



# La Bussola dell'Economia Italiana

**Direzione Studi e Ricerche**

Dicembre 2023

**IMI** | CORPORATE &  
INVESTMENT  
BANKING

## La bussola dell'economia italiana

### Indice

#### L'evoluzione dello scenario congiunturale

Prima parte del 2024 ancora debole, accelerazione rimandata al 2025	2
Sintesi della previsione macroeconomica	2
Torna a calare la produzione industriale	7
Le indagini di fiducia nel manifatturiero ancora non segnalano una svolta	8
Costruzioni e mercato immobiliare in contrazione anche nel 2024	9
Servizi più deboli del previsto in estate, fiacchi anche tra fine 2023 e inizio 2024	10
Il morale dei consumatori sta iniziando a beneficiare del calo dell'inflazione	11
Comincia a risalire la disoccupazione, gli occupati toccano un nuovo record	12
Export in ripresa verso i Paesi extra-UE ma in contrazione verso la UE	13
L'inflazione potrebbe essere vicina a un punto di minimo	14

#### Tendenze del settore bancario

Si attenua la riduzione dei flussi di prestiti alle famiglie per nuovi contratti di mutuo	16
Calo dei depositi più moderato dei mesi estivi e forte aumento delle obbligazioni	19

### Dicembre 2023

Nota Mensile

#### Direzione Studi e Ricerche

**Paolo Mameli**  
Economista Macro

**Andrea Volpi**  
Economista Macro

**Elisa Coletti**  
Economista Banche



## L'evoluzione dello scenario congiunturale

### Prima parte del 2024 ancora debole, accelerazione rimandata al 2025

Abbiamo rivisto al ribasso le stime di crescita per l'economia italiana, allo 0,7% per il biennio 2023-24, dall'1% atteso tre mesi fa. Nella prima parte del 2024 peseranno ancora gli effetti della restrizione monetaria. Una maggiore capacità di spesa dei fondi NGEU appare cruciale per la riaccelerazione della crescita attesa dalla seconda metà del prossimo anno.

**La ripresa post-pandemica in Italia sembra essersi interrotta a fine 2022, quando, al di là della volatilità su base congiunturale del PIL, è iniziata una fase di sostanziale stagnazione** (la crescita media registrata tra il 4° trimestre 2022 e il 3° trimestre 2023 è pari a zero). **Il 2023 è atteso chiudersi con un'espansione media dello 0,7%**, più bassa dell'1% da noi stimato lo scorso settembre. A pesare è stato, da fine 2022, lo shock energetico e inflazionistico, su cui in una seconda fase si sono innestati gli effetti della restrizione monetaria e la minore generosità dei bonus edilizi.

Poiché stimiamo che il picco degli effetti della stretta monetaria possa essere registrato tra lo scorcio finale del 2023 e l'inizio del 2024, **abbiamo rivisto al ribasso la nostra stima di crescita dell'economia italiana anche per l'anno prossimo, a 0,7%** (in linea con il 2023) da un 1% atteso in precedenza. Continuiamo a ritenere che **nel corso del 2024 possano materializzarsi due importanti fattori di ripresa** ovvero il recupero del reddito disponibile reale delle famiglie e l'accelerazione dei flussi di spesa effettiva finanziata dal PNRR; tuttavia, essi dovrebbero prevalere sui freni derivanti dal rialzo dei tassi e dalla stretta sui bonus edilizi solo nella seconda metà del 2024, gettando le basi per una **accelerazione del PIL attesa ora in media d'anno solo nel 2025 (a 1,2%)**.

Nel 2024 si dovrebbe assistere a una **frenata dalla domanda domestica** finale. I **consumi** sono visti decelerare dall'1,5% di quest'anno a 0,9% l'anno prossimo, in quanto al parziale recupero di potere d'acquisto delle famiglie (nostra stima: +1,1% dopo il -2% cumulato del 2022-23) si accompagnerà una risalita del tasso di risparmio; la spesa in servizi risentirà del venir meno della spinta derivante dall'utilizzo degli extra-risparmi e dalla normalizzazione post-pandemica degli stili di vita, quella in beni durevoli dell'effetto del rialzo dei tassi di interesse; una (moderata) riaccelerazione dei consumi è attesa solo nel 2025, a 1,3%. Gli **investimenti**, dopo l'eccezionale recupero del biennio 2021-22, hanno visto una brusca frenata già quest'anno, stimiamo a 0,5%, per via del rialzo dei tassi e della stretta sui bonus edilizi: tali fattori potrebbero continuare a pesare anche nella prima metà del prossimo anno, causando un'ulteriore decelerazione su base annua a 0,2% nel 2024 (i soli investimenti in costruzioni sono attesi in contrazione nel biennio 2023-24); una ripresa è attesa nel 2025, trainata soprattutto dall'accelerazione delle opere infrastrutturali finanziate dal PNRR. Infine, nel 2024 ci aspettiamo un moderato **recupero dei flussi commerciali** con l'estero, atteso poi rafforzarsi nel 2025: nel biennio 2024-25, ci aspettiamo un contributo positivo dell'export netto al PIL (parzialmente mitigato da un apporto negativo delle scorte).

**Il quadro occupazionale continua a essere un importante elemento di supporto** dello scenario: l'Italia è entrata nello shock inflazionistico con un mercato del lavoro assai robusto, e più teso di quanto stimato, probabilmente con un eccesso di domanda (evidenziato dall'elevato tasso di posti vacanti) che ha fatto sì che la stagnazione dell'attività economica vista nell'ultimo anno non si sia tradotta in un significativo aumento della disoccupazione (anzi il numero di occupati e il tasso di occupazione e di attività hanno toccato nuovi massimi storici). **Nei mesi più recenti però anche su questo fronte si notano segnali meno positivi**: il tasso dei senza-lavoro ha toccato un minimo a 7,5% lo scorso giugno, e successivamente è risalito sino al 7,8% in ottobre; le intenzioni di assunzione delle indagini di fiducia delle imprese restano superiori alla media storica ma si sono fatte meno espansive (non solo nell'industria ma anche nei servizi). Pensiamo che gli effetti della minore domanda di lavoro indotta dal recente rallentamento ciclico, sia pure moderati dalle pressioni al ribasso sull'offerta per via del trend strutturale di riduzione della popolazione in età

Paolo Mameli

**Da fine 2022 è iniziata una fase di sostanziale stagnazione...**

**...che potrebbe protrarsi anche a inizio 2024, lasciando la crescita annua in linea con quella di quest'anno (0,7%)**

**L'anno prossimo si dovrebbe vedere una decelerazione della domanda interna, a fronte di un contributo positivo dell'export netto**

**Il mercato del lavoro resta di supporto, anche se vi sono segnali di minor vigore**

lavorativa, possano indurre una ulteriore risalita della disoccupazione, all'8,2% in media nel 2024 dopo il 7,8% del 2023; il tasso dei senza-lavoro dovrebbe poi tornare a calare, sia pur marginalmente (all'8,1%), nel 2025.

**Il processo disinflattivo continua, ed è anzi più rapido del previsto:** l'inflazione armonizzata, dopo il picco a 12,6% a/a di ottobre-novembre 2022, è calata sino a raggiungere lo 0,6% a/a a novembre 2023. **Pensiamo che il punto di minimo possa essere toccato a fine 2023, e che successivamente l'inflazione possa risalire** per il venir meno degli effetti-base sull'energia, e per l'effetto dell'esaurirsi delle misure delle autorità contro il caro-prezzi: **l'IPCA è visto a 2,7% a fine 2024** e a 1,5% a fine 2025, per una media annua sotto il 2% in entrambi gli anni.

**Il deficit pubblico è atteso in calo al 5,3% del PIL quest'anno**, dopo l'8% del 2022, per via della minore spesa sulle misure contro il caro-energia (1,3% del PIL nel 2023, dopo il 2,8% nel 2022) e sui bonus edilizi (1,8% del PIL dal 2,8% del 2022). Nel 2024, sul miglioramento del deficit tendenziale derivante dal sostanziale venir meno sia degli interventi sull'energia che dei crediti d'imposta legati al Superbonus (anche per via della loro riclassificazione da "pagabili" fino al 2023 a "non pagabili" a partire dal 2024), il Governo è intervenuto con una manovra di bilancio espansiva per lo 0,7% del PIL, imperniata sui tagli fiscali (proroga della riduzione del cuneo contributivo e accorpamento delle prime due aliquote Irpef); **nel nostro scenario, l'anno prossimo il disavanzo dovrebbe scendere al 4,4% del PIL** (la nostra stima è lievemente meno ottimistica di quella del Governo per via di una previsione di crescita del PIL più cauta, a 0,7% contro l'1,2% atteso dall'esecutivo, a fronte però di possibili risparmi sulla spesa per interessi). Il disavanzo è visto poi al 3,6% del PIL nel 2025, quando occorrerà trovare ingenti risorse (oltre 15 miliardi) solo per prorogare i tagli fiscali presentati nella Legge di Bilancio 2024 come strutturali ma finanziati solo sino alla fine del prossimo anno. **Stimiamo che il rapporto debito/PIL, dopo essere calato al 141% nel 2023, resti sostanzialmente invariato negli anni successivi**, in presenza di un differenziale meno favorevole tra crescita economica e costo del debito, in un quadro in cui il saldo primario tornerà positivo solo nel 2025, e nel 2024-25 sarà massimo l'impatto sul debito del pagamento dei crediti d'imposta sull'edilizia residenziale maturati negli anni scorsi.

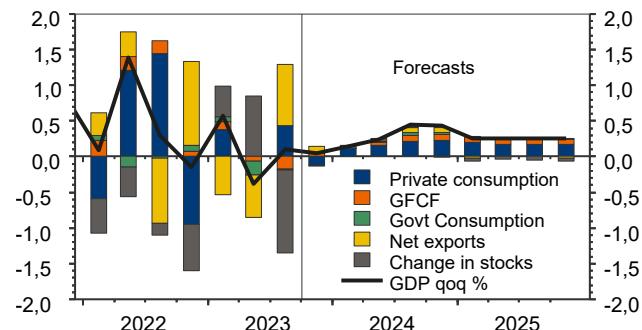
**L'Italia ha incassato il via libera della Commissione in merito alla revisione del PNRR**, ed è stato raggiunto un accordo per lo sblocco entro fine anno della quarta rata da 16,5 miliardi, che porterebbe il totale ricevuto sinora a circa 102 miliardi, ovvero oltre la metà dell'importo totale del piano (salito a 194,4 mld). **La revisione rimodula diverse scadenze, e di conseguenza l'importo atteso delle rate, al ribasso per il 2024** (quando l'Italia riceverà quasi 10 miliardi netti in meno), in cambio di un maggior addensamento di condizioni richieste, e di tranche da ricevere, nella parte finale del piano e in particolare nel 2026. La rimodulazione degli obiettivi (non solo sugli investimenti ma anche sulle riforme), l'abbandono dei progetti di più difficile realizzazione e lo spostamento di risorse dagli interventi diretti del Governo ai contributi agli investimenti privati **potrebbero in prospettiva ridurre i ritardi accumulati sin qui**. L'impatto sulla crescita del PIL italiano dei fondi NGEU era stimato dal Governo, sulla base del Programma Nazionale di Riforma 2023 (che incorporava 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. **Sinora sono stati spesi 42 miliardi** (rispetto ai quasi 100 previsti inizialmente entro il 2023), di cui ben 26 sono riconducibili a crediti d'imposta "automatici" come Superbonus e Transizione 4.0 (in altre parole, nemmeno nel 2023 ci sarebbe stato un "cambio di passo" nell'utilizzo dei fondi, e la spesa sarebbe stata solo di poco superiore a quella registrata nel 2022). **Una significativa accelerazione dei flussi di spesa nel 2024 appare imprescindibile per una realizzazione anche incompleta** del Piano.

**L'inflazione è scesa più del previsto, ma il tendenziale a fine 2024 tornerà sopra il 2%**

**Il deficit pubblico è in riduzione, ma alcuni tagli fiscali dovranno essere rifinanziati, e il debito stenterà a scendere**

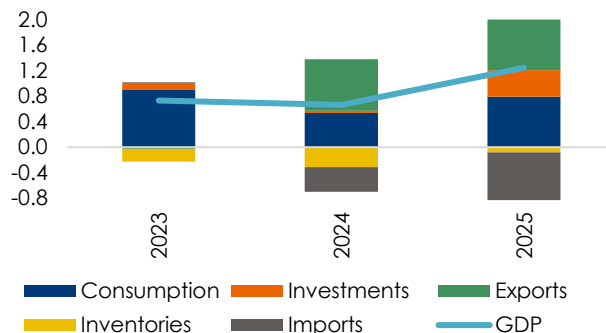
**Sul fronte PNRR permangono ritardi sulla capacità di spesa. La revisione del piano riduce i fondi UE da ricevere nel 2024**

**Fig. 1 – La sostanziale stagnazione dell'attività economica dovrebbe protrarsi ai trimestri a cavallo d'anno. Una ripresa apprezzabile è attesa nella seconda metà del 2024o**



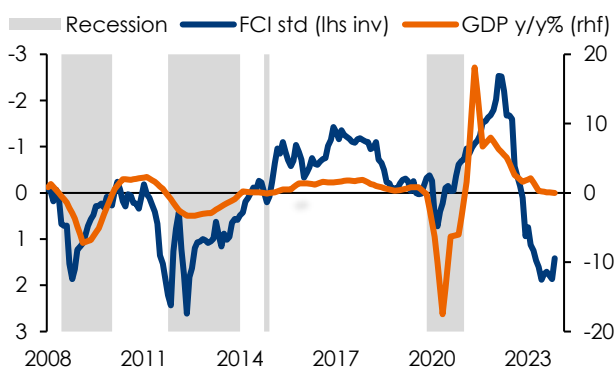
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 2 – La crescita media 2024 potrebbe risultare simile a quella del 2023, ma con un maggior contributo dell'export e una frenata della domanda interna, che è attesa riaccelerare solo nel 2025**



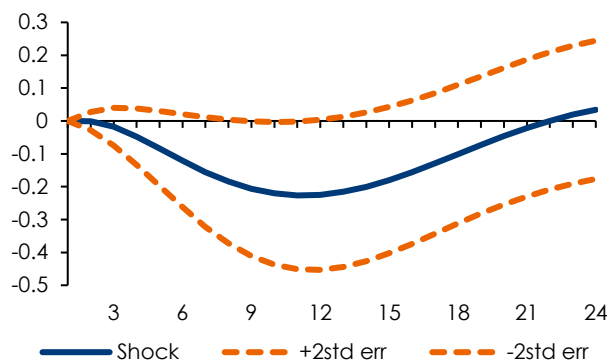
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 3 – L'indice di condizioni finanziarie in senso lato elaborato da Intesa Sanpaolo segnala che il picco della restrizione potrebbe essere alle spalle...**



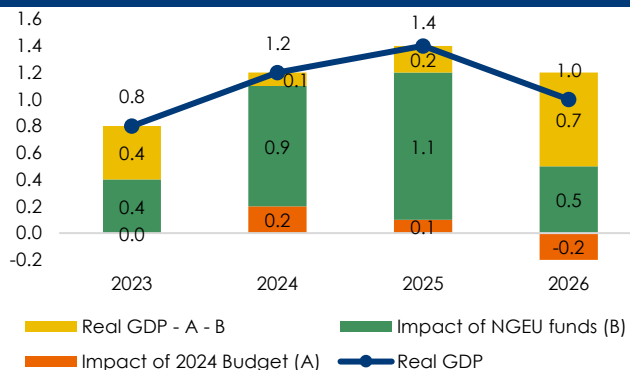
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su un ampio set di indicatori (che aggrega non solo indici di "stress di mercato" ma anche indicatori del costo e della disponibilità del credito; fonti: Istat, BCE, Banca d'Italia, Refinitiv-Datstream)

**Fig. 4 – ...ma gli effetti sul PIL potrebbero toccare un apice con un ritardo di quasi un anno**



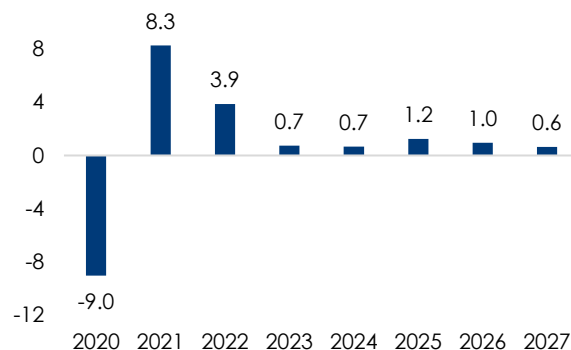
Nota: effetto sul tasso di crescita annua del PIL italiano in confronto allo scenario ipotetico di neutralità delle condizioni finanziarie e creditizie. Fonte: Intesa Sanpaolo

**Fig. 5 – Nel 2024-25, l'impatto del PNRR sarà cruciale nel sostenere la crescita del PIL**



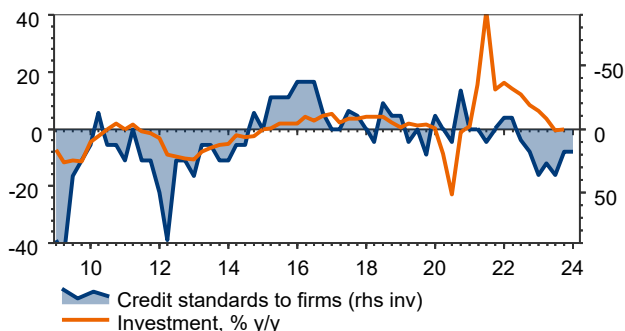
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 6 – Dopo la riaccelerazione attesa nel 2025, ci aspettiamo un "soft landing" della crescita verso 0,5/0,6% nel medio termine**



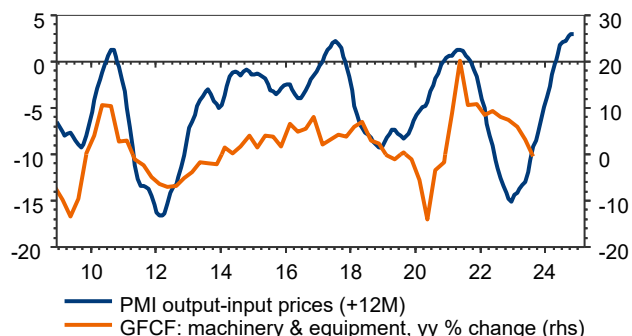
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat (PIL corretto per i giorni lavorativi)

**Fig. 7 – Gli investimenti non potranno non risentire della restrizione finanziaria e creditizia...**



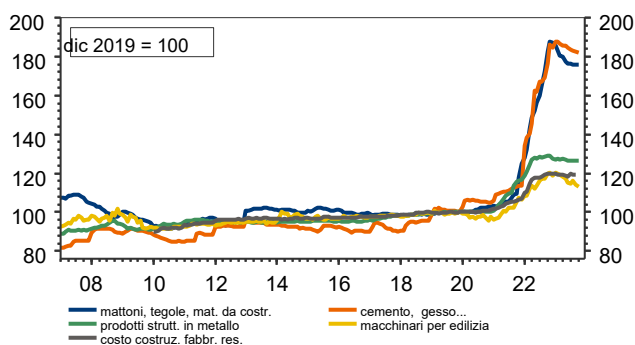
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, S&P Global

**Fig. 8 – ...ma un supporto potrebbe venire dal miglioramento dei margini di profitto unitari**



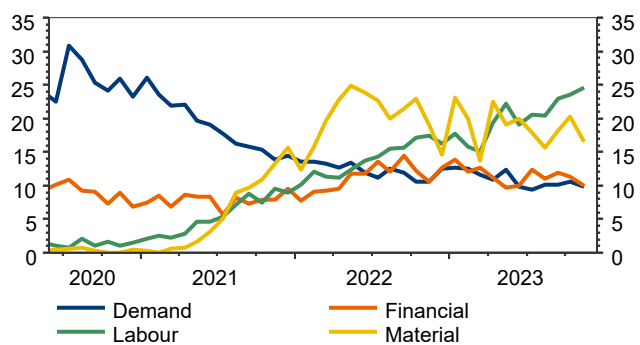
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, S&P Global

**Fig. 9 – Le costruzioni soffriranno, oltre che del rialzo dei tassi e della minor generosità dei bonus edilizi, del fatto che i costi dei materiali rimangono storicamente elevati**



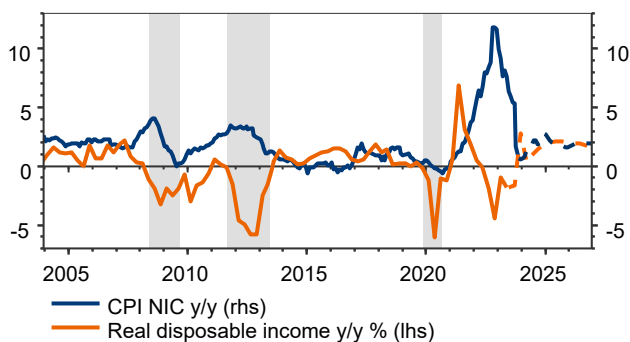
Fonte: Istat

**Fig. 10 – Anche le difficoltà di reperimento di manodopera potrebbero rappresentare un crescente freno all'attività nel settore delle costruzioni**



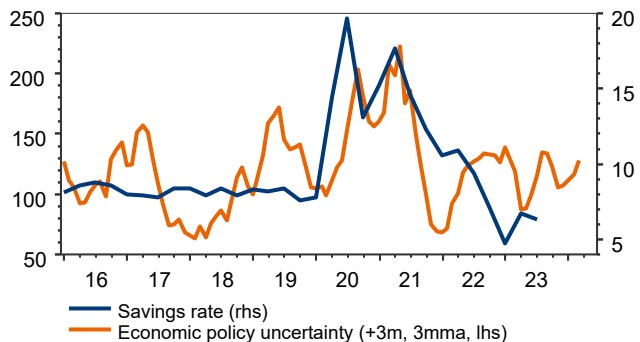
Nota: percentuale di imprese delle costruzioni che segnala come limiti all'attività le difficoltà di reperimento di manodopera, le carenze di materiali, la debolezza della domanda o i vincoli finanziari. Fonte: Istat

**Fig. 11 – L'inflazione potrebbe risalire nel corso del 2024, ma non tanto da mettere a rischio il recupero di potere d'acquisto delle famiglie**



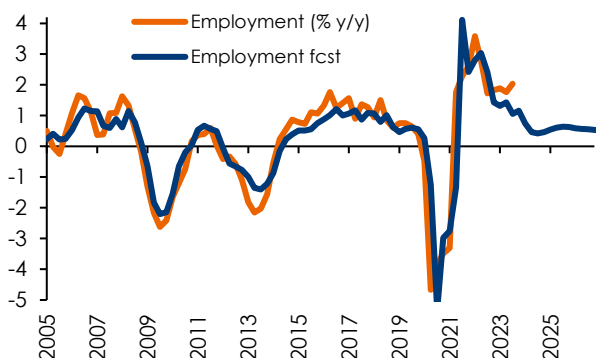
Fonte: Istat

**Fig. 12 – Tuttavia, il recupero del reddito reale sarà accompagnato da una risalita del tasso di risparmio che frenerà i consumi**



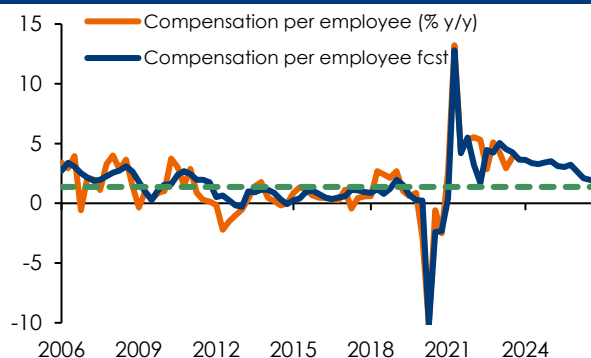
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 13 – Sul mercato del lavoro, ci aspettiamo un rallentamento della crescita occupazionale...**



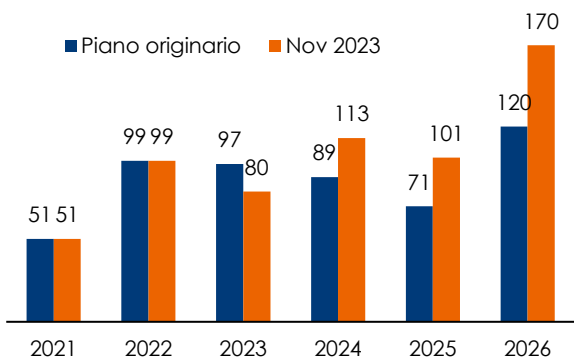
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 14 – ...nonché delle dinamiche retributive, che pure rimarranno più elevate della media storica nel prossimo biennio**



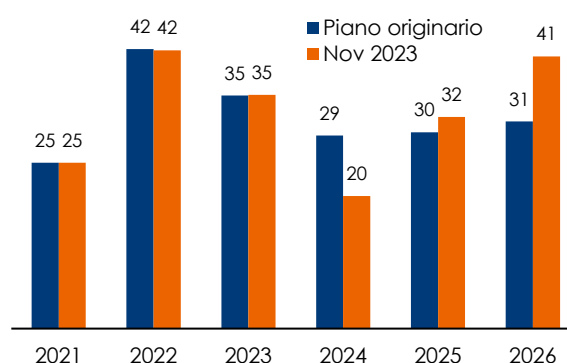
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 15 – La revisione del PNRR approvata lo scorso novembre comporta uno spostamento verso il 2025-26 sia del numero di condizioni da rispettare...**



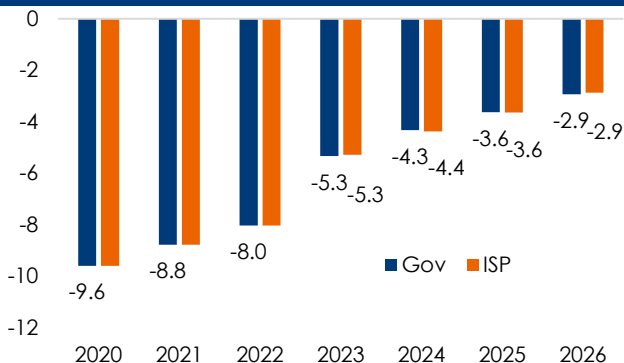
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo italiano, Commissione UE

**Fig. 16 – ...che dell'importo delle rate attese in pagamento all'Italia da parte della UE (miliardi di euro)**



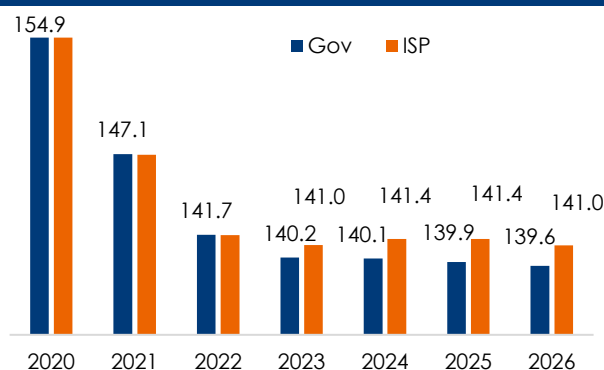
Nota: importi 2022-26 al netto del pre-finanziamento da 24,9 mld pagato nel 2021. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo italiano, Commissione UE

**Fig. 17 – Deficit pubblico in % del PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e obiettivi governativi**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, NADEF 2022

**Fig. 18 – Debito pubblico in % del PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e obiettivi governativi**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, NADEF 2022

## 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	0.7	<b>2.6</b>	<b>1.6</b>	<b>2.1</b>	<b>0.3</b>	<b>0.1</b>	0.3	-0.1	0.5	0.9	1.3
- var.ne % t/t				<b>0.3</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.6</b>	<b>-0.4</b>	<b>0.1</b>	0.0	0.1	0.2	0.4	0.4
Consumi delle famiglie	<b>5.0</b>	1.5	0.9	<b>2.5</b>	<b>-1.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.0</b>	<b>0.7</b>	-0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
Consumi pubblici	<b>0.7</b>	-0.4	-0.1	<b>-0.1</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>-1.0</b>	<b>0.0</b>	0.1	0.0	0.0	0.2	0.1
Investimenti fissi	<b>10.1</b>	0.5	0.2	<b>-0.2</b>	<b>0.9</b>	<b>1.0</b>	<b>-2.0</b>	<b>-0.1</b>	0.4	0.0	0.1	0.5	0.6
Investimenti in macchinari	<b>8.3</b>	2.0	0.3	<b>1.9</b>	<b>0.8</b>	<b>1.2</b>	<b>-0.6</b>	<b>-1.7</b>	0.5	0.0	0.4	0.8	0.9
Investimenti in mezzi di trasporto	<b>7.4</b>	15.5	5.1	<b>5.8</b>	<b>3.0</b>	<b>5.3</b>	<b>1.8</b>	<b>7.0</b>	-1.0	0.8	0.8	0.8	0.7
Investimenti in costruzioni	<b>12.1</b>	-2.6	-0.6	<b>-2.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.3</b>	<b>-3.8</b>	<b>0.5</b>	0.5	-0.2	-0.2	0.1	0.2
Esportazioni	<b>10.7</b>	-0.1	2.4	<b>-0.1</b>	<b>1.5</b>	<b>-1.4</b>	<b>-1.1</b>	<b>0.6</b>	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
Importazioni	<b>13.1</b>	0.0	1.2	<b>2.8</b>	<b>-2.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.7</b>	<b>-2.0</b>	0.5	0.7	0.7	0.6	0.6
<b>Contr. % PIL</b>													
Commercio estero	<b>-0.5</b>	0.0	0.4	<b>-0.9</b>	<b>1.2</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.6</b>	<b>0.9</b>	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>0.7</b>	<b>-0.6</b>	<b>0.4</b>	0.0	0.1	0.2	0.4	0.4
Var. scorte	<b>-0.7</b>	-0.2	-0.3	<b>-0.2</b>	<b>-0.7</b>	<b>0.4</b>	<b>0.8</b>	<b>-1.2</b>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Affinità produttiva</b>													
Produzione industriale	<b>0.4</b>	-2.3	0.1	<b>-0.8</b>	<b>-1.6</b>	<b>-0.2</b>	<b>-1.2</b>	<b>0.2</b>	0.0	0.0	0.1	0.3	0.3
<b>Prezzi, salari e redditi</b>													
Prezzi al consumo (NIC, a/a)	<b>8.2</b>	5.6	1.8	<b>8.4</b>	<b>11.7</b>	<b>8.9</b>	<b>7.4</b>	<b>5.6</b>	1.0	1.0	1.5	2.1	2.4
- escl. alimentari, energia (a/a)	<b>3.7</b>	5.1	2.1	<b>4.5</b>	<b>5.6</b>	<b>6.2</b>	<b>5.9</b>	<b>4.8</b>	3.7	2.5	2.0	2.0	1.8
PPI (a/a)	<b>34.4</b>	-4.4	0.2	<b>39.6</b>	<b>29.6</b>	<b>8.1</b>	<b>-3.8</b>	<b>-12.2</b>	-8.2	-3.5	0.7	1.6	2.3
Disoccupazione (%)	<b>8.1</b>	7.8	8.2	<b>8.0</b>	<b>7.8</b>	<b>7.9</b>	<b>7.7</b>	<b>7.6</b>	7.9	8.1	8.2	8.2	8.1
Occupati totali	<b>2.5</b>	1.9	0.3	<b>0.0</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.3</b>	0.3	-0.2	-0.1	0.0	0.1
Salari contrattuali	<b>1.0</b>	2.7	2.4										
Reddito disponibile reale	<b>-1.5</b>	-0.4	1.1										
Tasso di risparmio (%)	<b>8.1</b>	6.2	6.5										
<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>	-5.3	-4.4										
Debito (% PIL)	<b>141.7</b>	141.0	141.4										
<b>Variabili finanziarie</b>													
Euribor 3 mesi	<b>2.07</b>	3.96	3.44	<b>1.01</b>	<b>2.07</b>	<b>2.91</b>	<b>3.54</b>	<b>3.88</b>	3.96	3.89	3.86	3.68	3.44
Tasso BTP 10 anni (%)	<b>3.05</b>	4.19	4.09	<b>3.50</b>	<b>4.13</b>	<b>4.13</b>	<b>4.09</b>	<b>4.18</b>	4.36	4.11	4.19	4.07	4.00
BTP/Bund spread	<b>1.88</b>	1.71	1.59	<b>2.18</b>	<b>2.00</b>	<b>1.82</b>	<b>1.72</b>	<b>1.60</b>	1.69	1.61	1.62	1.59	1.56

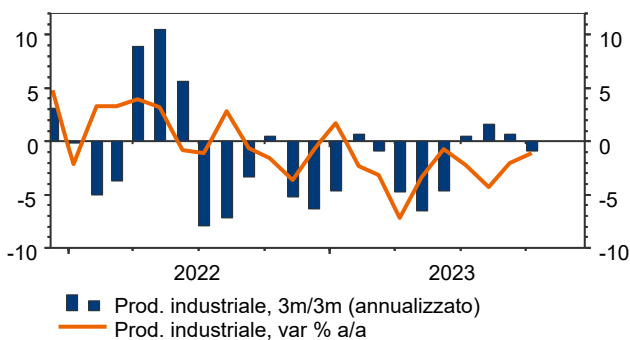
Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo



### Torna a calare la produzione industriale

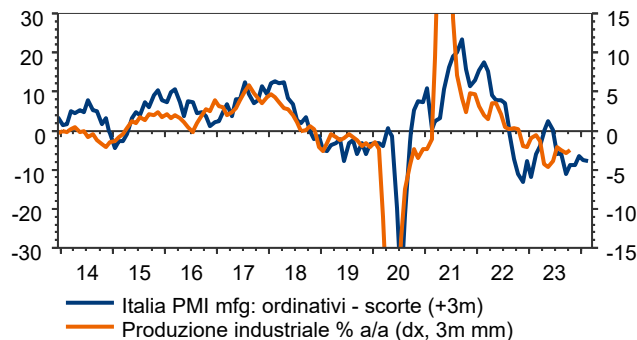
La produzione industriale è tornata a calare a ottobre, di **-0,2% m/m**, mentre il dato di settembre è stato rivisto al rialzo, da zero a 0,1% m/m. Si attenua per il secondo mese la contrazione su base annua (corretta per i giorni lavorativi e gli effetti del calendario), a -1,1% da un precedente -2%. Il calo su base congiunturale è dovuto ai beni di investimento e ai beni intermedi, in correzione entrambi (di -0,5% e -0,4% m/m, rispettivamente) dopo il balzo di settembre. I beni di consumo mostrano un recupero solo parziale (0,4% m/m) dopo l'ampio calo del mese precedente (-2,1%), e l'energia migliora per il secondo mese (1,5% dopo l'1% di settembre). **L'energia e i beni capitali sono gli unici macro-gruppi in progresso su base annua** (sempre corretta per gli effetti di calendario), a 2,7% e 1,3% rispettivamente. Lo spaccato per settore resta molto variegato: all'ampio progresso tendenziale per farmaceutici (+10,4% a/a) e mezzi di trasporto (+8,9%) si contrappone il calo a due cifre registrato dall'industria del legno, carta e stampa (-11,8%) e da tessile e abbigliamento (-11,3%); anche un altro comparto energivoro come "gomma e plastica" resta in ampia contrazione (-6,9%). La dinamica settoriale mostra che **permane un sostegno derivante dalla "normalizzazione" post-pandemica**, di cui continuano a beneficiare farmaceutici e mezzi di trasporto, **mentre i settori energivori sembrano soffrire di una perdita permanente di capacità produttiva** a seguito della delocalizzazione delle parti più *energy-intensive* della catena del valore. I comparti più orientati all'export soffrono della **debolezza del commercio globale**, che stenta a ripartire, e alcuni settori (quelli legati alla produzione di beni durevoli o di investimento) soffrono più di altri del calo di domanda dovuto al **rialzo dei tassi di interesse**.

#### La produzione industriale torna a calare a ottobre, ma la tendenza è meno negativa rispetto a qualche mese fa



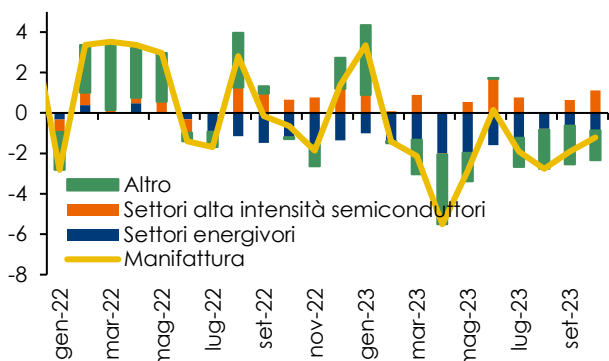
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Le indagini ancora non segnalano un'inversione in direzione positiva



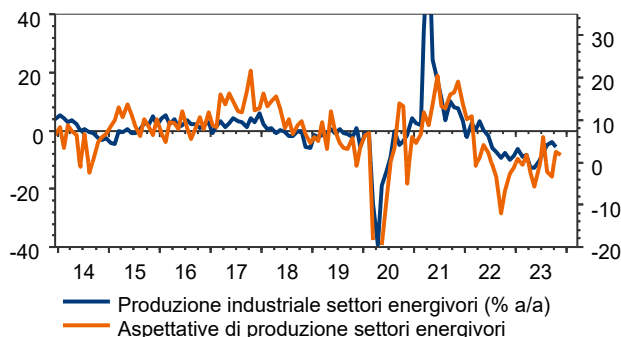
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

#### La dinamica settoriale resta piuttosto variegata con alcuni comparti che beneficiano ancora del rimbalzo post-Covid



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 comparti energivori sembrano subire una perdita permanente di competitività

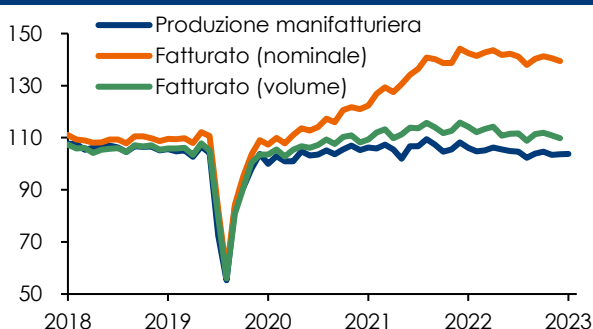


Nota: i settori ad alta intensità energetica sono carta, chimica, raffinerie e metalli. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Commissione UE

### Le indagini di fiducia nel manifatturiero ancora non segnalano una svolta

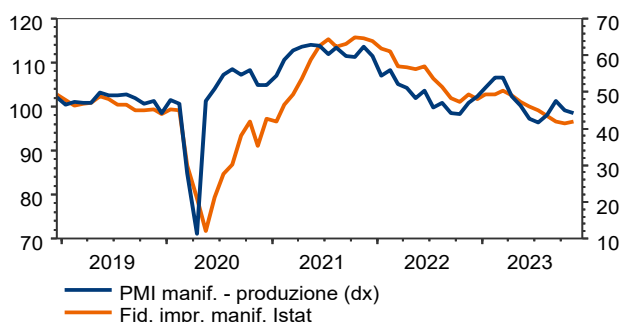
Le indagini sulla fiducia delle imprese nel settore manifatturiero hanno mostrato un minor pessimismo negli ultimi mesi, ma i segnali di ripresa sono troppo timidi per vedere una svolta dell'attività produttiva nell'industria, almeno con un orizzonte di 3 mesi. Quantomeno però, l'industria in senso stretto potrebbe avere smesso di frenare significativamente il PIL come avvenuto per la maggior parte dell'ultimo anno. L'indice di fiducia manifatturiero dell'Istat è salito a sorpresa per la prima volta dallo scorso marzo, a 96,6 a novembre da 96,1 di ottobre. Il rimbalzo è dovuto a un miglioramento delle aspettative sia sugli ordini che sulla produzione, mentre le indicazioni correnti, sia sugli ordinativi che sull'output, sono peggiorate ulteriormente. Le prospettive economiche sono meno pessimistiche, mentre le intenzioni di assunzione hanno visto un rallentamento, pur rimanendo elevate rispetto al passato. La ripresa del morale è guidata dai produttori di beni intermedi e di consumo, mentre la fiducia delle aziende produttrici di beni strumentali è scesa per il nono mese consecutivo. A fronte del primo miglioramento del morale Istat in otto mesi, il PMI manifatturiero è calato per il terzo mese, a 44,4 da 44,9, in territorio recessivo ormai da aprile, solo poco al di sopra del minimo toccato lo scorso giugno (43,8). Lo spaccato delle componenti mostra però il primo segnale di attenuazione del ritmo di contrazione degli ordinativi, soprattutto esteri, che rimangono comunque molto deboli. Inoltre, le indicazioni sugli acquisti di beni intermedi non puntano ancora né verso una ripartenza della produzione (che infatti accelera al ribasso) né verso un processo di ricostituzione delle scorte.

#### Anche i dati sul fatturato confermano l'indebolimento della domanda manifatturiera



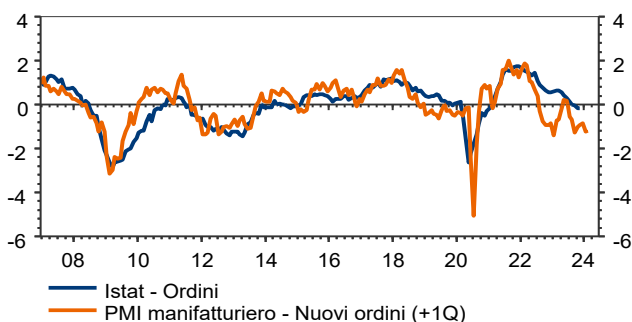
Nota: indici. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### L'indice di fiducia manifatturiera Istat rimbalza moderatamente, per la prima volta dallo scorso marzo



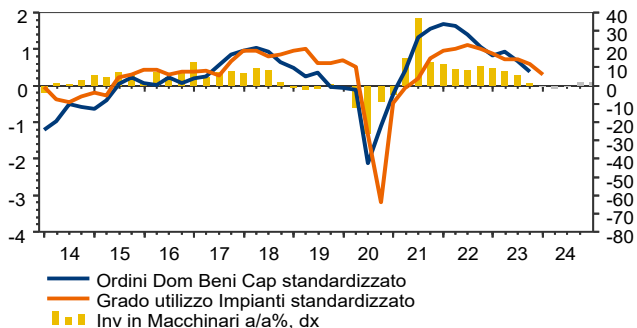
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

#### Ordinativi in stabilizzazione ma ancora non coerenti con una ripartenza della domanda



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

#### Il calo di ordini e fiducia nel settore dei beni strumentali anticipa una ulteriore frenata degli investimenti in macchinari

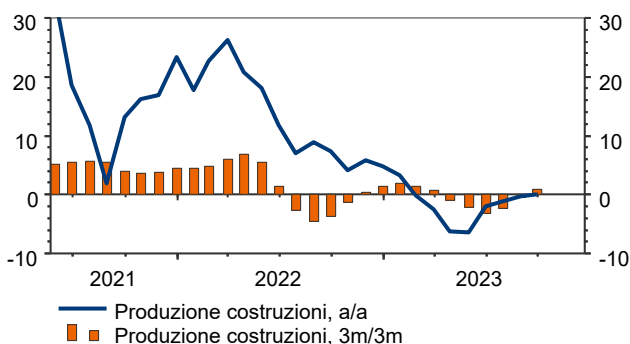


Nota: previsioni in grigio. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Costruzioni e mercato immobiliare in contrazione anche nel 2024

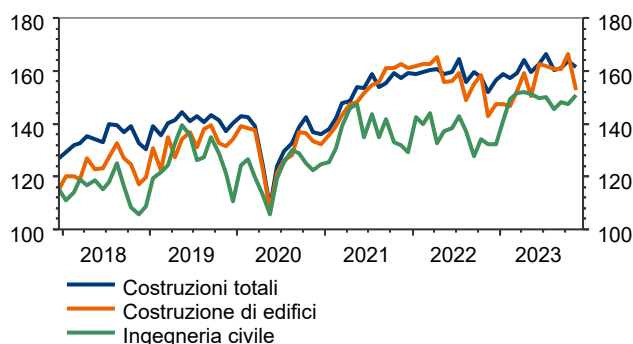
**Nel 3° trimestre gli investimenti in costruzioni sono tornati a crescere dopo la pesante contrazione registrata durante la scorsa primavera**, di +0,5% t/t da un precedente -3,8% t/t: un rimbalzo non sufficiente a recuperare il terreno perso, che lascia la variazione tendenziale in territorio negativo (-2,4%). Dopo aver trainato la ripresa post-pandemica (nel 2021 e nel 2022 gli investimenti nel settore sono cresciuti rispettivamente del 29,5% e del 12,1% in media annua), **riteniamo che il 2023 possa chiudersi con una flessione di -2,6%, e che anche il 2024 possa essere un anno di contrazione per le costruzioni, sia pur in misura meno accentuata**. L'esaurimento della spinta proveniente dagli incentivi fiscali, nonché l'impatto del rialzo dei tassi, continueranno a pesare sull'edilizia residenziale, mentre gli investimenti infrastrutturali previsti dal PNRR potrebbero innescare una ripartenza del settore ma solo dal 2° semestre 2024. I dati Istat sul **mercato immobiliare**, aggiornati solo al 1° trimestre del 2023, mostrano una tendenza di calo delle compravendite residenziali (-11% a/a) che secondo i dati preliminari dell'Agenzia delle Entrate dovrebbe essere proseguita anche tra la primavera e l'estate, e che riteniamo non si interromperà nemmeno nei prossimi trimestri. Nonostante il contesto di debolezza, **il morale delle imprese resta su livelli storicamente elevati, anche se aspettative di rallentamento dell'attività stanno iniziando a riflettersi sul morale delle imprese del settore della costruzione di edifici**, che è sceso bruscamente a novembre a 152,7 da 166,3, sui minimi dallo scorso maggio. Al contrario, è salita ancora la fiducia delle aziende nel comparto dell'ingegneria civile (a 150,9 da 147,5).

#### Il rimbalzo dell'output di settembre lascia un'eredità statistica favorevole sul 4° trimestre, ma la tendenza resterà discendente



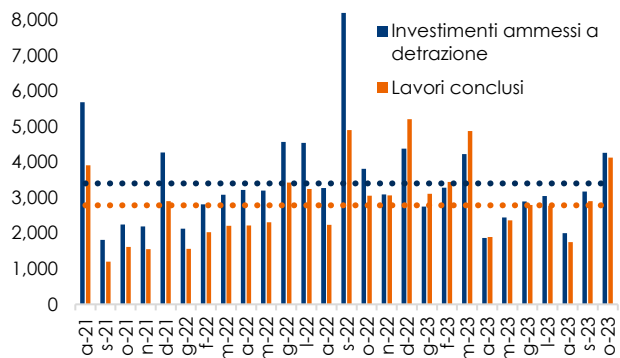
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### A novembre, il morale delle imprese cala bruscamente nel settore della costruzione di edifici, mentre aumenta ancora nell'ingegneria civile



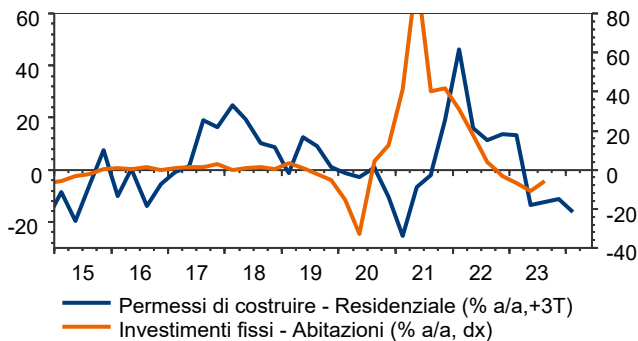
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Nel 2024 il sostegno all'attività offerto dal Superbonus (ancora sostenuto nei dati ad ottobre) si ridurrà drasticamente



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 si contrarranno ancora nei prossimi trimestri

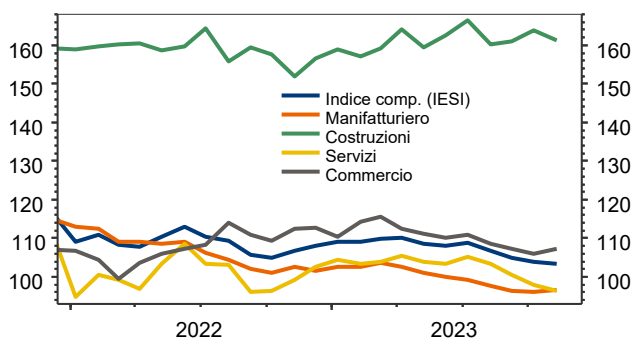


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Servizi più deboli del previsto in estate, fiacchi anche tra fine 2023 e inizio 2024

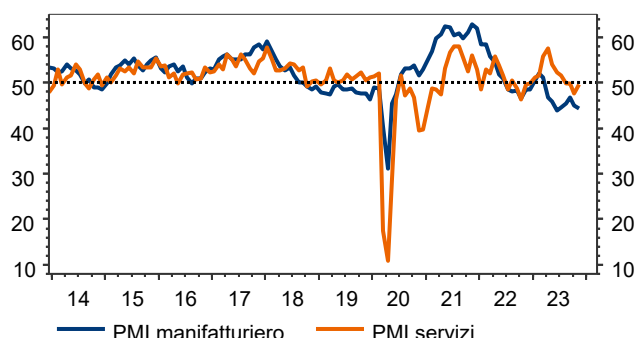
I dati di contabilità nazionale relativi al **3° trimestre** hanno riportato una **crescita del valore aggiunto nel settore dei servizi di un modesto 0,1% t/t** a fronte di un aumento maggiore per il fatturato (0,9% t/t). La divergenza è spiegata dall'effetto-prezzi, ed è particolarmente ampia nel comparto "alloggio e ristorazione" (0,3% t/t contro 1,5%), nel quale i rincari hanno probabilmente frenato la domanda, soprattutto per quanto riguarda i flussi turisti domestici. Il valore aggiunto è cresciuto in quasi tutti i principali comparti ad eccezione dei servizi finanziari (-0,3% t/t) e delle attività artistiche e di intrattenimento (-2,5% t/t). I dati confermano comunque come la spinta derivante dalla ripresa post-pandemica sia ormai alle spalle; nel trimestre in corso, il contributo del settore alla formazione del valore aggiunto potrebbe risultare modesto se non nullo. **L'indice di fiducia delle imprese dei servizi diffuso dall'Istat è calato per il quarto mese a novembre**, a 96,4 da un precedente 98 (un minimo da oltre un anno), appesantito da trasporto e magazzinaggio, tra i comparti più esposti al rallentamento manifatturiero; la correzione ha riguardato anche il turismo. Lo spaccato dell'indagine mostra un generalizzato deterioramento dei giudizi e delle attese sugli ordini, nonché sull'andamento degli affari. L'indice **PMI servizi** è per il quarto mese in territorio recessivo ma a novembre si è riavvicinato alla soglia d'invarianza, a 49,5 dopo il brusco calo a 47,7 registrato in ottobre. L'indagine riporta un rallentamento del ritmo di contrazione dell'attività e un miglioramento delle aspettative, a fronte però di un peggioramento per le commesse inevase, un possibile segnale che le imprese stiano cercando di smaltire gli ordini accumulati (anche se ormai in esaurimento) in assenza di una vera e propria ripartenza della domanda.

#### A novembre l'indice Istat di fiducia nei servizi è calato per il quarto mese, toccando un minimo dallo scorso ottobre



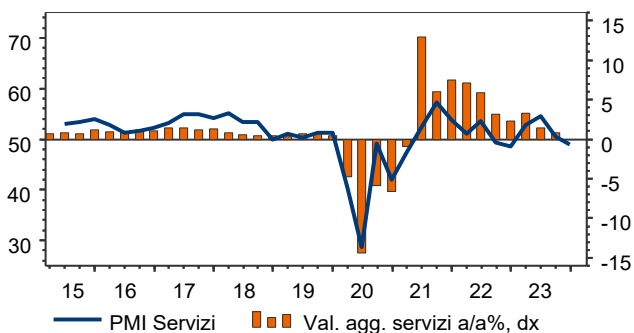
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### PMI servizi in riavvicinamento alla soglia d'invarianza



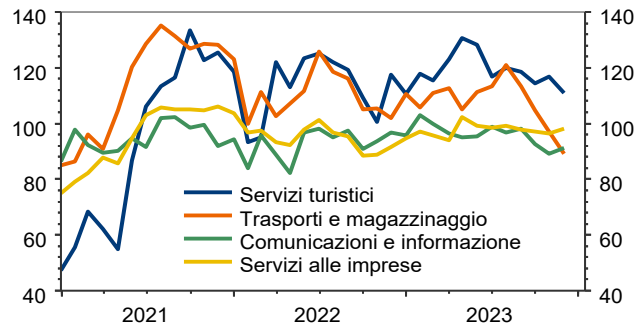
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

#### La spinta post-pandemica nei servizi è ormai esaurita



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

#### Negli ultimi mesi il comparto più penalizzato è stato quello dei trasporti e magazzinaggio, il più sensibile alla frenata dell'industria

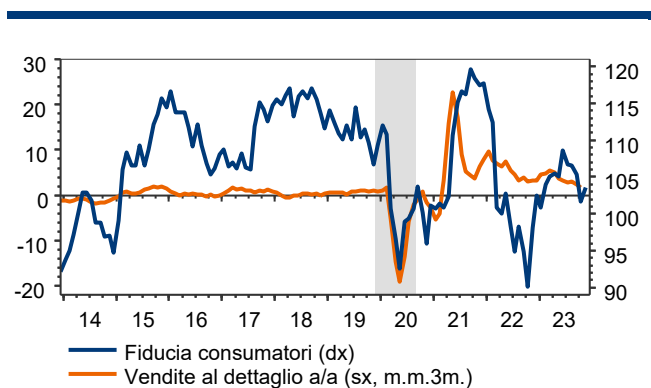


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Il morale dei consumatori sta iniziando a beneficiare del calo dell'inflazione

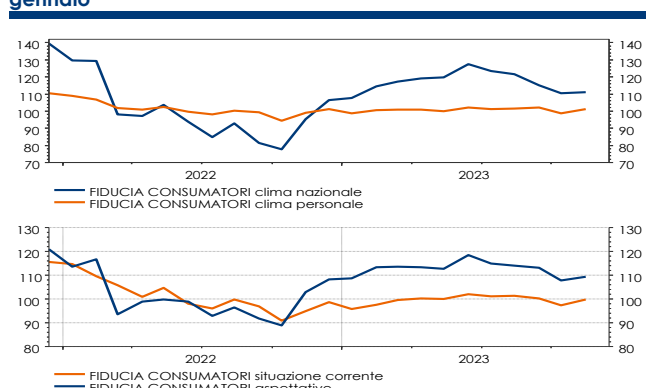
**Nel 3° trimestre i consumi delle famiglie hanno tenuto meglio del previsto, crescendo di 0,7% t/t** dopo la stagnazione primaverile. Ci attendiamo però che la spesa delle famiglie possa tornare ad indebolirsi tra fine 2023 e inizio 2024. La ripartenza potrebbe avvenire solo a 2024 inoltrato, sulla scia del recupero dei redditi disponibili reali, anche se la possibile risalita del tasso di risparmio limiterà la velocità della ripresa. A **novembre, la fiducia dei consumatori ha mostrato una ripresa a sorpresa**, a 103,6 da 101,6 di ottobre: si tratta di un livello di poco superiore alla media di lungo periodo. **Il clima economico nazionale ha continuato a peggiorare** (scendendo ai minimi dallo scorso gennaio), ma la situazione personale e il clima sia attuale che futuro sono tornati a crescere dopo il significativo calo del mese scorso. Note positive sono arrivate anche da un **miglioramento delle indicazioni delle famiglie sulla propria situazione finanziaria** (sia attuale che attesa), sui risparmi correnti e futuri, e sulla convenienza (e sulle intenzioni di acquisto) dei beni durevoli. **Sia l'inflazione percepita che quella attesa sono calate** (rispettivamente da 135,8 a 134,8, un minimo da settembre dell'anno scorso, e da -4,4 a -5,3), suggerendo come **i consumatori stiano iniziando a percepire che l'inflazione ha superato il picco**. Le **vendite al dettaglio sono tornate a salire ad ottobre**, sia in valore che in volume (rispettivamente di 0,4% e 0,3% m/m), **ma il rimbalzo è piuttosto modesto** se si considera che il volume degli acquisti era calato di oltre -2% dal mese di giugno, e difficilmente assisteremo ad una significativa riaccelerazione nel breve termine.

#### Risale a sorpresa la fiducia dei consumatori a novembre



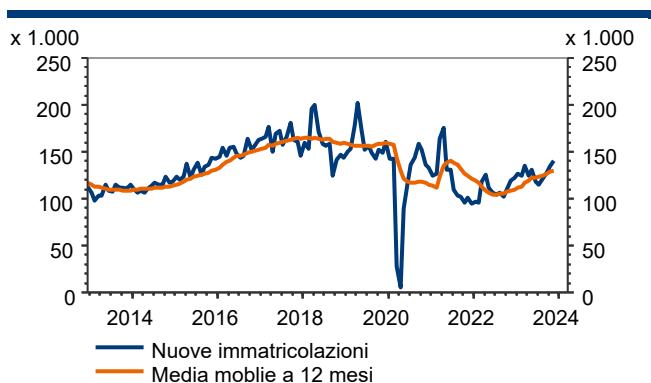
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020; l'area ombreggiata corrisponde al periodo recessivo. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Il clima economico nazionale torna però sui minimi dallo scorso gennaio



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Le immatricolazioni di auto mantengono un trend di ripresa ma restano su livelli inferiori a quelli pre-pandemici



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

#### La crescita annua del reddito disponibile reale potrebbe tornare positiva già dal trimestre in corso, grazie al calo più rapido del previsto dell'inflazione

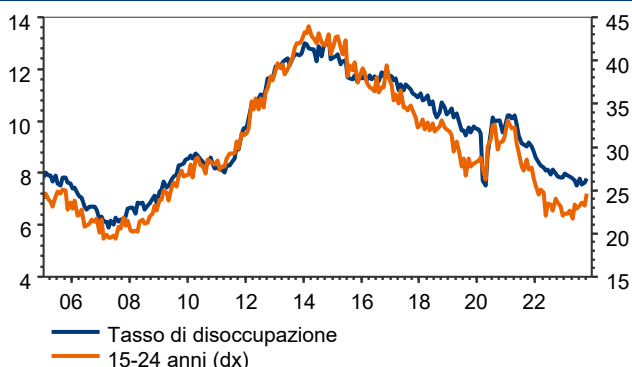


Nota: l'area ombreggiata corrisponde al periodo recessivo. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

### Comincia a risalire la disoccupazione, gli occupati toccano un nuovo record

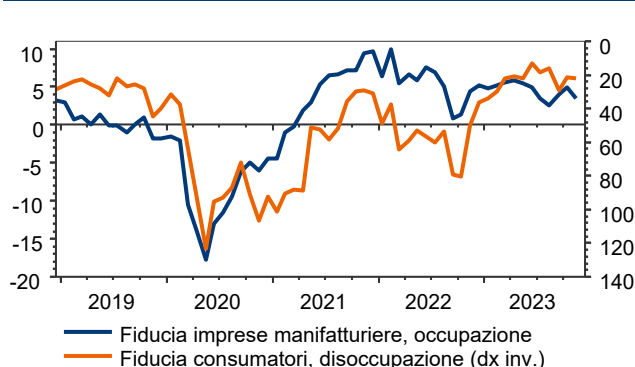
Ad ottobre il tasso di disoccupazione è salito di due decimi al 7,8% dopo che il dato del mese precedente è stato rivisto verso l'alto da 7,4% a 7,6%. Nel mese si è registrato un calo degli inattivi (-69 mila, -0,6% m/m) che si è riflesso in un aumento sia degli occupati (+27 mila, +0,1%) che delle persone in cerca di occupazione (+45 mila, +2,3%). Ad ottobre il tasso di occupazione tocca quindi un nuovo massimo dall'inizio della rilevazione mensile (quindi almeno dal 2004) al 61,8%, così come il tasso di partecipazione, che si attesta al livello record di 67,1%. Rispetto ad un anno prima, gli occupati sono in crescita del 2%, in linea con la media degli ultimi mesi, mentre la variazione tendenziale dei disoccupati è tornata in territorio positivo da settembre. Riteniamo che nel primo semestre del 2024 il rallentamento ciclico si possa tradurre in una minore domanda di lavoro, con il tasso di disoccupazione che potrebbe toccare un picco poco sopra l'8% nei mesi centrali del prossimo anno. A fronte di un possibile rallentamento dell'occupazione, i redditi da lavoro dovrebbero beneficiare della crescita delle retribuzioni, che nel 2024 sarà sostenuta dalle rinegoziazioni dei contratti collettivi, che, a differenza rispetto alle altre principali economie europee, sono ancora in buona parte (oltre il 40% nel settore privato) in attesa di rinnovo. Ci aspettiamo quindi che la crescita delle retribuzioni pro capite, che nel 3° trimestre ha accelerato al 3,9% a/a, possa rimanere sopra la media anche nel 2024 e permettere un recupero del reddito disponibile delle famiglie.

#### Il tasso di disoccupazione è salito per il secondo mese ad ottobre, pur rimanendo storicamente molto contenuto



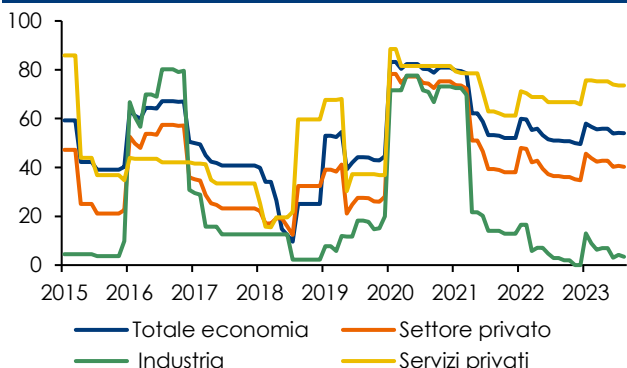
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Le intenzioni di assunzione delle imprese hanno superato il picco ma restano espansive (anche nell'industria)



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

#### Il grado di tensione contrattuale nel settore privato resta elevata, soprattutto nei servizi



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

#### Il rinnovo dei contratti collettivi spingerà al rialzo i salari negoziali nel 2024 (oggi assai meno dinamici che nel resto dell'Eurozona)

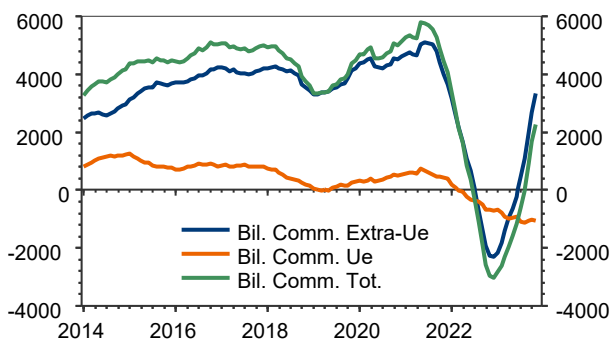


Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE, Istat

### Export in ripresa verso i Paesi extra-UE ma in contrazione verso la UE

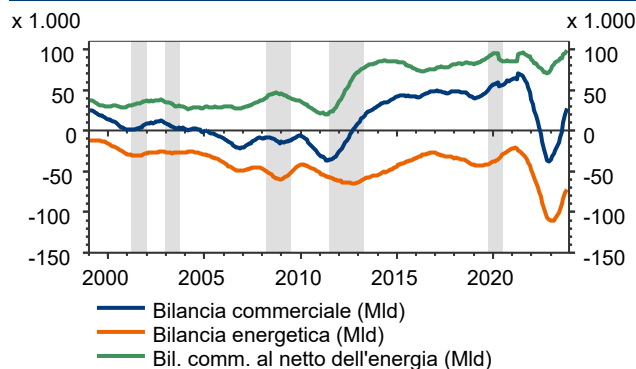
Ad ottobre i flussi commerciali sono tornati ad espandersi dopo la correzione del mese precedente: **l'export è rimbalzato di 6,5% m/m da un precedente -6,6% m/m, l'import è salito del 3,2% dopo il -1,6% m/m di settembre**. Il progresso mensile delle esportazioni risulta diffuso a tutte le principali componenti e guidato dall'energia (7,5% m/m da -5,7%), al netto della quale la crescita si limita al 3,8% m/m. Ad ottobre il saldo commerciale risulta in avanzo di 4,7 miliardi di euro contro un deficit di -2,2 miliardi un anno prima, grazie alla progressiva riduzione del disavanzo energetico (-5,1 miliardi da -8,7 a ottobre 2022), che beneficia del calo dei prezzi, e dell'aumento del surplus nell'interscambio di prodotti non energetici (+9,8 miliardi da +6,5 miliardi un anno prima). **Su base annua l'export rimbalza del 9,4% da -6,9% di settembre, ma il rialzo è concentrato tra i mercati extra-UE (+9,4%) a fronte di una flessione per le vendite verso gli altri Paesi dell'Unione (-2,6%),** in particolare verso Germania (-5,6%), Austria (-16,4%) e Belgio (-6,6%). Sostanzialmente stagnante la variazione annua delle esportazioni verso la Cina (-0,8%) mentre sono Paesi OPEC (42%), Stati Uniti (10,2%), Regno Unito (10,9%) e Giappone (25,3%) a mostrare la maggior vivacità. In particolare, l'analisi incrociata tra prodotti e mercati di sbocco mostra che l'aumento tendenziale dell'export è trainata dalle vendite di mezzi di trasporto verso i Paesi OPEC e articoli farmaceutici nel Regno Unito, mentre il principale contributo negativo deriva dalle minori vendite di metalli di base verso Germania e Turchia.

#### Il disavanzo commerciale nei confronti dei paesi UE risente del rallentamento della domanda tedesca



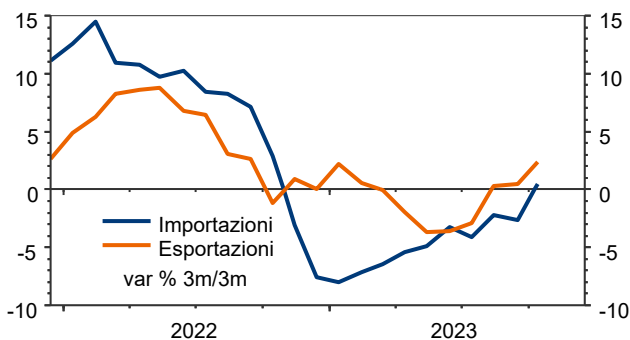
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Continua a normalizzarsi il disavanzo energetico, che pure resta significativo considerando il cumulato degli ultimi 12 mesi



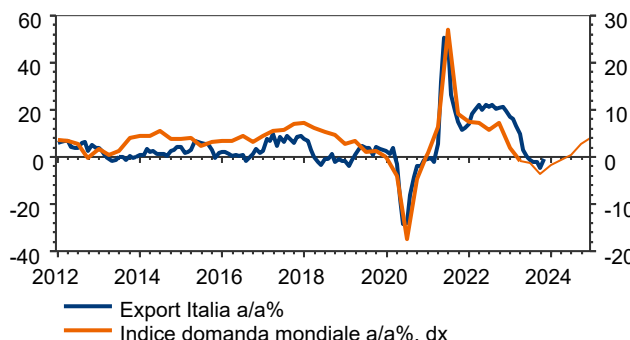
Nota: le aree ombreggiate corrispondono a periodi di recessione.  
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Dopo aver sostenuto la crescita nel 3° trimestre, le esportazioni nette potrebbero aver offerto un contributo positivo al PIL anche a fine anno



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### La domanda estera rivolta verso l'Italia è attesa ripartire nel 2024, ma la prima parte dell'anno resterà debole

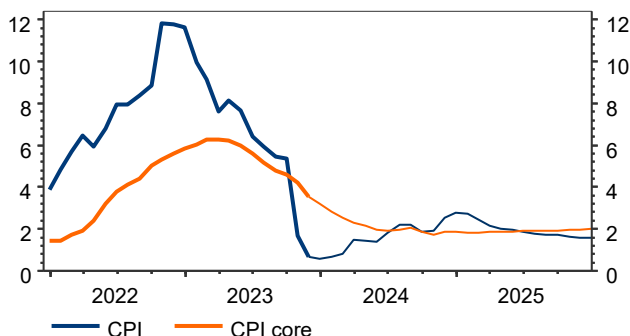


Nota: media mobile a 3 mesi della variazione % annua dell'export.  
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

### L'inflazione potrebbe essere vicina a un punto di minimo

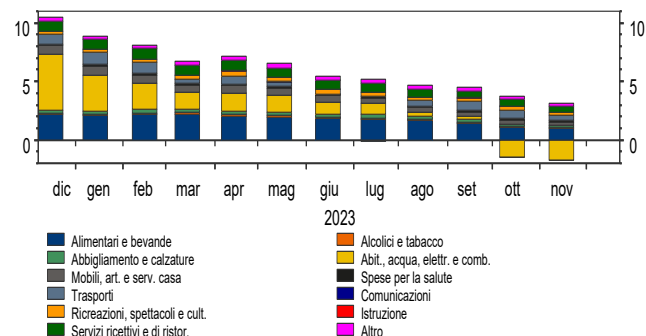
L'inflazione ha sorpreso ancora al ribasso a novembre, passando allo 0,7% a/a (-0,5% m/m) dall'1,7% di ottobre sull'indice nazionale, ed allo 0,6% a/a (-0,6% m/m) dall'1,8% precedente sull'armonizzato, ai minimi da marzo 2021. La flessione mensile dei prezzi al consumo è dovuta principalmente all'energia (-3,4% m/m), e soprattutto agli energetici non regolamentati (-3,8% m/m); sono calati anche i prezzi dei servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (-1,3% m/m). La flessione tendenziale dei prezzi sul NIC è imputabile ancora al forte rallentamento dell'inflazione dei prodotti energetici, sia non regolamentati (da -17,7% a -22,5%) sia regolamentati (da -31,7% a -34,9%). Anche l'inflazione alimentare mostra un ulteriore seppur lieve rallentamento (da 6,3% a 5,8% a/a; +0,4% m/m), per via della decelerazione dei prezzi degli alimentari lavorati (da 7,3% a 5,8% a/a), cui si è contrapposta una nuova accelerazione di quelli non lavorati (da 4,9% a 5,6% a/a). La decelerazione tendenziale dei prezzi dei servizi, invece, è il risultato di rallentamenti diffusi all'interno del comparto, in particolare per i servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (da 5,5% a 4,6% a/a) e per i trasporti (da 4% a 3,5% a/a). **L'inflazione al netto degli energetici e degli alimentari freschi (sul NIC) continua a calare, al 3,6% a/a dal 4,2% di ottobre. Ci aspettiamo che l'inflazione possa risultare poco variata a dicembre, prima di tornare a salire nei mesi successivi, per via di effetti base meno favorevoli sulla componente energia, ritornando sopra il 2% nel secondo semestre 2024. La componente di fondo dovrebbe al contrario mantenere una tendenza discendente, tornando sotto il 2% però solo negli ultimi mesi del prossimo anno.**

### L'inflazione headline potrebbe risalire nel corso del 2024, mentre l'indice core è atteso mantenere una tendenza discendente



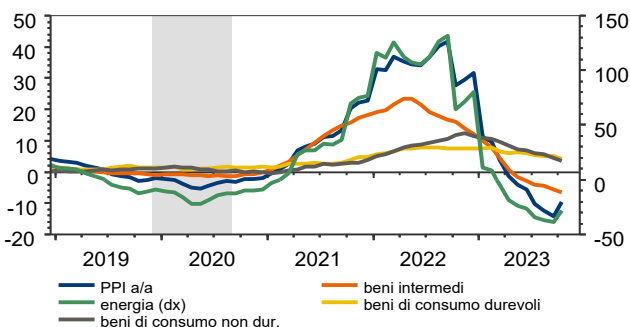
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

### Il vistoso calo recente dell'inflazione è dovuto al contributo negativo delle spese per abitazione, acqua, elettricità e combustibili



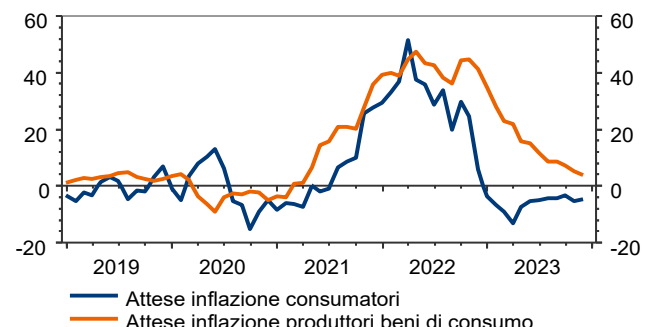
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### I prezzi alla produzione evidenziano un attenuamento delle pressioni a monte delle filiere produttive



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

### Anche le aspettative di inflazione di famiglie e imprese sono compatibili con un rallentamento della crescita dei prezzi nel 2024



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



## Tendenze del settore bancario

### Si attenua la riduzione dei flussi di prestiti alle famiglie per nuovi contratti di mutuo

Elisa Coletti

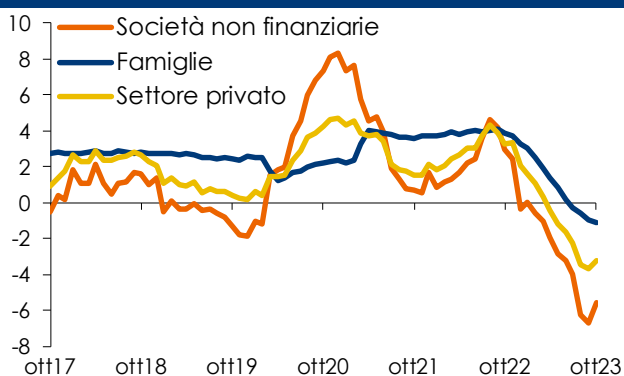
Nei mesi autunnali i prestiti al settore privato hanno continuato a registrare un calo significativo che però ha smesso di peggiorare. Lo stock di prestiti a famiglie e imprese si è ridotto del 3,3% a/a a ottobre e del -3,4% a novembre secondo le stime ABI, dal -3,9% di settembre. La flessione dei prestiti alle società non-finanziarie si è attenuata a ottobre, ma è rimasta marcata, del -5,5% dal minimo storico di -6,7% a settembre. Per i prestiti alle famiglie, il calo si conferma moderato, pari a -1,1% a ottobre, con lo stock di mutui ancora marginalmente in crescita (+0,2%). In termini di flussi, ottobre ha segnato un forte rallentamento del calo delle erogazioni per nuovi contratti di mutuo, pari soltanto a -6,8% a/a, dal -28,6% dei primi nove mesi del 2023. Tale evoluzione risente di un effetto base, rispetto al forte calo iniziato un anno prima. Inoltre, proseguendo nel trend emerso nel 3° trimestre, a ottobre le erogazioni a tasso fisso, incluse le rinegoziazioni, sono risultate in forte crescita, con un volume 2,4 volte superiore a quello dello stesso mese del 2022.

Secondo i dati rilevati su ottobre e le anticipazioni per novembre i prestiti al settore privato hanno continuato a registrare un **trend in calo significativo che però ha smesso di peggiorare**. In dettaglio, a ottobre i prestiti al settore privato hanno segnato un tasso di variazione del -3,3% a/a, leggermente meno intenso rispetto al -3,6%, di settembre, che rappresentava il minimo da fine 2013. **A novembre, il calo sarebbe tornato in linea con il -3,6% di settembre** secondo le anticipazioni ABI (dati al netto delle controparti centrali, corretti per le cartolarizzazioni e altre cessioni). La stima relativa al **totale dei prestiti a famiglie e imprese indica un andamento circa in linea con ottobre, con un -3,4% a novembre, poco diverso dal -3,3% del mese precedente**.

**La flessione dello stock di prestiti alle società non-finanziarie si è attenuata a ottobre, ma è rimasta marcata, risalendo a -5,5% a/a dal minimo storico di -6,7% segnato a settembre.**

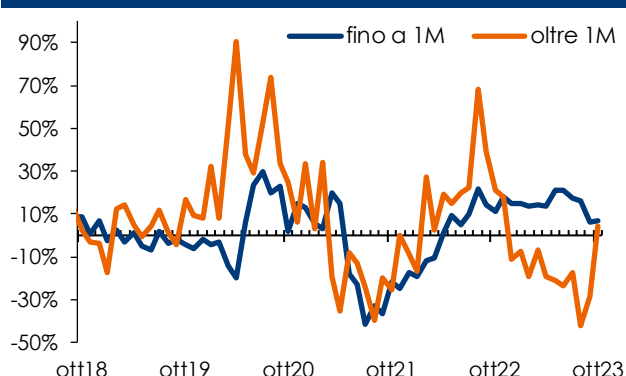
**I flussi mensili di nuovi prestiti alle società non-finanziarie hanno riportato un recupero a ottobre.** Infatti, mentre si è confermato l'aumento in atto da aprile 2022 dei nuovi prestiti fino a 1 milione, pari a +7% a ottobre, le erogazioni oltre 1 milione sono tornate in crescita, segnando un +4,0%, dopo dieci mesi in calo. Pertanto, anche il flusso totale di nuovi prestiti alle società non-finanziarie è risultato di nuovo in crescita, del 5,1% a ottobre, da -7,9% nei primi nove mesi dell'anno.

**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)**

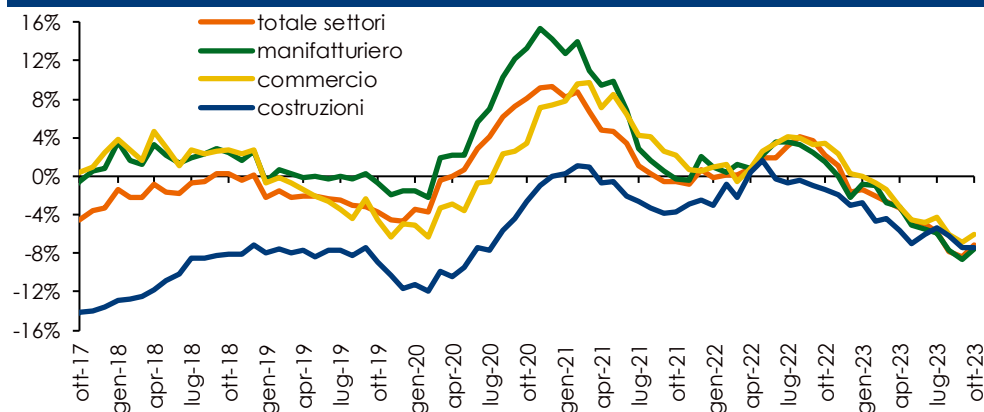


Fonte: BCE

A livello di credito per macrosettori di attività economica, dopo la diffusa accentuazione del calo registrata a settembre, **a ottobre i prestiti alle imprese manifatturiere e quelli al commercio hanno mostrato una leggera moderazione del trend negativo**, tornato all'intensità segnata ad agosto. In dettaglio, **la variazione annua è passata a -7,6% a/a da -8,6% per i prestiti alle imprese manifatturiere** (-7,7% di agosto) e la flessione dei finanziamenti al **commercio è risultata del -6,1%**

**dal -6,9% di settembre**, dopo il -6,0% di agosto (dati riferiti ai prestiti escluse le sofferenze). Per i **prestiti alle costruzioni, invece, col -7,5% ottobre ha confermato il calo del -7,4% registrato a settembre**, dal -6,1% ad agosto. Nel complesso, **i prestiti a società non-finanziarie e famiglie produttrici hanno riportato una riduzione del -7,1%, ancora forte ma meno marcata rispetto ai due mesi precedenti**: -8,4% a settembre e -7,8% ad agosto, che rappresentano i dati peggiori 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)**

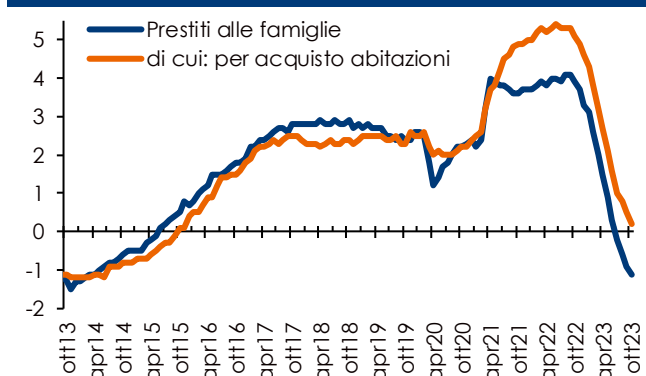


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nel caso dei **prestiti alle famiglie, il calo continua a manifestarsi con molta gradualità, raggiungendo il -1,1% a ottobre**, quarto dato negativo dopo otto anni di crescita, da -0,95% a settembre. Il trend riflette quello dei **mutui per l'acquisto di abitazioni, in forte decelerazione, ma ancora marginalmente in crescita, del +0,2% a ottobre**, dal +4,3% di inizio 2023.

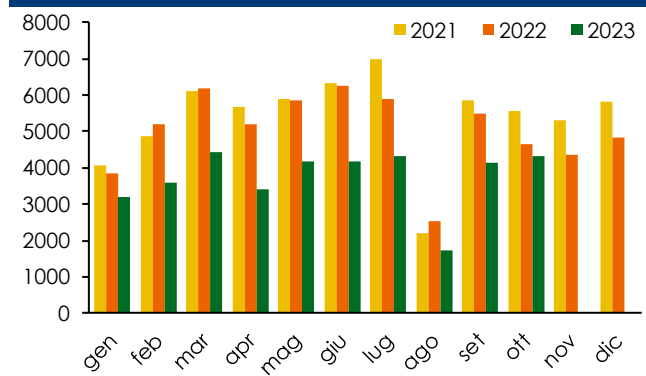
Con riferimento ai flussi di prestiti per acquisto abitazioni, ottobre ha consegnato un **forte rallentamento della flessione delle erogazioni per nuovi contratti di mutuo**. Infatti, dopo aver segnato cali a due cifre per dodici mesi consecutivi, a ottobre i nuovi mutui hanno riportato una contrazione soltanto del 6,8%, rispetto al -25% di settembre e al -28,6% dei primi nove mesi del 2023. Tale evoluzione risente di un effetto base, rispetto al forte calo iniziato un anno prima.

**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)**



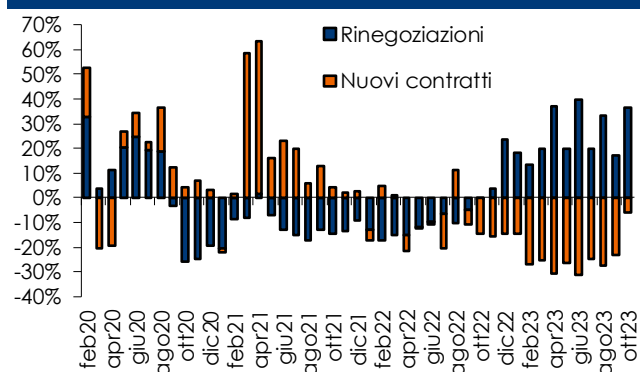
Fonte: BCE, elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

A fronte del considerevole aumento del costo dei mutui a tasso variabile registrato nel corso del 2023, **è proseguita la forte crescita delle rinegoziazioni**, in atto da fine 2022. **Come nei nove mesi precedenti, anche a ottobre** l'importo complessivo delle rinegoziazioni è più che triplicato rispetto

allo stesso mese del 2022. In dieci mesi le rinegoziazioni hanno superato i 20 miliardi rispetto ai 5,9 del periodo gennaio-ottobre del 2022. Da inizio 2023, le rinegoziazioni hanno rappresentato il 35% del totale delle operazioni a confronto con il 10% negli stessi mesi del 2022.

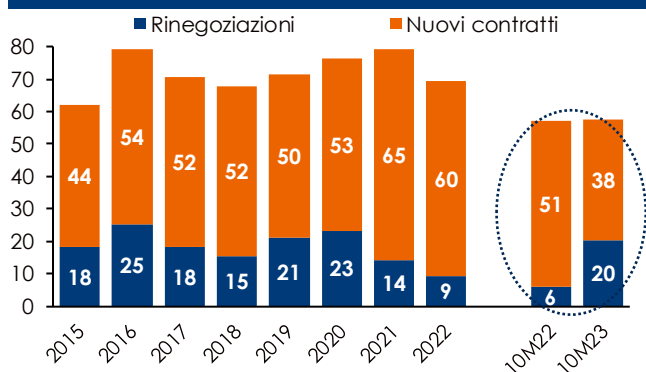
Da notare che sommando nuovi contratti e rinegoziazioni il totale erogazioni a ottobre è risultato in crescita di quasi il 31% a/a. Il cumulato da inizio anno ha raggiunto i 57,7 miliardi superando di poco i 57 miliardi dei primi dieci mesi del 2022. A settembre il confronto tra flussi cumulati registrava un calo nel 2023 rispetto al 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 dieci mesi 2022-23 (EUR mld)**

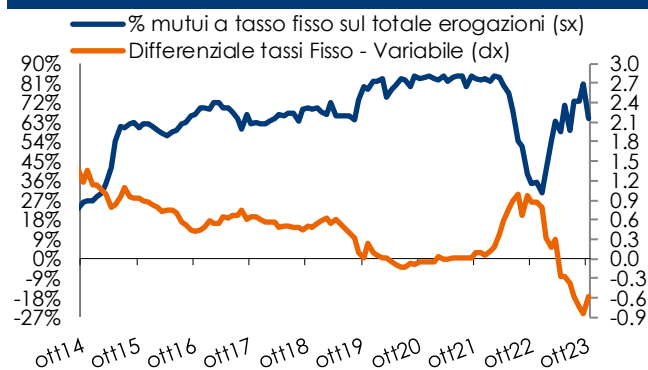


Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Anche a ottobre il tasso fisso sui flussi di mutui è risultato inferiore al tasso variabile**, sebbene il differenziale negativo si sia ridotto dal minimo di -85pb a settembre a -57pb, lo stesso dato già osservato a luglio. In livello il tasso variabile è risultato pari a 4,70%, il fisso a 4,13%.

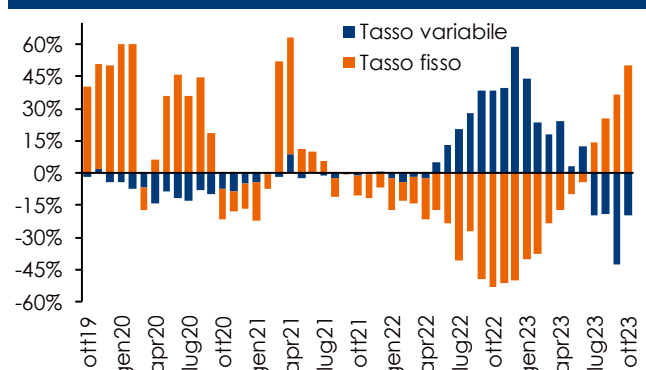
Di conseguenza, proseguendo nel trend emerso nel 3° trimestre, a ottobre **le erogazioni a tasso fisso sono risultate in forte crescita, registrando un volume 2,4 volte superiore a quello dello stesso mese del 2022** (la voce include nuovi contratti, surroghe e sostituzioni). All'opposto, per il 4° mese consecutivo, **le operazioni a tasso variabile hanno riportato un calo**, del -30% circa a/a a ottobre. **La quota di mutui a tasso fisso sul totale delle operazioni è stata pari a 65%** (incluse le rinegoziazioni) dopo essere risultata in media del 75% nel 3° trimestre.

**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

## Calo dei depositi più moderato dei mesi estivi e forte aumento delle obbligazioni

I depositi hanno segnato una riduzione del 5% a/a a ottobre che, sebbene più intensa del -3,5% di settembre, ha confermato un rallentamento del calo rispetto ai mesi estivi. Lo stesso risulta per novembre secondo le anticipazioni ABI, che delineano una riduzione del -4,2%. In parallelo, lo stock di titoli di debito in custodia continua ad aumentare, di ben 25 miliardi a ottobre e di 141 da inizio anno per le famiglie consumatrici. Prosegue, inoltre, la forte ripresa delle obbligazioni bancarie, del 16,1% a ottobre, in linea con i tre mesi precedenti, e del +17,8% a novembre, secondo le stime ABI. Perciò, la raccolta totale continua a segnare un calo più contenuto dei mesi estivi, del -2,8% a ottobre e -2,0% a novembre secondo le stime ABI.

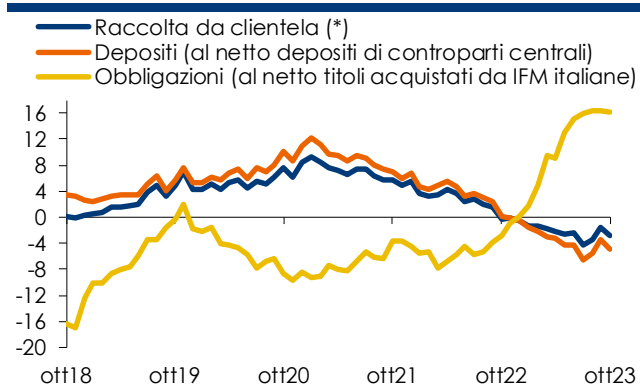
Elisa Coletti

**A ottobre i depositi bancari hanno segnato una riduzione del 5% a/a che, è stata più intensa del -3,5% di settembre, ma ha confermato un rallentamento del calo** rispetto ai mesi estivi, in particolare a confronto col -6,5% di luglio. Ottobre ha risentito da un lato del deflusso dai depositi delle famiglie connesso alla sottoscrizione del secondo collocamento del BTP Valore, dall'altro lato del flusso negativo dei depositi delle imprese che ha in parte controbilanciato gli apporti registrati nel bimestre agosto-settembre. **Per novembre, le anticipazioni ABI delineano una riduzione del -4,2% del complesso dei depositi, che rimane più contenuta di quanto registrato nei mesi estivi** e del -4,9% di ottobre su basi omogenee.

In parallelo, **si è consolidata la forte dinamica delle obbligazioni bancarie**, in atto da inizio 2023, con un **tasso di crescita dello stock del 16,1% a/a a ottobre, in linea con i tre mesi precedenti e che risulta aver accelerato a +17,8% a novembre**, secondo le stime ABI.

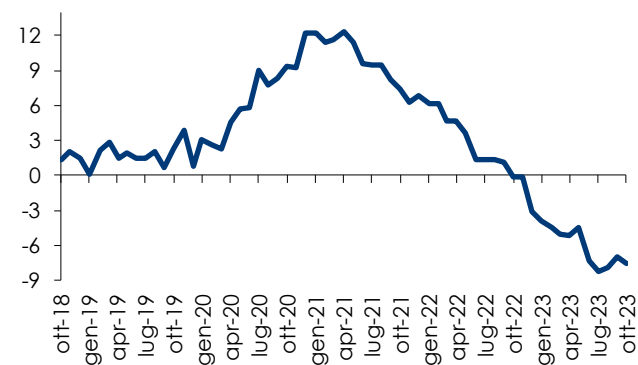
Ciò considerato, **la raccolta totale da clientela a ottobre ha segnato un calo del -2,8% a/a**, leggermente più marcato **del -1,5% di settembre, ma più contenuto rispetto ai mesi estivi** (-3,3% ad agosto e -4,3% a luglio). In linea con l'andamento dei depositi e delle obbligazioni descritto sopra, **a novembre, secondo le stime ABI, la variazione annua della raccolta è stata pari a -2,0%**, confermandosi più moderata rispetto al calo osservato nei mesi estivi. Anche il trend negativo della raccolta complessiva, inclusi il rifinanziamento BCE e i depositi di non-residenti, col -7,6% di ottobre è rimasto più contenuto del minimo di -8,2% segnato a luglio. In particolare, **i depositi di non-residenti si sono confermati in forte crescita, al ritmo di +33% circa a ottobre**, superiore al +27% medio da giugno a settembre.

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)

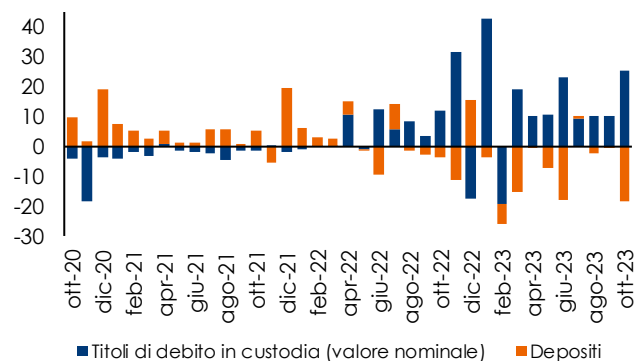


Fonte: Banca d'Italia

Alla luce dei risultati delle sottoscrizioni del BTP Valore, pari a 17 miliardi a ottobre, prosegue la **ricomposizione dei portafogli dei risparmiatori**. Accanto al calo dei depositi, **continua la corsa**

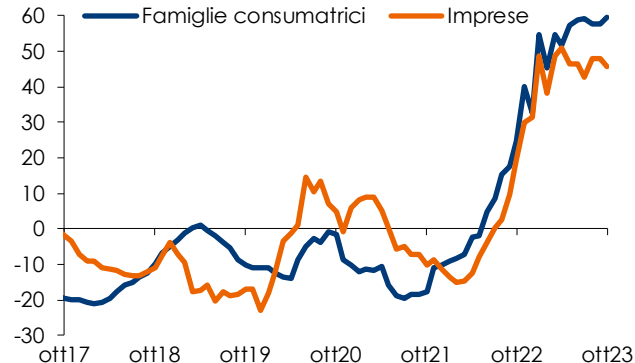
**dei titoli di debito a custodia delle famiglie consumatrici**, che a ottobre hanno segnato **un altro aumento mensile molto forte, pari a 25 miliardi**, superiore alla cifra record di 23 miliardi registrata a giugno. **Da inizio anno a ottobre, i titoli di debito a custodia di famiglie e imprese sono cresciuti di 167 miliardi**, di cui 141 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.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 Italia

Andrea Volpi – Economista macro Area euro/Italia

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

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

#### Industry & Banking Research

#### Banking Research

Elisa Coletti – Economista Banche

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