

# La Bussola dell'Economia Italiana

**Direzione Studi e Ricerche**

Novembre 2023

**IMI**

CORPORATE &  
INVESTMENT  
BANKING

## La bussola dell'economia italiana

### Indice

#### L'evoluzione dello scenario congiunturale

Prosegue la fase di sostanziale stagnazione dell'economia  
 Sintesi della previsione macroeconomica  
 Si è interrotta la caduta della produzione industriale  
 Le indagini manifatturiere non mostrano ancora un'inversione di tendenza  
 Costruzioni in crescita in estate ma le prospettive per fine anno restano deboli  
 Servizi stagnanti nel 3° trimestre, deboli anche a fine 2023  
 I consumatori restano cauti, spese fiacche almeno fino alla primavera  
 Occupati ancora in crescita, risale ma solo lievemente la disoccupazione  
 Stenta a ripartire il commercio con l'estero  
 L'inflazione è calata più del previsto (sotto il 2% a ottobre)

#### Tendenze del settore bancario

La variazione negativa dei prestiti al settore privato ha smesso di peggiorare  
 Anche dal lato dei depositi si conferma un assestamento del trend

### Novembre 2023

2

2

6

7

Nota Mensile

8

9

**Direzione Studi e Ricerche**

10

11

12

13

**Paolo Mameli**

14

Economista Macro

15

**Andrea Volpi**

15

Economista Macro

18

**Elisa Coletti**

Economista Banche



## L'evoluzione dello scenario congiunturale

### Prosegue la fase di sostanziale stagnazione dell'economia

Il PIL potrebbe ancora oscillare tra zero e -0,1% t/t nel trimestre in corso, come nei due trimestri precedenti. Sono in aumento i rischi al ribasso sull'attività economica in prospettiva 2024. Tuttavia, l'economia italiana ha anche dimostrato, nel periodo più recente, una migliore resistenza agli shock esterni rispetto al passato.

**Il PIL italiano è rimasto stabile nel trimestre estivo**, dopo l'ampia contrazione registrata nei mesi primaverili (-0,4% t/t). Il dato si confronta con l'aspettativa di consenso (e nostra) per un marginale rimbalzo (0,1% t/t). Su base annua, il ritmo di espansione è risultato pari a zero, da un precedente 0,3% a/a. **La crescita acquisita per il 2023** (in caso di stagnazione anche nel trimestre corrente) **è pari a 0,7%**.

Il dettaglio per componenti non è ancora disponibile (sarà reso noto il 1° dicembre), ma il comunicato stampa dell'Istat suggerisce che dal lato della produzione vi sia stato un calo del valore aggiunto nell'agricoltura, una **crescita (lieve, secondo le nostre stime) nell'industria** (che non ha frenato il valore aggiunto per la prima volta dopo 4 trimestri consecutivi di contrazione: Fig. 1), **e una sostanziale stabilità nei servizi**. In linea con le nostre aspettative, il **commercio estero ha contribuito positivamente, a fronte di un apporto negativo della domanda interna (al lordo delle scorte)**.

In prospettiva, sulla base delle indagini (Fig. 2), il **PIL potrebbe risultare stagnante anche nel trimestre in corso; i rischi su questa stima sono al ribasso**, visto il peggioramento degli indici di fiducia nei mesi tra fine estate e inizio autunno. Secondo le nostre stime, il picco dell'impatto negativo della stretta monetaria potrebbe essere avvertito tra la fine del 2023 e l'inizio del 2024. **Il PIL potrebbe tornare a crescere solo, nella migliore delle ipotesi, a partire dalla primavera**, e in misura più consistente nel 2° semestre 2024, quando una spinta potrebbe arrivare dal recupero di potere d'acquisto delle famiglie e da una accelerazione dei flussi di spesa effettiva finanziata dai fondi NGEU.

Nel complesso, l'anno in corso potrebbe chiudersi con una crescita del PIL dello 0,7%, e stanno aumentando in misura significativa i **rischi al ribasso sulla nostra stima di un'espansione dell'1% l'anno prossimo**.

**Un modello di "nowcasting" di breve termine** (Fig. 3), che stima la variazione trimestrale del PIL sulla base sia dei principali dati reali mensili sull'attività economica (produzione industriale, produzione nelle costruzioni, vendite al dettaglio) che degli indici di fiducia (il più correlato alla crescita del PIL t/t è il PMI composito), **segnala che la crescita su base congiunturale del PIL potrebbe collocarsi tra zero e -0,1% t/t** (ovvero in linea con i due trimestri centrali del 2023) **anche tra fine anno e inizio 2024**. C'è da aggiungere però che il modello, nel periodo più recente, ha sottostimato l'evoluzione dell'attività economica.

**Un modello più "strutturale" di medio termine** (Fig. 4), che spiega la variazione annua del PIL italiano sulla base delle determinanti fondamentali di crescita (domanda mondiale rivolta verso l'Italia, prezzi delle materie prime energetiche, variabili di politica monetaria e politica fiscale), **segnala da un lato che l'attività economica potrebbe rimanere relativamente debole anche nel 2024, dall'altro che il punto di minimo del ciclo potrebbe essere stato toccato lo scorso trimestre**. Nei prossimi trimestri, peseranno sia gli effetti della restrizione monetaria che la minore espansività della politica fiscale (per il venir meno sia delle misure approvate contro la crisi energetica e per la minore generosità dei bonus edilizi), pur mitigata dall'implementazione del PNRR, mentre una spinta è attesa dal calo dei prezzi delle materie prime e dall'accelerazione della crescita globale e quindi della domanda estera (attesa però solo nella seconda parte del 2024). Peraltro, anche

Paolo Mameli

**Nel trimestre estivo si è interrotta la caduta della produzione industriale e del PIL**

**I modelli danno indicazioni in media ancora negative, ma sembrano aver sottostimato la crescita nel periodo recente**

i modelli "strutturali" di medio termine (anzi in maggior misura rispetto ai tool di "nowcasting") hanno sottostimato ampiamente la crescita dell'economia italiana nel periodo più recente, il che potrebbe segnalare un **break strutturale rispetto al passato**, nella direzione di una migliore resilienza dell'economia rispetto agli shock esterni.

**Come si spiega la migliore performance dell'economia italiana rispetto alle previsioni derivanti dai modelli econometrici**, e la maggiore resistenza, rispetto al passato, ai numerosi shock che hanno colpito l'economia mondiale negli ultimi anni, anche nel confronto con le altre principali economie dell'Eurozona (al 3° trimestre 2023, rispetto a fine 2019, il PIL reale risulta in crescita del 3,3% in Italia, contro il 2,1% della Spagna, l'1,9% della Francia e lo 0,3% della Germania)? Distinguiamo tre periodi (rimbalzo post-pandemico tra metà 2020 e inizio 2022, crisi energetica tra primavera 2022 e inizio 2023, fase attuale).

**Diversi fattori spiegano la maggiore resistenza agli shock esterni rispetto al passato**

■ La migliore performance rispetto agli altri grandi Paesi dell'Eurozona si spiega, durante la fase di **rimbalzo post-pandemico**, con:

- una maggiore **integrazione domestica delle catene del valore**, che ha consentito al sistema industriale di soffrire meno, rispetto ad altri Paesi, delle difficoltà di approvvigionamento di materiali e componentistica che hanno caratterizzato la fase post-pandemica;
- una **specializzazione geografica favorevole**, con un maggiore peso, tra i mercati di sbocco, di economie che hanno mostrato una migliore tenuta (come gli Stati Uniti o i Paesi OPEC) e viceversa minori legami (sia nei flussi di import-export di beni finali che negli approvvigionamenti di materie prime, componentistica e beni intermedi) con l'Asia (Cina in primis), e con la Russia e l'Europa dell'Est;
- una **specializzazione settoriale favorevole**, con un minor peso del comparto automotive (più esposto alle carenze di componentistica) e dei settori ad alta intensità di energia;
- più in generale, l'ampia **diversificazione dell'export** italiano sia per mercato di sbocco che per settore merceologico ha reso le imprese esportatrici più resistenti ai numerosi shock che hanno colpito l'economia internazionale negli ultimi anni;
- inoltre, all'interno di ciascun settore, le imprese italiane si vanno specializzando sempre più in **comparti e mercati ad alto valore aggiunto**, il che ha consentito negli ultimi anni all'Italia di mantenere quote di mercato (a differenza di Germania e Francia) proteggendosi dalla concorrenza dei Paesi a basso costo del lavoro;
- infine, il **peso relativamente elevato del settore dei servizi**, e in particolare dei servizi legati al turismo (che, considerando l'indotto, pesano per circa il 13% del valore aggiunto totale), ha favorito la ripresa del PIL in una fase di vivace ripartenza dei comparti ad alta intensità di contatti, che più avevano sofferto delle restrizioni pandemiche.

■ Anche durante la **crisi energetica** intervenuta a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina nel febbraio dello scorso anno, l'economia italiana ha tenuto meglio del previsto, grazie ai seguenti fattori:

- l'efficacia delle azioni sia di **efficientamento energetico** che di sostituzione del gas naturale proveniente dalla Russia con altri fornitori;
- il sostegno giunto dagli **interventi approvati dal Governo contro il caro-energia**, che sono stati significativi sia in valore (circa 80 miliardi ovvero oltre il 4% del PIL tra il 2022 e il 2023) sia perché per circa la metà (una percentuale più elevata rispetto alla media degli altri Paesi europei) si è trattato di misure *targeted*, cioè mirate alle famiglie e alle imprese più vulnerabili;
- come detto, una maggiore **specializzazione**, rispetto ad altri Paesi dell'Eurozona (Germania in primis), **in produzioni ed esportazioni a intensità energetica relativamente bassa**: di tutte le categorie di prodotti con un peso superiore al 5% nel paniere delle

esportazioni italiane, solo due (prodotti metallici e chimici) sono classificate come ad alta intensità energetica; i settori di esportazione più competitivi dell'Italia (macchinari, alimenti trasformati, moda, farmaci) hanno un basso livello di intensità energetica.

■ Esaminando l'evoluzione delle principali componenti del PIL, il principale fattore che ha contribuito alla tenuta dell'economia italiana negli ultimi anni è stato la **vivacità degli investimenti**: al 2° trimestre 2023, in Italia si è registrata una crescita degli investimenti fissi lordi di contabilità nazionale del +23,5% rispetto a fine 2019 (contro il +5,4% della Francia e un calo di circa -2% sia in Germania, che in Spagna). Tale significativa sovraperformance appare dovuta a:

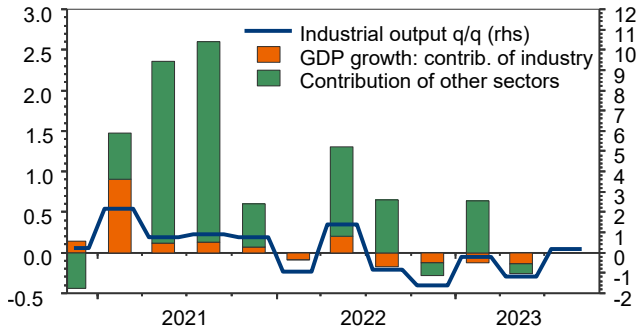
- l'effetto degli **incentivi fiscali** non solo nel settore delle costruzioni ma anche con riferimento ai crediti d'imposta previsti dal pacchetto "Transizione 4.0" (i soli investimenti in macchinari sono cresciuti in Italia del 19% da fine 2019 a metà 2023, contro il +3,9% della Francia, una sostanziale stabilità in Germania e un calo di quasi -7% in Spagna); se la spinta dai bonus edilizi è destinata ad attenuarsi nei prossimi mesi, il supporto derivante dal pacchetto "Transizione 4.0" è assicurato (in parte finanziato da fondi europei) almeno sino a fine 2025;
- le necessità di **catching up, rispetto ai Paesi più avanzati in Europa, in tema di doppia transizione** (digitale ed energetico/ecologica).

■ **Nel periodo più recente, la sovraperformance dell'economia italiana rispetto alle altre grandi economie dell'Eurozona pare venuta meno** (nella media dei 4 trimestri tra fine 2022 ed estate 2023, il PIL italiano è rimasto sostanzialmente fermo, in linea con il PIL area euro). La causa è da ricercarsi nel **minor vigore del settore dei servizi, che sembra avere esaurito la spinta post-pandemica, e delle costruzioni, in relazione alla minore generosità dei bonus edilizi** (in presenza di un'industria che soffre come altrove - pur in minor misura che in Germania - della persistente debolezza del commercio internazionale). In generale però, anche di fronte alla sfida derivante dagli effetti dei rialzi dei tassi di interesse, la performance dell'economia italiana potrebbe risultare meno negativa di quanto suggerito dai modelli econometrici, e mostrare quantomeno una minore sottoperformance, rispetto alle altre principali economie, di quanto visto in passato, per diverse ragioni:

- **sia le famiglie che le imprese, in Italia, sono poco indebitate**: al 2° trimestre 2023, il debito delle famiglie in rapporto al proprio reddito disponibile lordo si colloca al 60% contro il 91% nell'Eurozona, e il debito delle imprese in rapporto al PIL risulta pari al 66% contro il 99% della media dell'area dell'euro;
- si registra una **minore vulnerabilità ai tassi di interesse rispetto al passato**: il 63% dei mutui è a tasso fisso (rispetto a circa il 20% prima della crisi finanziaria), e oltre il 30% dei mutui a tasso variabile emessi nel 2022 presenta una soglia massima di tasso (*cap*);
- una parte degli investimenti fissi potrebbe risultare oggi meno sensibile ai tassi di interesse in virtù delle crescenti necessità di spesa in conto capitale (in parte finanziate da incentivi pubblici) derivanti dalla **transizione ecologica e digitale**;
- la **tenuta del mercato del lavoro** consentirà a nostro avviso di limitare i tassi di insolvenza delle famiglie, che in Italia risultano assai più correlati al tasso di disoccupazione (ai minimi da 15 anni) che non al livello dei tassi di interesse;
- **il sistema bancario è oggi ampiamente capitalizzato** e presenta un elevato livello di liquidità, il che riduce sensibilmente i rischi sul sistema-Paese di uno scenario di tassi di interesse elevati.

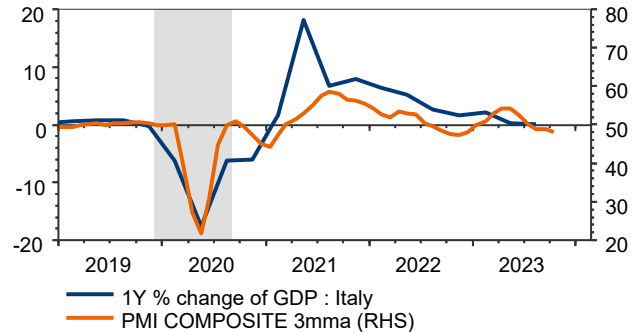
Nel complesso, riteniamo che nel 2024 la spinta derivante dal recupero di potere d'acquisto delle famiglie, e dall'accelerazione nei flussi di spesa effettiva finanziati dal PNRR, possa compensare gli effetti negativi della restrizione monetaria, anche se la prima parte dell'anno potrebbe essere ancora caratterizzata da una certa debolezza. **Sono in aumento i rischi al ribasso sulla nostra previsione di crescita del PIL dell'1% in media nel 2024.**

**Fig. 1 - L'industria non ha pesato sulla crescita nel trimestre estivo...**



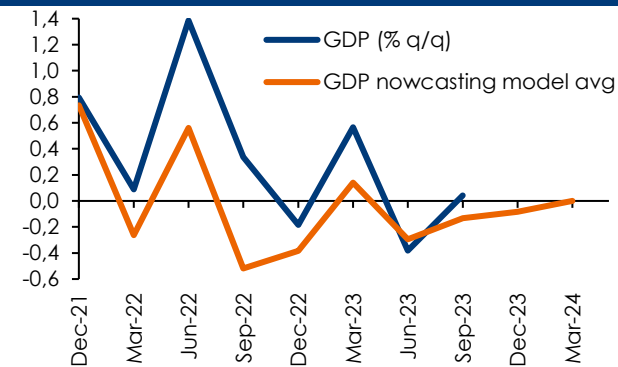
Fonte: Istat e elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 2 - ...ma gli indicatori anticipatori restano coerenti con una persistente debolezza dell'attività economica**



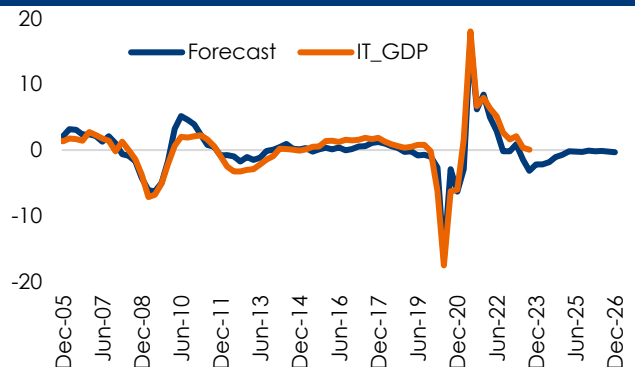
Fonte: Istat, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 3 - Un modello di breve termine, pur sottostimando la variazione % t/t del PIL nel periodo recente, segnala una crescita del PIL fra zero e -0,1% t/t a cavallo d'anno**



Nota: il modello di "nowcasting" stima la variazione trimestrale del PIL sulla base sia dei principali dati reali mensili sull'attività economica (produzione industriale, produzione nelle costruzioni, vendite al dettaglio) che degli indici di fiducia (il più correlato alla crescita del PIL t/t è il PMI composito).  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 4 - Un modello di medio termine, pur sottostimando significativamente la crescita a/a del PIL, mostra che il punto di minimo del ciclo potrebbe essere vicino**



Nota: il modello stima la variazione annua del PIL italiano sulla base delle determinanti fondamentali di crescita (domanda mondiale rivolta verso l'Italia, prezzi delle materie prime energetiche, variabili di politica monetaria e politica fiscale); come variabili "ausiliarie" sono state utilizzate una proxy della mobilità durante la fase pandemica e il PMI servizi. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

## Sintesi della previsione macroeconomica

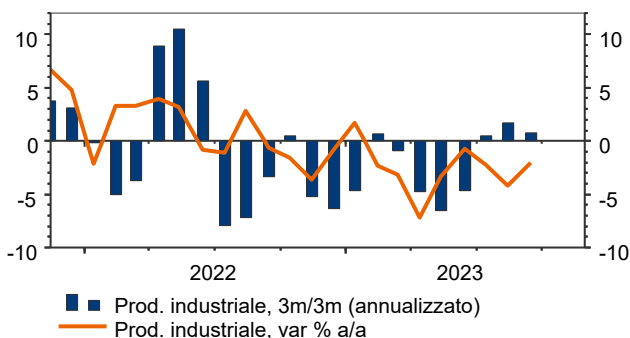
	2022	2023p	2024p	2022		2023				2024			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>PIL (prezzi costanti, a/a)</b>	<b>3.9</b>	0.7	1.0	<b>2.6</b>	<b>1.6</b>	<b>2.1</b>	<b>0.3</b>	<b>0.0</b>	0.3	0.0	0.9	1.3	1.6
- var.ne % t/t				<b>0.3</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.6</b>	<b>-0.4</b>	<b>0.0</b>	0.0	0.3	0.4	0.5	0.4
Consumi delle famiglie	<b>5.0</b>	1.3	0.9	<b>2.5</b>	<b>-1.7</b>	<b>0.6</b>	<b>0.2</b>	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4
Consumi pubblici	<b>0.7</b>	0.0	0.1	<b>-0.1</b>	<b>0.6</b>	<b>0.3</b>	<b>-0.8</b>	0.2	0.1	0.0	0.0	0.2	0.1
Investimenti fissi	<b>10.1</b>	0.9	0.2	<b>-0.3</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>-1.7</b>	0.1	0.2	0.0	0.1	0.5	0.6
Investimenti in macchinari	<b>8.3</b>	2.9	0.8	<b>1.6</b>	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>	<b>-0.5</b>	0.0	0.0	0.0	0.4	0.8	0.9
Investimenti in mezzi di trasporto	<b>7.4</b>	10.6	2.1	<b>7.2</b>	<b>2.8</b>	<b>4.9</b>	<b>1.4</b>	-2.0	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7
Investimenti in costruzioni	<b>12.1</b>	-2.2	-0.7	<b>-2.9</b>	<b>0.9</b>	<b>0.4</b>	<b>-3.3</b>	0.5	0.2	-0.2	-0.2	0.1	0.2
Esportazioni	<b>10.7</b>	0.7	2.5	<b>-0.5</b>	<b>1.8</b>	<b>-1.0</b>	<b>-0.6</b>	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
Importazioni	<b>13.1</b>	1.0	2.1	<b>2.1</b>	<b>-2.0</b>	<b>1.0</b>	<b>0.0</b>	-0.2	0.5	0.8	0.7	0.6	0.6
<b>Contr. % PIL</b>													
Commercio estero	<b>-0.5</b>	-0.1	0.2	<b>-0.8</b>	<b>1.3</b>	<b>-0.7</b>	<b>-0.2</b>	0.3	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
Domanda finale interna	<b>5.1</b>	0.9	0.6	<b>1.4</b>	<b>-0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>-0.4</b>	0.1	0.1	0.1	0.2	0.4	0.4
Var. scorte	<b>-0.7</b>	-0.2	0.2	<b>-0.2</b>	<b>-0.8</b>	<b>0.6</b>	<b>0.2</b>	-0.3	-0.2	0.3	0.2	0.0	-0.1
<b>Affività produttiva</b>													
Produzione industriale	<b>0.4</b>	-2.3	0.2	<b>-0.8</b>	<b>-1.6</b>	<b>-0.2</b>	<b>-1.2</b>	0.2	0.1	0.0	0.2	0.3	0.2
<b>Prezzi, salari e redditi</b>													
Prezzi al consumo (NIC, a/a)	<b>8.2</b>	5.8	2.5	<b>8.4</b>	<b>11.7</b>	<b>8.9</b>	<b>7.4</b>	<b>5.6</b>	1.5	2.1	2.7	2.8	2.5
- escl. alimentari, energia (a/a)	<b>3.7</b>	5.2	2.6	<b>4.5</b>	<b>5.6</b>	<b>6.2</b>	<b>5.9</b>	<b>4.8</b>	3.9	3.1	2.5	2.5	2.2
PPI (a/a)	<b>34.4</b>	-5.7	-0.1	<b>39.6</b>	<b>29.6</b>	<b>8.1</b>	<b>-3.8</b>	<b>-12.2</b>	-13.0	-6.6	1.8	2.7	2.2
Disoccupazione (%)	<b>8.1</b>	7.6	7.9	<b>8.0</b>	<b>7.9</b>	<b>7.9</b>	<b>7.6</b>	<b>7.4</b>	7.6	7.8	8.0	7.9	7.8
Occupati totali	<b>2.5</b>	1.8	0.1	<b>0.0</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>	<b>0.4</b>	0.0	-0.2	-0.1	0.0	0.1
Salari contrattuali	<b>1.0</b>	2.7	2.2										
Reddito disponibile reale	<b>-1.5</b>	-0.5	1.1										
Tasso di risparmio (%)	<b>8.1</b>	6.4	6.6										
<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>	-5.4	-4.5										
Debito (% PIL)	<b>141.7</b>	140.9	140.9										
<b>Variabili finanziarie</b>													
Euribor 3 mesi	<b>2.07</b>	3.98	3.48	<b>1.01</b>	<b>2.07</b>	<b>2.91</b>	<b>3.54</b>	<b>3.88</b>	3.98	3.97	3.91	3.58	3.48
Tasso BTP 10 anni (%)	<b>3.05</b>	4.22	4.59	<b>3.50</b>	<b>4.13</b>	<b>4.13</b>	<b>4.09</b>	<b>4.20</b>	4.44	4.53	4.70	4.65	4.48
BTP/Bund spread	<b>1.88</b>	1.78	1.93	<b>2.18</b>	<b>2.00</b>	<b>1.82</b>	<b>1.72</b>	<b>1.68</b>	1.90	1.97	2.00	1.93	1.83

Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

### Si è interrotta la caduta della produzione industriale

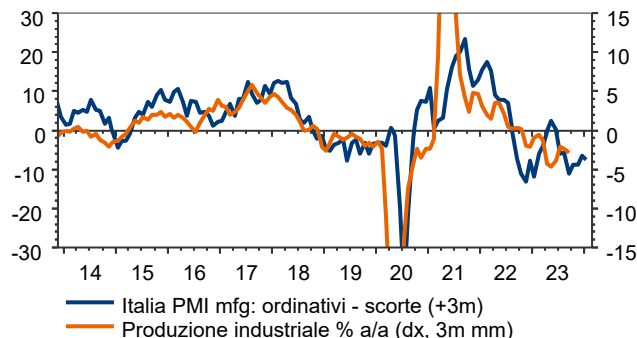
La produzione industriale italiana è risultata invariata a settembre dopo il rimbalzo di 0,3% m/m (rivisto al rialzo di un decimo) di agosto. Si attenua la contrazione su base annua (corretta per i giorni lavorativi e gli effetti del calendario), a -2% da un precedente -4,2%. L'output risulta ora più basso di -3,4% rispetto a febbraio 2022 (prima della guerra in Ucraina) e di -0,8% rispetto a febbraio 2020 (prima dello shock pandemico). **Nel mese, il calo della produzione di beni di consumo (-2,2% m/m) è stato compensato da un recupero degli altri principali macro-gruppi** (beni capitali +1,5%, beni intermedi +0,8%, energia +1,1%). I beni capitali restano l'unico raggruppamento in progresso su base annua (+2,6%), a fronte di un calo molto marcato per i beni di consumo (-6,5%). Lo spaccato per settore mostra una contrazione tendenziale a due cifre per l'industria del legno, carta e stampa (-11,6%) e per tessile e abbigliamento (-10,9%), mentre continua il recupero per i mezzi di trasporto (+11,2%). **Nel complesso del 3° trimestre, la produzione industriale è cresciuta di 0,2% t/t, per la prima volta dopo 4 trimestri consecutivi di contrazione** (in media di un punto percentuale a trimestre), e il 4° trimestre parte con un'eredità statistica positiva e pari a 0,3% t/t. **È troppo presto** però, a nostro avviso, **per considerare terminate le difficoltà del settore industriale**, visto che le indagini di fiducia delle imprese continuano a segnalare debolezza.

#### L'industria sta vivendo una fase meno negativa rispetto a qualche mese fa...



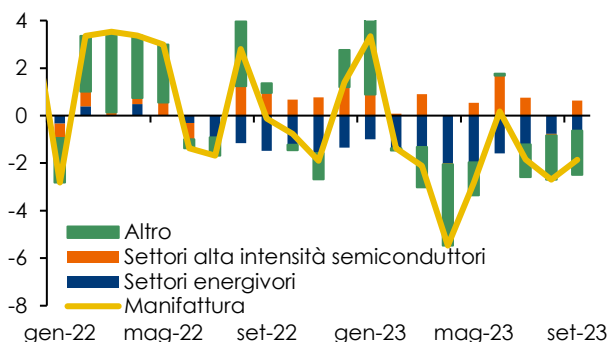
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### ...ma le indagini continuano a segnalare rischi di ribasso per i prossimi mesi



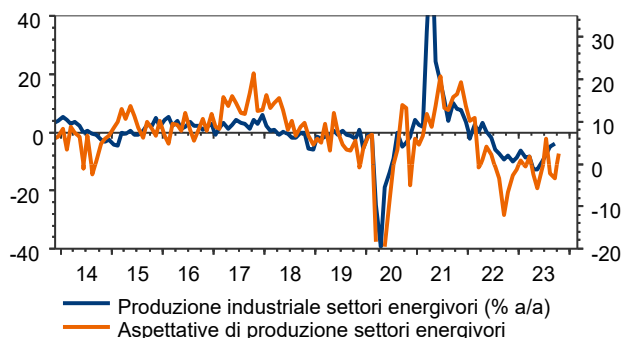
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

#### I settori energivori sembrano soffrire di una perdita permanente di capacità produttiva...



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

#### ...come mostrano le intenzioni di produzione delle imprese nei settori a più alta intensità energetica



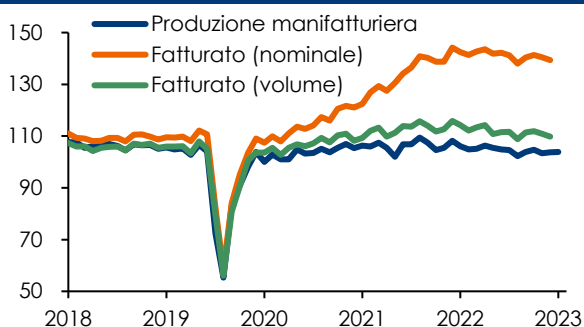
Nota: i settori ad alta intensità energetica sono carta, chimica, raffinerie e metalli. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Commissione UE



### Le indagini manifatturiere non mostrano ancora un'inversione di tendenza

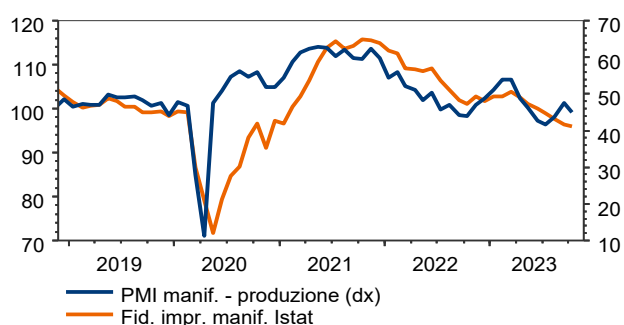
**Le indagini di fiducia nel settore industriale**, dopo aver mostrato qualche timido segnale di stabilizzazione a settembre, **sono tornate a peggiorare ad ottobre, suggerendo come l'attività nel settore sia destinata a rimanere debole anche a fine anno**. L'indice di **fiducia manifatturiera Istat è sceso a 96 da 96,4**, con le imprese che continuano a riportare un quadro di indebolimento degli ordini, sia domestici che esteri, e di calo dell'attività produttiva, ai minimi da quasi tre anni. Anche le aspettative suggeriscono che un'inversione di tendenza nei prossimi mesi appare poco probabile. La correzione del morale risulta diffusa su base settoriale ma restano i produttori di beni intermedi i più colpiti, probabilmente per via della maggiore esposizione all'industria tedesca. Inoltre, i risultati della consueta indagine trimestrale mostrano come il principale ostacolo alla produzione sia l'insufficienza della domanda e non più la scarsità di input produttivi che aveva limitato l'attività per tutta la fase post-pandemica. Restano però espansive le intenzioni di assunzione. **Il PMI manifatturiero è tornato a scendere in ottobre, a 44,9 dopo il rimbalzo a 46,8 del mese precedente** confermando la debolezza della domanda, domestica ed estera, già emerso dalle indagini Istat. La dinamica delle scorte suggerisce che in questa fase le imprese stanno cercando di smaltire la merce invenduta, senza però che ciò si configuri come un segnale anticipato di una ripartenza della domanda: continuano infatti a calare non solo la produzione ma anche gli acquisti di input produttivi. La componente relativa all'occupazione del PMI manifatturiero, diversamente che nell'indagine Istat, è tornata lievemente al di sotto della soglia d'invarianza (ma rimane al di sopra dei livelli coerenti con l'ampio calo della produzione).

#### Dopo aver toccato un picco a fine 2022, anche il fatturato nominale è in fase discendente



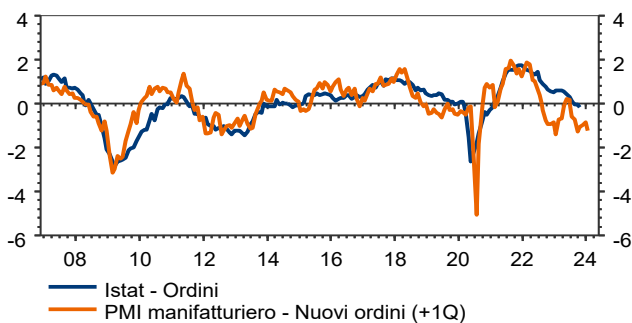
Nota: indici. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Le indagini manifatturiere tornano a peggiorare ad ottobre



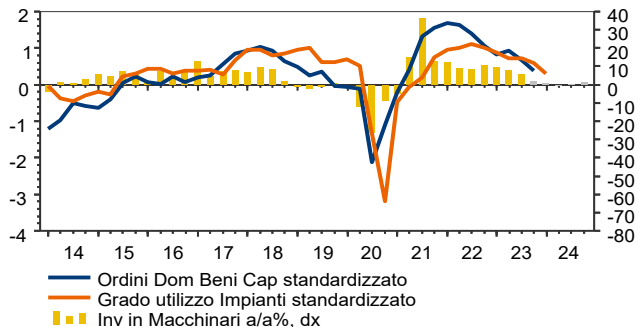
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

#### Il calo degli ordini conferma un quadro di debolezza per la domanda che non sembra destinato ancora ad invertirsi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

#### Gli ordini di beni strumentali puntano verso un deciso rallentamento degli investimenti in macchinari

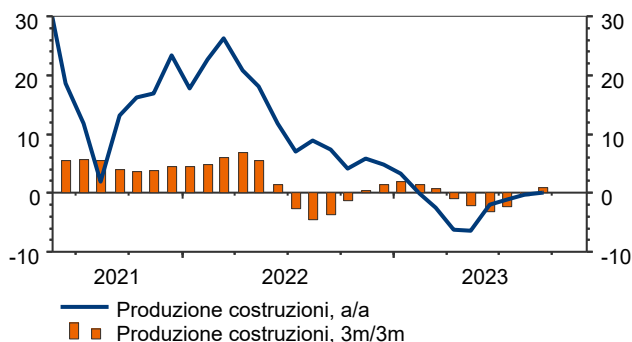


Nota: previsioni in grigio. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Costruzioni in crescita in estate ma le prospettive per fine anno restano deboli

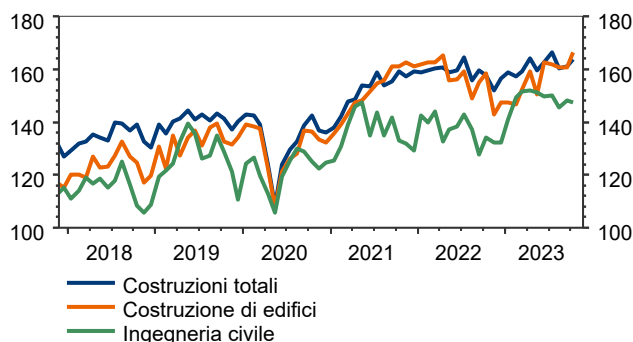
La produzione nelle costruzioni è cresciuta per il secondo mese a settembre, di 0,2% m/m dopo il rimbalzo di 2,1% m/m registrato ad agosto. Nel 3° trimestre l'output nel settore è quindi tornato ad espandersi, di 0,9% su base congiunturale, dopo l'ampia contrazione di -3,2% subita durante la primavera. Il modesto progresso estivo non è quindi sufficiente a recuperare il terreno perso in precedenza e, nonostante l'eredità statistica favorevole sui tre mesi finali del 2023, le prospettive per l'edilizia a cavallo d'anno non appaiono particolarmente incoraggianti. Il rialzo dei tassi continua a riflettersi sulla domanda di mutui e, di conseguenza, sui permessi di costruzione, ormai compatibili con investimenti residenziali in territorio negativo almeno tra fine 2023 e inizio 2024. Sorprendentemente però l'indice Istat di fiducia delle imprese di costruzione rimane su livelli ampiamente superiori alla media storica, e anzi a ottobre è salito a 163,8 da 160,9 precedente, non distante dal massimo storico toccato lo scorso luglio. Il quadro dipinto dagli indici PMI, che stazionano su livelli recessivi, è meno favorevole ma comunque su livelli superiori rispetto a quelli delle altre principali economie. È possibile che la tenuta del morale sia spiegata da livelli di attività che, nonostante il rallentamento degli ultimi trimestri, rimangono superiori a quelli toccati negli ultimi 10 anni grazie alla spinta proveniente dai lavori da completare nell'ambito del Superbonus. Tale sostegno verrà meno nel 2024, ma potrebbe essere compensato da maggiori investimenti infrastrutturali connessi all'attuazione del PNRR.

#### La produzione nelle costruzioni è tornata a crescere nel 3° trimestre



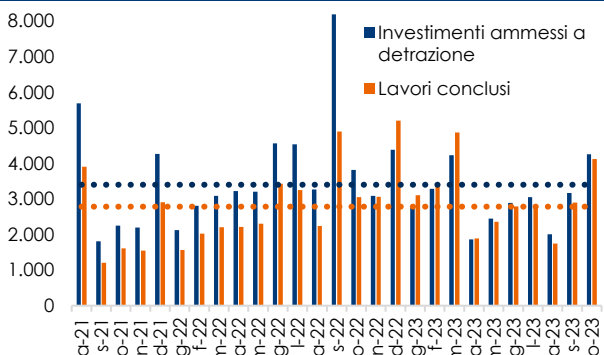
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Nonostante l'aumento dei tassi, il morale dei costruttori resta su livelli vicini ai massimi storici



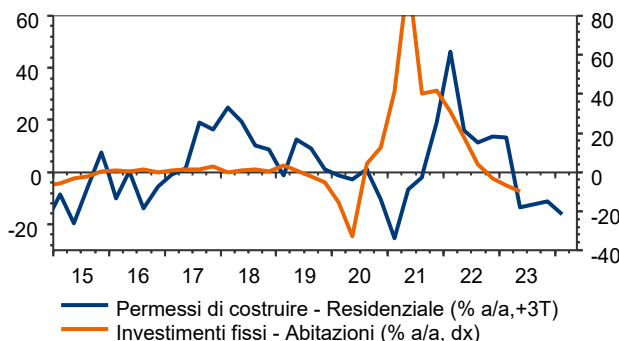
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Lo stock di commesse legate al Superbonus sta offrendo ancora sostegno, ma si ridurrà drasticamente nel 2024



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

#### I dati sui permessi di costruzione suggeriscono che gli investimenti residenziali resteranno deboli almeno tra fine 2023 e inizio 2024

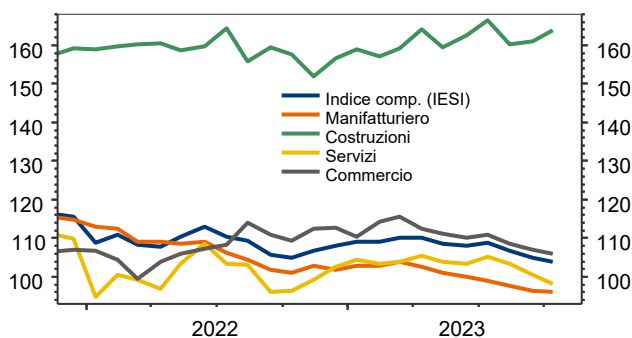


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Servizi stagnanti nel 3° trimestre, deboli anche a fine 2023

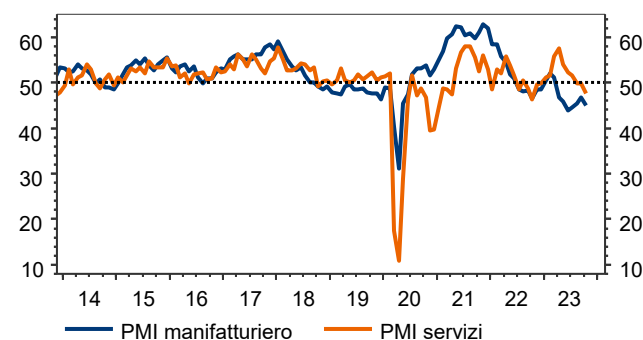
Tra la primavera e l'estate i servizi sono risultati più deboli rispetto alle attese: se nel 2° trimestre non sono stati in grado di compensare la contrazione industriale, **nel 3° trimestre**, secondo il comunicato stampa rilasciato con la pubblicazione delle rilevazioni preliminari di contabilità nazionale dell'Istat, **il valore aggiunto nei servizi è rimasto stagnante**. È possibile che tale fenomeno sia spiegato da due fattori: la **frenata dei comparti più legati alla manifattura** e **l'aumento dei prezzi** dei servizi, che ha limitato la domanda. Quest'ultima spiegazione sembra confermata dai dati sui flussi turistici, domestici e internazionali, che in Italia sono risultati deludenti rispetto a quelli di Spagna, Grecia e Francia. È possibile che si registri un forte aumento del fatturato delle imprese nei comparti turistici e ricreativi, a fronte di un valore aggiunto sostanzialmente invariato. **Lo scenario per i prossimi mesi non appare particolarmente incoraggiante, dato che le indagini continuano a segnalare un deciso indebolimento della domanda nel settore**. L'indice di **fiducia Istat delle imprese dei servizi di mercato** è sceso a 98,1 ad ottobre, da 100,5 precedente (minimo da 1 anno), mentre il **PMI servizi** è calato ben oltre le attese a 47,7 da un precedente 49,9, per il terzo mese al di sotto della soglia d'invarianza e al livello più basso da ottobre 2022. In entrambe le indagini le componenti relative alle aspettative mostrano ulteriori segnali di deterioramento, e anche le intenzioni di assunzione non sono più favorevoli come fino a qualche mese fa.

#### Le indagini Istat di ottobre registrano un calo del morale diffuso a manifattura, servizi e commercio al dettaglio



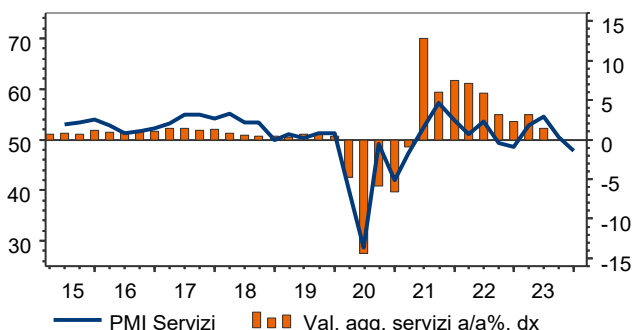
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Dopo il PMI manifatturiero anche quello relativo ai servizi è sceso al di sotto della soglia d'invarianza



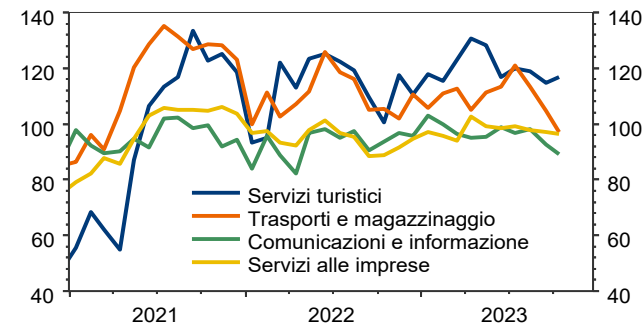
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

#### I servizi difficilmente riusciranno a sostenere la crescita a fine anno



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

#### I settori più esposti alla frenata manifatturiera sono quelli che registrano il maggior calo del morale

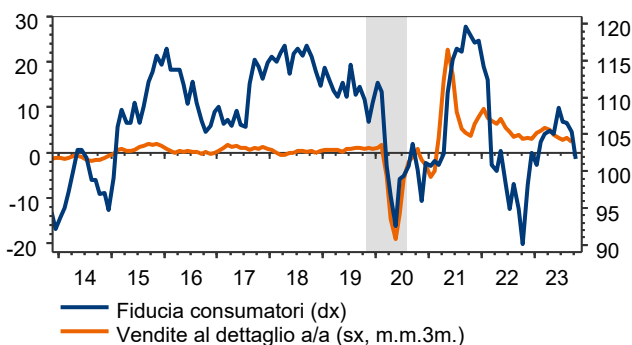


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### I consumatori restano cauti, spese fiacche almeno fino alla primavera

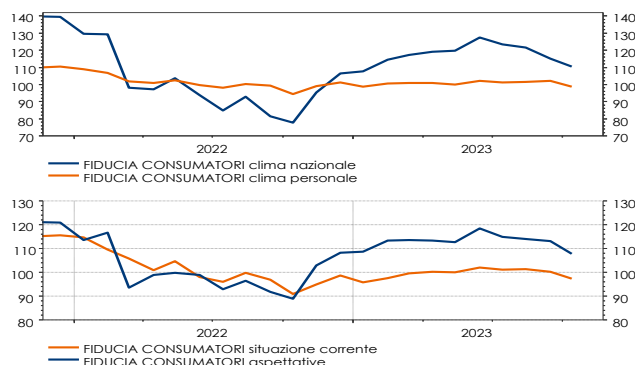
Ad ottobre l'indice Istat di fiducia dei consumatori è sceso ai minimi da inizio anno, a 101,6 da 105,5 di settembre. Il drastico peggioramento è spiegato soprattutto da un marcato deterioramento dei giudizi e delle attese sulla situazione economica italiana, ma anche le valutazioni sui bilanci familiari registrano una correzione, mentre le intenzioni di acquisto di beni durevoli sono scese ai minimi dallo scorso gennaio. Tornano a calare, seppur in misura modesta, i prezzi attesi, che peraltro restano su livelli superiori alla media degli ultimi 9 mesi, mentre i giudizi sull'inflazione corrente sono calati per il terzo mese, toccando un minimo da settembre 2022. È possibile che le notizie relative al "trimestre anti-inflazione" e il leggero calo dei carburanti abbia contribuito a ridurre l'inflazione percepita, ma non si può escludere che l'aumento programmato delle tariffe energetiche non si sia ancora completamente trasmesso ai consumatori. Nel complesso l'indagine appare coerente con consumi privati poco più che stagnanti anche a fine 2023. Anche i dati sulle vendite al dettaglio mostrano un quadro di debolezza per gli acquisti: a settembre il volume delle vendite è calato di -0,4% m/m da un precedente -0,7%: si tratta dell'ottavo mese consecutivo in cui non si registra una crescita (il trimestre chiude con una flessione di oltre -1% t/t). Durante l'estate il rimbalzo delle immatricolazioni di auto e le spese nei servizi potrebbero aver compensato parte della debolezza delle vendite di beni, con il risultato di consumi di contabilità nazionale all'incirca stagnanti. Tra fine 2023 e inizio 2024, nonostante la probabile ripresa del potere d'acquisto delle famiglie, i consumi privati potrebbero restare piuttosto fiacchi, e una riaccelerazione è attesa, nella migliore delle ipotesi, solo dalla primavera.

#### Il calo della fiducia dei consumatori suggerisce che le spese private potrebbero rimanere deboli a cavallo d'anno



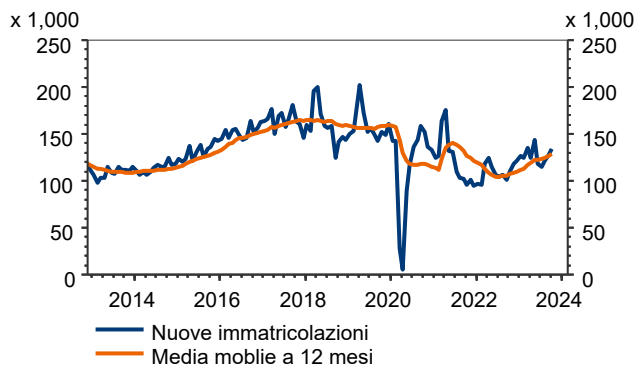
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020; l'area ombreggiata corrisponde al periodo recessivo. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### L'ampio calo del morale di ottobre è spiegato soprattutto da un minor ottimismo circa il clima economico nazionale



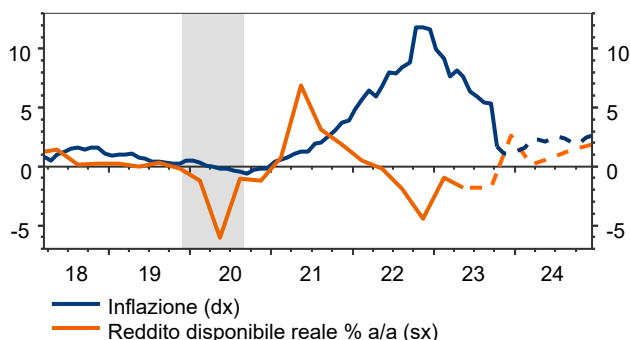
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Le immatricolazioni di auto sono tornate a salire durante l'estate



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

#### Il calo dell'inflazione permetterà al reddito disponibile di tornare a crescere su base annua anche in termini reali da fine 2023



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

### Occupati ancora in crescita, risale ma solo lievemente la disoccupazione

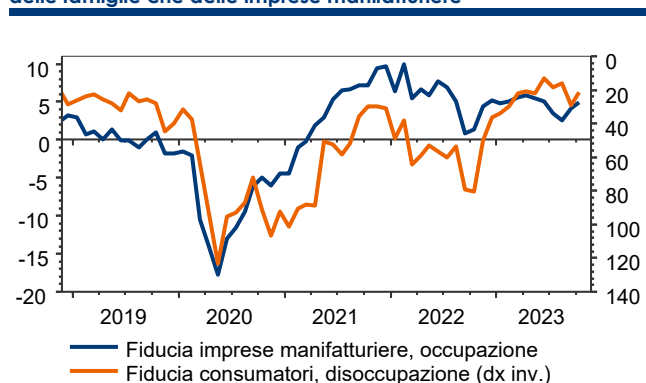
A settembre il tasso di disoccupazione è tornato a salire marginalmente dopo l'ampio calo del mese precedente (a 7,4% da 7,3%). Tuttavia, l'incremento è spiegato prevalentemente da un aumento della forza lavoro. Gli occupati sono infatti cresciuti di 42 mila unità (+0,2% m/m) mentre gli inattivi sono calati di ben 92 mila unità (-0,7%), la flessione più ampia da gennaio, portando il tasso di occupazione al 61,7% e quello di partecipazione al 66,8% (in entrambi i casi di tratta di un massimo storico dall'inizio delle rilevazioni mensili, ovvero almeno dal 2004). Le persone in cerca di occupazione sono aumentate di 35 mila unità (+1,9% m/m). **Nel 3° trimestre, nonostante un PIL stagnante, gli occupati sono cresciuti di 80 mila unità (+0,3% t/t) mentre sono calati sia i disoccupati (-36 mila, -1,9% t/t) che gli inattivi (-63 mila, -0,5% t/t).** Nel trimestre si registra un aumento dei lavoratori autonomi (+0,7%), una più contenuta crescita per i dipendenti a tempo indeterminato (+0,4% t/t) e un calo per i contratti precari (-1,3% t/t). Al momento il mercato del lavoro sembra ancora in ottima salute, mostrando anzi un incoraggiante aumento della partecipazione; tuttavia, **riteniamo che nei prossimi mesi la domanda di lavoro non potrà non risentire del rallentamento del ciclo.** Nel nostro scenario centrale prevediamo un aumento del tasso di disoccupazione complessivamente contenuto, con un picco all'8% nei trimestri centrali dell'anno prossimo.

Tasso di disoccupazione su livelli ancora storicamente bassi



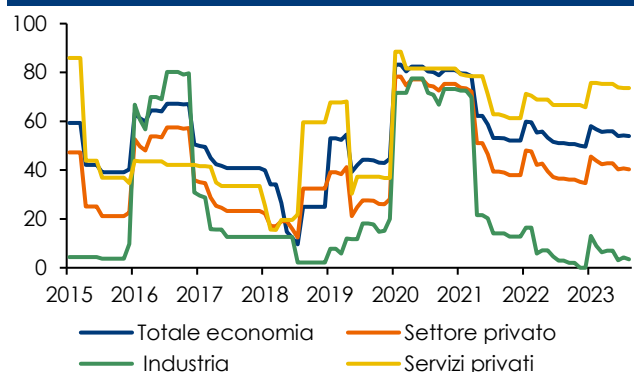
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Rallenta il ciclo ma tengono le aspettative sull'occupazione sia delle famiglie che delle imprese manifatturiere



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

Tra fine 2023 e inizio 2024 dovremmo assistere alla rinegoziazione dei contratti collettivi scaduti nel settore privato (in particolare nei servizi)



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

I nuovi accordi potrebbero portare ad un ulteriore aumento dei salari negoziali

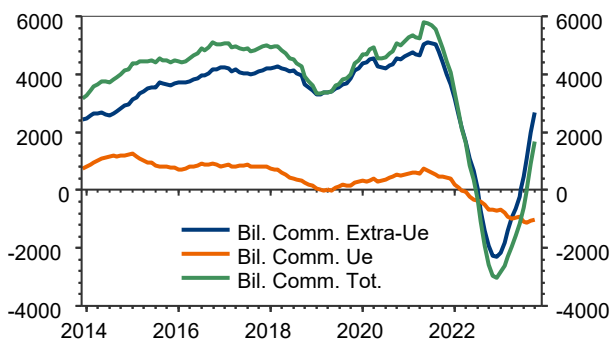


Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE, Istat

### Stenta a ripartire il commercio con l'estero

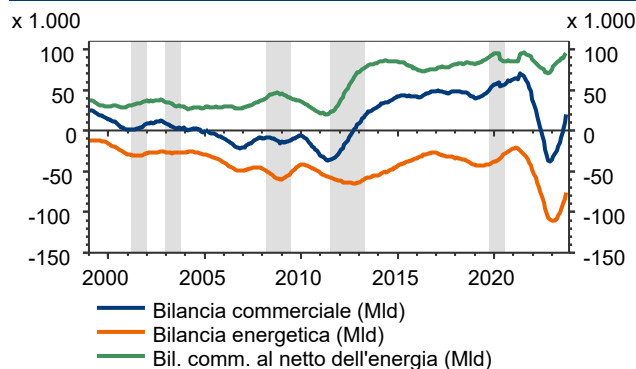
Dopo l'aumento di agosto, a settembre i flussi commerciali sono tornati a calare, con una flessione più ampia per le esportazioni (-4,5% m/m da 5%) che per le importazioni (-3,1% m/m da 3,6%). Il dato sull'export risente del confronto con il mese precedente che aveva visto la vendita di mezzi di navigazione marittima: al netto di tale effetto, il calo dell'export è limitato a -2,2% m/m. Lo spaccato per componenti mostra un calo delle vendite all'estero diffuso a beni di consumo (-4,2% m/m), beni intermedi (-2,4% m/m) ed energia (-4,4%). I dati sull'import mostrano anch'essi flessioni diffuse a tutti i raggruppamenti ad eccezione dell'energia (+7,1% m/m), che risente dell'aumento dei prezzi all'import. Al netto degli acquisti di beni energetici il calo è più ampio (-4,7% m/m): si registrano diminuzioni per beni di consumo (-4% m/m), strumentali (-5,7% m/m) ed intermedi (-4,6% m/m). **L'export è in una fase di rallentamento, con un volume di vendite verso l'estero in calo di -8,7% rispetto ad un anno prima, mentre per le importazioni la flessione è limitata a -5,7% a/a.** Il saldo commerciale risulta pari a 2,4 miliardi di euro a settembre, contro un deficit di -6,7 miliardi un anno prima. Si conferma la tendenza di riduzione del disavanzo energetico (-5,2 miliardi da -12,4 a settembre 2022), mentre aumenta rispetto allo scorso anno il surplus nell'interscambio di beni non energetici (7,5 miliardi da 5,7). Secondo le stime preliminari di contabilità nazionale, **nel 3° trimestre le esportazioni nette dovrebbero aver contribuito positivamente alla crescita del PIL.**

#### Il saldo commerciale nei confronti del resto dell'Unione Europea resta in territorio negativo



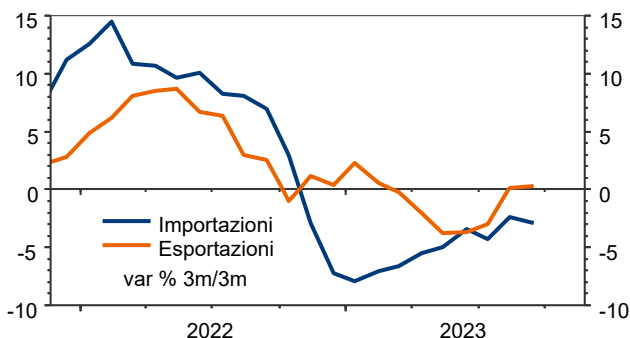
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Il disavanzo energetico si sta riducendo ma non si è ancora completamente normalizzato



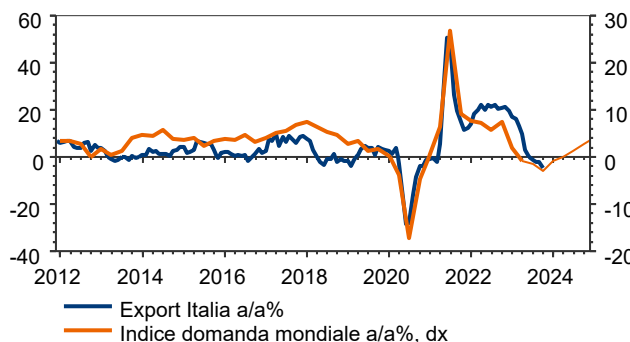
Nota: le aree ombreggiate corrispondono a periodi di recessione.  
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Nel trimestre, le esportazioni sono calate meno delle importazioni (sia in valore che in volume), contribuendo positivamente alla crescita del PIL



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### La domanda globale rivolta verso l'Italia è attesa ripartire nel 2024, ma i rischi sono verso il basso

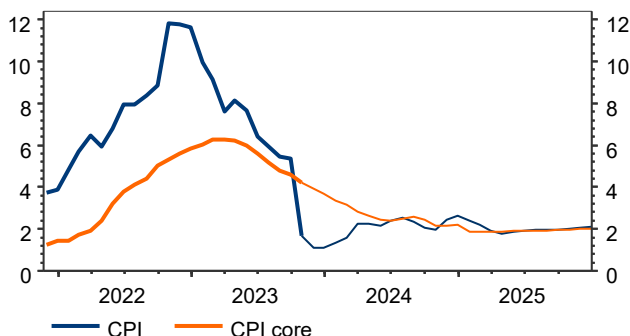


Nota: media mobile a 3 mesi della variazione % annua dell'export.  
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

### L'inflazione è calata più del previsto (sotto il 2% a ottobre)

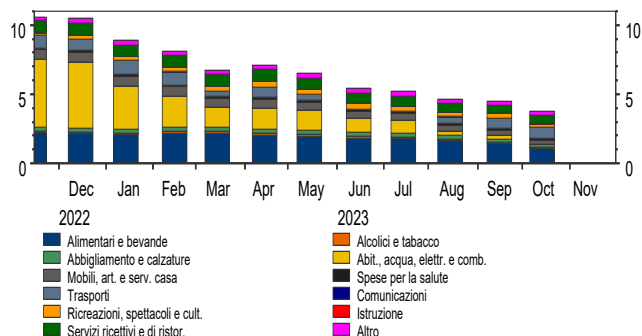
Ad ottobre l'inflazione ha sorpreso al ribasso, passando all'1,7% dal 5,3% di settembre sull'indice nazionale, ed all'1,8% dal 5,6% sull'armonizzato, per via di effetti base favorevoli sulla componente energia. Nel mese i prezzi sono diminuiti di -0,2% m/m sul NIC e cresciuti di +0,1% m/m sull'IPCA. La sorpresa al ribasso su base congiunturale è arrivata principalmente dai prezzi dell'elettricità, sia sul mercato libero (-5,7% m/m) che tutelato (+8,5% m/m, un aumento inferiore alle attese), i quali hanno amplificato l'effetto base favorevole sull'energia (prezzi invariati a ottobre 2023 vs. +26,8% m/m di ottobre 2022). Il crollo tendenziale dei prezzi sul NIC è imputabile prevalentemente al forte rallentamento dell'inflazione degli energetici, sia non regolamentati (da 7,6% a -17,7%) sia regolamentati (da -27,9% a -31,7%), e in misura minore al calo degli alimentari non lavorati (da 7,7% a 4,9%) e lavorati (da 8,9% a 7,3%). All'opposto, salgono i prezzi dei servizi relativi all'abitazione (da 3,7% a 4%) e dei servizi relativi ai trasporti (da 3,8% a 4%). L'inflazione al netto degli energetici e degli alimentari freschi (sul NIC) continua a scendere, al 4,2% da 4,6% di settembre, con un calo dei prezzi core di -0,2% m/m. I ribassi degli alimentari hanno contribuito al rallentamento tendenziale dei prezzi del "carrello della spesa" (+6,1% a/a). L'Italia è il primo tra i principali Paesi dell'area euro in cui l'inflazione è scesa sotto il 2%, ma pensiamo che l'indice risalirà sopra la soglia BCE all'inizio del prossimo anno. In prospettiva, l'inflazione potrebbe attestarsi all'1,4% (sul CPI) a dicembre 2023, ed al 2,5% a dicembre 2024. Risultano poco variare le nostre previsioni per l'indice al netto di alimentari freschi ed energia, atteso al 3,7% a fine 2023 e al 2,2% a dicembre 2024.

### L'inflazione calerà ancora a fine anno prima di tornare a risalire a inizio 2024



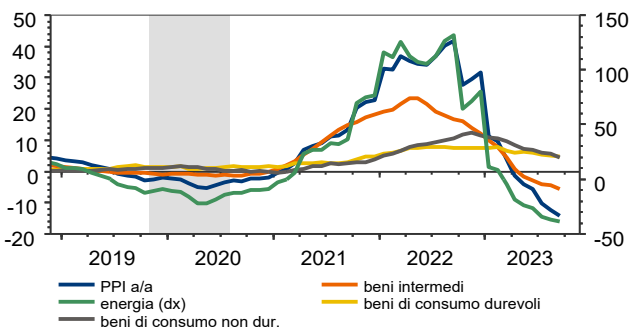
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

### Sono gli alimentari a fornire il principale contributo all'inflazione, ma il loro apporto si sta ridimensionando



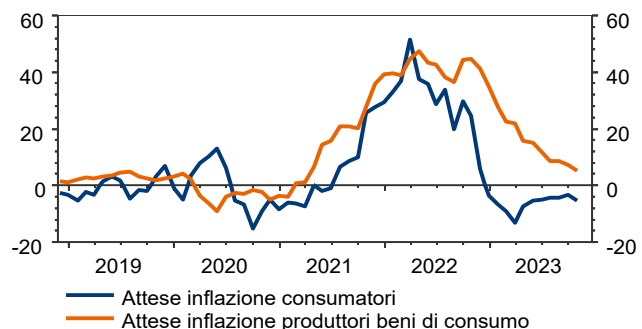
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### L'attenuamento delle pressioni a monte delle filiere produttive anticipa un rallentamento della crescita dei prezzi dei beni



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

### Aspettative d'inflazione in stabilizzazione



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

## Tendenze del settore bancario

### La variazione negativa dei prestiti al settore privato ha smesso di peggiorare

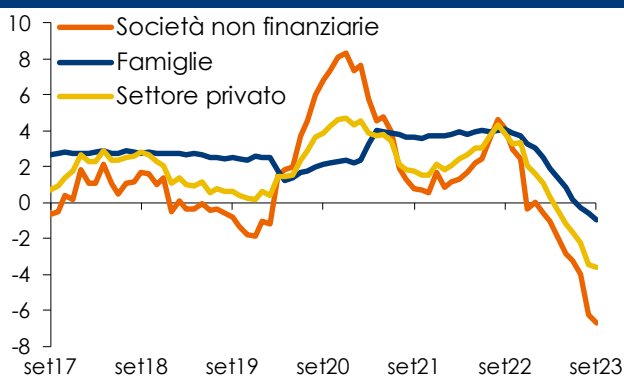
Il trend negativo dei prestiti ha toccato un minimo a settembre, ma a ottobre ha smesso di peggiorare. In dettaglio, lo stock di prestiti al settore privato si è ridotto del 3,6% a/a a settembre e del -3,2% a ottobre secondo le stime ABI. Con il -6,7% di settembre i prestiti alle società non-finanziarie hanno segnato un altro minimo storico della serie iniziata a metà 2001. Per i prestiti alle famiglie, il calo resta contenuto, del -0,95% a settembre, terzo dato negativo dopo otto anni di crescita. Tale evoluzione risente della frenata dei mutui, sebbene ancora in lieve crescita (+0,5% a settembre, dal +4,3% di inizio 2023). Alla base vi è il calo a due cifre dei nuovi contratti di mutuo (-29% nei primi nove mesi). Inoltre, prosegue il riorientamento delle preferenze verso il tasso fisso, che risulta più basso del variabile di ben 85pb. Perciò, da luglio le erogazioni di mutui a tasso fisso sono tornate in crescita, rappresentando a settembre l'80% dei flussi mensili.

Elisa Coletti

I prestiti al settore privato, in calo da aprile, a settembre hanno toccato un tasso di variazione annua del -3,6%, il minimo da fine 2013. A ottobre, **però, la tendenza negativa ha smesso di peggiorare, segnando un -3,2% 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 mostrato un andamento analogo, con il -3,8% a settembre e -3,6% a ottobre** (stime ABI).

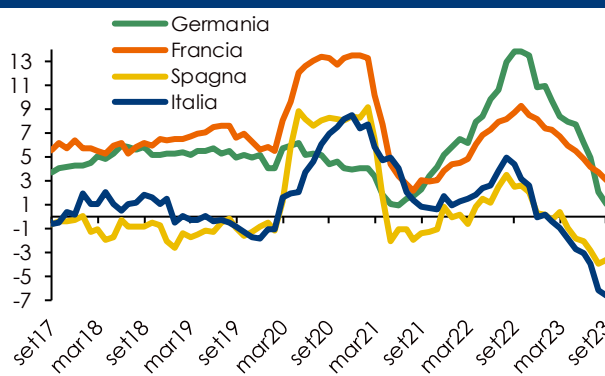
**La flessione dei prestiti alle società non-finanziarie continua a essere particolarmente marcata**, pari a -6,7% a settembre dal -6,2% ad agosto, dopo il -4% di luglio e il -3% circa nel bimestre maggio-giugno. A settembre si è quindi registrato **un altro minimo storico** della serie, la cui rilevazione è iniziata a metà 2001. **A confronto con i principali paesi dell'area euro, il calo osservato in Italia è il più intenso**, in un quadro generale di forte frenata dei prestiti alle società non-finanziarie, ma con andamenti ancora in crescita in Francia e Germania (+3,1% e +1% rispettivamente). Anche la Spagna, che ha seguito l'Italia nel calo da aprile in poi, a settembre si è distanziata maggiormente, segnando una flessione più contenuta dell'Italia e pari a -3,6%.

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

Dinamica dei prestiti a società non finanziarie nei principali paesi dell'area euro, dati corretti per le cartolarizzazioni (var. % a/a)

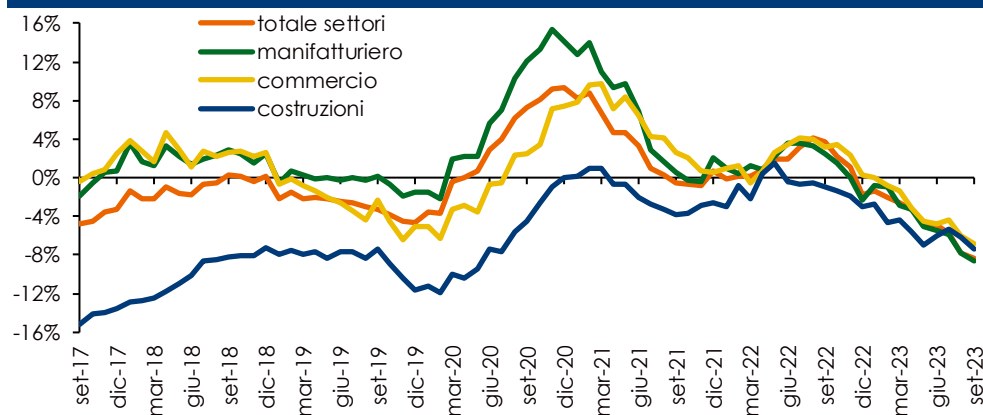


Fonte: BCE

Le **dinamiche creditizie dei macrosettori vedono una diffusa intensificazione del calo a settembre, che raggiunge il -8,6% per i prestiti alle imprese manifatturiere**, quasi un punto in meno dal -7,7% di agosto e in negativo per il 10° mese consecutivo (dati riferiti ai prestiti escluse le sofferenze). **Anche la flessione dei prestiti al commercio risulta più marcata, del -6,9% a/a** dopo il -6,0% di agosto. Un peggioramento ancora più intenso si è registrato per **i prestiti alle costruzioni, in calo del -7,4% dal -6,1% ad agosto**. Nel complesso, **i prestiti a società non-finanziarie e famiglie produttrici hanno riportato una flessione del -8,4% a settembre** (-7,8% ad agosto). Il dato rimane **il 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)**

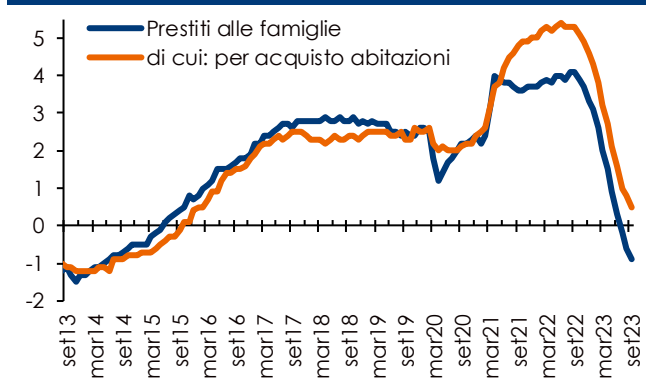


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Per i **prestiti alle famiglie, il calo rimane relativamente contenuto, pari a -0,95% a/a, terzo dato negativo dopo otto anni di crescita**. Tale evoluzione risente di quella dei **mutui per l'acquisto di abitazioni, in continua decelerazione, ma ancora lievemente in crescita a settembre, del +0,5%**, in forte ridimensionamento rispetto al +4,3% di inizio 2023.

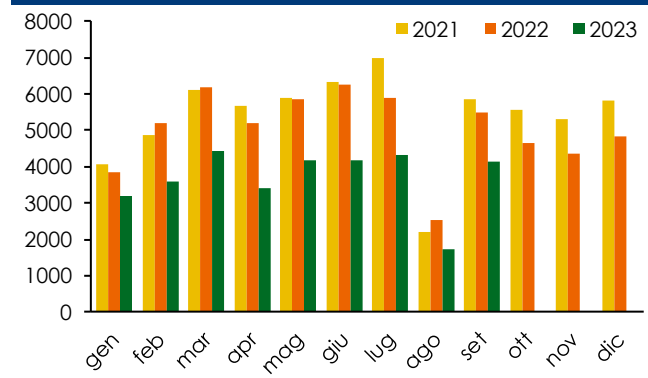
Alla base della frenata dello stock di prestiti per acquisto abitazioni vi è la notevole **flessione delle erogazioni per nuovi contratti di mutuo** che da luglio 2022, con l'avvio del ciclo di rialzi dei tassi di policy, continuano a segnare cali a due cifre. Tuttavia, come già rilevato nei mesi precedenti, **tale tendenza non ha conosciuto un peggioramento nel 3° trimestre**, registrando un -25% a settembre, un calo leggermente meno intenso rispetto a quello segnato da febbraio ad agosto, intorno al -30% (pari a -31% ad agosto). Da inizio anno a settembre, la riduzione delle erogazioni per nuovi contratti di mutuo è stata 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

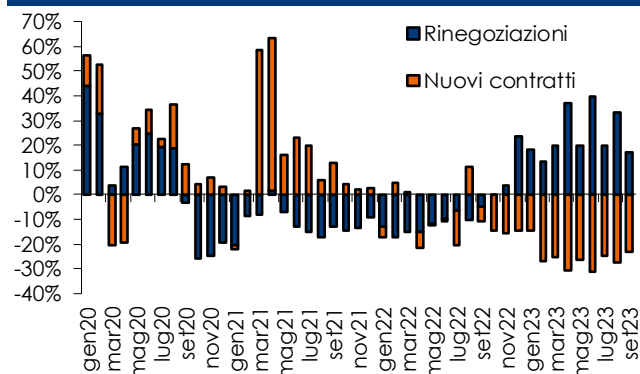
**Flussi mensili per nuovi contratti di prestiti per acquisto abitazioni: tre anni a confronto (EUR mln)**



Fonte: BCE, elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

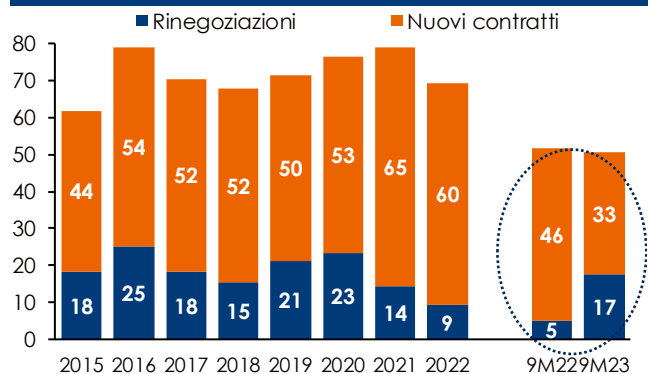
A causa del considerevole aumento del costo dei mutui a tasso variabile, **prosegue la crescita delle rinegoziazioni, in atto da fine 2022**. Da gennaio a settembre l'importo complessivo delle rinegoziazioni è più che triplicato rispetto allo stesso periodo del 2022, superando i 17 miliardi rispetto ai 5,1 miliardi dei primi nove mesi dello scorso anno. Da inizio 2023, le rinegoziazioni hanno rappresentato il 34% del totale delle operazioni a confronto con il 10% scarso 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 annui e primi nove mesi 2022-23 (EUR mld)**

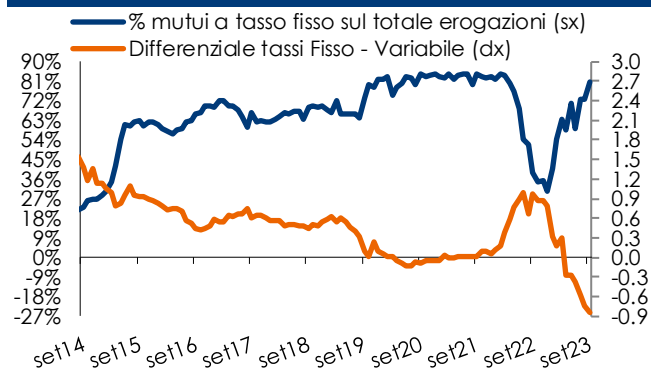


Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Anche a settembre l'evoluzione dei tassi ha confermato un **andamento divergente del tasso fisso sui mutui rispetto al tasso variabile**. Come già osservato nei mesi precedenti, mentre **il tasso variabile ha proseguito nella salita**, con un altro +6pb m/m a 4,87%, il tasso fisso ha confermato una tendenza alla stabilizzazione, registrando un valore di 4,02%, come a luglio, seguito dal 4,07% ad agosto (media di 4,08% da marzo ad agosto). 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 addirittura a -85pb a settembre**, da -74pb ad agosto, **valori mai segnati in vent'anni di serie storica**.

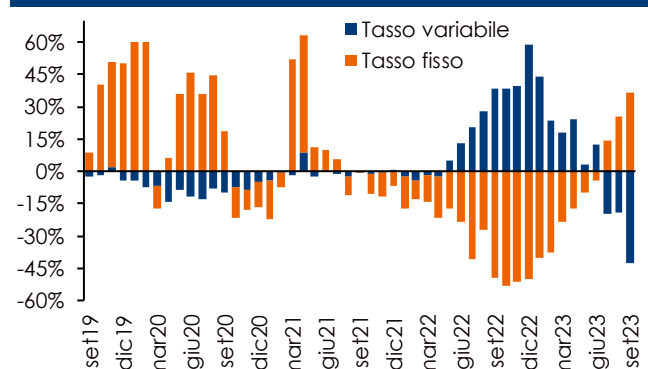
Di conseguenza, nel 3° trimestre, **le erogazioni a tasso fisso sono tornate in crescita dopo quasi due anni di variazioni sempre negative** (la voce include nuovi contratti, surroghe e sostituzioni), segnando un **+93,4% a settembre**. All'opposto, da luglio **le operazioni a tasso variabile sono in calo**, del -70% a/a a settembre dal -40% circa dei due mesi precedenti, interrompendo una crescita durata 14 mesi. Pertanto, **la quota di mutui a tasso fisso sul totale delle operazioni è salita a settembre all'80%** (incluse le rinegoziazioni) posizionandosi verso i livelli massimi segnati nel 2021 e a inizio 2022 (83% nel 1° trimestre 2022), dal 73% di luglio e agosto, dopo essere tornata sopra il 50% da febbraio, rispetto al minimo di 31% registrato a fine 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

### Anche dal lato dei depositi si conferma un assestamento del trend

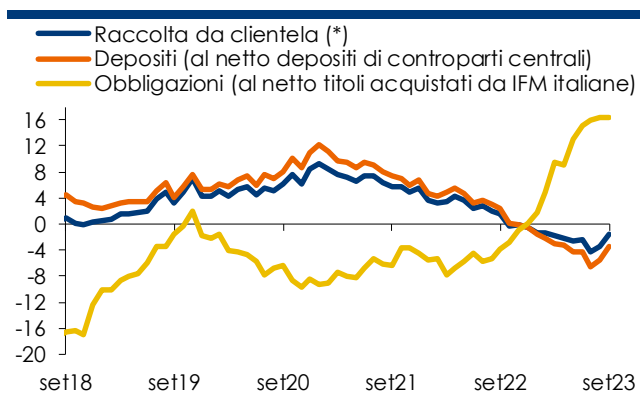
Elisa Coletti

Le statistiche di settembre hanno confermato il rallentamento del calo dei depositi, pari a -3,5%, dal -5,4% di agosto. Le anticipazioni ABI delineano una riduzione del -4,6% a ottobre, che rimane più contenuta dei mesi estivi, soprattutto del minimo storico di luglio (-6,5%). In attesa dell'uscita delle statistiche dettagliate, si ritiene che ottobre abbia risentito di un deflusso significativo dai depositi delle famiglie connesso al secondo collocamento del BTP Valore sul mercato retail. Continua, infatti, la riallocazione dei risparmi verso i titoli di debito in custodia, aumentati di 10 miliardi anche a settembre e di 116 da inizio anno per le famiglie consumatrici. Prosegue, inoltre, la forte ripresa delle obbligazioni bancarie, del 16,3% a settembre, in linea con agosto, e del +15,8% a ottobre, secondo le stime ABI. Perciò, la raccolta totale da clientela ha segnato un calo più contenuto dei mesi estivi, pari a -1,5% a settembre e -2,5% a ottobre secondo le stime ABI,

Come emerso dai dati di agosto, le statistiche relative a settembre hanno **confermato il rallentamento del calo dei depositi**. Infatti, **la variazione annua dell'aggregato complessivo dei depositi è stata pari a -3,5%**, un calo più moderato di quanto segnalato dalle anticipazioni ABI che davano un -4,2% per settembre, **rispetto al -5,4% rilevato ad agosto**. Questa evoluzione è stata determinata da un afflusso a settembre importante e inatteso verso i depositi delle società non-finanziarie. **Per ottobre, le anticipazioni ABI delineano una riduzione del -4,6% del complesso dei depositi, che rimane più contenuta di quanto registrato nei mesi estivi, soprattutto del minimo storico di luglio (-6,5%)**. In attesa dell'uscita delle statistiche per settore istituzionale, si ritiene che il dato di ottobre abbia risentito di un deflusso significativo dai depositi delle famiglie connesso al secondo collocamento del BTP Valore sul mercato retail da parte del Tesoro italiano. In parallelo, **si è consolidata la forte ripresa delle obbligazioni bancarie**, in atto da inizio 2023, con un **tasso di crescita dello stock che prosegue a due cifre da maggio, del 16,3% a/a a settembre, in linea con agosto, e del +15,8% a ottobre**, secondo le stime ABI. In media, nei quattro mesi da luglio a ottobre, la dinamica delle obbligazioni risulta essersi assestata attorno al +16% a/a.

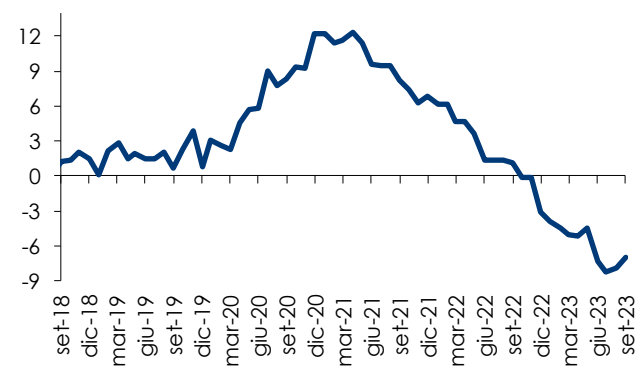
Per effetto di tali andamenti, **la raccolta totale da clientela a settembre ha registrato un calo più contenuto rispetto ai sei mesi precedenti, del -1,5% a/a dal -3,3% ad agosto e -4,3% a luglio**. In linea con l'andamento dei depositi descritto sopra, **a ottobre, secondo le stime ABI, la variazione annua della raccolta è tornata a -2,5%**, come registrato nel bimestre maggio-giugno, ma più moderata rispetto al calo segnato nei mesi estivi. Anche il trend negativo della raccolta complessiva, inclusi il rifinanziamento BCE e i depositi di non-residenti, sembra essersi lasciato alle spalle il minimo di luglio del -8,2%, segnando a settembre un -7,0%, un calo meno intenso ma pur sempre forte. In positivo, va osservato che **i depositi di non-residenti sono rimasti in forte crescita, al ritmo di +25% a/a a settembre, in linea con il +27% medio da giugno ad agosto**.

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

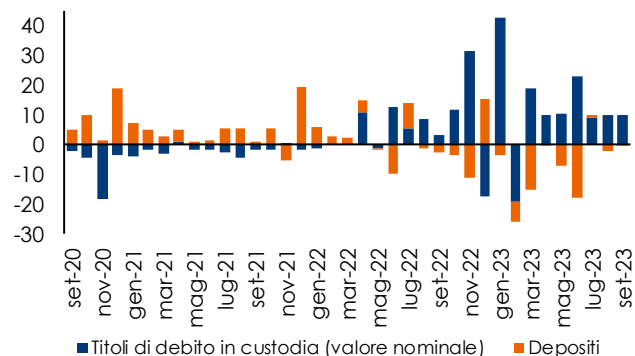
Tasso di variazione della raccolta totale (include il rifinanziamento BCE e i depositi di non-residenti) (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia

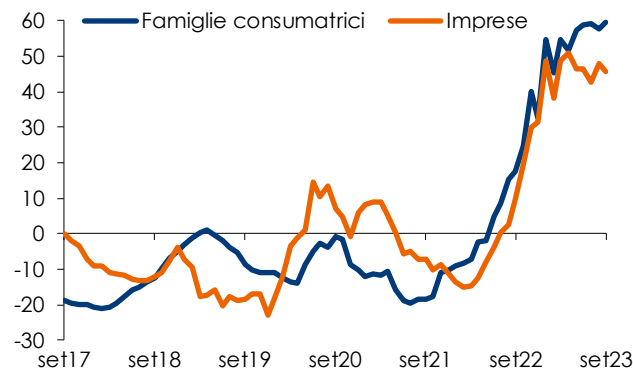
Prosegue quindi la **ricomposizione dei portafogli dei risparmiatori**. Accanto al calo dei depositi, **continua la corsa dei titoli di debito a custodia delle famiglie consumatrici**, che a settembre hanno registrato un altro aumento mensile considerevole, pari a 10 miliardi, in linea con i due mesi precedenti, dopo la cifra record di 23 miliardi a giugno, connessa alla prima emissione del BTP Valore. **Da inizio anno a settembre, i titoli di debito a custodia di famiglie e imprese sono cresciuti di 139 miliardi**, di cui 116 delle famiglie consumatrici.

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

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo S.p.A. agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

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

#### Macroeconomic Analysis

##### Macroeconomic Research

Paolo Mameli – Economista macro Italia

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

Andrea Volpi – Economista macro Area euro/Italia

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

#### Industry & Banking Research

##### Banking Research

Elisa Coletti – Economista Banche

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