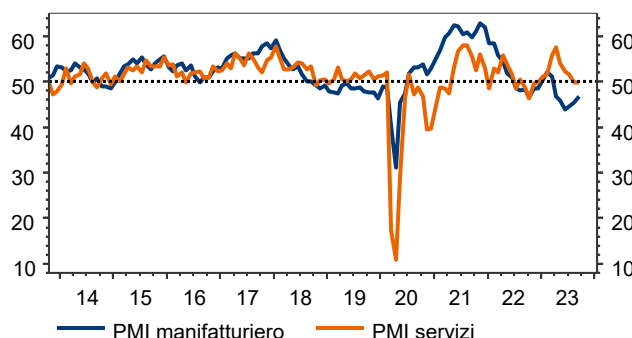
Dopo l'inattesa contrazione registrata nel 2° trimestre (-0,1% t/t), il valore aggiunto nei servizi potrebbe essere tornato a crescere durante l'estate, ma le indagini congiunturali suggeriscono che la spinta derivante dal veloce rimbalzo post-pandemico sia ormai esaurita e che l'attività nel settore possa tornare ad essere guidata dalle usuali dinamiche cicliche. **Il PMI servizi si è stabilizzato a 49,9 da 49,8 a settembre, segnalando una sostanziale stabilizzazione attorno a livelli di attività "normali"**. Le imprese riportano un miglioramento delle aspettative che restano però al di sotto della media del 1° semestre, mentre le indicazioni sul giro d'affari sembrano confermare che il punto di massimo del ciclo è ormai alle spalle. Anche **il morale delle imprese operanti nei servizi rilevato dall'Istat** (calato a 100,5 a settembre, da 103,5 di agosto) **è compatibile con una progressiva decelerazione per il terziario** dopo il picco toccato lo scorso luglio. I comparti più penalizzati dal rallentamento della domanda sono quelli sensibili alla frenata manifatturiera, come trasporto e magazzinaggio, ma il calo della fiducia è generalizzato e riguarda anche il turismo, alla luce di una stagione estiva che si è rilevata meno positiva del previsto (almeno per i flussi domestici; anche gli arrivi dall'estero, pur registrando una ripresa restano sotto i livelli pre-Covid, a differenza di Spagna, Francia e Grecia).

Le indagini Istat di settembre registrano una correzione del morale in tutti i settori ad eccezione delle costruzioni



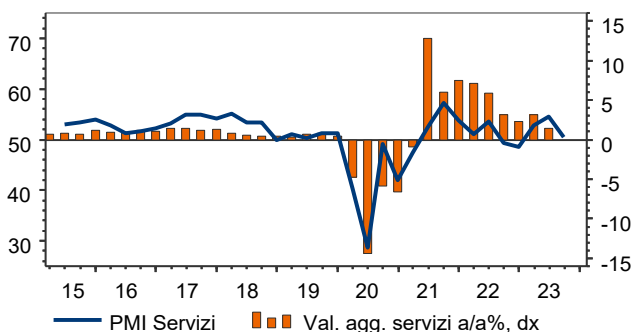
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

PMI servizi in stabilizzazione attorno alla soglia d'invarianza



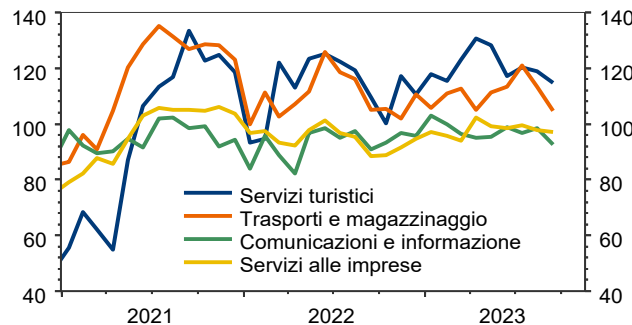
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

Le indagini suggeriscono che il rimbalzo post-pandemico è ormai esaurito



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

I settori più penalizzati sono quelli esposti all'attività manifatturiera, ma anche il turismo sta perdendo slancio

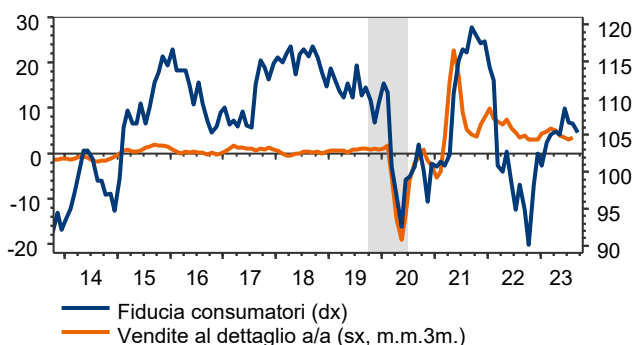


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Consumi di beni ancora deboli

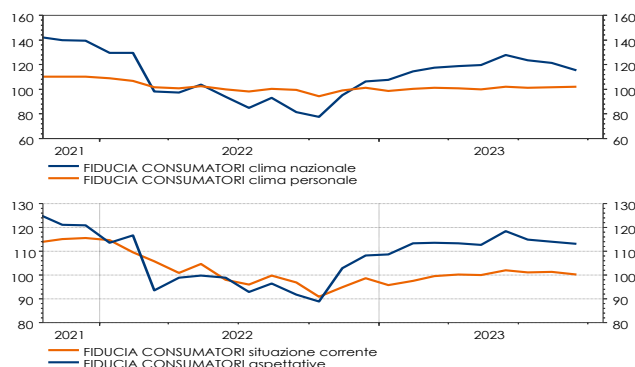
Ad agosto le vendite al dettaglio sono calate sia in valore (-0,4% m/m) che in volume (-0,5% m/m, in flessione per il terzo mese). La diminuzione è diffusa sia a beni alimentari (-0,7% m/m) sia non alimentari (-0,4% m/m), e lascia il volume degli acquisti in rotta per una contrazione di circa -0,7% t/t durante il trimestre estivo, dopo il -0,9% t/t registrato in primavera. In termini tendenziali, la variazione resta in territorio negativo per il quindicesimo mese, al -4,1%, in leggero miglioramento dal -4,4% di luglio. I dati confermano la debolezza degli acquisti al dettaglio ma ci aspettiamo che il ritmo di crescita dei consumi privati di contabilità nazionale possa essere risultato lievemente positivo (0,2% t/t) nel 3° trimestre, grazie soprattutto ai servizi. Come emerso dalle indagini tedesche e francesi, anche in Italia i rischi sulla ripartenza delle spese private a fine anno, pur in un contesto di rallentamento dell'inflazione, sono verso il basso, complici una crescita salariale meno vivace che altrove e il recente rincaro dell'energia. A settembre la fiducia dei consumatori è scesa a 105,4 (minimo da maggio) da un precedente 106,5, e anche il morale delle imprese del commercio al dettaglio registra una correzione (107,3 da 108,7). Sono soprattutto le valutazioni sul clima economico nazionale corrente e le preoccupazioni sulla disoccupazione a pesare sul morale delle famiglie. In leggero miglioramento, invece, i giudizi sul bilancio familiare, che non si riflettono però in un aumento della propensione alla spesa ma, al contrario, in un incremento delle intenzioni di risparmio. Tornano a salire, verosimilmente in scia al rincaro dell'energia, le aspettative sui prezzi (ai massimi dallo scorso novembre).

I rischi sui consumi nel breve termine restano al ribasso



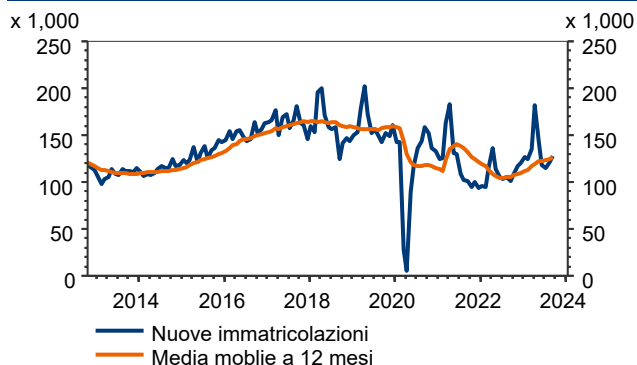
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020; l'area ombreggiata corrisponde al periodo recessivo. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le valutazioni sul clima economico nazionale pesano sul morale dei consumatori



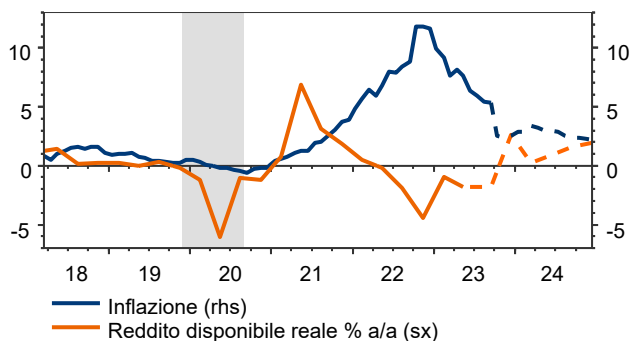
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Immatricolazioni di auto in recupero



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

Il reddito disponibile reale potrebbe tornare a crescere su base annua dal trimestre corrente



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

Continua a calare il tasso di disoccupazione

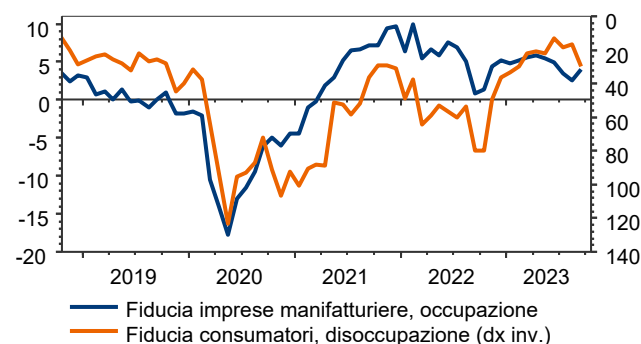
Ad agosto il tasso di disoccupazione è calato a sorpresa a 7,3% da un precedente 7,5% (rivisto da 7,6%), un minimo da gennaio 2009. I dati mostrano un aumento degli occupati (+59 mila unità, con il tasso di occupazione al 61,5%, un massimo dall'inizio delle rilevazioni mensili nel 2004), un calo dei disoccupati (-62 mila) e una sostanziale stabilità degli inattivi (+5 mila, con un tasso di inattività invariato al minimo storico di 33,5%). Sul fronte contrattuale la crescita dell'occupazione è risultata trainata dai lavoratori a termine (+39 mila) ma con progressi anche per dipendenti a tempo indeterminato e autonomi (+10 mila in entrambi i casi). **I dati estivi sono tipicamente volatili, quindi è possibile che nei prossimi mesi il tasso dei senza lavoro possa tornare a salire**, ma le indagini di fiducia continuano a mostrare una tenuta delle intenzioni di assunzione delle imprese, sia nei servizi che nell'industria. **Ci aspettiamo quindi un incremento solo moderato del tasso di disoccupazione nei prossimi trimestri; il picco potrebbe essere attorno all'8% nei mesi centrali del 2024.** Le rilevazioni sui conti trimestrali hanno evidenziato una contrazione di -0,2% t/t (-1,7% a/a) del **potere d'acquisto dei nuclei famigliari**; il leggero incremento dei consumi (0,2% t/t) è stato quindi finanziato attraverso un calo del tasso di risparmio, al 6,3% dal 6,7% di inizio anno (sotto la media pre-Covid). Nel 2° semestre, la crescita del reddito disponibile potrebbe essere sostenuta sia dalla ripresa delle retribuzioni sia dal taglio del cuneo contributivo, ma i progressi in termini reali verranno limitati dalla crescita dei prezzi al consumo.

Tasso di disoccupazione ai minimi da gennaio 2009



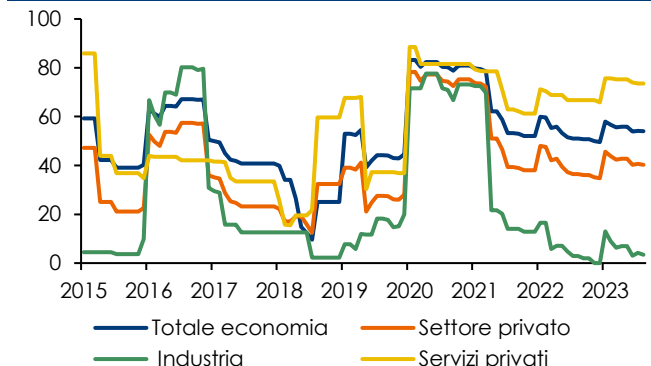
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le intenzioni di assunzione delle imprese restano espansive, ma le famiglie sono più preoccupate per la disoccupazione



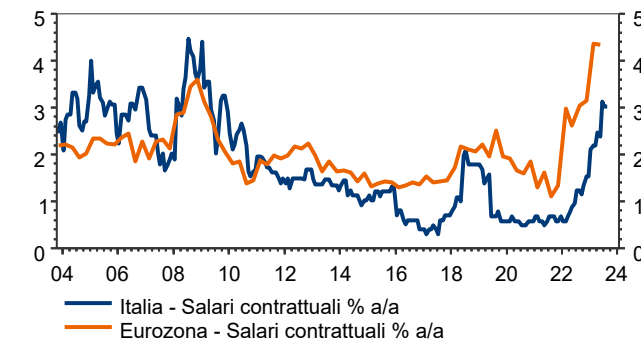
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La tensione contrattuale resta elevata, potrebbe anticipare una maggiore crescita dei salari nel 2024



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

Al momento la crescita dei salari contrattuali resta meno vivace rispetto al resto dell'Eurozona

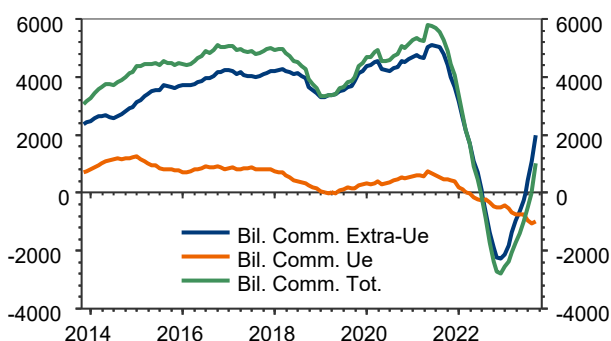


Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE, Istat

Il canale estero netto potrebbe aver sostenuto la crescita nel 3° trimestre

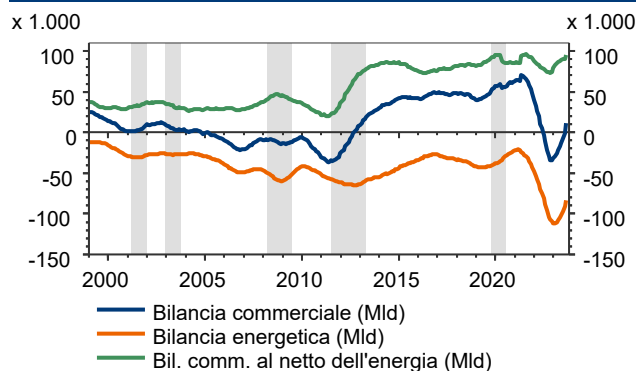
Ad agosto le esportazioni sono cresciute più delle importazioni (5,1% m/m contro 3,8% m/m) anche se il dato sull'export è in parte gonfiato da movimentazioni occasionali a elevato impatto (la vendita di mezzi di navigazione marittima). Si registrano comunque progressi diffusi alle vendite verso l'estero in tutti i comparti. L'energia è risultata trainante (+53,1% m/m); tuttavia, al netto dei prezzi l'incremento è di 3,8% m/m. In crescita di 4,5% m/m i beni di consumo, di 4,9% m/m i beni strumentali e di 1,8% m/m i beni intermedi. In termini tendenziali, le esportazioni sono aumentate del 2,5%, sostenute dall'ancor robusta domanda statunitense, mentre sono **Germania, Francia, Regno Unito e Belgio i mercati di sbocco che registrano la più ampia contrazione**. Le importazioni sono diminuite di -20,9% a/a ad agosto, ma l'ampio calo dell'import rispetto a un anno prima è in gran parte spiegato dalla normalizzazione dei prezzi dell'energia e dei beni intermedi dopo la fiammata dell'estate 2022. **I dati espressi in volume, ovvero al netto dell'effetto-prezzi, mostrano una crescita del 3,4% a/a per l'export e una diminuzione di -3,3% a/a per l'import**. Il saldo commerciale risulta pari a 2,1 miliardi di euro contro un deficit di -9,5 miliardi un anno prima. Il disavanzo energetico si è drasticamente ridotto rispetto allo scorso anno grazie al rientro dei prezzi (-4,5 miliardi da -11,8 miliardi), mentre il surplus nell'interscambio di beni non-energetici si è ampliato a 6,6 miliardi dai 2,3 miliardi di agosto 2022. **I dati sul commercio estero sono compatibili con un contributo positivo delle esportazioni nette al PIL nel 3° trimestre**.

Saldo extra-UE in recupero dopo lo shock energetico, gli scambi con l'UE risentono della minore domanda soprattutto dalla Germania



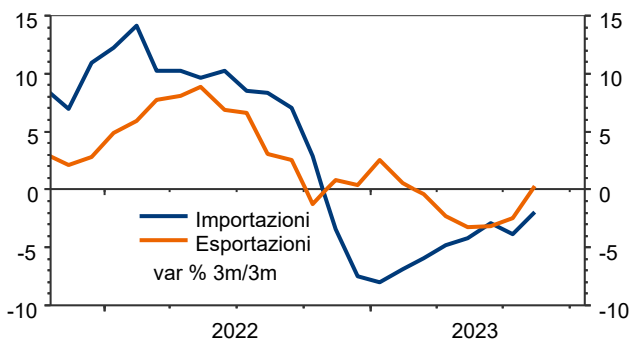
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Disavanzo energetico ancora ampio ma in progressiva normalizzazione



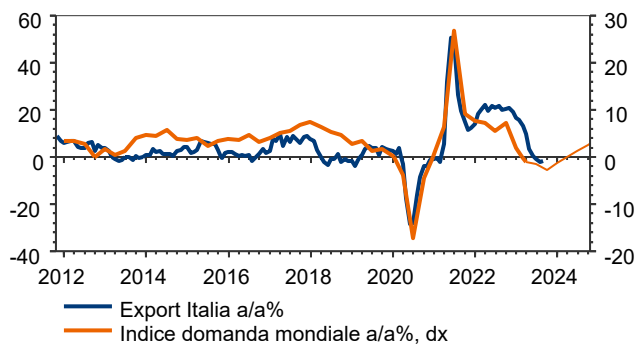
Nota: le aree ombreggiate corrispondono a periodi di recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le esportazioni nette potrebbero aver contribuito positivamente alla crescita del PIL nel 3° trimestre



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La tendenza annua dell'export pare vicina al punto di minimo

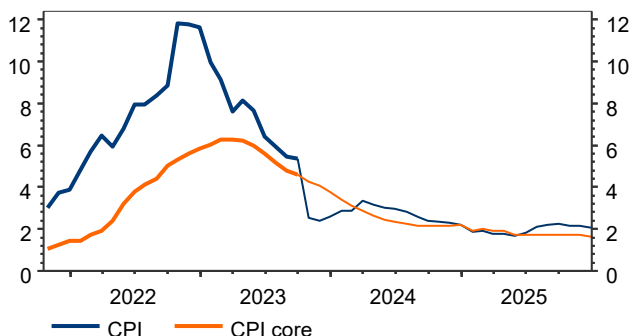


Nota: media mobile a 3 mesi della variazione % annua dell'export. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

È atteso un calo pronunciato dell'inflazione annua a ottobre

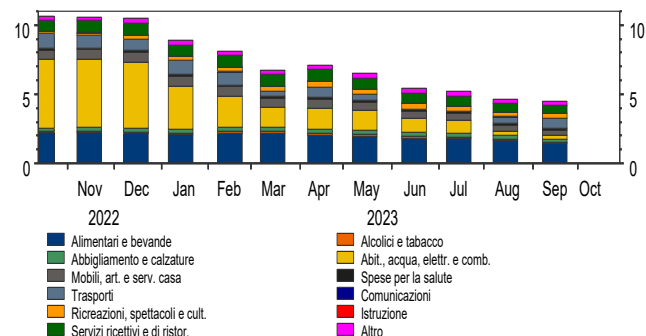
A settembre l'inflazione armonizzata UE è salita di un decimo al 5,6% a/a, mentre quella nazionale è scesa al 5,3% dal 5,4% del mese precedente. Nel mese, i prezzi sono cresciuti di +0,2% m/m sul NIC e di +1,7% m/m sull'IPCA, per via della fine dei saldi estivi. Il lieve rallentamento tendenziale dei prezzi sul NIC è imputabile ad alimentari freschi (da 9,2% a 7,7%), alimentari lavorati (da 10% a 8,9%), beni durevoli (da 4,6% a 4%) e, in misura minore, a beni non durevoli (da 5,2% a 4,7%), beni semidurevoli (da 2,9% a 2,4%) e servizi relativi all'abitazione (da 3,9% a 3,7%). All'opposto, sono saliti i prezzi degli energetici non regolamentati (da 5,7% a 7,6%) e dei servizi relativi ai trasporti (da 1,2% a 3,8%), ed è meno negativa la tendenza per gli energetici regolamentati (da -29,6% a -27,9%). **L'inflazione al netto di energetici e alimentari freschi (sul NIC) continua a calare, al 4,6% da 4,8% di agosto.** Nonostante l'aumento delle tariffe regolamentate, nel 4° trimestre **ci aspettiamo un calo pronunciato dell'inflazione (di oltre due punti percentuali) a ottobre** per via di effetti base favorevoli sulla componente energia e della normalizzazione dei servizi, mentre l'effetto del patto anti-inflazione promosso dal Governo sugli alimentari dovrebbe risultare complessivamente modesto. Dovrebbe proseguire anche la discesa dei prezzi dei beni come suggerito dalla dinamica favorevole del PPI (-12,2% a/a), nonostante il recente rincaro dell'energia. **In prospettiva, l'inflazione potrebbe attestarsi al 2,6% (sul CPI) a fine anno, prima di tornare, temporaneamente, a salire verso il 3% nel 1° semestre 2024.** L'indice al netto di alimentari freschi ed energia è stimato al 3,8% a fine 2023, e in ulteriore calo nei mesi successivi, sino al 2,2% a dicembre 2024.

L'inflazione potrebbe scendere sotto il 3% a partire da ottobre, grazie a effetti base favorevoli sull'energia



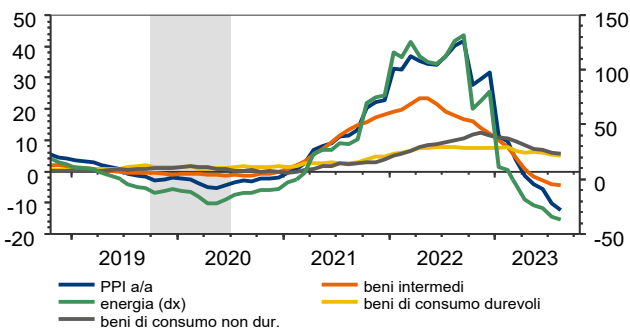
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Il contributo dell'energia potrebbe farsi negativo a ottobre, al momento sono ancora gli alimentari a trainare l'inflazione



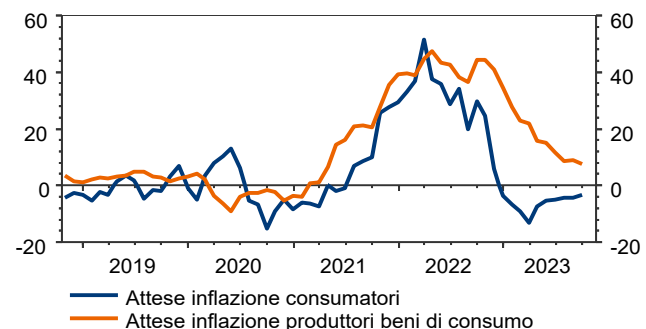
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le dinamiche dei prezzi alla produzione anticipano un rallentamento dell'inflazione dei beni



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

Anche le attese delle imprese sui prezzi restano compatibili con un ulteriore calo dell'inflazione



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

Tendenze del settore bancario

Il calo dei prestiti a società non-finanziarie è il più forte della serie storica dal 2001

Per effetto della trasmissione della politica monetaria restrittiva attraverso il canale del credito, il calo dei prestiti al settore privato risulta sempre più forte. Il totale dei prestiti a famiglie e imprese si è ridotto del 3,5% a/a ad agosto e del 3,8% a settembre secondo le stime ABI. Per i prestiti alle società non-finanziarie, con il -6,4% di agosto si è registrata la flessione più forte della serie storica che inizia a metà 2001. Per i prestiti alle famiglie, il calo è per ora molto contenuto, del -0,6% a/a ad agosto, dal -0,3% di luglio, primo dato negativo da maggio 2015. Tale evoluzione risente di quella dei mutui casa, in continuo rallentamento, ma ancora in crescita, del +0,8% ad agosto, dal +4,3% di inizio 2023. Alla base della frenata vi è il calo a due cifre dei nuovi contratti di mutuo, del -29% nei primi otto mesi. Al contempo, prosegue il riorientamento delle preferenze verso il tasso fisso, più basso di 74pb del tasso variabile. Perciò, a luglio e agosto i mutui a tasso fisso sono tornati in crescita, dopo circa due anni di cali, rappresentando il 73% delle erogazioni mensili.

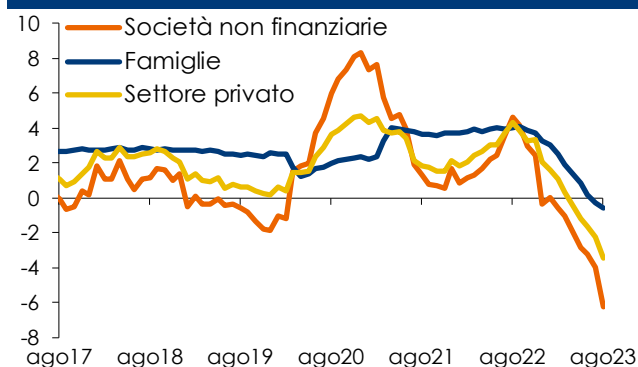
Elisa Coletti

L'evoluzione dei prestiti bancari continua a registrare gli effetti della trasmissione della politica monetaria restrittiva attraverso il canale del credito. Il calo dei prestiti al settore privato, in atto da aprile, risulta di mese in mese sempre più forte, pari a -3,4% a/a ad agosto, dal -2,3% di luglio. La tendenza è proseguita a settembre, con il -3,7% a/a secondo le anticipazioni ABI (dati al netto delle controparti centrali, corretti per le cartolarizzazioni e altre cessioni). **Il totale dei prestiti a famiglie e imprese ha registrato un andamento analogo, con il -3,5% ad agosto e il -3,8% stimato da ABI per settembre.**

L'intensificazione del calo osservata nei mesi estivi è legata all'andamento dei prestiti alle società non-finanziarie, che si sono ridotti del 6,4% ad agosto, dopo il -4% di luglio e il -3% circa nel bimestre maggio-giugno. Quella di agosto è **la contrazione più forte della serie storica che inizia a metà 2001.** Su tale brusca frenata influisce il confronto con la ripresa segnata dal 2° trimestre dello scorso anno fino ad agosto, quando si registrò un massimo della crescita del 4,6%, sulla spinta delle esigenze finanziarie connesse all'aumento dei prezzi energetici. In questo senso, le prime evidenze aggregate relative a settembre mostrano una decelerazione del trend negativo, sebbene ancora in forte flessione senza cenni di inversione del ciclo.

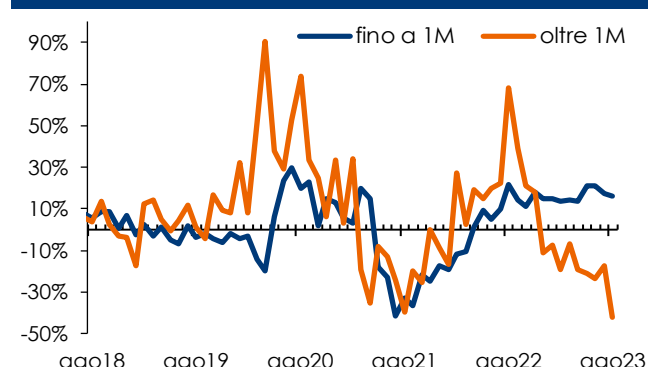
Anche il calo delle erogazioni alle società non-finanziarie si è intensificato ad agosto, segnando un -23,9% a/a dopo quattro mesi attorno a una media di -6,6%. Il dato si spiega con la **caduta dei nuovi prestiti di maggiore dimensione, del -42%, una variazione doppia rispetto al -20% dei quattro mesi precedenti.** Diversamente, come mostra il grafico in basso a destra, i finanziamenti fino a 1 milione hanno continuato a crescere, del 16,3% nel mese estivo, perfettamente in linea con la dinamica a due cifre registrata in media nei dodici mesi precedenti.

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



Fonte: Banca d'Italia

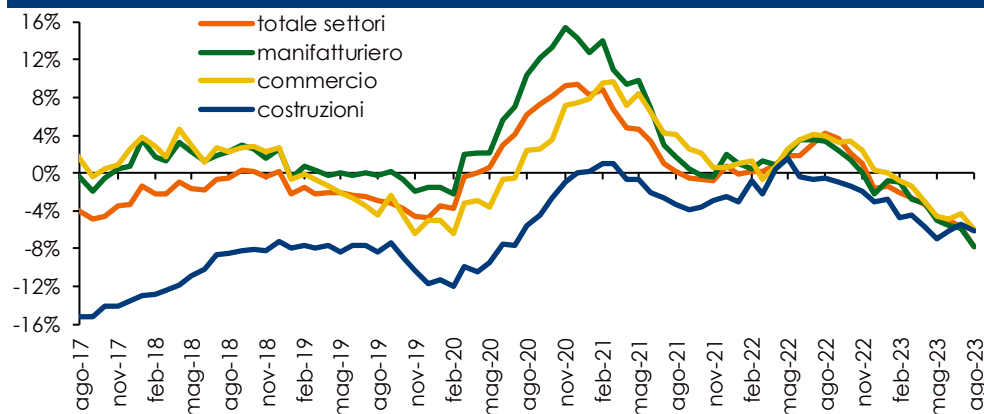
Erogazioni alle società non-finanziarie – flussi al netto delle rinegoziazioni (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le **dinamiche creditizie dei macrosettori mostrano la prosecuzione di un calo diffuso, che risulta particolarmente accentuato ad agosto per i prestiti alle imprese manifatturiere, pari a -7,7% a/a**, in negativo per il 9° mese consecutivo, dal -5,8% del mese precedente (dati riferiti ai prestiti escluse le sofferenze). **Anche la flessione dei prestiti al commercio risulta più marcata, del -6,0%** dopo il -4,3% di luglio. Analogò è risultato il **calo dei prestiti alle costruzioni, del -6,1% ad agosto**, in linea col -6,0% medio dei quattro mesi precedenti, segnalando che il trend dei prestiti al settore potrebbe avere smesso di peggiorare. Nel complesso, **i prestiti a società non-finanziarie e famiglie produttrici hanno riportato una flessione del 7,9% ad agosto, con un peggioramento di oltre due punti rispetto al -5,7% di luglio**. Va segnalato che si tratta del **dato peggiore da fine 2013**, quando si registrò una contrazione del -9,2%.

Prestiti vivi alle principali attività economiche, società non-finanziarie e famiglie produttrici (var. % a/a)

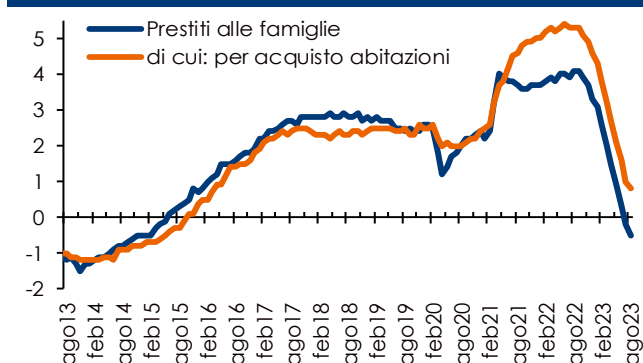


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Per i **prestiti alle famiglie, il calo rimane per ora molto contenuto, pari a -0,6% a/a ad agosto, dal -0,3% di luglio, primo dato negativo da maggio 2015**, dopo un rapido rallentamento dai massimi dei mesi estivi del 2022. Tale evoluzione risente di quella dei **mutui per l'acquisto di abitazioni, in continua decelerazione**, sebbene ancora leggermente in crescita, del +0,8% a/a ad agosto dopo il +1% di luglio, in forte ridimensionamento rispetto al +4,3% di inizio 2023.

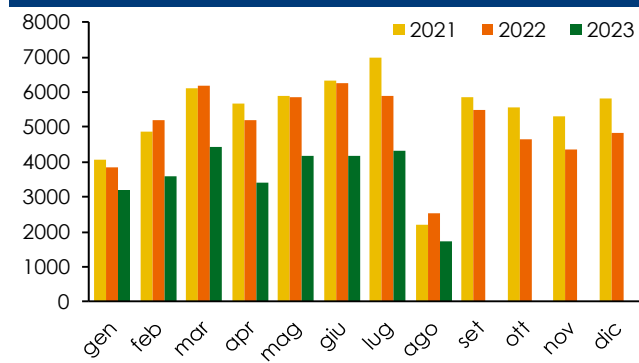
L'andamento dello stock di prestiti per acquisto abitazioni risente della significativa **flessione delle erogazioni per nuovi contratti di mutuo** che da luglio 2022, con l'avvio del ciclo di rialzi dei tassi di policy, hanno segnato cali a due cifre. Tuttavia, **tale tendenza non ha registrato un peggioramento nei mesi estivi**, restando nell'intorno del -30% da febbraio in poi (-31% ad agosto). Da inizio anno ad agosto il calo delle erogazioni per nuovi contratti di mutuo è stato del 29% a/a.

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



Fonte: BCE

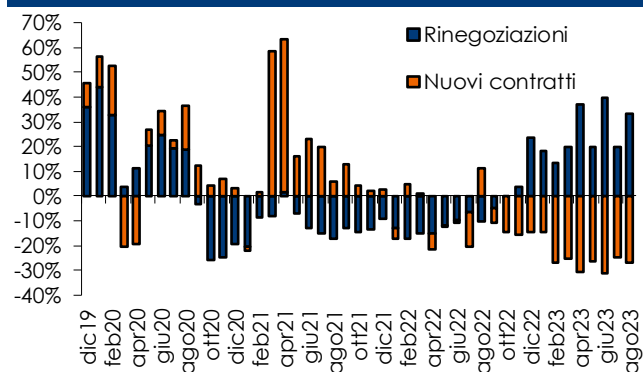
Flussi mensili per nuovi contratti di prestiti per acquisto abitazioni: tre anni a confronto (EUR mln)



Fonte: BCE, elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

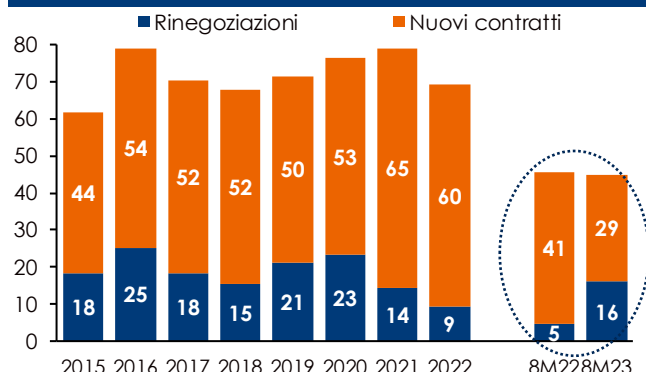
Alla luce del considerevole aumento del costo dei mutui a tasso variabile, **prosegue la crescita delle rinegoziazioni, in atto da fine 2022**. Da gennaio ad agosto l'importo complessivo delle rinegoziazioni è più che triplicato rispetto allo stesso periodo del 2022, sfiorando i 16 miliardi rispetto ai 4,6 miliardi dei primi otto mesi dello scorso anno. Da inizio 2023, le rinegoziazioni hanno rappresentato il 35% del totale delle operazioni a confronto con il 10% negli stessi 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

Flussi di rinegoziazioni e nuovi contratti di prestiti per acquisto abitazioni, dati annuali e primi sette mesi 2022-23 (EUR mld)

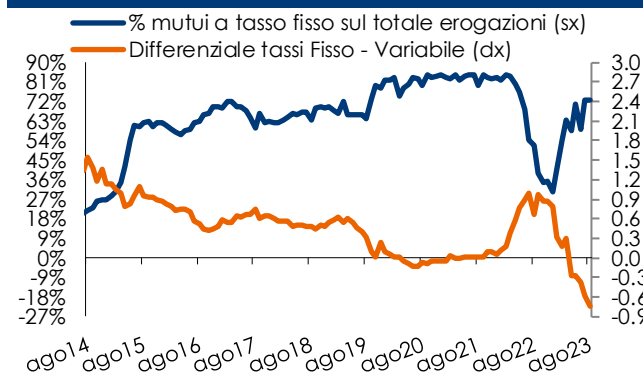


Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Anche ad agosto l'andamento dei tassi d'interesse ha confermato un **contesto favorevole ai mutui a tasso fisso**. Come già osservato nei mesi precedenti, mentre il tasso variabile ha proseguito nella salita, con un +22pb m/m a 4,81% ad agosto, il tasso fisso ha confermato una tendenza alla stabilizzazione, registrando un valore di 4,07% rispetto a una media di 4,09% da marzo a luglio. In particolare, da aprile **il tasso variabile è superiore al tasso fisso e il differenziale tra fisso e variabile si è fatto sempre più negativo, scendendo a -74pb ad agosto, da -57pb a luglio, valori mai segnati in vent'anni di serie storica**.

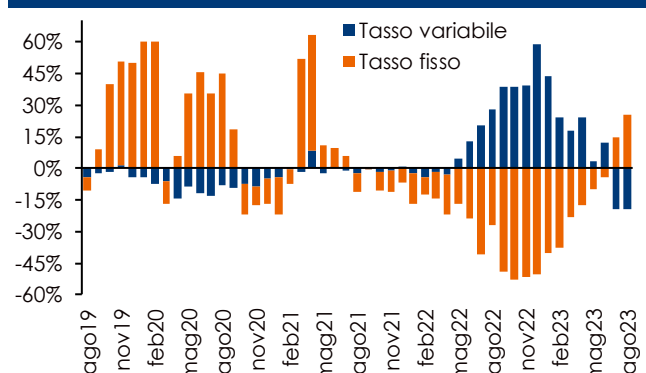
Di conseguenza, nei mesi estivi **le erogazioni a tasso fisso sono tornate in crescita dopo quasi due anni di variazioni sempre negative** (la voce include nuovi contratti, surroghe e sostituzioni), segnando **un +26,5% a/a a luglio e un +48,6% ad agosto**. All'opposto, da luglio **le operazioni a tasso variabile sono risultate di nuovo in calo**, del -43% a/a e del -40% ad agosto, interrompendo una crescita durata 14 mesi. Pertanto, **la quota di mutui a tasso fisso sul totale delle operazioni è salita a luglio al livello di 73%** (incluse le rinegoziazioni), **dove è rimasta ad agosto**, dopo essere tornata sopra il 50% da febbraio, rispetto al minimo di 31% registrato a fine 2022 (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

Si attenua la contrazione dei depositi

Dopo il minimo storico toccato a luglio con il -6,5% a/a, ad agosto il calo dei depositi è stato più moderato, pari a -5,5%, seguito da un -4,2% a settembre secondo le anticipazioni ABI. A fronte del deflusso dai depositi a vista, è continuata la riallocazione di risorse verso i titoli di debito in custodia, aumentati di altri 10 miliardi ad agosto e di 105 miliardi da inizio anno per le famiglie consumatrici. E' proseguita anche la notevole ripresa delle obbligazioni bancarie, con una crescita del 16,4% a/a ad agosto e del +16,9% a settembre secondo le stime ABI. Per effetto di tali andamenti, la raccolta totale da clientela ha segnato un calo più contenuto, pari a -3,4% ad agosto e -2,1% a settembre secondo le stime ABI, rispetto al minimo di -4,4% registrato a luglio.

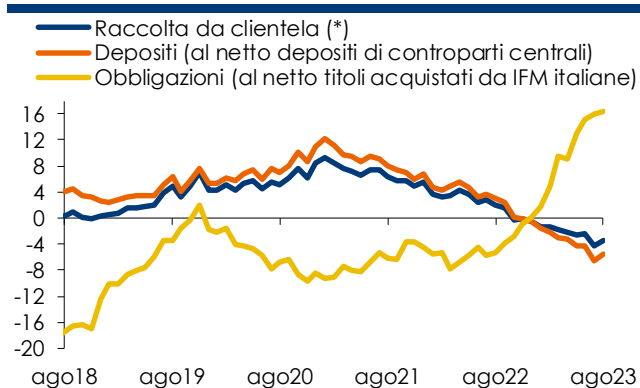
Elisa Coletti

I dati di agosto e settembre hanno delineato un **rallentamento del calo dei depositi. Dopo il minimo storico toccato a luglio con il -6,5% a/a, ad agosto la variazione annua negativa è stata più moderata, pari a -5,5% seguita da un -4,2% a settembre** secondo le anticipazioni ABI.

Inoltre, nei due mesi considerati, **si è consolidata la forte e rapida ripresa delle obbligazioni bancarie**, in atto da inizio 2023, con un **tasso di crescita dello stock che prosegue a due cifre da maggio, del 16,4% a/a ad agosto e del +16,9% a settembre**, secondo le stime ABI. Pertanto, lo stock è tornato su livelli che non si vedevano da fine 2019.

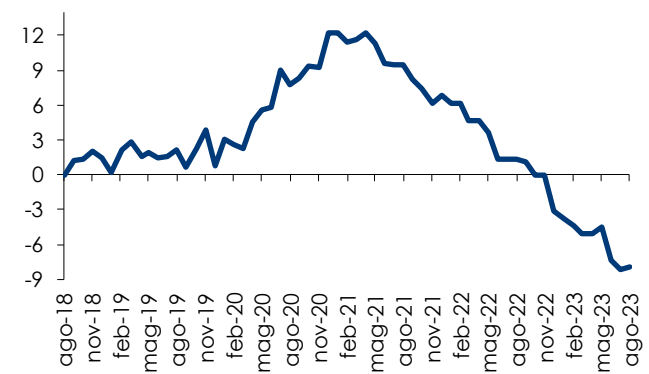
Per effetto di tali andamenti, **la raccolta totale da clientela ha registrato un calo più contenuto, del -3,4% ad agosto e del -2,1% a settembre** secondo le stime ABI, rispetto al minimo di -4,4% segnato a luglio. Anche il peggioramento del trend negativo della raccolta complessiva, inclusi il rifinanziamento BCE e i depositi di non-residenti, sembra essersi fermato: dopo il -8,2% a/a di luglio, agosto ha registrato un calo del 7,9%, comunque di notevole entità. In particolare, si segnala che **i depositi di non-residenti sono in forte crescita, al ritmo del +27% in media da giugno ad agosto**, con un'accelerazione del trend positivo in atto da inizio 2022.

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

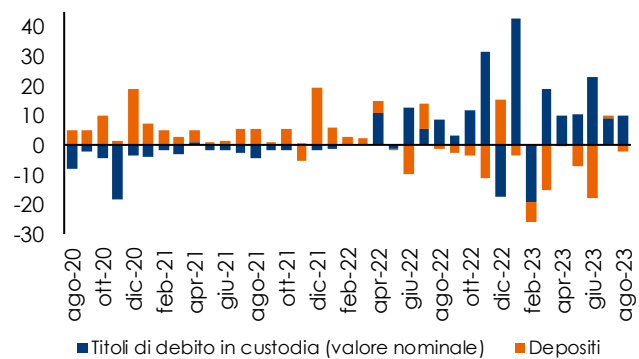
Tasso di variazione della raccolta totale (include il rifinanziamento BCE e i depositi di non-residenti) (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia

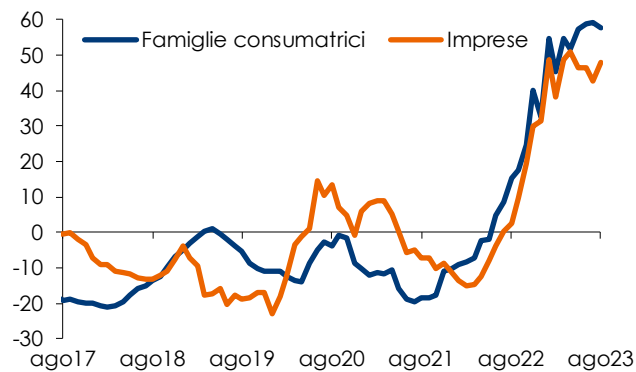
Prosegue la **ricomposizione dei portafogli dei risparmiatori**, indotta dall'aumento dei rendimenti di mercato. Accanto al calo dei conti correnti e alla forte crescita dei depositi con durata prestabilita, **continua la notevole ripresa dei titoli di debito a custodia delle famiglie consumatrici**, che ad agosto hanno registrato un altro aumento mensile considerevole, pari a 10 miliardi dopo i 9 miliardi di luglio e la cifra record di 23 miliardi a giugno, connessa al successo del collocamento sul mercato retail della prima emissione del BTP Valore. **Da inizio anno ad agosto, i titoli di debito a custodia di famiglie e imprese sono cresciuti di 127 miliardi**, di cui 105 delle famiglie consumatrici, tornate a investire direttamente in titoli di Stato italiani e in obbligazioni bancarie.

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



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

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



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

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A., 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

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi – Economista macro Area euro/Italia

andrea.volpi@intesasnpaolo.com

Industry & Banking Research

Banking Research

Elisa Coletti – Economista Banche

elisa.coletti@intesasnpaolo.com