



La Bussola dell'Economia Italiana

Direzione Studi e Ricerche

Febbraio 2024

IMI

CORPORATE &
INVESTMENT
BANKING

La bussola dell'economia italiana

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

L'economia si conferma più resiliente del previsto, il peggio potrebbe essere alle spalle

Sintesi della previsione macroeconomica

Rimbalza la produzione industriale a dicembre

Le indagini mostrano segnali di attenuazione della recessione manifatturiera

Costruzioni ancora spinte dal completamento dei lavori legati al Superbonus

Servizi in moderata riaccelerazione

I consumatori sono più ottimisti per il futuro ma mantengono cautela

Continua a calare a sorpresa la disoccupazione

Nel 2023 il saldo commerciale è tornato in surplus

Resta molto bassa l'inflazione a inizio 2024

Tendenze del settore bancario

Frena il calo dei prestiti alle imprese, lento peggioramento di quelli alle famiglie

Le obbligazioni sostengono la raccolta bancaria, rallenta la riduzione dei depositi

2

2

6

7

8

9

10

11

12

13

14

15

15

18

Febbraio 2024

Nota Mensile

Direzione Studi e Ricerche

Paolo Mameli

Economista Macro

Andrea Volpi

Economista Macro

Elisa Coletti

Economista Banche



L'evoluzione dello scenario congiunturale

L'economia si conferma più resiliente del previsto, il peggio potrebbe essere alle spalle

Dopo un 2023 meno debole del previsto, la ripresa potrebbe lentamente guadagnare vigore nel corso del 2024. L'andamento recente delle indagini segnala che i rischi oggi sono più bilanciati rispetto a qualche settimana fa: l'industria potrebbe aver raggiunto un punto di minimo del ciclo, i servizi sembrano riaccelerare moderatamente, e le costruzioni beneficiano ancora della coda dei lavori legati al Superbonus.

Paolo Mameli

Il PIL è cresciuto a sorpresa di 0,2% t/t nel 4° trimestre 2023 (contro attese di stagnazione), in marginale accelerazione rispetto allo 0,1% t/t registrato nei tre mesi precedenti. Su base annua, il ritmo di espansione è salito a 0,5% da un precedente 0,1% a/a. **La crescita nell'intero 2023 si è attestata a 0,7%** (in linea con le precedenti attese).

Il 2023 si è chiuso battendo le previsioni...

Il dettaglio per componenti non è ancora disponibile (sarà reso noto il 5 marzo), ma il comunicato stampa dell'Istat suggerisce che dal lato della produzione vi sia stato un **aumento del valore aggiunto sia nei servizi che nell'industria (a nostro avviso, trainato dalle costruzioni**, anche per la corsa al completamento dei lavori legati al Superbonus, mentre l'industria in senso stretto dovrebbe ancora aver frenato il valore aggiunto). Inoltre, la crescita è dovuta all'apporto delle esportazioni nette, mentre **la domanda domestica (al lordo delle scorte) ha registrato una contrazione, che dovrebbe essere dovuta a scorte e consumi** (Fig. 1), mentre gli investimenti, dopo lo stallo dei trimestri centrali del 2023, potrebbero essere tornati a crescere, trainati appunto dalle costruzioni, confermando perciò la sovraperformance rispetto agli altri grandi Paesi dell'Eurozona vista negli ultimi anni (Fig. 2).

In sintesi, il dato sul PIL negli ultimi tre mesi dello scorso anno è stato migliore delle attese, e anche la crescita nell'intero 2023 ha battuto nettamente le previsioni di fine 2022: le aspettative di consenso per il PIL italiano 2023 sono state negative per tutti gli ultimi tre mesi del 2022, toccando un punto di minimo a novembre a -0,2%; la nostra attesa in quel periodo era per una crescita di +0,6%; il consuntivo per il 2023 è stato pari a +0,7% (Fig. 3).

In prospettiva, **il PIL potrebbe tornare a rallentare nel trimestre in corso, a zero/0,1% t/t, per via del minor supporto offerto verosimilmente dal settore delle costruzioni**, e dopo il boom di fine 2023 (nell'ultimo trimestre dello scorso anno la produzione nel settore è cresciuta di ben 5,7% t/t, un massimo dal 1° trimestre del 2022).

...e la ripresa dovrebbe acquisire forza gradualmente nel corso del 2024

La ripresa dovrebbe acquistare vigore solo nella seconda parte dell'anno (Fig. 4), trainata da tre fattori fondamentali:

- **Il recupero di potere d'acquisto dei nuclei familiari**, che già sinora è stato più rapido del previsto: il reddito disponibile reale delle famiglie consumatrici è cresciuto di 1,3% t/t nel 3° trimestre 2023, e l'accelerazione al ribasso dei prezzi al consumo nella parte finale del 2023 dovrebbe riportare nettamente in positivo la variazione rispetto a un anno prima; nel complesso, dopo il calo di -1,5% del potere d'acquisto nel 2022, il 2023 è stato un anno di sostanziale stabilità (-0,1%); la ripresa che ci attendiamo nel 2024 e 2025 (dell'ordine di 1,9% e 2,2% rispettivamente) è subordinata a due fattori:

- **La tenuta dell'occupazione e, di conseguenza, il prosieguo della crescita dei redditi da lavoro.** Il mercato del lavoro si è, anche di recente, confermato robusto: non solo il tasso di disoccupazione è ai minimi dal 2008 e i tassi di occupazione e attività sono ai massimi storici, ma il tasso di posizioni vacanti a fine 2023 (per il totale delle imprese con dipendenti) è rimasto invariato al 2,3%, non lontano dal massimo storico di 2,4% toccato a fine 2022 (al calo marginale nell'industria non è corrisposta una flessione nei servizi). Si

tratta di un importante indicatore di eccesso di domanda sul mercato del lavoro, che ceteris paribus implica una minore crescita del tasso di disoccupazione durante una fase di rallentamento ciclico, pertanto, **abbiamo recentemente rivisto al rialzo le nostre previsioni sull'occupazione** (Fig. 5), con un tasso dei senza-lavoro visto in risalita dai recenti minimi, ma su livelli più bassi di quelli stimati il mese scorso (a 7,6% in media nel 2024 e 7,7% nel 2025); nelle nostre stime (Fig. 6), tale scenario è coerente con una crescita delle retribuzioni pro capite del 3,9% nel 2024 e del 3,4% nel 2025 (dal 3,8% del 2023), e del monte-redditi da lavoro in termini reali del 5,2% nel 2024 e del 4,1% nel 2025 (da 5,7% nel 2023).

- **Il prosieguo della "normalizzazione" dell'inflazione.** Il nostro scenario vede una graduale risalita dell'inflazione nel corso del 2024 dopo i minimi toccati a fine 2023, ma la media del CPI, sia quest'anno che il prossimo, dovrebbe risultare molto vicina al 2%, dopo il 5,9% del 2023.

■ **La ripresa del commercio mondiale.** La domanda mondiale rivolta verso l'Italia è attesa rimbalzare nel 2024, dell'1,5%, dopo il calo di -1,8% nel 2023; il recupero dovrebbe accentuarsi nel 2025, a 4,8%; peraltro, mentre in passato l'export italiano (di beni, valutato in termini reali) aveva mostrato una sottoperformance rispetto alla domanda mondiale verso l'Italia, nel periodo post-pandemico tale sottoperformance non si è ripetuta e l'export è cresciuto circa in linea con la domanda dai principali partner commerciali (Figg. 7-8), il che lascia sperare che le esportazioni italiane possano cogliere appieno il rimbalzo della domanda globale atteso nel prossimo biennio.

■ **L'accelerazione nei flussi di spesa effettiva finanziati dal PNRR.** Sulla base della relazione semestrale sull'implementazione del Piano presentata il 22 febbraio, la spesa effettiva nel 2023 è stata di 21,1 mld, in accelerazione solo moderata rispetto ai circa 17 mld del 2022, e molto più bassa dei 40,9 mld previsti nella NADEF di fine 2022; sembra di poter dire che l'accelerazione sia dovuta non tanto alla spesa diretta della PA quanto soprattutto a un flusso ancora molto sostenuto di adesione agli incentivi pre-esistenti (Superbonus e Transizione 4.0 valgono da soli 26,74 miliardi ovvero quasi il 60% dei 45,65 mld spesi sin qui); i ritardi già accumulatisi in precedenza nella capacità di spesa della PA sono stati accentuati dalla revisione in corsa del Piano; al riguardo, al momento in cui scriviamo non è ancora approdato in Consiglio dei Ministri il decreto che deve attuare la revisione del Piano con la gestione delle coperture dei 21,4 miliardi rimodulati e il dettaglio dei fondi sostitutivi per i circa 13 miliardi di progetti defianziati; in ogni caso, è necessaria una vistosa accelerazione nella capacità di spesa effettiva nel 2024 per centrare gli obiettivi (Fig. 9).

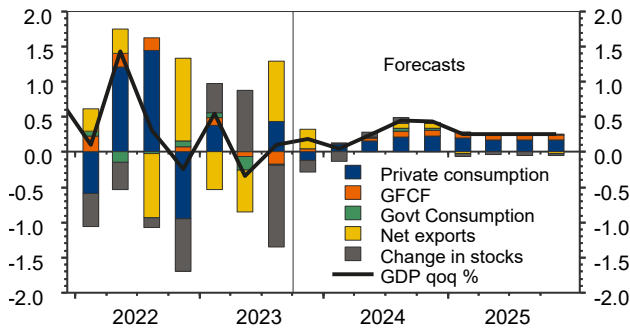
Nel complesso, **confermiamo la nostra stima di un'espansione pari a 0,7% quest'anno** (in linea con il 2023), seguita da una accelerazione a 1,2% nel 2025.

I rischi sulla previsione di crescita per il 2024 paiono ad oggi più bilanciati rispetto a qualche settimana fa: **le indagini hanno mostrato segnali di miglioramento** negli ultimi mesi, visibili non solo dalle survey diffuse dall'Istat ma anche dagli indici PMI (che hanno dato a lungo segnali recessivi): il PMI composito è tornato a gennaio al di sopra della soglia di invarianza (trainato dai servizi) per la prima volta da maggio dello scorso anno.

L'attività è, come detto, trainata dai servizi, ma l'industria sta dando segnali se non altro di stabilizzazione, soprattutto in forza di una tenuta dell'export, e le costruzioni sono ancora spinte dal completamento dei lavori finanziati da Superbonus: nel mese di gennaio (Fig. 10), non solo la quota di investimenti ulteriori ammessi in deduzione è risultata ancora sostenuta (4,4 mld, contro una media mensile sinora di 3,5), ma il completamento dei lavori è stato pari a 7 mld (quota superata solo in dicembre, con 9,7 mld); restano oltre 9 mld di lavori da completare. Sebbene possano sussistere problemi di sfasamento temporale nelle comunicazioni sui lavori, sulla base di tale fattore **gli investimenti in costruzioni di contabilità nazionale potrebbero evitare una correzione anche nel 1° trimestre 2024:** rispetto al mese scorso, rivediamo al rialzo la nostra stima sia per il trimestre in corso (da -0,5% a +0,5% t/t) che per l'intero 2024 (da -0,2% a +0,5%).

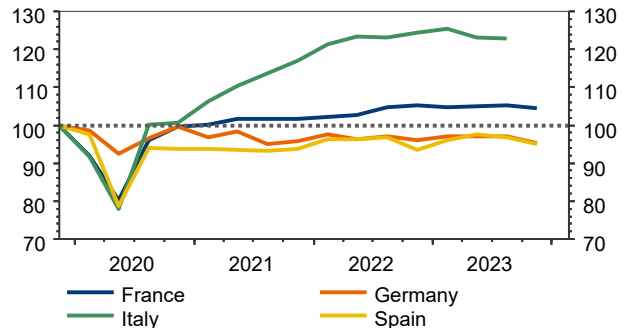
I rischi sul 2024 appaiono oggi più bilanciati rispetto a qualche mese fa

Fig. 1 – La crescita del PIL a fine 2023 è dovuta a nostro avviso a export e investimenti, in presenza di un contributo negativo di scorte e consumi



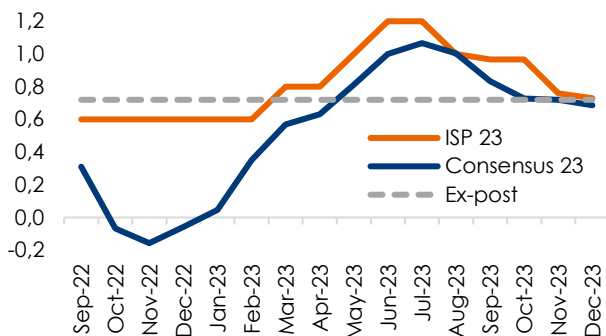
Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – In particolare, dovrebbe essere proseguita la sovraperformance rispetto agli altri grandi Paesi dell'Eurozona in tema di crescita degli investimenti (trainati dalle costruzioni)



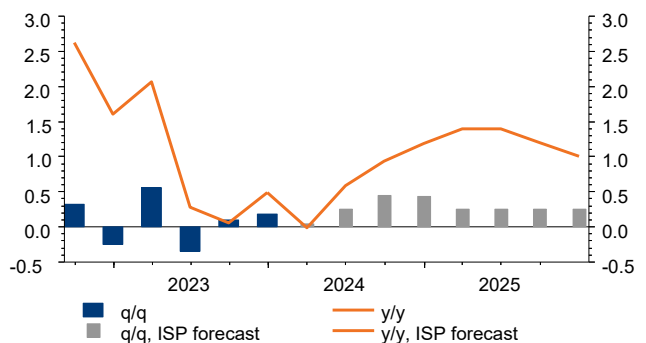
Nota: T4 2019=100. Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – La crescita del PIL nel 2023 (0,7%) è stata molto più alta rispetto alle stime di consenso a fine 2022 (negative) e circa in linea con la nostra previsione di un anno fa



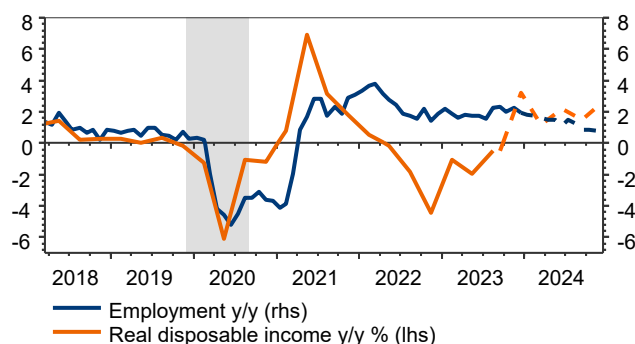
Fonte: Intesa Sanpaolo, Consensus Forecast di Consensus Economics

Fig. 4 – Dopo un 1° trimestre ancora debole, la ripresa dovrebbe rafforzarsi nella seconda metà del 2024



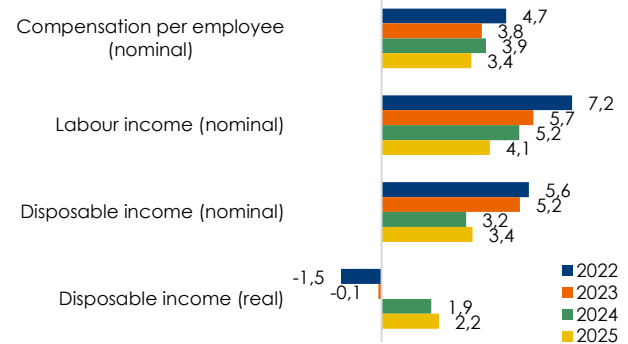
Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – La tenuta dell'occupazione...



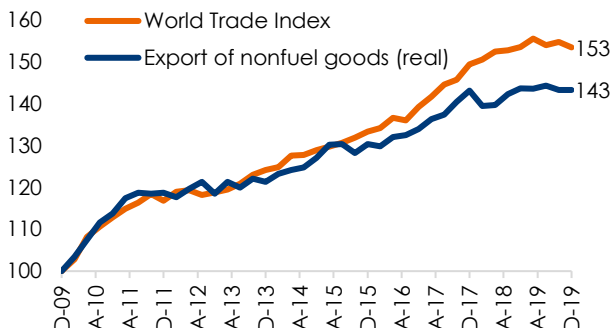
Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – ...dovrebbe favorire un'ulteriore crescita dei redditi nominali, e (assieme al calo dell'inflazione) un recupero di quelli reali



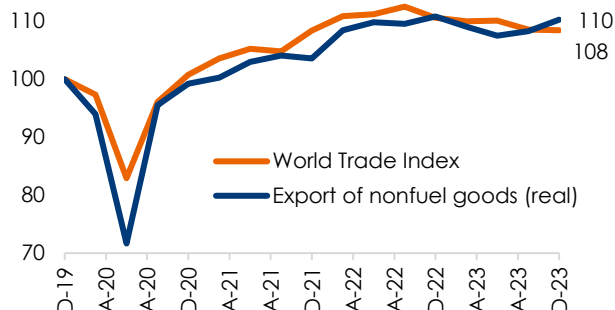
Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – L'export italiano nei 10 anni precedenti la pandemia ha sottoperformato rispetto alla crescita della domanda mondiale rivolta verso l'Italia...



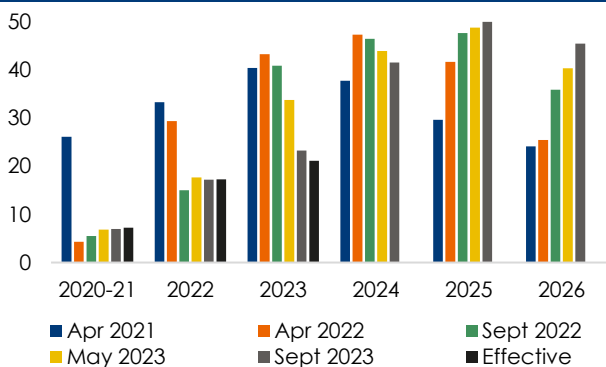
Nota: il "World Trade Index" per l'Italia è costruito come media ponderata dell'import di beni non energetici dai principali partner commerciali dell'Italia (in termini reali). Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, OEF

Fig. 8 – ...viceversa, tale sottoperformance sembra essere venuta meno nel periodo post-pandemico



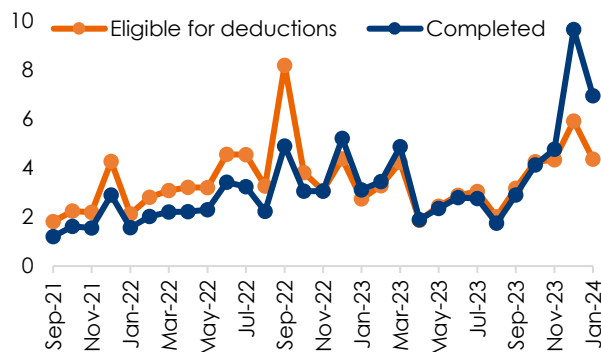
Nota: il "World Trade Index" per l'Italia è costruito come media ponderata dell'import di beni non energetici dai principali partner commerciali dell'Italia (in termini reali). Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, OEF

Fig. 9 – Nel 2023, la spesa effettiva finanziata dal PNRR è stata pari a 21,1 mld, rispetto ai 40,9 mld attesi dal Governo a fine 2022; occorre una vistosa accelerazione già a partire da quest'anno



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su stime Governo italiano

Fig. 10 – A gennaio, il flusso di nuovi investimenti ammessi a Superbonus, e soprattutto il completamento dei lavori, sono rimasti molto sostenuti



Fonte: Intesa Sanpaolo, ENEA

Sintesi della previsione macroeconomica

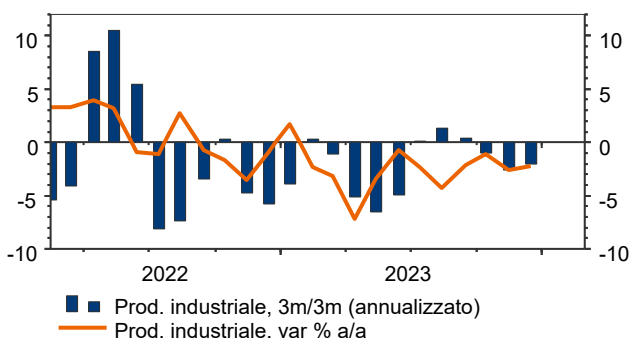
	2022	2023p	2024p	2022	2023	2024							2025
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.9	0.7	0.7	1.6	2.1	0.3	0.1	0.5	0.0	0.6	0.9	1.2	1.4
- var.ne % t/t				-0.2	0.6	-0.3	0.1	0.2	0.1	0.2	0.4	0.4	0.3
Consumi delle famiglie	5.0	1.5	0.9	-1.6	0.6	0.0	0.7	-0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3
Consumi pubblici	0.7	-0.4	-0.2	0.4	0.4	-1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1	0.0
Investimenti fissi	10.1	0.6	0.6	0.9	1.0	-2.0	-0.1	0.9	0.2	0.0	0.2	0.5	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	15.2	3.5	3.0	5.3	1.8	7.0	-2.0	0.0	0.8	0.8	0.7	0.4
Investimenti in costruzioni	12.1	-2.3	0.5	0.7	0.3	-3.8	0.5	1.8	0.5	-0.5	-0.5	0.0	0.2
Esportazioni	10.7	0.0	2.8	1.5	-1.4	-1.1	0.6	1.2	0.7	0.7	0.8	0.8	0.6
Importazioni	13.1	-0.1	1.1	-2.1	0.2	0.7	-2.0	0.4	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7
Contr. % PIL													
Commercio estero	-0.5	0.0	0.6	1.2	-0.5	-0.6	0.9	0.3	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	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
Var. scorte	-0.7	-0.3	-0.5	-0.7	0.4	0.9	-1.2	-0.2	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
Affività produttiva													
Produzione industriale	0.4	-2.5	-0.2	-1.5	-0.3	-1.3	0.1	-0.5	0.2	0.1	0.3	0.3	0.6
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (NIC, a/a)	8.2	5.6	1.9	11.7	8.9	7.4	5.6	1.0	1.1	1.7	2.2	2.7	2.4
- escl. alimentari, energia (a/a)	3.7	5.1	2.5	5.6	6.2	5.9	4.8	3.6	2.6	2.4	2.5	2.5	1.8
PPI (a/a)	34.4	-5.6	-3.7	29.6	8.1	-3.8	-12.2	-12.8	-8.1	-3.3	-1.9	-1.3	-0.8
Disoccupazione (%)	8.1	7.6	7.5	7.9	7.9	7.6	7.5	7.4	7.4	7.5	7.5	7.6	7.7
Occupati totali	2.5	1.9	1.3	0.5	0.6	0.6	0.3	0.6	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Salari contrattuali	1.0	3.1	1.8										
Reddito disponibile reale	-1.5	-0.1	1.9										
Tasso di risparmio (%)	8.1	6.6	7.6										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	-1.3	1.3	0.8										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-8.0	-5.9	-4.4										
Debito (% PIL)	141.7	140.5	141.6										
Variabili finanziarie													
Euribor 3 mesi	2.07	3.94	3.25	2.07	2.91	3.54	3.88	3.94	3.88	3.67	3.52	3.25	2.74
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

Rimbalza la produzione industriale a dicembre

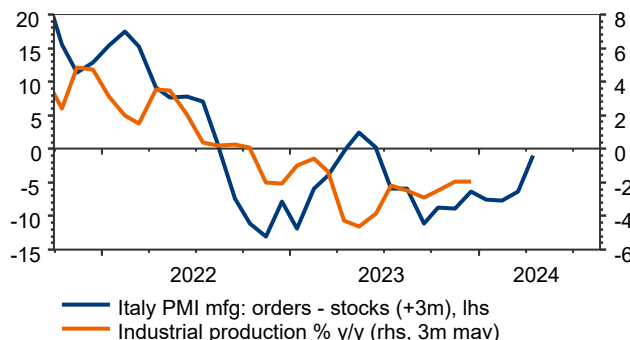
La produzione industriale è rimbalzata a dicembre, di 1,1% m/m, e il dato di novembre è stato rivisto al rialzo di due decimi, da -1,5% a -1,3% m/m. La contrazione su base annua (corretta per i giorni lavorativi e gli effetti del calendario) si attesta a -2,1% da un precedente -2,9%. Il rimbalzo su base congiunturale è diffuso a tutti i raggruppamenti principali di industrie con la sola eccezione dell'energia (-2% dopo il -4,1% m/m precedente), ma è particolarmente marcato per i beni di consumo (+3% dopo il -1,6% m/m di novembre). Peraltro, su base annua corretta per gli effetti di calendario, i beni capitali restano l'unico macro-gruppo in crescita (+0,7%), assieme ai beni di consumo durevoli (+0,6%). Lo spaccato per settore mostra notevoli cambiamenti rispetto al mese precedente: mezzi di trasporto e farmaceutici, che guidavano i progressi fino a novembre, ora mostrano una tendenza annua stagnante o in calo (+0,2% e -2,7% a/a rispettivamente); altri comparti risultano viceversa in miglioramento e mostrano una buona crescita rispetto a un anno prima: tra questi, la raffinazione (+6%) e le apparecchiature elettriche (+5,5%). Anche alcuni comparti ad alta intensità di energia come il chimico mostrano una ripresa (+2,2%) o una minore contrazione (legno, carta e stampa: -1,5%); resta invece in ampio calo il settore, altrettanto energy-intensive, della gomma e plastica (-10% a/a). Nonostante il recupero di dicembre, la produzione industriale ha mostrato una flessione di -0,5% t/t nell'ultimo trimestre dello scorso anno, e di -2,5% nell'insieme del 2023.

L'industria in senso stretto ha frenato la crescita del PIL a fine 2023



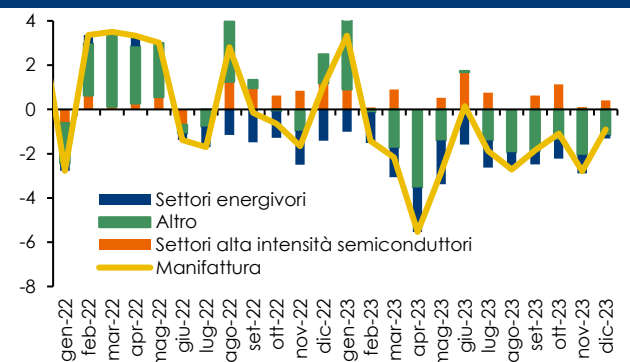
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le indagini mostrano una possibile stabilizzazione dell'attività



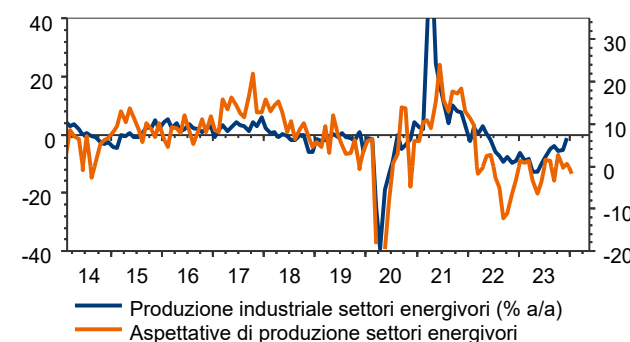
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Sono pochi i settori in crescita su base tendenziale



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

Si attenuano le pressioni sui settori energivori ma le indagini non prospettano una significativa ripartenza

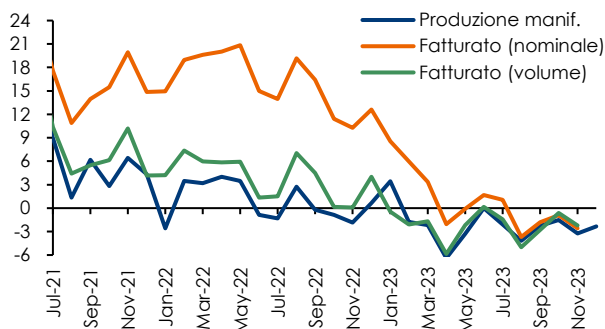


Nota: i settori ad alta intensità energetica sono carta, chimica, raffinerie e metalli. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Commissione UE

Le indagini mostrano segnali di attenuazione della recessione manifatturiera

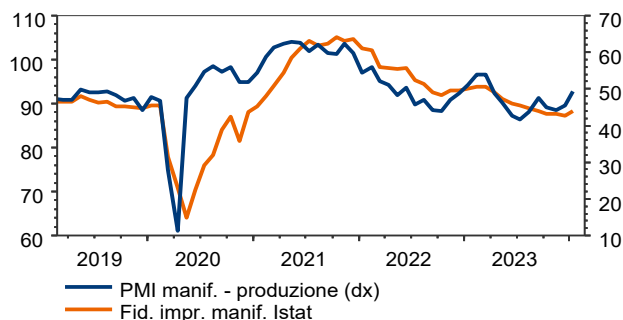
Dopo l'ampia volatilità dell'ultimo bimestre del 2023, è possibile che la produzione industriale sia tornata a calare a gennaio. Stanno però cominciando a emergere segnali meno negativi dalle indagini. A gennaio **la fiducia del settore manifatturiero è migliorata a 88,3 dal precedente 87,3**, tornando ai livelli dello scorso settembre. **Gli indici sull'attività corrente sono rimasti coerenti con un output industriale ancora debole nel breve periodo** (nel 4° trimestre 2023 l'utilizzo della capacità produttiva è sceso al 75,5%, un valore piuttosto basso rispetto agli standard storici), **ma le aspettative iniziano a dare qualche timido segnale di ripresa circa la produzione futura**, e la tendenza discendente delle disponibilità di magazzino potrebbe iniziare a prospettare una ripartenza del ciclo delle scorte nei prossimi mesi. Anche **l'indice PMI manifatturiero (48,5 a gennaio da 45,3 di dicembre)**, in rialzo per il secondo mese, ha mostrato miglioramenti nelle componenti più anticipatorie (in particolare la differenza tra ordini e scorte, che si è portata ai massimi da quasi un anno). Ciò segnala che il punto di minimo del ciclo nell'industria potrebbe essere stato raggiunto. Tuttavia, **la persistente debolezza del commercio mondiale**, accentuata dalle difficoltà del traffico navale nel canale di Suez, **non pare coerente con una ripresa significativa del settore, che difficilmente potrà dare un contributo positivo all'attività economica almeno ancora per tutta la prima metà del 2024**. Le indagini PMI di gennaio hanno registrato un allungamento dei tempi di consegna delle merci dopo quasi un anno di normalizzazione, spiegato proprio dai ritardi nei trasporti marittimi (le prime indicazioni relative a Francia e Germania puntano però verso una normalizzazione già a febbraio).

Il calo del fatturato, sia nominale che reale, negli ultimi mesi conferma la debolezza del settore industriale...



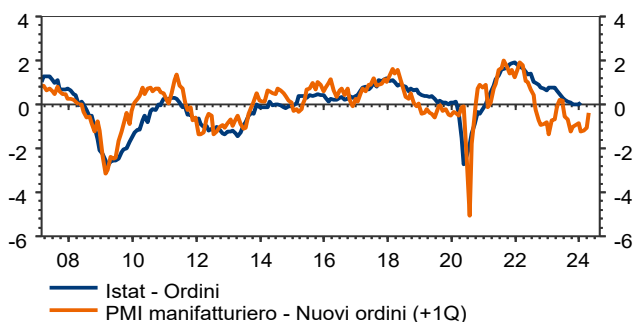
Nota: variazione % a/a. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

...ma le indagini segnalano che il punto di minimo potrebbe essere stato toccato



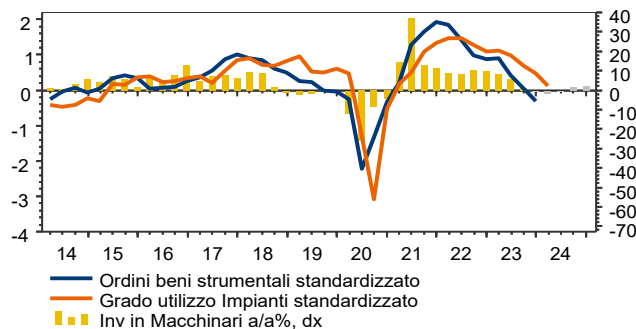
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Anche le valutazioni sugli ordini potrebbero aver superato il minimo, pur restando compatibili con una domanda molto debole



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Gli ordini di beni strumentali non prospettano una riaccelerazione degli investimenti in macchinari nel breve termine

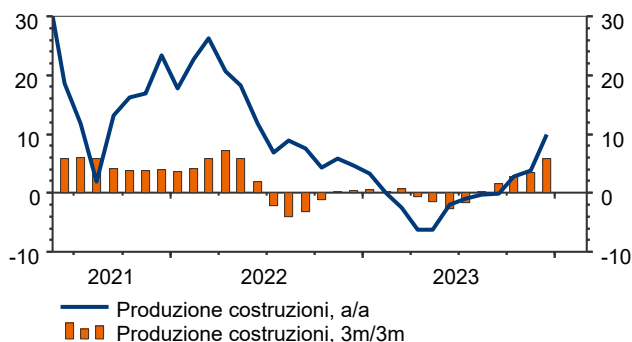


Nota: previsioni in grigio. Fonte: Intesa Sanpaolo, Commissione Europea

Costruzioni ancora spinte dal completamento dei lavori legati al Superbonus

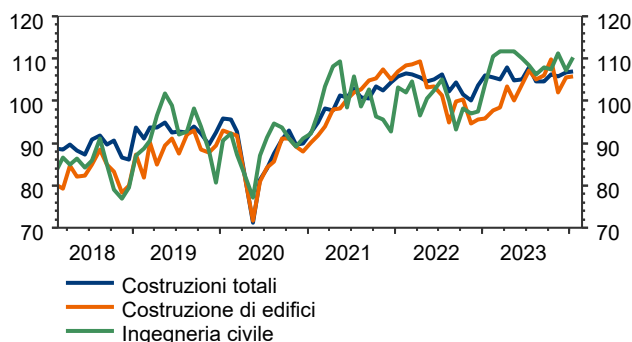
Nel 4° trimestre 2023 le costruzioni dovrebbero aver dato un apporto significativamente positivo alla crescita del valore aggiunto. A dicembre la produzione nelle costruzioni è cresciuta per il quinto mese, mettendo anzi a segno un'accelerazione a 4,4% m/m (9,9% a/a) da un precedente 2,5%, e chiudendo il trimestre finale dell'anno con un balzo di 5,7% t/t (da 1,5% t/t precedente), in netta controtendenza rispetto all'andamento del settore in Germania e Francia. La spiegazione è con ogni probabilità da ricercarsi nella **corsa per beneficiare degli ultimi mesi di sconti fiscali** (da gennaio l'aliquota, almeno per la maggior parte delle fattispecie, è scesa al 70%). Secondo i dati ENEA, dopo un 2023 con oltre 100 miliardi di investimenti ammessi a detrazione, il ricorso agli incentivi è salito ancora a gennaio, a 107 miliardi, con il 91,6% di lavori completati. In realtà l'aumento di gennaio dovrebbe essere in gran parte spiegato da una sfasatura temporale nelle comunicazioni statistiche in quanto gli operatori hanno a disposizione fino a 90 giorni per inviare le asseverazioni di fine lavori. **È quindi probabile che da inizio 2024 le costruzioni tornino a rallentare** appesantite da condizioni di finanziamento ancora restrittive. **Tuttavia, almeno per il momento le indagini di fiducia mostrano un quadro nel complesso favorevole:** a gennaio l'indice di fiducia Istat è salito a 107 da 106,7, su livelli storicamente molto elevati; il PMI del settore delle costruzioni, pur calando a 51,6 da un precedente 55,2, è rimasto in terreno espansivo e al di sopra della media nell'Eurozona.

La produzione nelle costruzioni ha mostrato una chiara riaccelerazione negli ultimi mesi



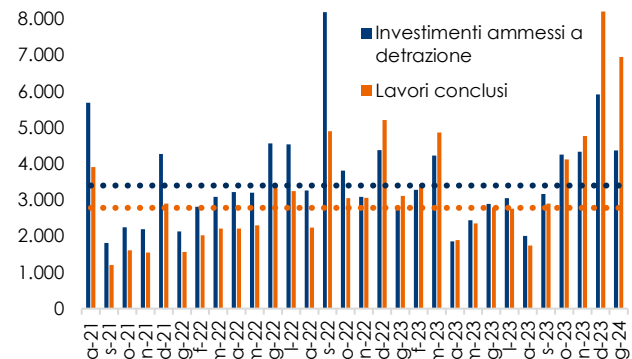
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Gli indici di fiducia dei costruttori restano su livelli elevati nonostante la minore generosità degli incentivi fiscali



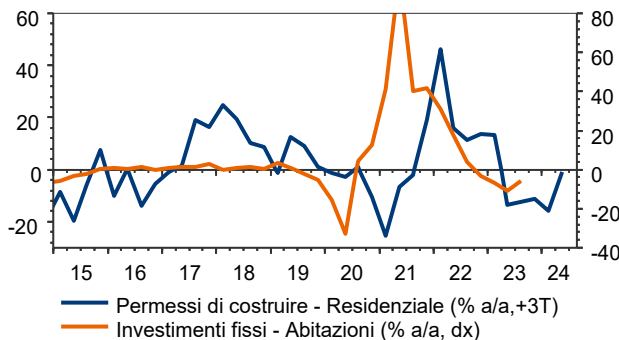
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'aumento degli investimenti ammessi a Superbonus a inizio 2024 potrebbe risentire dello sfasamento temporale tra lavori e asseverazioni



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 costruire potrebbero aver superato il punto di minimo ma l'attività dovrebbe restare debole nel 2024

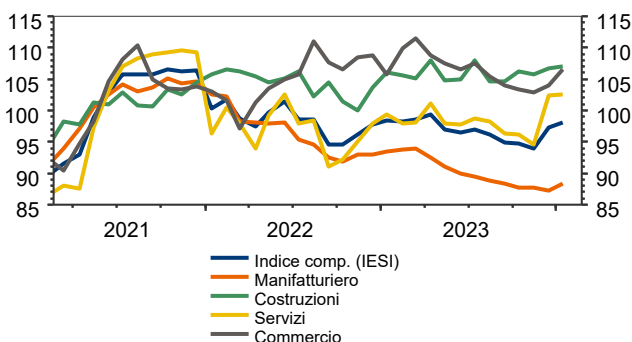


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Servizi in moderata riaccelerazione

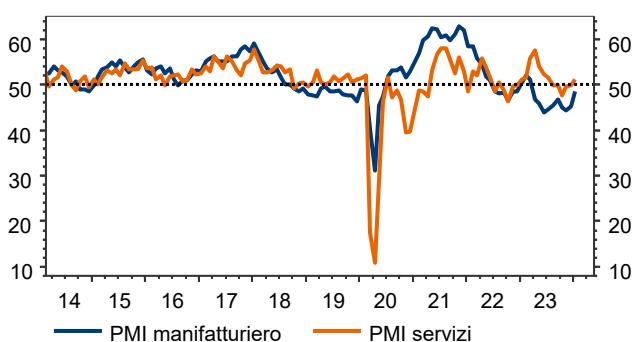
La stima preliminare del PIL ha registrato un aumento del valore aggiunto nei servizi nel 4° trimestre 2023. Riteniamo che l'apporto alla crescita sia risultato complessivamente contenuto, con un ritmo di espansione vicino allo 0,1% t/t estivo. Le indagini di fiducia offrono però segnali di miglioramento delle aspettative delle imprese, che sembrano iniziare ad anticipare un recupero della domanda interna nei prossimi mesi. **Le indagini Istat hanno registrato un incremento del morale nei servizi, pur lieve, per il secondo mese a gennaio, da 102,4 a 102,6, un massimo da giugno 2022.** Il progresso è guidato da trasporto e magazzinaggio e dai servizi alle imprese, mentre cala il morale nei servizi turistici e in quelli relativi a informazione e comunicazione. **L'indice PMI servizi è tornato al di sopra della soglia d'invarianza per la prima volta dopo cinque mesi in territorio recessivo, a 51,2 da un precedente 49,8,** un massimo dallo scorso luglio. In particolare, le imprese hanno registrato un incremento di attività e vendite per la prima volta in sei mesi, ed hanno continuato ad aumentare le assunzioni. Il miglioramento della domanda è però concentrato sul mercato interno, a fronte di una persistente debolezza della domanda estera. Le aziende mostrano anche una riaccelerazione dei costi, spiegata da un aumento dei prezzi del carburante, delle utenze energetiche e del costo del lavoro. In risposta ai maggiori costi e ai segnali di stabilizzazione della domanda, le imprese hanno aumentato il ritmo di crescita dei prezzi per il quarto mese consecutivo.

Le indagini di fiducia Istat di gennaio hanno registrato un miglioramento del morale diffuso a tutti i macrosettori



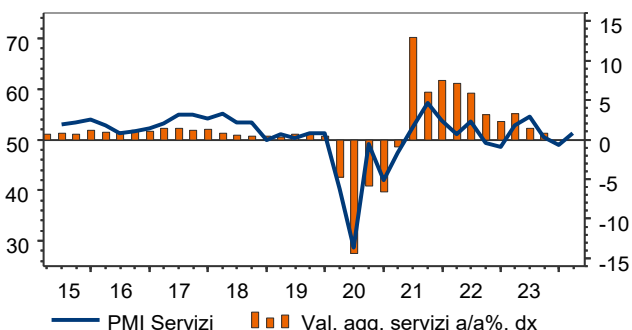
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'indice PMI servizi è tornato al di sopra della soglia d'invarianza a gennaio



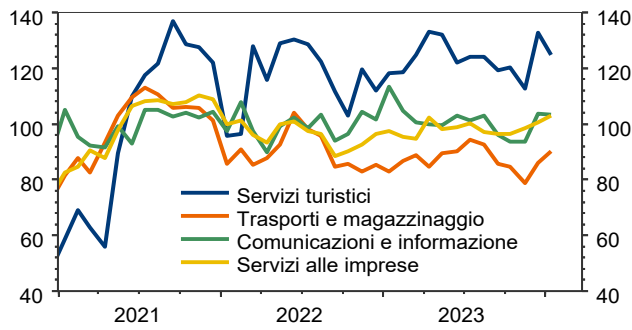
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

La risalita della fiducia a inizio 2024 è coerente con il prosieguo della crescita del valore aggiunto nel settore



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Corregge (ma resta storicamente elevato) il morale delle imprese dei servizi turistici

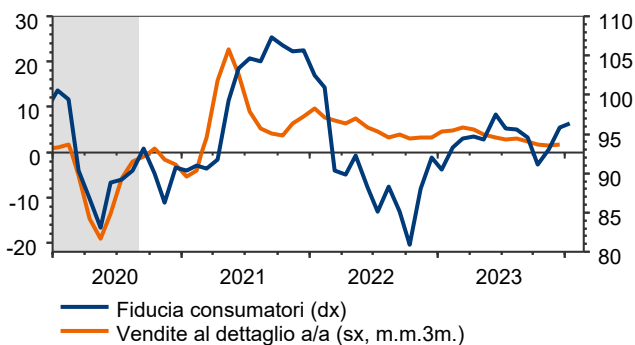


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I consumatori sono più ottimisti per il futuro ma mantengono cautela

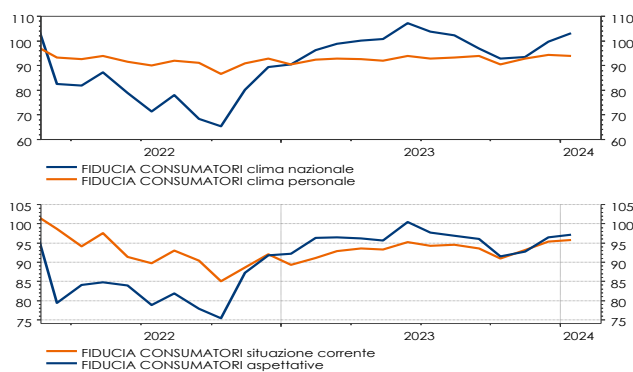
L'indice di fiducia dei consumatori è salito a 96,4 da 95,8 di dicembre, ai massimi dallo scorso giugno. I nuclei familiari segnalano un miglioramento del clima economico, corrente e previsto, a fronte di una lieve correzione del clima personale, con un calo delle intenzioni di acquisto di beni durevoli (attuali e attese). Tuttavia, i timori per la disoccupazione sono ulteriormente migliorati e l'inflazione, sia percepita che attesa, è scesa ai minimi rispettivamente da giugno 2022 e luglio 2023. Nel complesso, l'indagine sembra suggerire che i consumatori rimarranno probabilmente piuttosto cauti nel breve termine ma, a condizione che le pressioni inflazionistiche continuino ad attenuarsi e il mercato del lavoro rimanga solido, le spese private potrebbero iniziare a guadagnare vigore entro la metà del 2024. Nel frattempo, i dati sulle vendite al dettaglio hanno confermato il quadro di debolezza corrente, avendo registrato a dicembre un calo di -0,5% m/m da +0,1% precedente in volume e di -0,1% m/m da +0,3% in valore. La flessione del volume delle vendite è diffusa ad alimenti (-0,9% da -0,1% m/m) e beni non alimentari (-0,2% da +0,3% m/m): le vendite al dettaglio hanno chiuso il 4° trimestre in flessione di -0,2% t/t (la sesta consecutiva), anche se il ritmo di contrazione si è attenuato rispetto al -1,2% t/t registrato durante l'estate. Le indicazioni sui saldi di gennaio raccolte da Confcommercio non mostrano chiari segnali di riaccelerazione ma offrono spunti se non altro di stabilizzazione a inizio 2024.

La fiducia dei consumatori segnala che il punto di maggiore debolezza per le vendite al dettaglio potrebbe essere alle spalle



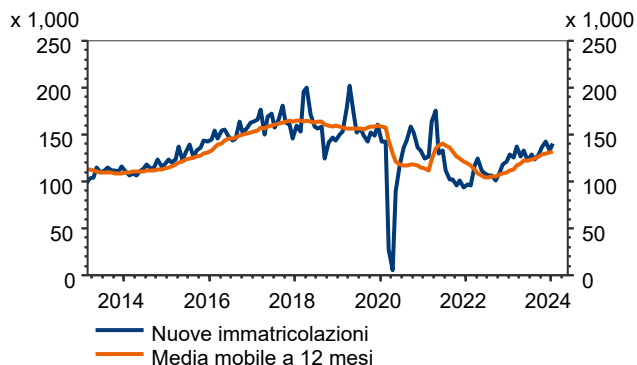
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020; l'area ombreggiata corrisponde al periodo recessivo. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Sono in miglioramento in particolare le valutazioni sul clima economico, sia corrente che atteso



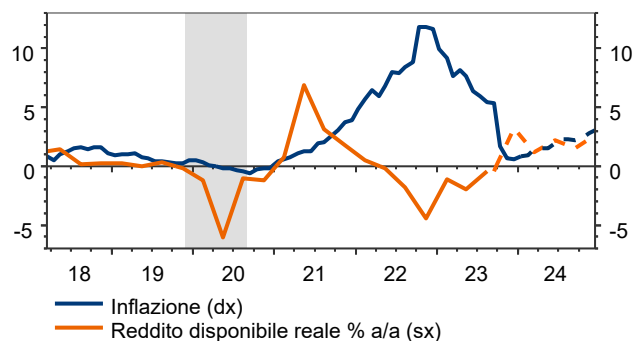
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le immatricolazioni di auto conservano una tendenza di recupero (e gli ecoincentivi potrebbero offrire sostegno a inizio anno)



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

I redditi disponibili sono tornati a crescere in termini reali a partire dall'estate, e la tendenza resterà positiva nel 2024



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

Continua a calare a sorpresa la disoccupazione

A dicembre il tasso di disoccupazione è calato di due decimi al 7,2%, un minimo da fine 2008.

Le persone senza lavoro sono, infatti, calate di 50mila unità a fronte del quinto aumento mensile consecutivo per gli occupati (+14mila) e di un incremento degli inattivi (+19mila). Il guadagno occupazionale è stato però concentrato tra i dipendenti con contratti temporanei e autonomi (rispettivamente +21mila e +26mila) a fronte di una flessione per i lavoratori a tempo indeterminato (-33mila). **Il tasso di occupazione è rimasto invariato al massimo storico del 61,9% mentre la partecipazione è scesa di un decimo al 66,8%.** Dopo un 2023 più forte delle attese, **ci aspettiamo un rallentamento della crescita occupazionale nel 2024** ma, compatibilmente con un progressivo aumento della partecipazione, **vediamo un tasso di disoccupazione in stabilizzazione intorno al 7,6% in media annua, circa in linea con quello registrato l'anno scorso.**

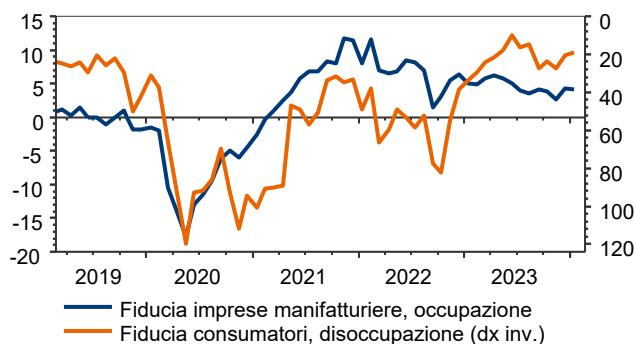
A dicembre la crescita dei salari negoziali ha accelerato bruscamente al 7,9% a/a da un precedente 2,7% a/a. Il balzo è però spiegato dal pagamento, in via eccezionale in un'unica soluzione, dell'indennità di vacanza contrattuale nelle Amministrazioni statali relative al 2024. Il supporto è quindi da interpretarsi come straordinario e **dovrebbe venir meno già a partire dai dati di gennaio. Nel solo settore privato la dinamica dei salari ha accelerato più moderatamente al 3,3% a/a dal 2,9% di novembre** ma ci aspettiamo che nei prossimi mesi il rinnovo dei contratti scaduti (circa il 38% del totale a fine 2023) possa continuare a sostenere le retribuzioni.

A dicembre il tasso di disoccupazione è sceso ai minimi da dicembre 2008



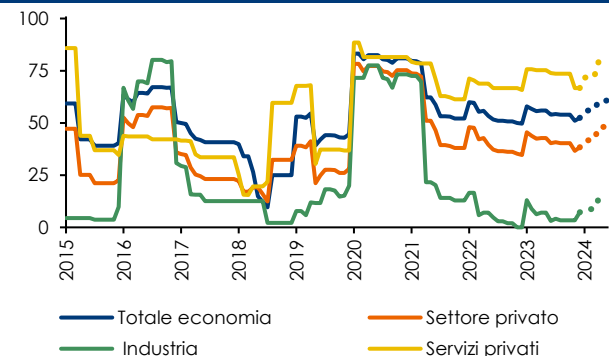
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le indagini non mostrano ancora segnali preoccupanti circa la tenuta del mercato del lavoro



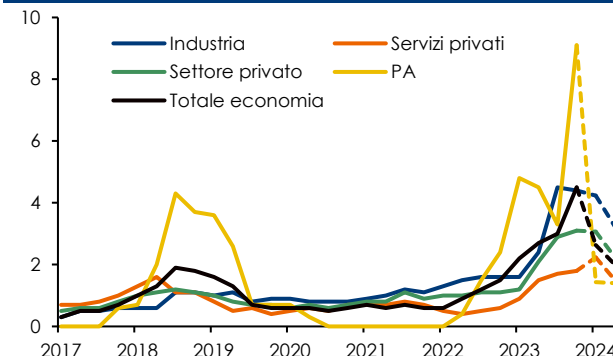
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Quasi il 40% dei contratti collettivi nel settore privato è scaduto, e in assenza di rinnovo la percentuale potrebbe sfiorare il 50% a metà 2024



Nota: dipendenti in attesa di rinnovo sul totale dei dipendenti (%), la linea tratteggiata corrisponde ai dati nell'ipotesi di mancato rinnovo
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il balzo della crescita dei salari contrattuali a dicembre è dovuto all'indennità di vacanza contrattuale del settore pubblico (l'effetto dovrebbe rientrare già da gennaio)

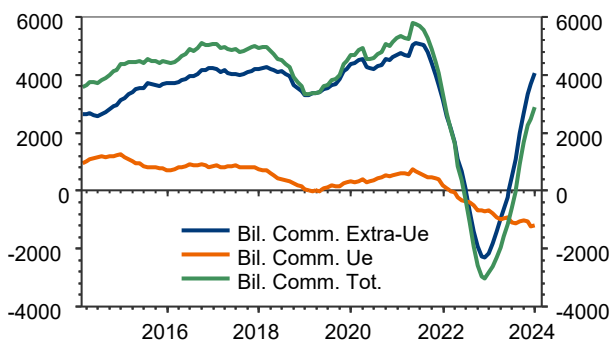


Nota: la linea tratteggiata corrisponde alle proiezioni sulla base dei contratti in essere a dicembre 2023. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Nel 2023 il saldo commerciale è tornato in surplus

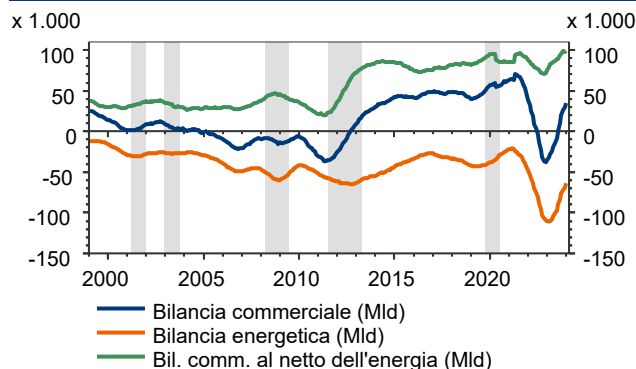
A dicembre 2023 si registra un rimbalzo dell'export (+1,2% m/m da -2,3%), che chiude il trimestre in crescita di +1,4% t/t. Sono calate per il secondo mese le importazioni (-1,9% m/m da -0,6%), che risultano comunque in espansione di 0,9% t/t negli ultimi tre mesi dell'anno. I dati sul commercio estero di beni sono coerenti con quanto emerso dalle stime preliminari di contabilità nazionale, che hanno evidenziato un **apporto positivo delle esportazioni nette alla crescita del PIL**. Nel 2023 nel suo complesso, le esportazioni di beni in termini nominali sono risultate stagnanti rispetto all'anno precedente. La stabilità è sintesi di tendenze opposte per le vendite verso il resto dell'Unione Europea (-2,3%), a fronte di un aumento per i flussi al di fuori dell'UE (+2,5%). Il dato sulle esportazioni, espresso in valore, non riflette però pienamente la debolezza della domanda globale di beni nell'anno appena trascorso (che è possibile rimanga fiacca almeno a inizio 2024). **Il volume delle esportazioni è calato di -5,1% in media annua** a fronte di un aumento del 5,3% dei valori medi unitari. **Nel 2023 le importazioni sono diminuite in media di ben -10,4%, per via della normalizzazione dei prezzi all'import dell'energia (-37,4%) e dei beni intermedi (-3,8%), ma anche di minori volumi acquistati (-1,8% per l'energia, -9,5% per i prodotti intermedi)**. Grazie al rientro dello shock energetico, **il 2023 è stato l'anno di ritorno a un avanzo commerciale: +34,5 miliardi contro un disavanzo di -34,1 miliardi nel 2022**. Rispetto all'anno precedente **si riduce il deficit energetico (-64,3 miliardi da -110,9 miliardi)**, comunque ancora superiore rispetto alla media pre-2020, e **migliora l'avanzo nell'interscambio di beni non energetici (98,8 miliardi da 76,9 miliardi nel 2022)**.

Il disavanzo commerciale nei confronti del resto dell'UE non accenna a ridimensionarsi



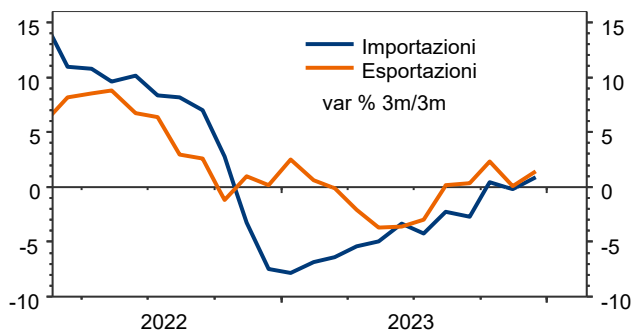
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Nonostante il calo dei prezzi, il saldo commerciale continua a risentire degli effetti dello shock energetico



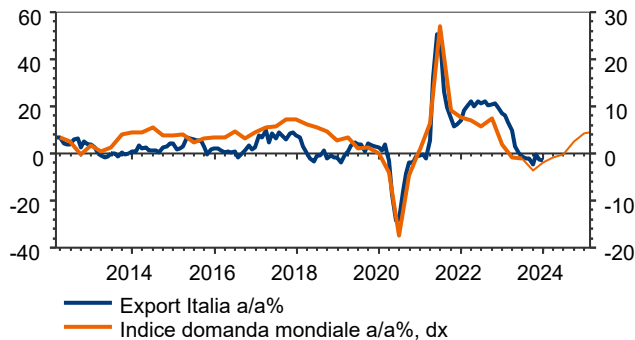
Nota: le aree ombreggiate corrispondono a periodi di recessione.
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le esportazioni sono cresciute più delle importazioni nella parte finale del 2023



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La domanda globale è ancora debole, ma è attesa mostrare un lento recupero nel 2024-25

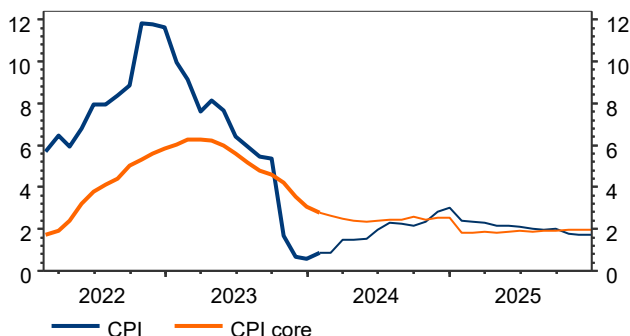


Nota: media mobile a 3 mesi della variazione % annua dell'export.
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

Resta molto bassa l'inflazione a inizio 2024

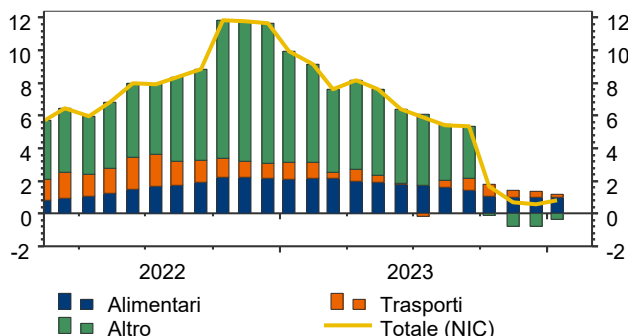
In Italia, l'inflazione è risalita a gennaio, dopo l'ampio calo di dicembre, sia sulla misura nazionale (+0,3% m/m, 0,8% a/a da 0,6% a/a precedente) che armonizzata (-1,1% m/m, 0,9% a/a da 0,5% a/a di dicembre). Il calo mensile dell'IPCA, in controtendenza rispetto al NIC, è ascrivibile interamente ai ribassi temporanei dei prezzi di abbigliamento e calzature (-19,3% m/m) dovuti ai saldi stagionali. Resta in ampia flessione tendenziale l'inflazione energetica (-20,5% a/a, sia pure in riduzione da -24,7% precedente); in particolare, il calo su base annua della componente regolamentata si attenua sensibilmente (da -41,6% a -20,6%) a causa dell'effetto statistico dovuto al confronto con gennaio 2023 (+0,9% m/m a fronte di un -25,7% m/m registrato nello stesso mese dello scorso anno). Cala leggermente, al 5,6% a/a da 5,8% precedente l'inflazione alimentare, mentre rallenta quella dei beni non energetici, a 1,7% a/a da 2,1% di dicembre. I listini nei servizi decelerano, pur mantenendo una tendenza positiva (da 3,4% a 2,9% a/a). Le varie componenti mostrano dinamiche variegate, con un aumento dell'inflazione per i servizi relativi a comunicazioni (0,2% a/a da -0,1%) e trasporti (4,2% a/a da 3,7%), a fronte di un calo per abitazione (2,8% a/a da 4,2%), servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (3,3% a/a da 3,6%). La componente "di fondo" (al netto di energia e alimentari freschi) aumenta di +0,2% m/m ma rallenta a 2,7% da 3,1% su base annua. In prospettiva, l'inflazione italiana è destinata, a nostro avviso, a mantenere un trend di graduale risalita nel corso del 2024, guidata sostanzialmente dagli effetti base sull'energia. La salita si accentuerà nei mesi finali del 2024. Vediamo comunque una media annua molto vicina al 2% sia quest'anno che il prossimo.

L'inflazione headline risalerà nei prossimi mesi, la dinamica core proseguirà nella sua tendenza discendente



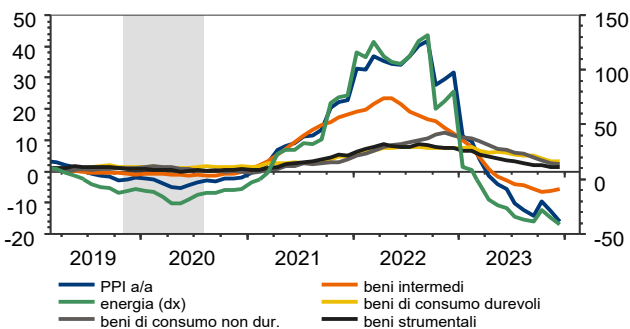
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Il rilevante calo dell'inflazione dai picchi toccati oltre un anno fa è dovuto quasi interamente al rientro dei prezzi energetici



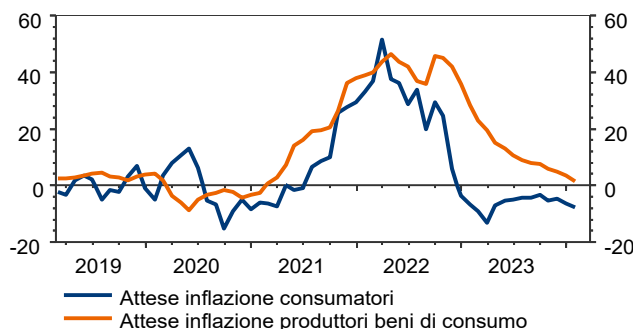
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

A monte delle filiere produttive le imprese continuano a beneficiare di prezzi energetici inferiori rispetto a un anno prima



Nota: l'area ombreggiata corrisponde a periodi di recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le aspettative d'inflazione di consumatori e imprese non mostrano segnali di risalita



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

Tendenze del settore bancario

Frena il calo dei prestiti alle imprese, lento peggioramento di quelli alle famiglie

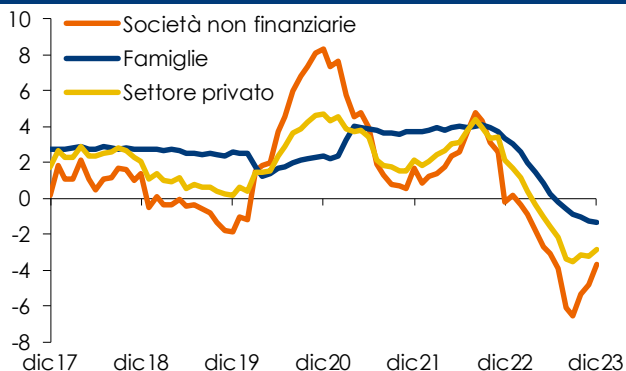
Il 2023 si è chiuso con un rallentamento del calo dei prestiti al settore privato. L'intensità della flessione dell'aggregato dei prestiti a famiglie e imprese è passata dal -3% di novembre al -2,5% di dicembre, mentre gennaio risulta tornato sui ritmi autunnali, con il -2,9% secondo le stime ABI. L'evoluzione dell'ultimo trimestre 2023 è il risultato di un disaccoppiamento delle tendenze dei prestiti alle imprese e di quelli alle famiglie, i primi in risalita dai minimi seppure ancora in forte calo (-3,7%), i secondi in lento peggioramento (-1,35%) mentre lo stock di mutui è arrivato a segnare una variazione circa nulla. In termini di flussi, è proseguito il calo delle erogazioni per nuovi contratti di mutuo, del -26% nell'anno. Inoltre, le erogazioni a tasso fisso, incluse le rinegoziazioni, sono rimaste in forte crescita.

Elisa Coletti

Il 2023 si è chiuso con un rallentamento del calo dei prestiti al settore privato, che hanno segnato un -2,8% a/a, dal -3,2% di novembre, confermato dalle anticipazioni su gennaio (-2,6% secondo le stime ABI, dati al netto delle controparti centrali, corretti per le cartolarizzazioni e altre cessioni). Si è ridotta anche l'intensità della flessione dell'aggregato più ristretto dei **prestiti a famiglie e imprese, dal -3% di novembre al -2,5% di dicembre**, mentre gennaio risulta tornato sui ritmi autunnali, con il -2,9% secondo le stime ABI. L'evoluzione dell'ultimo trimestre 2023 è il risultato di un **disaccoppiamento delle tendenze dei prestiti alle imprese e di quelli alle famiglie**, i primi in risalita dai minimi seppure ancora in calo (-3,7%), i secondi in lento peggioramento.

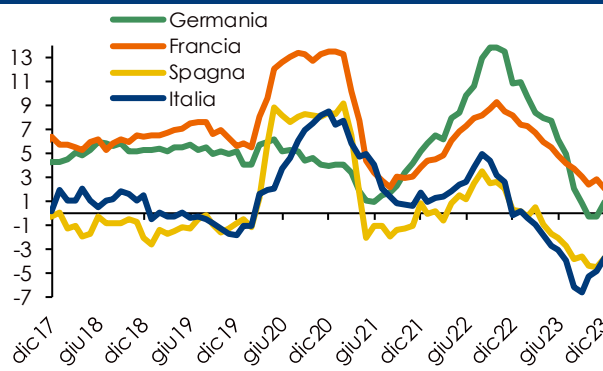
Nel confronto europeo dei prestiti alle società non-finanziarie, l'Italia, affiancata dalla Spagna anch'essa con il -3,7%, continua a esprimere la tendenza più debole tra i principali paesi del continente, mentre la Germania resta attorno allo zero (+0,9%, da -0,3% dell'ultimo bimestre 2023), e la Francia si conferma in crescita, sebbene in rallentamento (+2,1%).

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



Fonte: Banca d'Italia

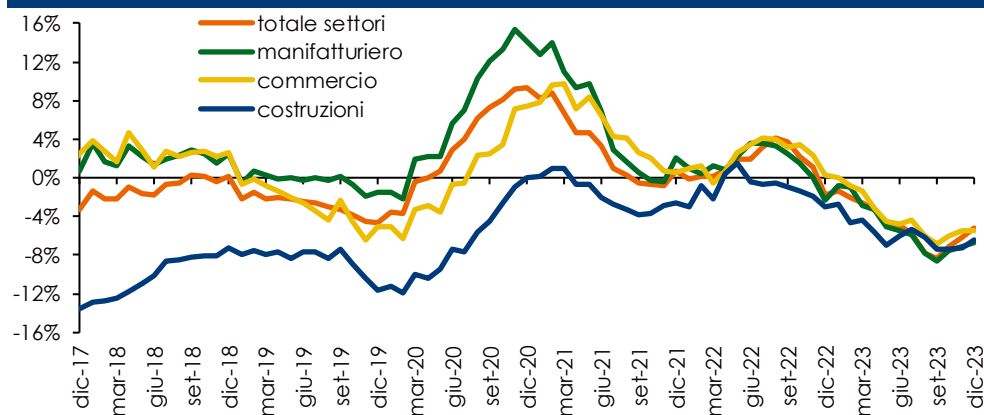
Dinamica dei prestiti a società non finanziarie nei principali paesi dell'area euro, dati corretti per le cartolarizzazioni (var. % a/a)



Fonte: BCE

Con riguardo al **credito per macrosettori di attività economica**, in un quadro generale di progressivo miglioramento della tendenza negativa, **i prestiti alle imprese manifatturiere restano caratterizzati da una flessione importante, del -6,8% dal -7,1% di novembre**. Una moderazione del calo ha caratterizzato anche i prestiti alle costruzioni (dal -7,3% di novembre al -6,4% di fine 2023), mentre quelli al commercio hanno segnato una conferma della riduzione, con il -5,4% dal -5,5% di novembre. Pertanto, anche per le costruzioni il picco negativo (-7,5% a ottobre) appare superato.

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

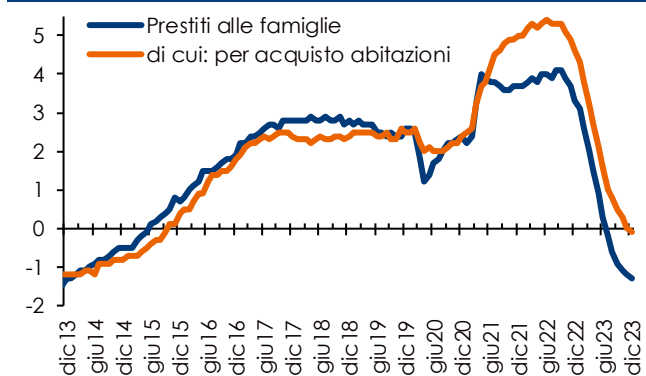


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I prestiti alle famiglie hanno registrato il sesto dato negativo consecutivo, segnando un **-1,35% a dicembre**. Tra questi, i mutui risultano in stallo, con il -0,1% a dicembre dopo lo zero di novembre.

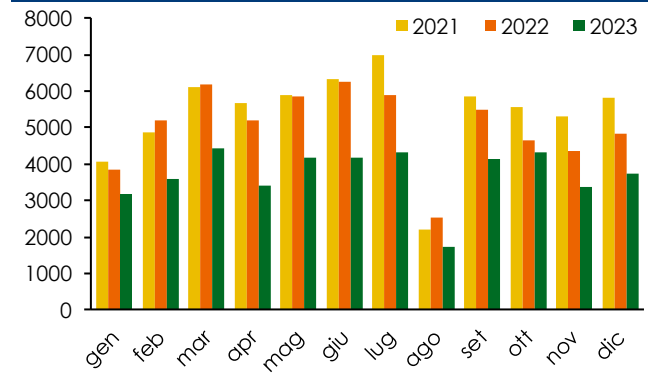
E' proseguita la **notevole contrazione dei flussi di nuovi prestiti per acquisto abitazioni**, con un calo solo lievemente meno marcato rispetto al resto dell'anno, del -22,6% a dicembre, come a novembre (-22,8%), lasciando la variazione del cumulato 2023 a -26%. Complessivamente, il volume dei nuovi mutui erogati nel 2023 è stato pari a 44,6 miliardi dai 60,3 miliardi del 2022.

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)

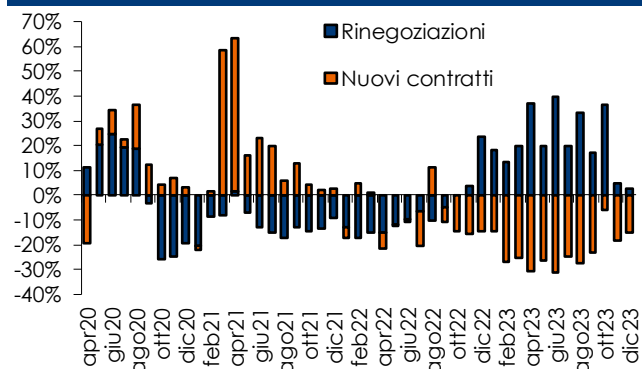


Fonte: BCE, elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Dopo la forte dinamica iniziata sul finire del 2022, a dicembre 2023 la **crescita delle rinegoziazioni ha subito una secca frenata**, segnando un +8,2% a/a dal +26,5% di novembre e da tassi di variazione a tre cifre fino a ottobre. Tale andamento risente di un effetto base, dato che la ripresa delle rinegoziazioni è iniziata a novembre 2022, per registrare il mese successivo un volume triplicato rispetto a dodici mesi prima. Nell'intero 2023 le rinegoziazioni hanno sfiorato i 24 miliardi rispetto ai 9 del 2022. Nel 2023 le rinegoziazioni hanno rappresentato il 31% del totale delle operazioni, una percentuale più che doppia a confronto con il 14% del 2022. A fine 2023 tale quota è stata pari al 39,6%.

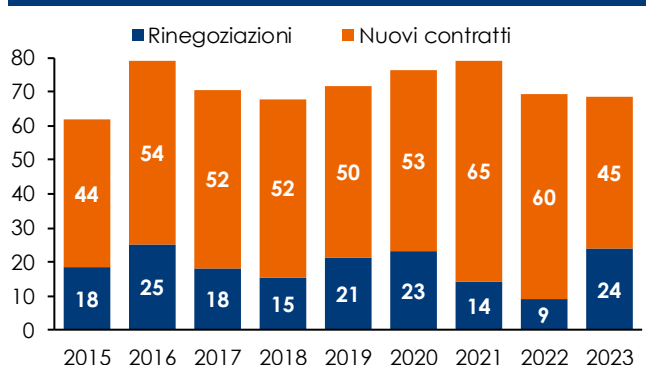
Sommando nuovi contratti e rinegoziazioni, il cumulato da gennaio 2023 del totale erogazioni ha raggiunto 69 miliardi, perfettamente in linea con l'importo osservato nell'anno 2022.

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



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Flussi di rinegoziazioni e nuovi contratti di prestiti per acquisto abitazioni, dati annui (EUR mld)

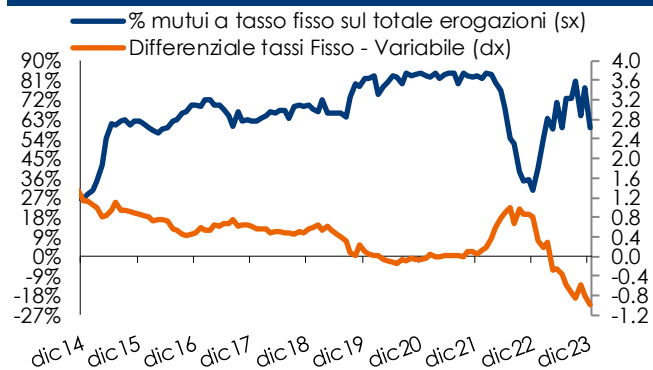


Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Con riguardo alla **composizione delle erogazioni per tipo di tasso**, si osserva che **anche a fine 2023 il tasso fisso sui flussi di mutui è risultato inferiore al tasso variabile**, con differenziale negativo ampliatosi a 99 centesimi. In livello, il tasso variabile è sceso di 10pb m/m a 5,00%, il fisso a 4,01%.

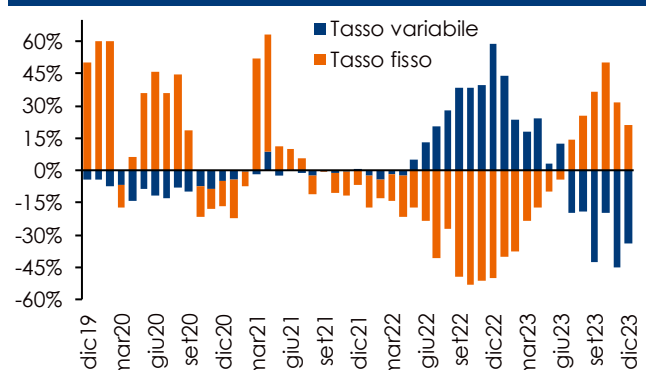
Di conseguenza, proseguendo nel trend del 3° trimestre, **le erogazioni a tasso fisso sono rimaste in forte crescita, di quasi il 70% anno su anno** (la voce include nuovi contratti, surroghe e sostituzioni). All'opposto, per il 6° mese consecutivo, a fine 2023 **le operazioni a tasso variabile hanno riportato un calo marcato**, del -49% a/a. **La quota di mutui a tasso fisso sul totale delle operazioni è risultata pari a 59% a dicembre e a 64% nell'anno** (incluse le rinegoziazioni).

Erogazioni di prestiti per acquisto abitazioni: 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

Le obbligazioni sostengono la raccolta bancaria, rallenta la riduzione dei depositi

Continua a rallentare il calo dei depositi che hanno chiuso il 2023 con una variazione del -3,1%, dal -4,1% di novembre, e aperto il 2024 con un -2,0% secondo le stime ABI. In parallelo, prosegue la brillante dinamica delle obbligazioni bancarie, con un tasso di crescita dello stock del +18,2% a/a a dicembre, che risulta ulteriormente rafforzato a +22% a gennaio secondo le stime ABI. Pertanto, la raccolta totale da clientela a fine 2023 ha registrato un calo molto contenuto (-0,9%) ed è vista di nuovo in lieve crescita a gennaio 2024, del +0,5% secondo le anticipazioni ABI.

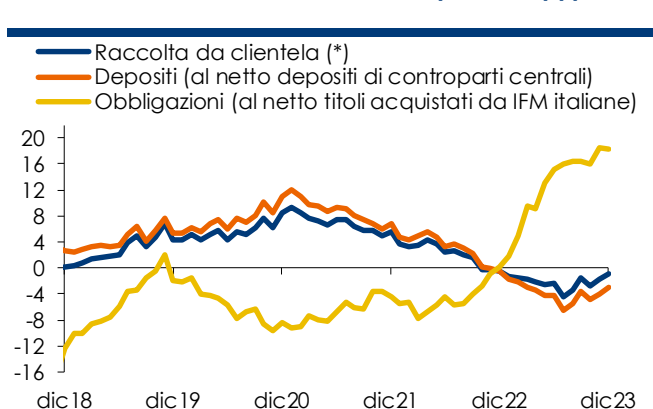
Elisa Coletti

Continua a rallentare il calo dei depositi che hanno chiuso il 2023 con una variazione negativa del -3,1% dal -4,1% di novembre e aperto il 2024 con un -2,0% secondo le stime ABI. Tale evoluzione media le tendenze opposte dei conti correnti, la cui contrazione si fa di mese in mese meno marcata sebbene ancora consistente (-7,5% a/a a fine 2023), mentre prosegue la crescita a due cifre dei depositi con durata prestabilita (+85% a fine 2023).

Dall'altro lato, **prosegue la brillante dinamica delle obbligazioni bancarie**, con una dinamica dello stock del **+18,2% a/a a dicembre, che risulta ulteriormente rafforzata a +22% a gennaio 2024** secondo le stime ABI.

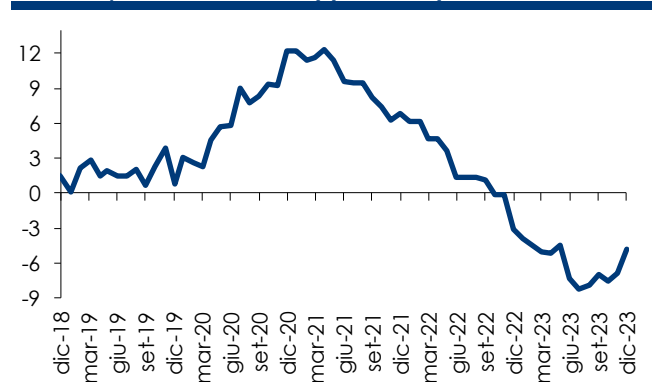
Pertanto, **la raccolta totale da clientela a fine 2023 ha registrato un calo molto contenuto (-0,9% dal -1,7% di novembre)**. In linea con l'andamento dei depositi e delle obbligazioni descritto sopra, **a gennaio 2024, la raccolta del sistema bancario italiano sarebbe tornata lievemente in crescita, del +0,5%** secondo le anticipazioni ABI. Anche la tendenza negativa della raccolta complessiva, inclusi il rifinanziamento BCE e i depositi di non-residenti, ha visto un rallentamento, con il -4,8% di fine 2023 rispetto al -6,9% di novembre, più contenuti rispetto al minimo di -8,2% segnato a luglio. In particolare, **i depositi di non-residenti sono rimasti in forte crescita, al ritmo di +25,6% a dicembre**.

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

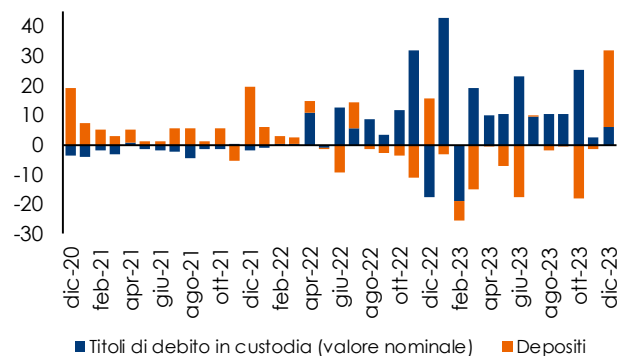
Tasso di variazione della raccolta totale (include il rifinanziamento BCE e i depositi di non-residenti) (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia

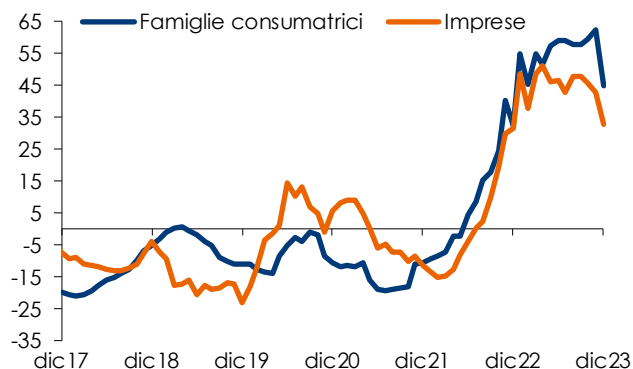
Negli ultimi due mesi del 2023 è proseguita la **ricomposizione dei portafogli dei risparmiatori, sebbene con minore intensità rispetto al resto dell'anno**. Dopo il successo del BTP valore a ottobre, che nel mese in oggetto ha contribuito a determinare un aumento mensile di 25 miliardi dei **titoli di debito a custodia delle famiglie consumatrici, a novembre e dicembre la corsa della raccolta amministrata ha rallentato**. A dicembre l'incremento mensile dei titoli di debito a custodia delle famiglie consumatrici è stato di circa 6 miliardi, portando a 141 miliardi il flusso totale nell'anno.

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

Luca Mezzomo (Responsabile)

luca.mezzomo@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

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasnpaolo.com