



La Bussola dell'Economia Italiana

Direzione Studi e Ricerche

Gennaio 2024

IMI

CORPORATE &
INVESTMENT
BANKING

La bussola dell'economia italiana

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Riforma del Patto di Stabilità e Crescita: più flessibilità rispetto al passato, ma una restrizione sarà comunque necessaria anche nel medio termine

Sintesi della previsione macroeconomica

Sorprende in negativo la produzione industriale a novembre

Ancora non si intravede una ripresa per il settore manifatturiero

Tornano a crescere le costruzioni a fine 2023

Servizi in lieve espansione a fine anno

Le famiglie mostrano un recupero del morale ma restano caute nelle decisioni di spesa

Nuovi massimi per l'occupazione, cala ancora il tasso dei senza-lavoro

Le esportazioni nette daranno un contributo positivo al PIL nel 2024

L'inflazione potrebbe aver toccato un minimo a fine 2023

Tendenze del settore bancario

Il picco negativo del trend dei prestiti alle imprese sembra superato

Anche per i depositi, i dati di fine 2023 mostrano che il calo si sta attenuando

2

2

6

7

8

9

10

11

12

13

14

15

15

19

Gennaio 2024

Nota Mensile

Direzione Studi e Ricerche

Luca Mezzomo

Economista

Paolo Mameli

Economista Macro

Andrea Volpi

Economista Macro

Elisa Coletti

Economista Banche



L'evoluzione dello scenario congiunturale

Riforma del Patto di Stabilità e Crescita: più flessibilità rispetto al passato, ma una restrizione sarà comunque necessaria anche nel medio termine

A fine dicembre è stato raggiunto un accordo sulla riforma delle regole fiscali comunitarie. Rispetto alla proposta iniziale della Commissione UE sono state introdotte soglie di salvaguardia numeriche su debito e deficit che contribuiscono a complicare lo schema regolamentare. Il previsto regime transitorio sino al 2027 mostra che i governi sono ostaggio dei cicli elettorali, il che suscita non pochi dubbi sull'effettivo livello di *ownership* dei futuri piani fiscali. La presenza della fase di transizione e le regole in caso di *Excessive Deficit Procedure* implicano che l'Italia non dovrebbe essere costretta a un aggiustamento di entità superiore a quello già prospettato nella NADEF (anzi, potrebbero esserci spazi di minore restrizione). L'aggiustamento fiscale però dovrà proseguire, forse su ritmi superiori, dopo il 2027; la restrizione richiesta a regime sarà meno severa rispetto al quadro regolatorio precedente, ma comunque significativa.

Luca Mezzomo
Andrea Volpi
Paolo Mameli

Il 20 dicembre, i ministri dell'economia e delle finanze dell'UE hanno trovato un accordo politico di compromesso sulla riforma del Patto di Stabilità e Crescita. Lo scorso 17 gennaio, il Parlamento Europeo ha dato mandato ai relatori per la negoziazione con Commissione e Consiglio UE per raggiungere un dispositivo normativo condiviso.

La riforma del Patto di
Stabilità e Crescita

Tali passaggi, che si completeranno nelle prossime settimane, potrebbero condurre a ulteriori modifiche alle bozze diffuse il 21 dicembre dal Consiglio, in particolare quella sul braccio preventivo del Patto di Stabilità. L'accordo preserva i punti fondamentali della proposta della Commissione dell'aprile 2023. Il processo proposto dalla Commissione e sostanzialmente recepito dal Consiglio si basa su due principi innovativi:

- **sostenibilità fiscale:** puntare direttamente alla sostenibilità del debito - gli obiettivi fiscali dipenderanno dall'analisi di sostenibilità del debito (DSA, *Debt Sustainability Analysis*) - piuttosto che razionalizzare obiettivi numerici arbitrari;
- **partecipazione nazionale:** consentire il più possibile la scelta politica nazionale, entro i limiti fissati dalle condizioni di sostenibilità e dalla soglia del 3% per il rapporto deficit/PIL.

Tuttavia, tali principi sono stati indeboliti già nel passaggio dalla proposta generale alla proposta normativa della Commissione con l'inserimento di una serie di elementi estranei (obiettivi numerici uguali per tutti) che hanno ridotto la coerenza dell'assetto complessivo.

Come nella proposta originaria della Commissione, è previsto un **periodo di aggiustamento** di 4 anni, che può essere esteso a 7 anni in cambio di impegni di riforma e investimenti (ad esempio il PNRR – che tuttavia non appare come condizione sufficiente per ottenere l'estensione a 7 anni). Il percorso di aggiustamento proposto dallo Stato membro deve essere coerente con l'analisi di sostenibilità del debito (DSA) e terrà conto della traiettoria proposta dalla Commissione all'inizio del processo. La discesa del debito deve avvenire con elevata probabilità, e non soltanto negli scenari più favorevoli. Il percorso di aggiustamento sarà definito in base alla spesa pubblica al netto di interessi, variazioni discrezionali delle entrate, elementi ciclici dei sussidi di disoccupazione, misure una tantum e spesa in programmi UE totalmente coperta da fondi UE ("*net expenditure*").

Il piano di aggiustamento ("*national medium-term fiscal-structural plan*") deve essere presentato dagli Stati membri entro il 30 aprile dell'anno precedente. La durata dei piani sarà di 4 o 5 anni, allineata con la durata della legislatura nazionale. Infatti, è previsto che un nuovo governo possa decidere di proporre un nuovo piano di aggiustamento.

Il piano di aggiustamento deve soddisfare una serie di criteri minimi:

- nel corso del periodo di aggiustamento, **tutti gli Stati membri con debito pubblico superiore al 90% del PIL si impegnano a ridurre il rapporto debito/PIL almeno dell'1% medio all'anno**; il tasso di decremento scende a 0,5% per gli Stati con debito compreso tra il 60% e il 90% del PIL¹;
- alla fine del percorso, inoltre, **il deficit deve essere inferiore al 3% del PIL** (e deve restare tale anche dopo il periodo del piano, senza dover ipotizzare nuove correzioni di bilancio);
- lo **sforzo fiscale** deve essere "lineare", cioè **non concentrato negli anni finali**, e almeno "proporzionale" alla correzione richiesta lungo l'intero periodo di aggiustamento (che potrebbe essere più lungo);
- gli Stati membri devono puntare a **raggiungere nel medio termine un deficit strutturale pari all'1,5% del PIL**, invece del pareggio di bilancio previsto dalle regole attuali. Tale limite non era previsto nella proposta della Commissione, che affidava la definizione del livello di deficit alla DSA. **Nel braccio preventivo, la velocità di convergenza del deficit all'obiettivo di medio termine sarà pari a 0,4% del PIL, che si ridurrà a 0,25% a fronte di un piano concordato di riforme e investimenti** (fermo restando l'obbligo di riduzione del rapporto debito/PIL nel corso del periodo di aggiustamento²).

La deviazione massima tollerata dal percorso è pari a 0,3% del PIL (0,6% cumulata): se supera tali soglie, scatta la EDP. In pratica, se la deviazione non supera mai lo 0,3% annuo, la EDP sarebbe avviata soltanto dal quarto anno del piano (cioè al terzo anno di violazione certificata).

Nel caso di applicazione della **EDP** (*Excessive Deficit Procedure* - braccio correttivo delle regole fiscali), **l'aggiustamento minimo richiesto** (calcolato sul saldo strutturale) sarà pari allo **0,5% del PIL** (quindi, potrebbe essere maggiore). In sostanza, la restrizione richiesta sotto il braccio correttivo risulta non troppo diversa da quella prevista dalla vecchia versione del Patto.

L'accordo prevede un **periodo transitorio (2025-27)** durante il quale saranno applicati fattori mitiganti (aumento del deficit legato alla spesa per interessi, spesa per la difesa o transizione verde e digitale) alla traiettoria di correzione proposta. La EDP dovrebbe scattare sia nel caso di deficit superiore al 3% del PIL, sia di una significativa deviazione dal percorso di riduzione del debito concordato fra Commissione e Stato membro. **Se un Paese è sottoposto a EDP, non si applica la regola di riduzione del debito³**, spostando quindi l'attenzione dal debito al disavanzo come principale variabile di riferimento.

Il quadro normativo proposto include anche delle **clausole di sospensione** (*escape clauses*): una **generale** (in caso di severa contrazione economica a livello di area euro o Unione Europea) e una **nazionale** (se circostanze eccezionali al di fuori del controllo dello Stato membro producono effetti avversi molto significativi sui conti pubblici).

Le nuove regole non cambiano significativamente la traiettoria fiscale prevista per i Paesi in EDP, come dovrebbe essere il caso di **Italia** e Francia dal prossimo anno per via di un deficit superiore al 3% del PIL: **sarà necessaria una correzione strutturale di almeno lo 0,5% del PIL, eventualmente**

Implicazioni per l'Italia e valutazione

¹ La riduzione viene calcolata sull'orizzonte del piano: non è necessario che il debito scenda dell'1% in tutti gli anni, perché potrebbe essere previsto un percorso più rapido in alcuni anni e più lento in altri. Se il debito è inferiore al 60% del PIL, ovviamente, non è previsto alcun piano di riduzione.

² La proposta di regolamento indica come vincolanti sia la riduzione del debito, sia la correzione strutturale minima. Ciò significa che il piano deve rispettare entrambi, cioè il più stringente dei due, fermo restando che la riduzione del debito non è soggetta a soglie annuali rigide.

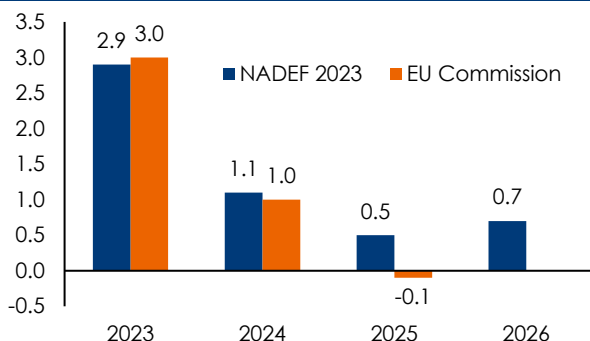
³ Per i paesi che iniziano il periodo di aggiustamento in EDP, il tasso medio di riduzione del debito viene calcolato a partire dall'anno in cui si prevede di abrogare la procedura; prima, prevale il criterio di riduzione del deficit strutturale al ritmo di almeno 0,5% all'anno.

ridotta dai fattori mitiganti previsti per il periodo transitorio (la preoccupazione principale dei ministri che hanno negoziato l'accordo non è stata quella di disegnare delle regole sostenibili nel lungo termine ma di garantirsi il massimo spazio fiscale possibile prima delle prossime elezioni).

Nel complesso, **grazie allo scorporo della maggiore spesa per interessi, difesa e transizione verde/digitale previsto durante la fase transitoria, lo sforzo fiscale richiesto all'Italia nel biennio 2025-26 potrebbe risultare anche minore di quello ipotizzato dal Governo nella NADEF** (aggiustamento strutturale di +0,5% nel 2025 e +0,7% nel 2026). Sulla base di una prima stima approssimativa (in attesa dei dettagli tecnici), la correzione strutturale richiesta potrebbe ridursi di qualche decimo di PIL. In ogni caso, **la maggiore sfida da affrontare già nella prossima manovra di bilancio sarà il rifinanziamento dei tagli fiscali** sinora coperti solo sino alla fine dell'anno in corso (il taglio al cuneo contributivo vale 11,4 miliardi, l'accorpamento delle prime due aliquote Irpef 4,3 miliardi). Ciò spiega la differenza nell'evoluzione del saldo strutturale tra lo scenario programmatico del Governo nella NADEF e le proiezioni a politiche invariate della Commissione UE (Fig. 1).

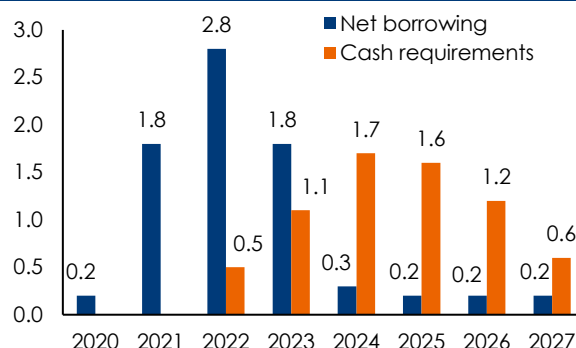
In effetti, nei prossimi anni, **per l'Italia la correzione richiesta sotto braccio correttivo potrebbe essere paradossalmente più mite di quella che sarebbe dovuta sotto braccio preventivo**, grazie alla possibilità per i paesi sottoposti a EDP di non rispettare la regola sulla diminuzione del debito ma solo sull'aggiustamento del saldo strutturale. Infatti, per via di un effetto stock-flow sfavorevole legato all'impatto ritardato sui flussi di cassa dei crediti edilizi (Fig. 2), il debito pubblico italiano difficilmente inizierà a calare prima del 2027.

Fig. 1 – La necessità di rifinanziare i tagli fiscali coperti solo per il 2024 spiega la differenza nell'evoluzione del saldo strutturale tra lo scenario programmatico del Governo nella NADEF e le proiezioni a politiche invariate della Commissione UE



Nota: variazione annua del saldo di bilancio strutturale.
Fonte: Intesa Sanpaolo, NADEF 2023, AMECO

Fig. 2 - L'impatto ritardato dei crediti edilizi avrà un effetto stock-flow particolarmente sfavorevole sul debito pubblico nel triennio 2024-26

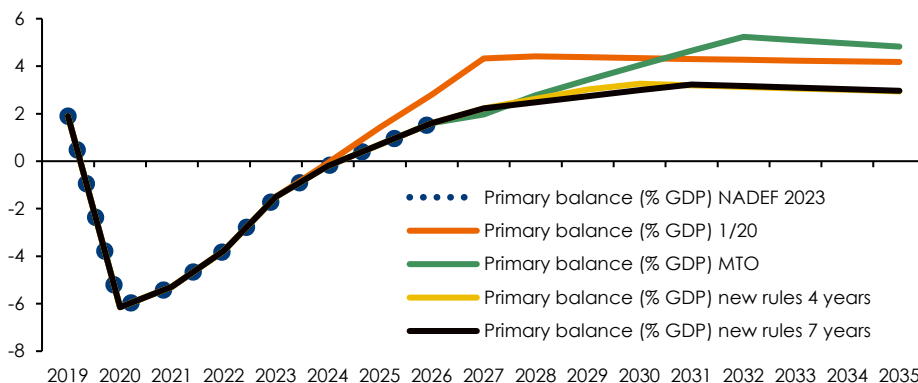


Nota: % del PIL; le stime per gli anni 2024-27 sono soggette a rischi al rialzo in quanto l'adesione ai bonus edilizi continua a risultare superiore al previsto.
Fonte: Intesa Sanpaolo

L'intensità della correzione successiva dipenderà dalla durata del periodo di aggiustamento, ma è probabile che per l'Italia sussistano le condizioni per un'estensione a 7 anni. Per paesi ad alto debito con un'elevata spesa per interessi, come nel caso italiano, il parametro fiscale su cui sarà necessario agire per garantire il rispetto delle nuove regole sarà il saldo primario: da un primo calcolo approssimativo, assumendo che il deficit sia riportato sotto il 3% entro il 2026, servirà un avanzo primario poco sopra il 2% del PIL per conseguire una riduzione media del rapporto debito/PIL di 1% all'anno, se il PIL nominale cresce del 2,6% annuo e il costo medio del debito è in media del 3,7%. La correzione fiscale cumulata rispetto alla situazione di bilancio del 2023 è di poco inferiore al 4% del PIL: il deficit dovrà essere portato e mantenuto a non più di 60 miliardi di euro, rispetto ai circa 110 mld del 2023. Ipotesi meno favorevoli sulla crescita o sul saldo primario al 2026 implicano che l'aggiustamento necessario a ridurre il debito dell'1% all'anno possa essere di entità superiore. Inoltre, ipotizzando una convergenza della crescita del PIL verso il potenziale

nel medio termine, **perché sia il requisito sul debito che l'aggiustamento strutturale minimo richiesto siano entrambi rispettati, nel caso italiano potrebbe essere necessaria una restrizione maggiore, compatibile con un avanzo primario attorno al 3% del PIL** alla fine dell'orizzonte di aggiustamento, ben al di sopra dell'1,5% registrato in media nel decennio precedente la pandemia. In sintesi, anche se sulla carta risulta essere meno severa rispetto a quanto prescritto dalle regole precedenti, **la restrizione fiscale richiesta a partire dal 2027 sarà comunque di entità significativa** (Fig. 3).

Fig. 3 - Saldo primario richiesto nelle diverse regole fiscali



Fonte: Intesa Sanpaolo

In conclusione, l'aspetto positivo della riforma è l'avvicinamento verso un meccanismo basato sull'analisi di sostenibilità del debito, che potrebbe portare a **percorsi di aggiustamento più credibili e condivisi**. L'aspetto negativo è che dei parametri quantitativi standardizzati sono stati comunque reintrodotti, rendendo le regole più complesse.

Non è chiaro se le nuove regole saranno in grado sia di garantire politiche fiscali compatibili con la sostenibilità del debito sia, allo stesso tempo, di incoraggiare le riforme necessarie a gestire le molte sfide di medio-lungo termine (invecchiamento della popolazione, adattamento climatico, transizione energetica e digitale, accresciute necessità di difesa). Il negoziato ha messo in luce che **diversi governi sono concentrati su obiettivi di breve termine** connessi alle scadenze elettorali e a esigenze di mantenimento del consenso. Il sistema di regole viene visto non come un elemento di stabilità ma piuttosto come una rete di vincoli da aggirare o disinnescare al fine di perseguire obiettivi contingenti. D'altro canto, è dubbio che tali processi di trasformazione sarebbero gestibili soltanto con una maggiore flessibilità di bilancio a livello nazionale, considerata la grande differenza di capacità fiscali tra Stati membri dovuta alle condizioni di partenza.

Il primo test del nuovo Patto di Stabilità e Crescita avverrà quando Commissione e Stati membri negozieranno i primi piani strutturali di bilancio. Tuttavia, sarà soltanto con l'attuazione dei piani che si potrà verificare se la riforma è stata efficace.

Sintesi della previsione macroeconomica

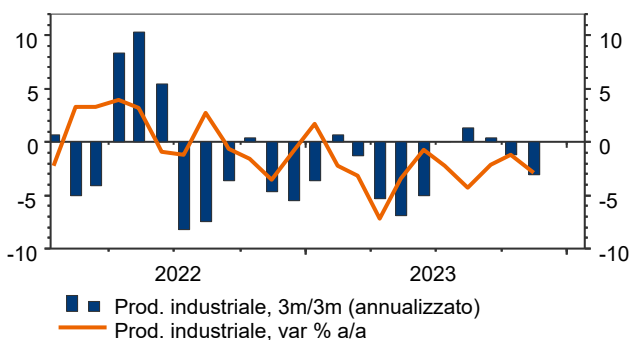
	2022	2023p	2024p	2022	2023	2024				2025			
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.9	0.7	0.7	1.6	2.1	0.3	0.1	0.3	-0.1	0.5	0.9	1.3	1.4
- var.ne % t/t				-0.2	0.6	-0.4	0.1	0.0	0.1	0.2	0.4	0.4	0.3
Consumi delle famiglie	5.0	1.5	0.9	-1.6	0.6	0.0	0.7	-0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3
Consumi pubblici	0.7	-0.4	-0.1	0.4	0.4	-1.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.2	0.1	0.0
Investimenti fissi	10.1	0.6	0.3	0.9	1.0	-2.0	-0.1	0.9	-0.2	0.1	0.5	0.6	0.5
Investimenti in macchinari	8.3	2.0	0.3	0.8	1.2	-0.6	-1.7	0.5	0.0	0.4	0.8	0.9	0.8
Investimenti in mezzi di trasporto	7.4	15.5	4.3	3.0	5.3	1.8	7.0	-1.0	0.0	0.8	0.8	0.7	0.4
Investimenti in costruzioni	12.1	-2.4	-0.2	0.7	0.3	-3.8	0.5	1.5	-0.5	-0.2	0.1	0.2	0.2
Esportazioni	10.7	-0.1	2.5	1.5	-1.4	-1.1	0.6	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8	0.6
Importazioni	13.1	0.0	1.2	-2.1	0.2	0.7	-2.0	0.5	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7
Contr. % PIL													
Commercio estero	-0.5	0.0	0.4	1.2	-0.5	-0.6	0.9	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
Domanda finale interna	5.1	1.0	0.6	-0.7	0.7	-0.6	0.4	0.1	0.1	0.2	0.4	0.4	0.3
Var. scorte	-0.7	-0.2	-0.4	-0.7	0.4	0.8	-1.2	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Affività produttiva													
Produzione industriale	0.4	-2.6	-0.9	-1.4	-0.3	-1.3	0.1	-0.9	-0.2	0.1	0.3	0.3	0.6
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (NIC, a/a)	8.2	5.6	1.8	11.7	8.9	7.4	5.6	1.0	1.1	1.6	2.0	2.4	2.3
- escl. alimentari, energia (a/a)	3.7	5.1	2.1	5.6	6.2	5.9	4.8	3.6	2.4	2.0	2.0	2.0	1.8
PPI (a/a)	34.4	-4.4	0.2	29.6	8.1	-3.8	-12.2	-8.2	-3.5	0.7	1.6	2.3	1.4
Disoccupazione (%)	8.1	7.8	8.2	7.8	7.9	7.7	7.6	7.9	8.1	8.2	8.2	8.1	8.0
Occupati totali	2.5	1.9	0.3	0.6	0.6	0.6	0.3	0.3	-0.2	-0.1	0.0	0.1	0.2
Salari contrattuali	1.0	2.7	2.4										
Reddito disponibile reale	-1.5	0.2	1.9										
Tasso di risparmio (%)	8.1	6.9	7.9										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	-1.3	1.3	0.8										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-8.0	-5.6	-4.4										
Debito (% PIL)	141.7	140.8	141.3										
Variabili finanziarie													
Euribor 3 mesi	2.07	3.94	3.45	2.07	2.91	3.54	3.88	3.94	3.88	3.68	3.57	3.45	2.98
Tasso BTP 10 anni (%)	3.05	4.19	4.09	4.13	4.13	4.09	4.18	4.36	4.11	4.19	4.07	4.00	4.17
BTP/Bund spread	1.88	1.71	1.59	2.00	1.82	1.72	1.60	1.69	1.61	1.62	1.59	1.56	1.55

Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Sorprese in negativo la produzione industriale a novembre

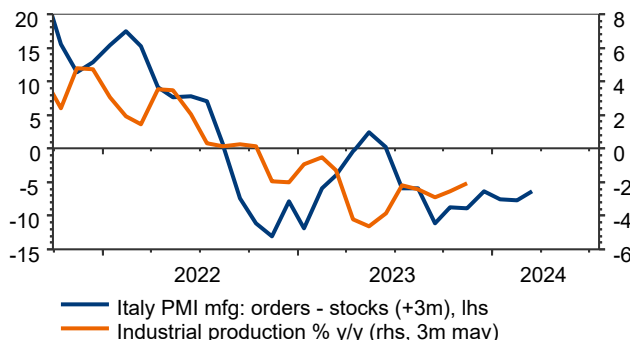
La produzione industriale italiana a novembre è diminuita per il secondo mese consecutivo, ben più di quanto atteso, di -1,5% m/m dopo il -0,2% di ottobre: è il calo congiunturale più ampio da aprile dello scorso anno. La contrazione su base annua si accentua a -3,1% da un precedente -1,1% (ai minimi da agosto). L'output risulta ora più basso di ben -5,2% rispetto a febbraio 2022 e di -2,6% rispetto a febbraio 2020. Il calo su base congiunturale è diffuso a tutti i raggruppamenti principali di industrie, ma è solo lieve per i beni strumentali (-0,2% m/m) che su base annua sono l'unico macro-gruppo in crescita (+0,6%), assieme all'energia (+1%). Lo spaccato per settore mostra che mezzi di trasporto e farmaceutici mantengono ampi progressi su base annua, sia pure in rallentamento rispetto al mese precedente (+8,8% e +8,2% a/a rispettivamente); l'elettronica risulta sostanzialmente invariata rispetto a un anno prima (+0,8%), e tutti gli altri comparti evidenziano un calo tendenziale, particolarmente accentuato per l'industria del legno, carta e stampa (-14,2%), tessile e abbigliamento (-6,8%) e chimica (-7,3%). In sintesi, gli unici settori in crescita sono quelli che ancora godono della spinta derivante dalla "normalizzazione" post-pandemica dal lato dell'offerta (farmaceutico e mezzi di trasporto), mentre sia i comparti più legati alla domanda che, soprattutto, quelli energivori, restano in ampia contrazione. A meno di un vigoroso rimbalzo a dicembre, la produzione industriale è in rotta per una ampia contrazione nell'ultimo trimestre del 2023 (-1,1% t/t).

Torna ad ampliarsi significativamente la contrazione della produzione industriale



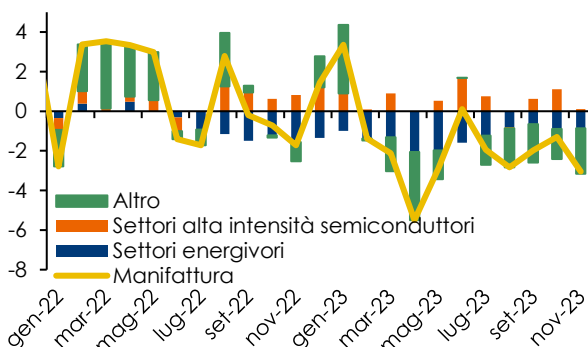
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le indagini ancora non mostrano segnali di ripresa, nemmeno guardando agli indicatori maggiormente anticipatori



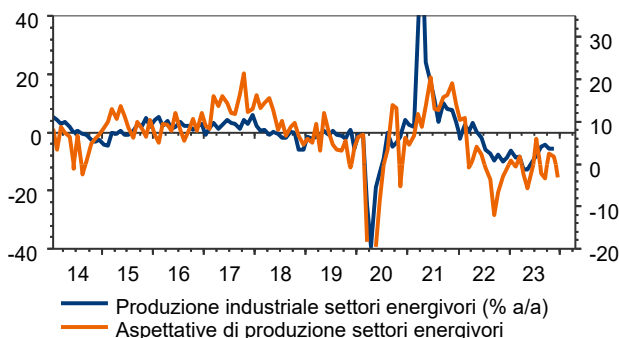
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Sono pochi i settori che continuano a mostrare progressi su base annua (trasporti, farmaceutica, elettronica)



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

I settori energivori ancora non beneficiano del rientro dei prezzi delle materie prime energetiche

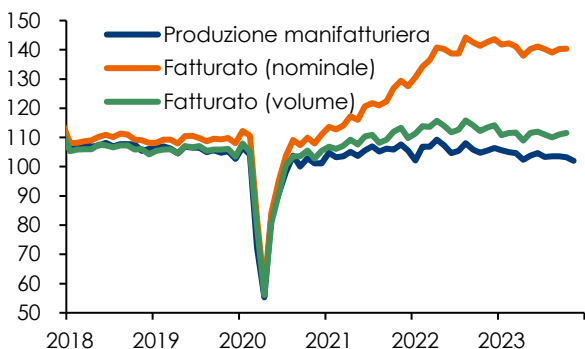


Nota: i settori ad alta intensità energetica sono carta, chimica, raffinerie e metalli. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Commissione UE

Ancora non si intravede una ripresa per il settore manifatturiero

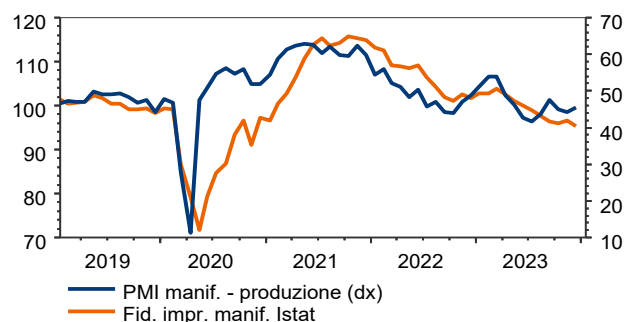
Il dato di produzione industriale inferiore alle attese di novembre aumenta i rischi che il PIL possa essere tornato a contrarsi nei mesi autunnali, e **le indagini industriali ancora non mostrano segnali di ripresa**, nemmeno guardando agli indicatori maggiormente anticipatori. L'indagine Istat di dicembre ha registrato un **nuovo calo del morale manifatturiero, a 95,4, dopo la risalita a sorpresa a 96,6 a novembre. Si tratta di un nuovo minimo da novembre del 2020. Gli ordini dall'estero sono peggiorati ancora** (da -26,8 a -28,5, anche in questo caso ai livelli più bassi da oltre tre anni). Soprattutto, **sono tornate a flettere, dopo il recupero del mese scorso, le aspettative sia sugli ordini che sulla produzione** (entrambe di nuovo in territorio negativo). Le attese sull'economia sono meno pessimistiche, ma **le intenzioni di assunzione sono rallentate per il secondo mese di fila**, pur rimanendo in territorio positivo e superiori alla media storica. **La flessione del morale è guidata dai produttori di beni di consumo**, mentre è più moderato il calo per le aziende produttrici di beni strumentali e intermedi. Al contrario l'indice **PMI manifatturiero** è tornato a salire dopo due flessioni consecutive, ma rimane su livelli ampiamente recessivi (45,3 da un precedente 44,4). Lo spaccato dell'indagine mostra infatti solo un lieve rallentamento del ritmo di contrazione di produzione (45,4 da 44,1) e ordinativi (41,4 da 40,6) che restano ben al di sotto della soglia d'invarianza senza anticipare una riaccelerazione nel breve termine. Come per l'indagine Istat anche i PMI mostrano però una tenuta del mercato del lavoro con intenzioni di assunzione (50, da 48 precedente) che non puntano ancora verso un drastico ridimensionamento dei posti di lavoro nonostante il deterioramento ciclico.

I dati sul fatturato, in ridimensionamento, confermano la debolezza del settore industriale



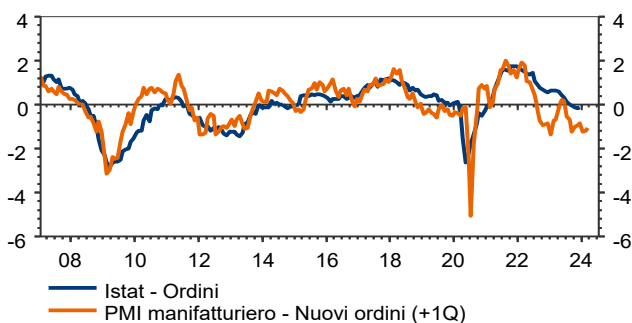
Nota: indici. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Indagini Istat e PMI non anticipano una riaccelerazione dell'industria nel breve termine



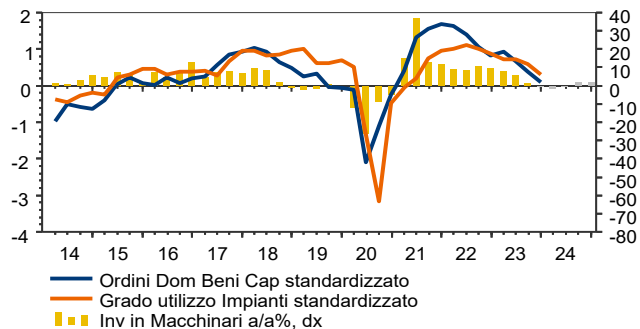
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Le valutazioni delle imprese industriali sugli ordinativi certificano la debolezza della domanda



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Ordini di beni capitali, grado di utilizzo degli impianti e investimenti in macchinari hanno cominciato a indebolirsi

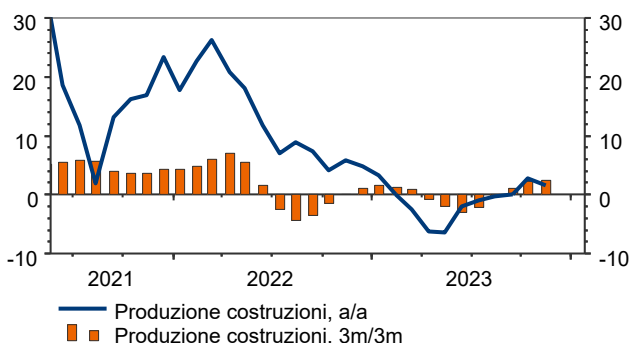


Nota: previsioni in grigio. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Tornano a crescere le costruzioni a fine 2023

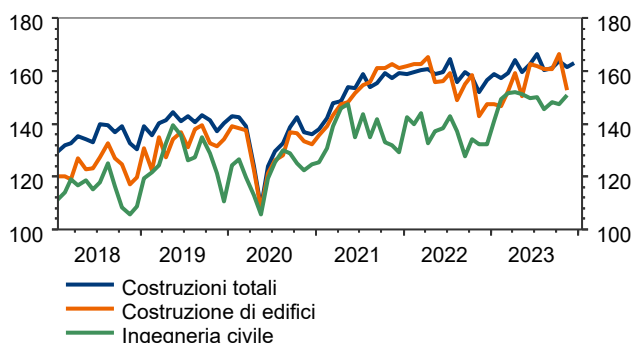
Nel 4° trimestre **la contrazione nell'industria in senso stretto potrebbe essere stata compensata da un contributo positivo delle costruzioni**. A novembre l'output edilizio è cresciuto per il quarto mese, di 1% m/m (+1,5% a/a) da un precedente 1,3%, riportando l'indice destagionalizzato di produzione ai massimi da maggio 2022 e in rotta per un'espansione prossima al 3% t/t nel 4° trimestre dell'anno. Il settore dovrebbe aver quindi sostenuto il valore aggiunto per il secondo trimestre, confermando la maggior tenuta rispetto a Germania e Francia, grazie alla corsa al completamento dei lavori legati al Superbonus. **Le indagini di fiducia restano su livelli superiori rispetto a quelli delle altre principali economie dell'area euro, e rispetto alla media storica**. A dicembre il morale rilevato dall'Istat è infatti salito a 162,9 da un precedente 161,3, con progressi diffusi agli ordini e alle intenzioni di assunzione, che restano ampiamente espansive. I dati sui **permessi di costruzione mostrano un lieve aumento per la superficie utile abitabile nel 3° trimestre** (+0,3% t/t da -5,1% precedente) mentre torna a calare, dopo l'ampio progresso primaverile, l'edilizia non residenziale (-13,9% t/t da +10,2%). In termini tendenziali la superficie residenziale autorizzata è tornata in territorio marginalmente positivo (+0,4%) dopo cinque trimestri di contrazione. In prospettiva, il calo dei tassi sui mutui potrebbe favorire una ripartenza della domanda, ma alla luce del ritardo nel trasferimento all'attività reale **è possibile che, una volta esaurita la spinta dei bonus edilizi, gli investimenti in costruzioni possano mostrare una contrazione su base annua nel 2024**.

Le costruzioni sono tornate in espansione a fine 2023



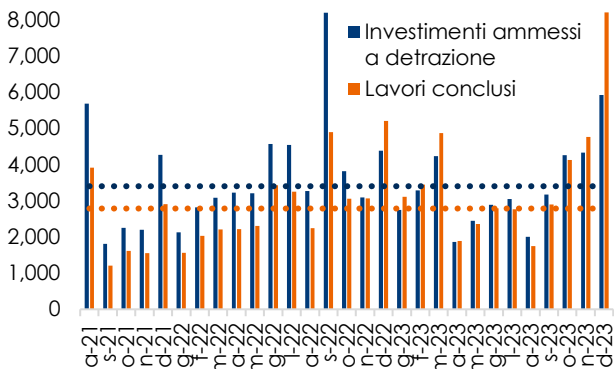
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La fiducia dei costruttori rimane superiore alla media storica, anche se l'approssimarsi della fine dei bonus ha fatto segnare una correzione nel settore residenziale



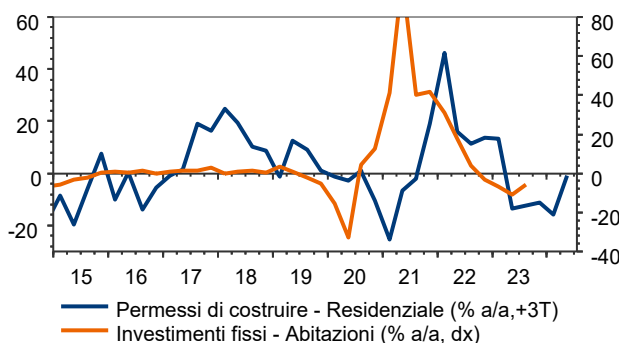
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La corsa al completamento dei lavori per il Superbonus ha supportato l'attività a fine 2023



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 permessi di costruzione potrebbero aver superato il minimo, ma gli investimenti edilizi resteranno deboli almeno fino a metà 2024

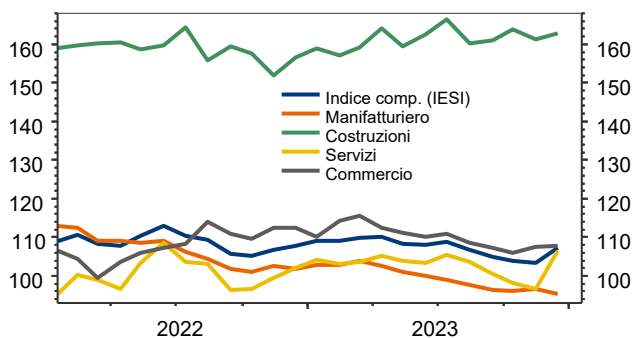


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Servizi in lieve espansione a fine anno

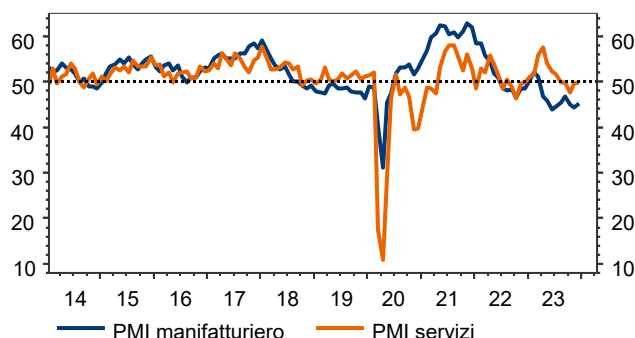
Dopo il modesto incremento del valore aggiunto nel 3° trimestre (+0,1% t/t) **i servizi potrebbero essere cresciuti marginalmente anche a fine anno**. Le evidenze aneddotiche legate all'attività nei servizi turistici nella stagione natalizia appaiono incoraggianti così come il recente timido recupero delle indagini di fiducia. Tuttavia, tali indicazioni devono essere interpretate con cautela e riteniamo che **difficilmente i servizi riusciranno a fornire un sostegno significativo alla crescita del PIL tra fine 2023 e inizio 2024**. A dicembre l'indice PMI servizi è salito per il secondo mese (49,8 da 49,5) riavvicinandosi alla soglia d'invarianza grazie a un miglioramento delle aspettative per il futuro. Le componenti relative all'attività corrente restano però complessivamente fiacche e da agosto l'indice staziona su livelli modestamente recessivi suggerendo come il settore abbia ormai perduto la spinta della normalizzazione post-pandemica e stia ancora risentendo della frenata della domanda generata dal carovita. **Le indagini Istat hanno registrato un balzo del morale su un massimo da giugno 2022** (106,4 da 96,7) la più ampia crescita mensile dalla primavera del 2021. Le imprese nel sondaggio Istat riportano un miglioramento diffuso a ordini, attività e aspettative soprattutto nei settori turistico e dei trasporti che erano quelli che avevano perso più terreno nei mesi precedenti. **Al momento rimaniamo perciò piuttosto cauti**, il rimbalzo di dicembre potrebbe essere fisiologico dopo due mesi particolarmente negativi e riteniamo **che per assistere ad una più solida riaccelerazione dell'attività nei servizi sarà necessaria una sostenuta ripartenza della domanda interna, probabilmente non prima della seconda metà dell'anno**.

Il dettaglio della fiducia delle imprese per settore mostra un recupero significativo nei servizi



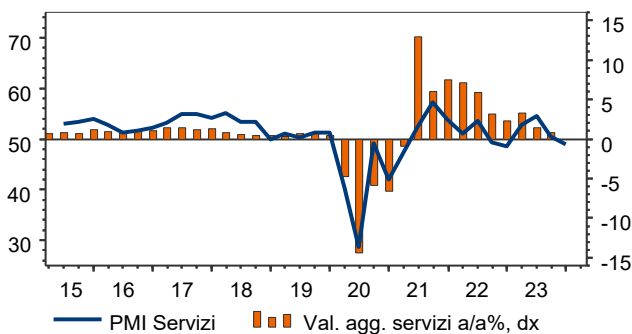
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il PMI servizi si sta riavvicinando alla soglia d'invarianza ma resta su livelli modestamente recessivi



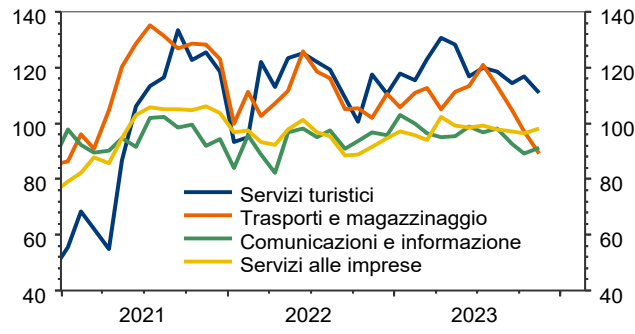
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

I servizi non sono più il traino della crescita



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

I progressi di dicembre sono stati trainati da turismo e trasporti

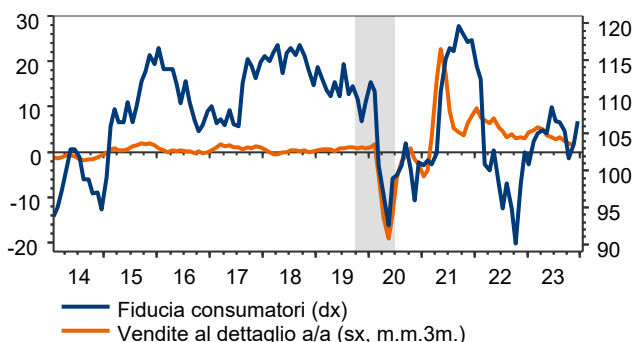


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le famiglie mostrano un recupero del morale ma restano caute nelle decisioni di spesa

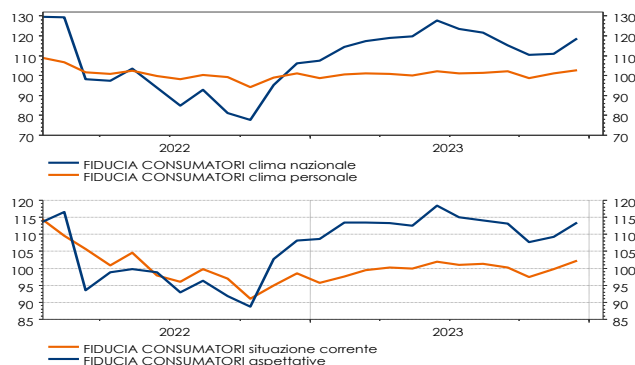
A dicembre, la fiducia dei consumatori ha mostrato una ripresa superiore al previsto, per il secondo mese consecutivo, a 106,7 da 103,7 di novembre, un livello superiore alla media storica e ai massimi da sei mesi. Il miglioramento, a differenza del mese scorso, è diffuso a tutte le principali componenti, anche se riguarda più il clima nazionale che la situazione personale degli intervistati, e più le aspettative per il futuro che la situazione corrente. Le aspettative sulla disoccupazione sono tornate a calare (ai minimi da agosto e ben sotto la media storica) e le opportunità di acquisto di beni durevoli sono meno negative (ai massimi da agosto dell'anno scorso). L'inflazione percepita dalle famiglie è tornata ad accelerare (a 136 da 134,8) dopo la frenata dei 5 mesi precedenti, ma l'inflazione attesa ha continuato a calare (da -5,3 a -12,5, un minimo dallo scorso luglio). Il volume delle vendite al dettaglio è cresciuto per il secondo mese a novembre (0,2% da 0,4% m/m) dopo quattro flessioni consecutive. Nel 4° trimestre gli acquisti al dettaglio potrebbero risultare in media stagnanti dopo ben cinque trimestri di contrazione. L'attenuamento delle pressioni inflattive, nonché la tenuta del mercato del lavoro e il graduale aumento delle retribuzioni ha permesso, già nel trimestre estivo, un recupero del potere d'acquisto (+1,3% t/t) tradottosi sia in un rimbalzo dei consumi a prezzi costanti (+0,7% t/t) che in un aumento del tasso di risparmio (6,9% da 6,3%). Riteniamo che, almeno per il momento, i consumatori possano rimanere piuttosto cauti: la graduale ripresa dei redditi disponibili si accompagnerà a una risalita della propensione al risparmio su livelli più vicini alla media pre-pandemica; in altri termini, una più sostenuta riaccelerazione delle spese private è attesa non prima del 2° semestre.

La fiducia dei consumatori inizia a mostrare segnali di recupero



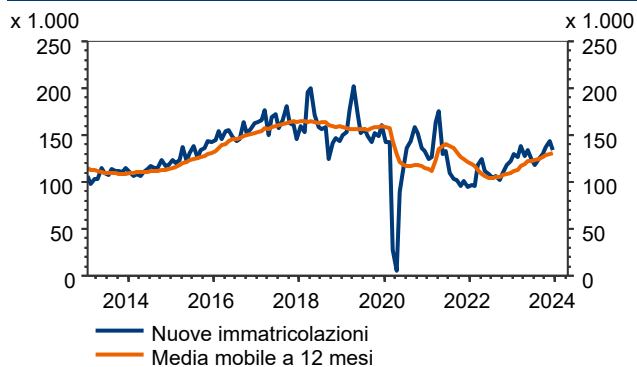
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020; l'area ombreggiata corrisponde al periodo recessivo. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il progresso di dicembre è trainato da clima nazionale e attese



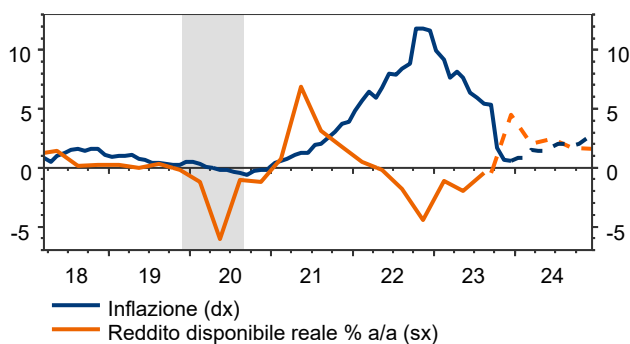
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Immatricolazioni di auto in graduale ripresa



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

Il recupero del potere d'acquisto delle famiglie è già in corso

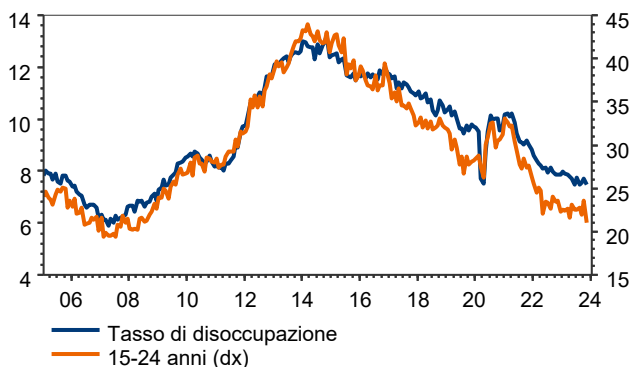


Nota: l'area ombreggiata corrisponde al periodo recessivo. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Nuovi massimi per l'occupazione, cala ancora il tasso dei senza-lavoro

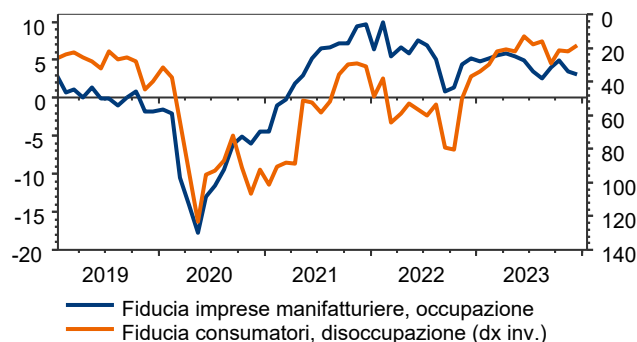
A novembre, il tasso di disoccupazione è calato di due decimi, al 7,5%, toccando un nuovo minimo da aprile 2009. Nel mese si registra una diminuzione delle persone in cerca di occupazione (-66 mila unità, -3,3% m/m) che si è riflessa in una crescita degli occupati (+30 mila, +0,1%) e degli inattivi (+48 mila, +0,4%). Il tasso di occupazione si è quindi stabilizzato al 61,8%, ai massimi dall'inizio delle rilevazioni mensili nel 2004, mentre il tasso di partecipazione è tornato a calare al 66,9% da un precedente 67,1% (che rappresentava un massimo storico). Rispetto al mese precedente la crescita dei nuovi posti di lavoro è risultata concentrata tra i dipendenti (+38 mila) a fronte di un calo per gli autonomi (-8 mila). I progressi hanno riguardato sia i dipendenti permanenti (+23 mila) che quelli con contratti a termine (+15 mila). Nel corso del 2023 il mercato del lavoro italiano ha dimostrato una tenuta decisamente superiore alle attese, con una robusta crescita degli occupati ed un calo del tasso dei senza lavoro nonostante il rallentamento del ciclo. Ci attendiamo una frenata delle assunzioni nei prossimi mesi ma le indagini condotte presso le imprese non puntano verso una drastica riduzione degli organici. L'incremento del tasso di disoccupazione dovrebbe perciò risultare modesto, con una media 2024 poco sopra l'8% ovvero su livelli contenuti in prospettiva storica. In ogni caso, anche un aumento dei disoccupati moderatamente superiore alle attese non dovrebbe mettere a rischio la crescita dei salari guidata dal rinnovo dei contratti collettivi scaduti, che dovranno tenere in considerazione l'aumento dell'inflazione registrato nel biennio 2022-23. Nel 3° trimestre 2023 la crescita delle retribuzioni pro-capite ha accelerato di un punto percentuale, al 3,9% a/a, ed è destinata a nostro avviso a rimanere sostenuta nel 2024.

Il tasso di disoccupazione è ai minimi da quasi un quarto di secolo



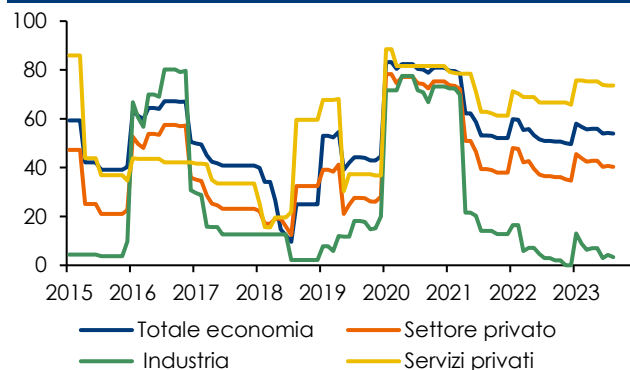
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le indagini non mostrano ancora segnali di svolta



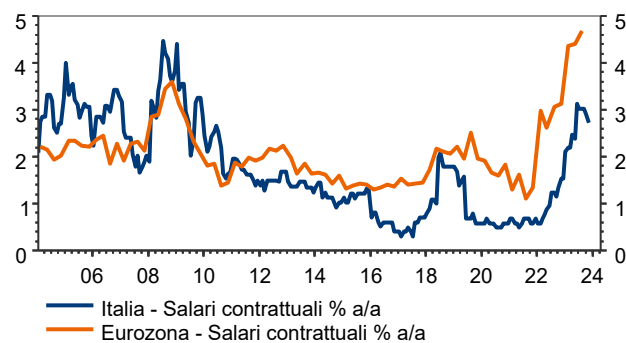
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Oltre il 50% degli occupati è ancora in attesa di rinnovo del contratto collettivo



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

Nel 2024 il rinnovo dei contratti scaduti sosterrà i salari negoziali, che attualmente mostrano una dinamica più contenuta rispetto alla media Eurozona

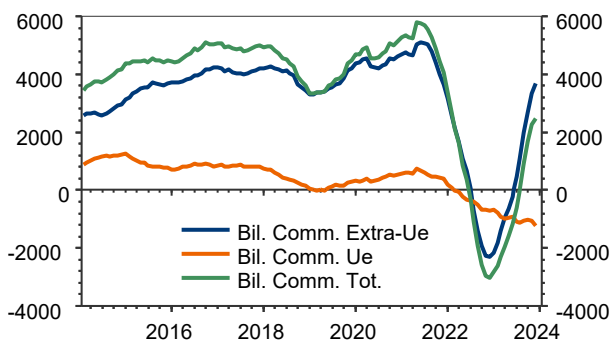


Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE, Istat

Le esportazioni nette daranno un contributo positivo al PIL nel 2024

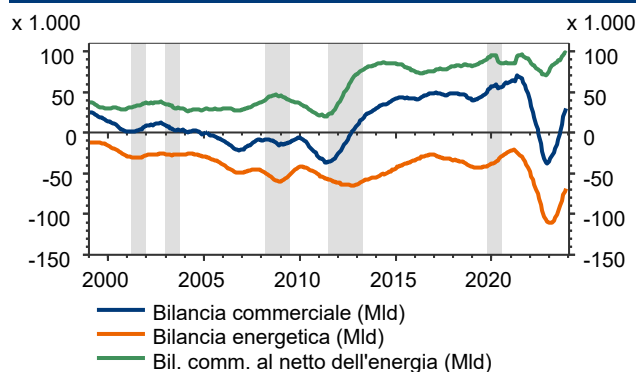
A novembre le esportazioni sono calate più delle importazioni (-2,4% m/m contro -0,6% m/m), con flessioni diffuse al resto dell'Unione Europea (-2,4% m/m) e ai mercati extra-UE (-2,9% m/m). La contrazione dell'export risulta trainata dal comparto energetico (-18,8% m/m), al netto del quale le vendite rimangono comunque in territorio negativo (-1,7%), appesantite da beni intermedi (-4%) e beni di consumo non durevoli (-1,7%). **Su base tendenziale le esportazioni sono in calo di -4,4% in valore e di -6,4% in volume**, frenate dalle minori vendite verso Svizzera, Regno Unito, Germania, Belgio e Francia, mentre le performance più brillanti si registrano verso Stati Uniti, Paesi OPEC, Turchia e Cina. A novembre il saldo commerciale si è attestato a 3,9 miliardi di euro (da 1,4 miliardi un anno prima) grazie al ridimensionamento del disavanzo energetico (-4,9 miliardi, da -8,4 a novembre 2022), mentre il rallentamento della domanda globale si riflette in un minor surplus nell'interscambio di beni non energetici (8,7 miliardi da 9,8 dell'anno prima). **I dati sul commercio di beni sono compatibili con un apporto nullo o marginalmente positivo da parte del canale estero netto nel 4° trimestre**. Ci aspettiamo che in media le esportazioni nette diano un contributo positivo alla crescita del PIL nei prossimi trimestri (l'apporto alla crescita annua 2024 potrebbe essere significativo, stiamo di +0,4%). La ripresa è attesa rafforzarsi nella seconda parte dell'anno, e in prospettiva 2025.

L'avanzo commerciale con il resto dell'UE stenta a riprendersi, i progressi sono guidati dagli scambi extra-UE



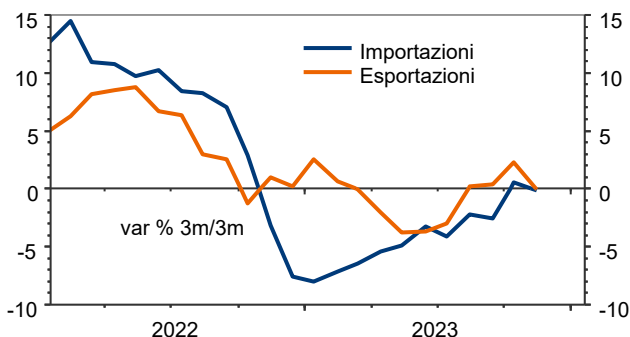
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il deficit energetico si va "normalizzando"



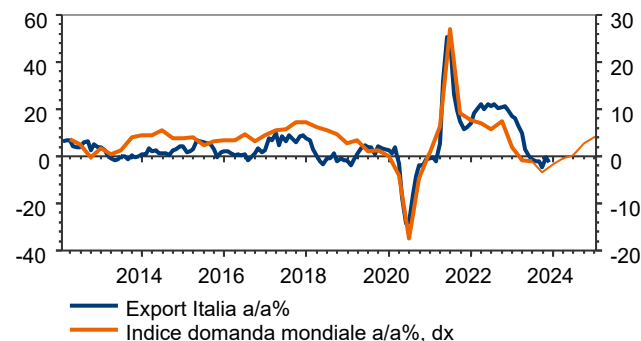
Nota: le aree ombreggiate corrispondono a periodi di recessione.
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Nel 4° trimestre l'apporto al PIL delle esportazioni nette potrebbe risultare sostanzialmente nullo



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La domanda globale potrebbe aver toccato un minimo ma la ripresa sarà lenta

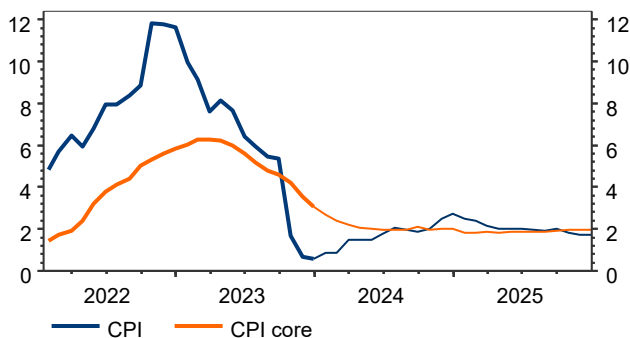


Nota: media mobile a 3 mesi della variazione % annua dell'export.
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

L'inflazione potrebbe aver toccato un minimo a fine 2023

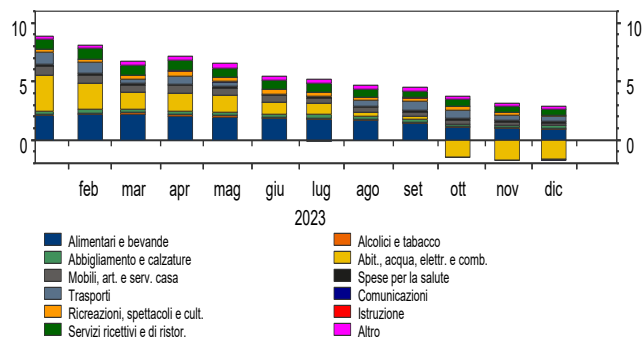
L'inflazione è calata nuovamente a dicembre, a 0,6% da 0,7% di novembre sull'indice nazionale, e a 0,5% da 0,6% sull'armonizzato. Nel mese, i prezzi sono aumentati di +0,2% m/m su entrambi gli indici. L'aumento su base congiunturale è dovuto principalmente alla crescita dei prezzi dei servizi relativi ai trasporti (+1,4% m/m, per via di fattori stagionali), dei beni alimentari non lavorati (+0,7% m/m) e dei beni durevoli e non durevoli (rispettivamente di +0,4% e 0,5% m/m), solo in parte compensata dalla diminuzione dei prezzi degli energetici, sia regolamentati (-3,2% m/m), che non regolamentati (-2,1% m/m). Il calo tendenziale dei prezzi dell'energia sul NIC è imputabile alla flessione dei prezzi degli energetici regolamentati (da -34,9% a -41,6% a/a), al rallentamento dei servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (da 4,6% a 3,6%) e dei beni alimentari lavorati (da 5,8% a 4,9%); di contro, pressioni rialziste sono giunte dall'attenuarsi del calo dei prezzi degli energetici non regolamentati (da -22,5% a -21,1%) e dall'accelerazione dei beni alimentari non lavorati (da 5,6% a 7%). **L'inflazione al netto degli energetici e degli alimentari freschi (sul NIC) continua a calare, al 3,1% a dicembre da 3,6% di novembre. Pensiamo che il punto di minimo per l'inflazione headline sia stato toccato a fine 2023, e che successivamente l'inflazione possa risalire per il venir meno degli effetti-base sull'energia: l'IPCA è visto a 2,7% a fine 2024 e a 1,5% a fine 2025.**

L'inflazione headline potrebbe tornare a salire da gennaio, l'indice core continuerà a scendere anche nei prossimi mesi



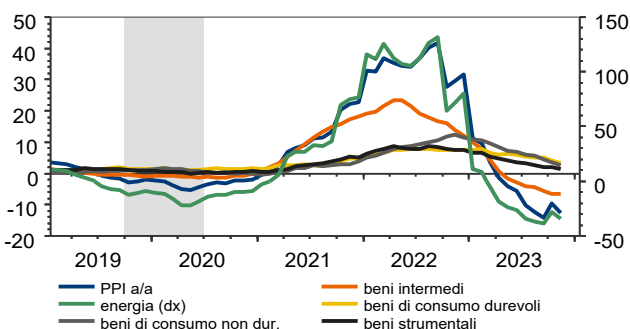
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Effetti base sulle componenti legate all'energia contribuiscono a comprimere l'inflazione



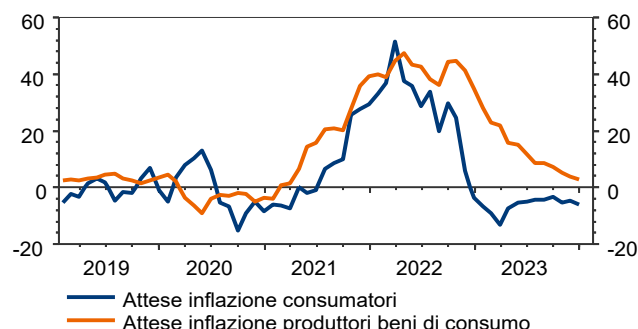
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La crescita dei prezzi alla produzione sta rallentando anche tra i beni strumentali e di consumo, gli ultimi a mostrare un'inversione



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

Prosegue la tendenza di normalizzazione delle aspettative d'inflazione



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

Tendenze del settore bancario

Il picco negativo del trend dei prestiti alle imprese sembra superato

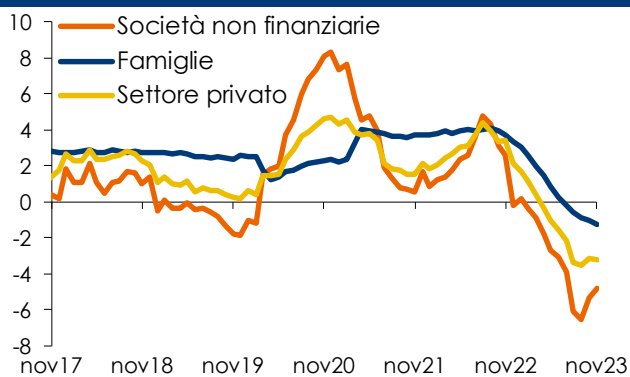
Gli ultimi mesi del 2023 hanno confermato le indicazioni di un calo dei prestiti alle imprese meno marcato rispetto al periodo estivo. Lo stock di prestiti a famiglie e imprese si è ridotto del 3,0% a/a a novembre e del -2,2% a dicembre secondo le stime ABI. Il calo dei prestiti alle società non-finanziarie si è attenuato per il secondo mese consecutivo, ma è rimasto marcato, del -4,8%. Per i prestiti alle famiglie, invece, la discesa iniziata da pochi mesi vede una progressiva e modesta intensificazione, a -1,2% a novembre, da -1,1% a ottobre, con lo stock di mutui arrivato a segnare una variazione nulla. In termini di flussi, è proseguito il calo delle erogazioni per nuovi contratti di mutuo, del -26% negli undici mesi da gennaio a novembre. Inoltre, in analogia col trend emerso nel 3° trimestre, le erogazioni a tasso fisso, incluse le rinegoziazioni, sono rimaste in forte crescita.

Elisa Coletti

Gli ultimi mesi del 2023 hanno riportato indicazioni di una stabilizzazione del calo dei prestiti al settore privato, leggermente meno marcato rispetto al bimestre agosto-settembre, che rimane il picco negativo della fase di restrizione monetaria e creditizia. A novembre i prestiti al settore privato hanno segnato un tasso di variazione del -3,2% a/a, in linea con il -3,1% di ottobre e meno intenso rispetto al -3,5% di settembre. **Dicembre avrebbe confermato il -3,2%** 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 miglioramento del trend, con un -2,2% a fine 2023 rispetto al -3,0% a novembre** e al -3,2% di ottobre.

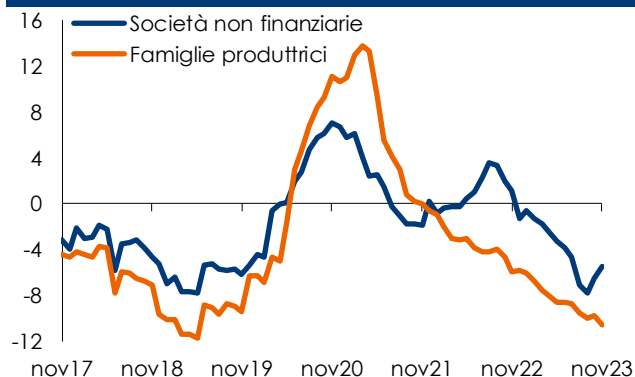
La flessione dello stock di prestiti alle società non-finanziarie si è attenuata per il secondo mese consecutivo, ma è rimasta marcata, portandosi a -4,8% da -5,3% di ottobre e dal minimo storico di -6,6% segnato a settembre. Diversamente, la contrazione dei prestiti alle imprese familiari ha continuato ad accentuarsi, risultando pari a -10,6% a novembre, il peggior dato da maggio 2019.

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



Fonte: Banca d'Italia

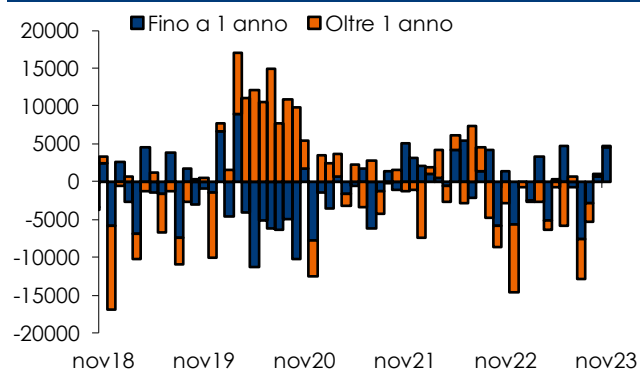
Andamento dei prestiti alle società non finanziarie e famiglie produttrici, dati non corretti per le cartolarizzazioni (var. % a/a)



Fonte: BCE

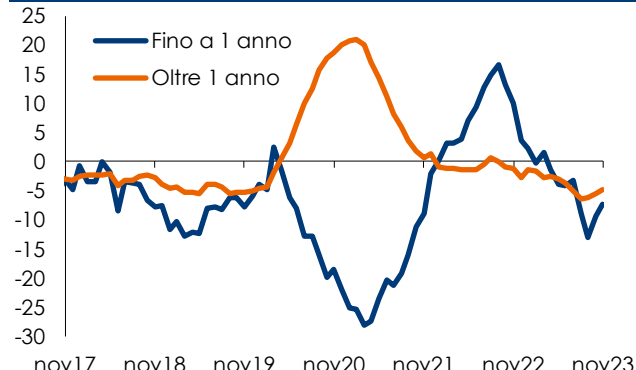
Guardando ai prestiti distinti per durata, l'attenuazione del trend negativo è particolarmente evidente per **i finanziamenti a breve termine, il cui calo si è portato a -7,3%** da -9,4% segnato ad ottobre, dopo la caduta fino al -13,1% di settembre. Anche la flessione dei prestiti a medio-lungo termine è risultata meno intensa, portandosi a -4,9% a novembre da -5,5% di ottobre e il -6,5% di agosto, che resta la variazione più bassa della serie storica con inizio a gennaio 2004.

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



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

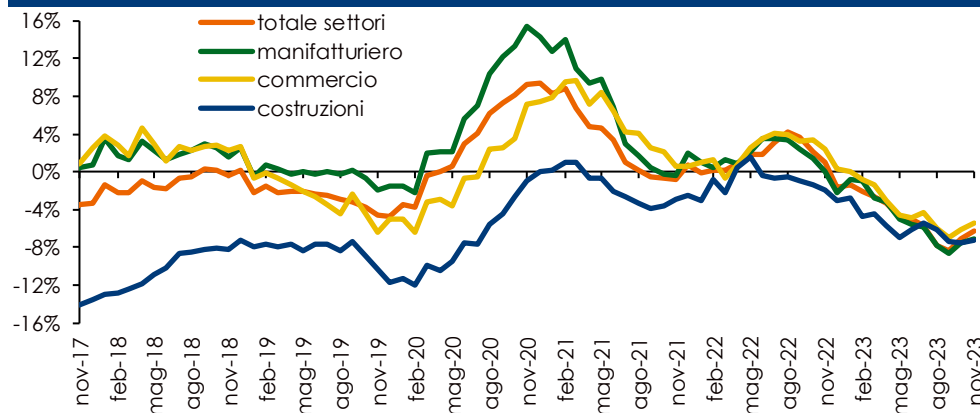
Andamento dei prestiti a società non-finanziarie per durata, dati non corretti per le cartolarizzazioni (var. % a/a)



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Quanto al credito per macrosettori di attività economica, come già visto a ottobre, **a novembre i prestiti alle imprese manifatturiere e quelli al commercio hanno segnato un'ulteriore moderazione del trend negativo**. La variazione annua è passata a -7,1% da -7,6% di ottobre per i prestiti alle imprese manifatturiere e quella dei finanziamenti al commercio è risultata del -5,5% dal -6,1% di ottobre (dati riferiti ai prestiti escluse le sofferenze). I prestiti alle costruzioni, invece, col -7,3% di novembre hanno confermato il calo dei due mesi precedenti. Pertanto, a eccezione delle costruzioni, il picco negativo sembra essere stato superato.

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

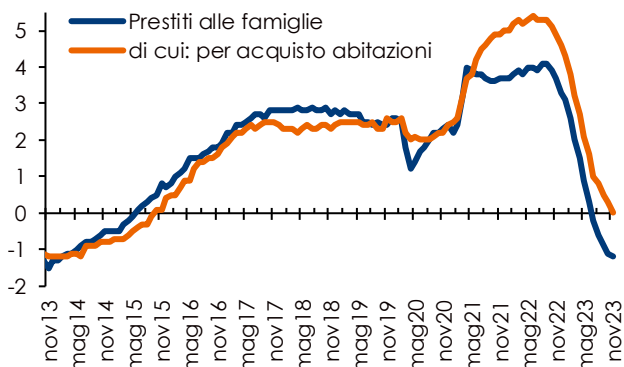


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I prestiti alle famiglie hanno registrato il quinto dato negativo consecutivo dopo otto anni di crescita, segnando un -1,2% a novembre, poco diverso dal -1,1% di ottobre. Il trend è determinato dai mutui per l'acquisto di abitazioni, in forte decelerazione fino all'arresto della crescita manifestatosi a novembre, dal +4,3% di inizio 2023.

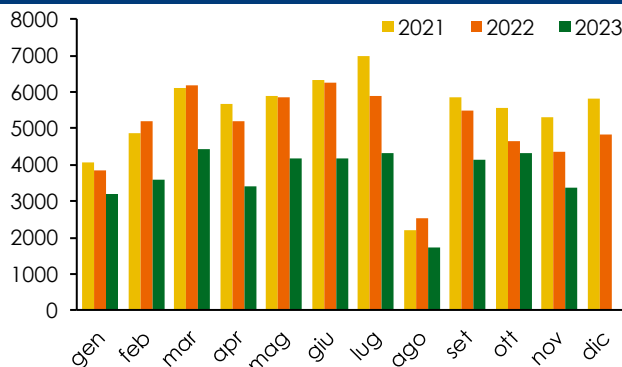
E' proseguita la contrazione dei flussi di nuovi prestiti per acquisto abitazioni, ma nei mesi autunnali il calo è rallentato, segnando un -22,8% a novembre e un -26,3% nel periodo di 11 mesi da gennaio in poi.

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)

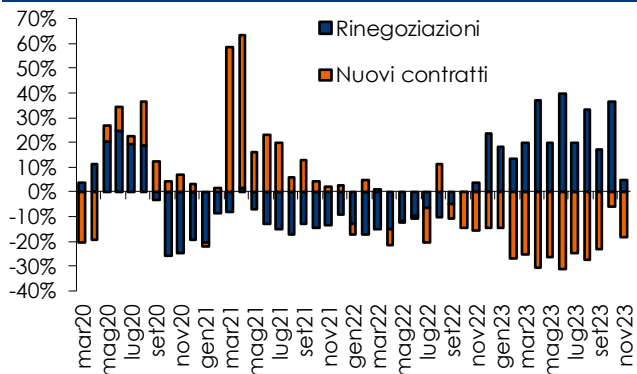


Fonte: BCE, elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

In presenza del forte aumento del costo dei mutui e degli andamenti differenziati tra tasso fisso e variabile, **è proseguita la forte crescita delle rinegoziazioni**, in atto da fine 2022. Tuttavia, se fino a ottobre l'importo complessivo delle rinegoziazioni era più che triplicato anno su anno, a novembre il tasso di crescita è stato del 26%. In undici mesi le rinegoziazioni hanno superato i 21 miliardi rispetto ai 7 del periodo gennaio-novembre 2022. Da inizio 2023, le rinegoziazioni hanno rappresentato il 34% del totale delle operazioni a confronto con l'11% negli stessi mesi del 2022.

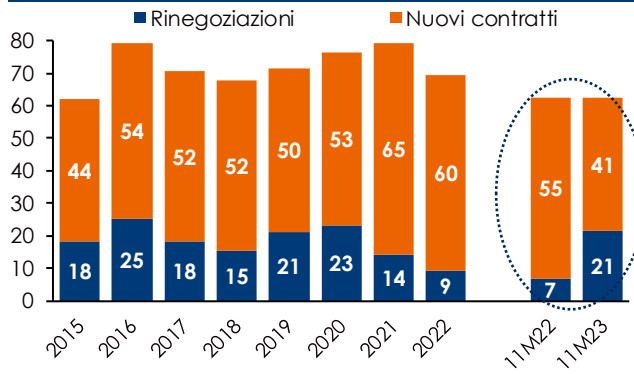
Sommando nuovi contratti e rinegoziazioni, il cumulato da gennaio 2023 del totale erogazioni ha raggiunto 62,3 miliardi, perfettamente in linea con l'importo osservato nello stesso periodo del 2022.

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



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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

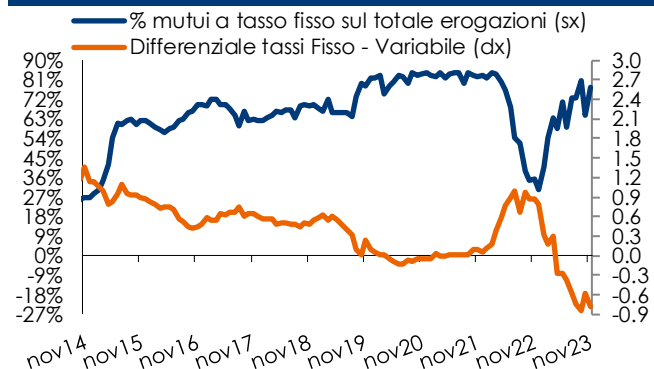


Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Quanto alla **composizione delle erogazioni per tipo di tasso**, va osservato che **anche a novembre il tasso fisso sui flussi di mutui è risultato inferiore al tasso variabile**, con differenziale negativo pari a 79 centesimi. In livello, il tasso variabile era pari a 5,10%, il fisso a 4,31%.

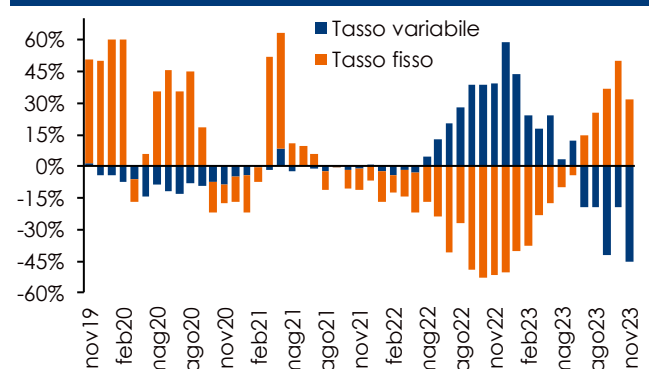
Di conseguenza, proseguendo nel trend emerso nel 3° trimestre, **le erogazioni a tasso fisso sono rimaste in forte crescita, dell'89% anno su anno** (la voce include nuovi contratti, surroghe e sostituzioni). All'opposto, per il 5° mese consecutivo, a novembre **le operazioni a tasso variabile hanno riportato un forte calo, del -70% a/a**. **La quota di mutui a tasso fisso sul totale delle operazioni è risultata pari al 78%** (incluse le rinegoziazioni) in linea con la 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

Anche per i depositi, i dati di fine 2023 mostrano che il calo si sta attenuando

Dopo il minimo di -6,5% a luglio, a novembre la variazione annua dei depositi è stata pari a -4,1%. Il rallentamento del trend negativo è proseguito a dicembre, con il -3,8%, secondo le anticipazioni ABI. In parallelo, si è rafforzata la già brillante dinamica delle obbligazioni bancarie, con un tasso di crescita dello stock balzato a +18,6% a/a a novembre, un ritmo confermato per fine anno, dal +19,1% stimato da ABI, dopo una dinamica di circa +16% nei quattro mesi da luglio a ottobre. Perciò, la raccolta totale continua a segnare un calo più contenuto rispetto ai mesi estivi, del -1,7% a novembre e -1,5% a dicembre secondo le stime ABI.

Elisa Coletti

Anche per i depositi i dati di fine 2023 confermano un calo più moderato rispetto ai mesi estivi.

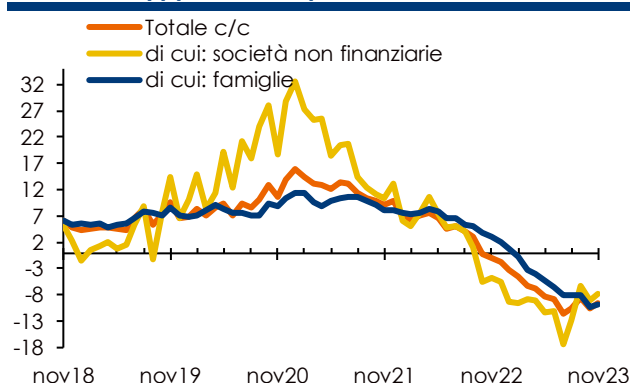
Dopo il minimo di -6,5% a luglio, a novembre la variazione annua è stata pari a -4,1% a confronto con il -5% di ottobre. Il rallentamento del trend negativo è proseguito a fine anno, secondo le anticipazioni ABI, che per dicembre delineano una riduzione del -3,8%.

Entrando più in dettaglio nelle dinamiche di novembre, emerge che il sottoinsieme dei depositi di famiglie e imprese ha segnato un calo del 3,5%, meno intenso rispetto al -4,2% di ottobre.

Questo mese risentiva del considerevole deflusso dai depositi delle famiglie connesso alla sottoscrizione del secondo collocamento del BTP Valore, oltre al ritorno del segno negativo per i flussi dei depositi delle società non-finanziarie, dopo gli apporti registrati nel bimestre agosto-settembre. A novembre, nonostante la stagionalità sfavorevole a causa dei pagamenti di imposte, i deflussi sono stati più contenuti, anche rispetto allo stesso mese del 2022, sia per le società non-finanziarie, sia per le famiglie (-5,7 miliardi e -3,1 miliardi nell'ordine). In termini di variazione annua, i depositi delle società non-finanziarie hanno confermato un calo modesto, del -0,8% a/a, come nel mese precedente (-1,4%), dopo essere tornati temporaneamente in crescita dell'1% a settembre. Diversamente, i depositi delle famiglie hanno continuato a mostrare un calo importante, del -4,3% a novembre, dopo aver segnato la più forte contrazione della storia, a ottobre, del -5,1%.

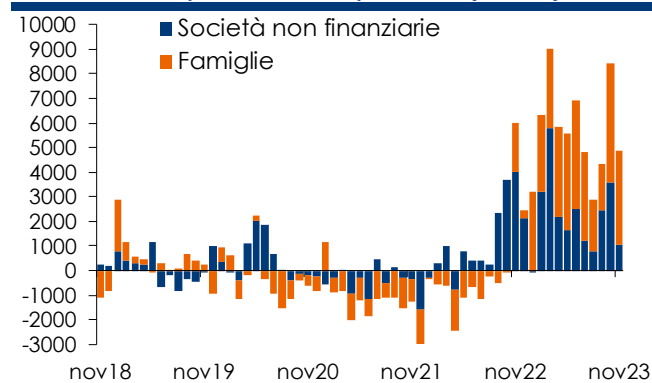
Quanto alle forme tecniche dei depositi, a novembre dai conti correnti sono defluiti 9,6 miliardi, di cui circa 7 delle società non-finanziarie e altrettanti delle famiglie, molto meno di quanto registrato nel complesso a ottobre, con -40 miliardi, e dei -29 miliardi di novembre 2022. Le variazioni percentuali annue sono rimaste molto negative, ma meno intense dei minimi precedenti. I conti correnti delle famiglie hanno segnato un calo del -9,7% rispetto al -10,2% di ottobre che risulta il peggiore della serie storica iniziata a gennaio 2004, mentre il ritmo di contrazione di quelli delle società non-finanziarie è stato del -7,8%.

Conti correnti (*) (var. % annua)



Nota: (*) dati riferiti alle passività delle IFM italiane verso residenti nell'area euro. Fonte: BCE

Flussi mensili di depositi con durata prestabilita (EUR mln)

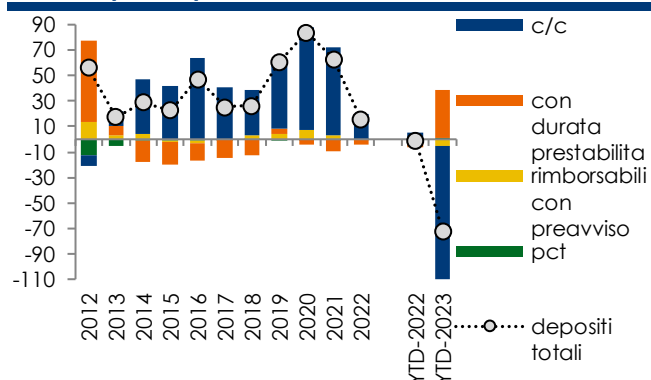


Fonte: BCE

I depositi con durata prestabilita di famiglie e imprese hanno registrato un apporto di 4,9 miliardi a novembre, dopo il dato considerevole di ottobre (8,4 mld). Le società non-finanziarie hanno

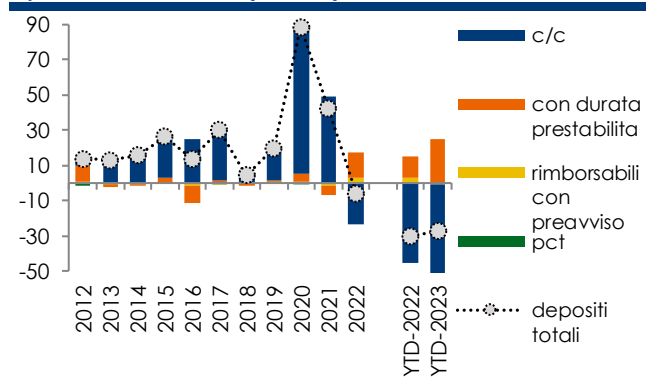
depositato sulle forme a tempo 1,1 mld e 3,8 mld sono affluiti sui depositi vincolati delle famiglie, che hanno totalizzato da gennaio +38 mld, mentre i conti correnti si sono ridotti di quasi 105 mld. Per le società non-finanziarie i flussi cumulati di periodo sono stati pari nell'ordine a -51 e +24 miliardi. Complessivamente, **da inizio anno a novembre i depositi di imprese e famiglie sono diminuiti di 99 miliardi, di cui circa -27 e -72 rispettivamente.**

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



Fonte: BCE ed elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

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

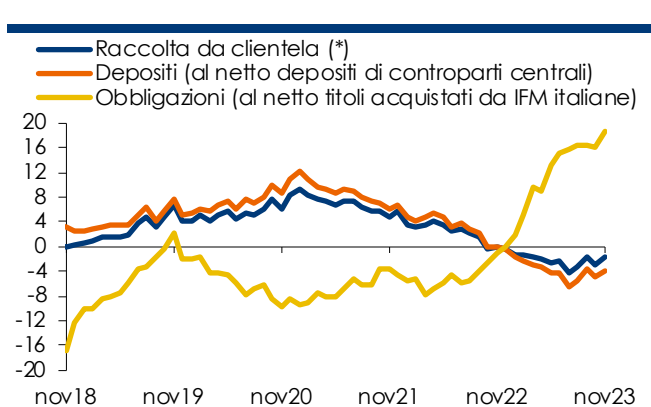


Fonte: BCE ed elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

In parallelo, **si è rafforzata la già brillante dinamica delle obbligazioni bancarie**, con un **tasso di crescita dello stock balzato a +18,6% a/a a novembre**, un ritmo confermato per fine anno dal **+19,1% stimato da ABI**, rispetto al +16% circa dei quattro mesi da luglio a ottobre.

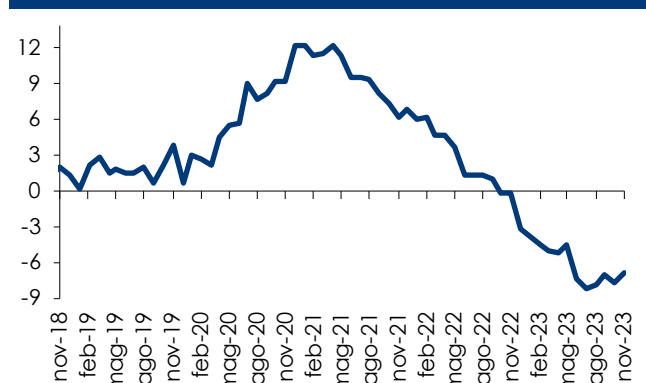
Ciò considerato, **la raccolta totale da clientela a novembre ha segnato un calo più contenuto rispetto a ottobre (-1,7% e -2,8% rispettivamente) e dei mesi estivi**. In linea con l'andamento dei depositi e delle obbligazioni descritto sopra, **a dicembre, secondo le stime ABI, il calo della raccolta è stato altrettanto modesto, pari a -1,5%**. Anche il trend negativo della raccolta complessiva, inclusi il rifinanziamento BCE e i depositi di non-residenti, col -6,9% di novembre è rimasto più contenuto rispetto al minimo di -8,2% segnato a luglio. In particolare, **i depositi di non-residenti si sono confermati in forte crescita, al ritmo di +32,7% a novembre come a ottobre**, superiore al +27% medio registrato 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

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

Luca Mezzomo (Responsabile)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Banking Research

Elisa Coletti (Responsabile)

elisa.coletti@intesasnpaolo.com

Valentina Dal Maso

valentina.dalmaso@intesasnpaolo.com

Carol Salvadori

maria.salvadori@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Aniello Dell'Anno

aniello.dellanno@intesasnpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasnpaolo.com