



# La Bussola dell'Economia Italiana

**Direzione Studi e Ricerche**

Marzo 2024

**IMI** | CORPORATE &  
INVESTMENT  
BANKING

## La bussola dell'economia italiana

### Indice

#### L'evoluzione dello scenario congiunturale

Superbonus e PNRR sempre al centro dell'attenzione	2
Sintesi della previsione macroeconomica	2
Torna a calare la produzione industriale a gennaio	8
Segnali contrastanti dalle indagini manifatturiere di febbraio	9
Le costruzioni potrebbero tornare a rallentare a inizio 2024	10
Servizi in moderata riaccelerazione	11
Consumi attesi in recupero dopo l'ampio calo di fine 2023	12
Tasso di disoccupazione stabile ai minimi da inizio 2009	13
Prosegue il miglioramento dell'avanzo commerciale, anche se i flussi restano deboli	14
Inflazione invariata a febbraio, attesa in risalita nei prossimi mesi	15
	16

#### Tendenze del settore bancario

Prosegue la fase di riduzione dei prestiti a famiglie e imprese	17
Raccolta da clientela di nuovo in crescita	17
	20

### Marzo 2024

Nota Mensile

### Direzione Studi e Ricerche

#### Paolo Mameli

Economista Macro Italia

#### Andrea Volpi

Economista Macro Italia

#### Elisa Coletti

Economista Banche



## L'evoluzione dello scenario congiunturale

### Superbonus e PNRR sempre al centro dell'attenzione

Dopo un 2023 più forte delle attese sul fronte della crescita, ma peggiore del previsto per quanto concerne il disavanzo pubblico (in entrambi i casi, principalmente per effetto dei bonus edilizi, che però sono decisamente meno generosi da inizio 2024), confermiamo le nostre stime sul PIL italiano a 0,7% quest'anno e 1,2% il prossimo. I rischi sulla nostra previsione (da tempo superiore al consenso) appaiono oggi non più verso il basso, anzi gli indizi di accelerazione della spesa finanziata da PNRR potrebbero configurare rischi al rialzo sul profilo previsivo.

Paolo Mameli

**L'economia italiana si conferma, nella fase post-pandemica, più resistente del previsto agli shock** e più dinamica di quanto atteso. **A inizio marzo, Istat ha rivisto al rialzo la stima di crescita del PIL reale (sui dati corretti per i giorni lavorativi) sia per il 2022, a 4,1% da 3,9% precedente, che per il 2023, allo 1% dopo lo 0,7%** che era coerente con i conti preliminari relativi al 4° trimestre dell'anno. La revisione non è stata totalmente inattesa, e rende i dati di contabilità nazionale meno incoerenti con i numeri molto positivi sull'occupazione visti negli ultimi anni. **La revisione è dovuta soprattutto agli investimenti in costruzioni**, ora stimati in aumento del 3,5% l'anno scorso (per effetto del Superbonus), mentre in precedenza era attesa una contrazione; **l'export ha altresì dimostrato una buona tenuta** (0,5%), specie nel confronto con le economie comparabili. **Anche la crescita evidenziata nell'ultimo scorso del 2023 (0,2% t/t) è dovuta in gran parte a investimenti in costruzioni ed export, in presenza di una contrazione per i consumi** delle famiglie (-1,4% t/t), soprattutto in servizi (-2,2% t/t).

In prospettiva, **la crescita nella prima metà del 2024 dovrebbe risultare circa in linea con quella vista nell'ultimo anno e mezzo** (0,1%-0,2% t/t a trimestre). Confermiamo l'idea di una graduale accelerazione nel secondo semestre, su ritmi di 0,3%-0,4% t/t. Nel complesso, **ribadiamo la nostra previsione di un PIL medio annuo a 0,7% nel 2024 e a 1,2% nel 2025; le stime, già da tempo superiori al consenso, paiono oggi più bilanciate che in passato, e anzi soggette a rischi al rialzo**, dopo che la revisione dei dati del 2023 ha implicato un effetto di trascinamento statistico per l'anno in corso pari a +0,2% (da +0,1% della stima precedente).

I **consumi** delle famiglie sono destinati a nostro avviso a rallentare sensibilmente nel 2024 (a 0,3%, da 1,2% nel 2023), prima di riaccelerare l'anno prossimo (a 1,3%). La frenata quest'anno è dovuta all'esaurirsi del rimbalzo post-pandemico nei servizi, con conseguente risalita del tasso di risparmio, nonostante una ripresa del potere d'acquisto delle famiglie stimata pari all'1,5% (ancora parziale, comunque, dopo l'ampia contrazione del 2022-23; un pieno recupero si avrà solo nel 2025). Un'accelerazione si avrà comunque già dalla seconda metà del 2024 su base congiunturale. Al contempo, l'entità del rimbalzo dei consumi sarà frenata dalla salita della pensione al risparmio, che vediamo all'8,3% nel 2024 (dal 6,8% del 2023) e all'8,8% nel 2025.

Lo scenario è più variegato dal lato degli **investimenti**. Negli anni recenti, anche grazie al supporto fiscale (non solo dai bonus edilizi ma anche dagli incentivi del programma "Transizione 4.0"), la dinamica degli investimenti (non solo in costruzioni) in Italia è stata molto positiva e superiore a quella registrata negli altri maggiori Paesi dell'Eurozona. In prospettiva:

- Il maggiore rischio al ribasso viene ancora dagli investimenti in **costruzioni**, visto che la corsa al completamento dei lavori finanziati dal Superbonus è stata cruciale nel sostenere il settore (e con esso il PIL) a fine 2023, e tale effetto dovrebbe rientrare quest'anno in considerazione della minore generosità dei bonus; infatti, la gran parte dei flussi di nuovi investimenti ammessi a Superbonus rendicontati nei primi due mesi del 2024 (quasi 8 miliardi) potrebbe essere attribuibile ancora al 2023; inoltre, i lavori da completare a fine febbraio ammontano ad appena 7 miliardi. D'altro canto, non si può escludere che anche quest'anno il ricorso ai bonus edilizi sia consistente, nonostante la minore generosità dell'aliquota del Superbonus propriamente detto (scesa, per la maggior parte delle fattispecie, dal 110% al 70%). Inoltre, vi sono segnali che l'implementazione dei lavori infrastrutturali finanziati dal PNRR abbia subito

una accelerazione negli ultimi mesi del 2023, e dunque sia possibile il "cambio di passo" atteso per il 2024, che sosterebbe il comparto non residenziale. Nel complesso, rispetto a tre mesi fa, rivediamo al rialzo il profilo previsivo atteso per gli investimenti in costruzioni: non ci aspettiamo più una contrazione ma vediamo un moderato rallentamento, poco sotto il 2%, quest'anno, seguito da una sostanziale stagnazione l'anno prossimo.

- Per gli **investimenti al netto delle costruzioni (e dei mezzi di trasporto)** ci aspettiamo un rallentamento quest'anno (a 1%), ma una riaccelerazione l'anno prossimo (oltre il 3%). Nel 2024, si sentirà il picco degli effetti del rialzo dei tassi di interesse, nonché della stretta sulle condizioni creditizie (che però sta già in parte rientrando); peraltro, il nuovo pacchetto di incentivi "Transizione 5.0", che prevede risorse pari a 6,3 miliardi di euro, che si aggiungono ai 6,4 miliardi già previsti dalla legge di bilancio (per un totale di circa 13 miliardi nel biennio 2024-2025 per la transizione digitale e green), potrebbe impedire una contrazione degli investimenti quest'anno e favorire una riaccelerazione nel 2025 (l'impatto sul PIL del totale di questi incentivi, rispetto a un controfattuale senza incentivi, e senza ipotizzare coperture, è stimato pari a +0,3% nel 2024).

Il **commercio estero** è atteso dare un contributo positivo al PIL nel 2024 (+0,8%, controbilanciato peraltro quasi interamente dall'apporto negativo delle scorte), in quanto il contro-shock energetico sta ancora favorendo un calo marcato dell'import (non solo in valore ma anche in volume) di energia e beni intermedi. Al contempo, le esportazioni anche in termini reali stanno mostrando un buon dinamismo (superiore a quello della media dell'Eurozona, probabilmente per via di una più favorevole specializzazione settoriale e per mercato di sbocco, oltre che di una maggiore diversificazione e di conseguenza una maggiore resistenza agli shock). Nel complesso, vediamo un import in flessione per il secondo anno consecutivo nel 2024 (-1,1%) e in ripresa solo l'anno prossimo (2,5%), mentre l'export potrebbe accelerare quest'anno (1,3%) e in maggior misura nel 2025 (2,6%).

Cruciale, soprattutto per la ripartenza dei consumi a partire dal secondo semestre, è la resilienza del **mercato del lavoro**, che ha continuato a sorprendere in positivo anche nel 2023. Alcuni dei motivi di resilienza potrebbero persistere anche nel biennio in corso, in particolare le considerazioni legate al *labour hoarding* e alla composizione settoriale della ripresa (trainata da comparti ad alta intensità di lavoro come servizi e costruzioni). Il tasso di posizioni vacanti (una sorta di proxy dell'eccesso di domanda sul mercato del lavoro) è tornato ad aumentare a fine 2023 (spinto proprio dai servizi), al massimo storico di 2,4% toccato in precedenza a fine 2022. Pertanto, pensiamo che l'inevitabile rallentamento della crescita degli occupati (a 1,1% quest'anno, da 1,9% del 2023, e a 0,7% nel 2025), in un contesto in cui le spinte al ribasso sull'offerta di lavoro derivanti dall'invecchiamento della popolazione potrebbero prevalere su quelle al rialzo derivanti dalla salita tendenziale del tasso di attività, possa tradursi in un aumento contenuto del tasso di disoccupazione rispetto agli attuali livelli; anzi la media annua 2024 è vista ora a 7,4%, in calo dal 7,6% dell'anno scorso, e in risalita moderata al 7,7% nel 2025 (rispetto a tre mesi fa, abbiamo rivisto al ribasso il profilo atteso del tasso dei senza-lavoro).

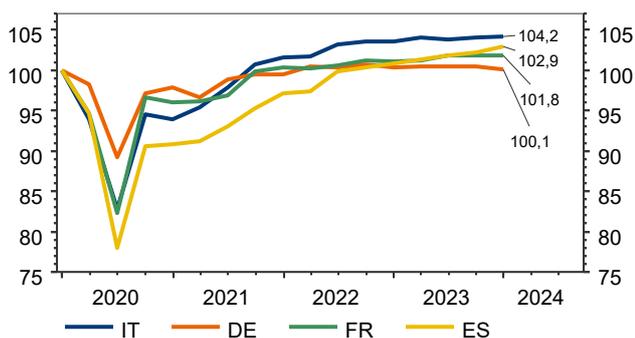
L'**inflazione** anche nei prossimi mesi è attesa su livelli molto inferiori alla media Eurozona, ma unicamente per via del confronto con i mesi del picco degli effetti dello shock energetico sulle tariffe di elettricità e gas. L'inflazione core è da due anni sotto la media dell'area euro, e pensiamo possa rimanerci, per via di una dinamica salariale che resta più moderata. Nel complesso, vediamo una graduale risalita in corso d'anno dell'inflazione generale, che però manterrà la media annua, sia nel 2024 che nel 2025, molto vicina al 2%.

In tema di **finanza pubblica**, i dati a consuntivo relativi al 2023 hanno mostrato un deficit molto più alto del previsto (7,2% del PIL, contro il 5,3% atteso dal governo nella NADEF di fine settembre) per effetto di: 1) un ricorso al Superbonus superiore a quanto previsto nella NADEF; 2) una riclassificazione dei crediti fiscali del pacchetto "Transizione 4.0" da "non pagabili" a "pagabili", che ha pesato anche sul deficit 2022; inoltre è possibile che anche l'adesione a questi incentivi

sia stata superiore al previsto. Viceversa, per effetto di un PIL nominale più alto delle attese, il sentiero del rapporto debito/PIL è stato rivisto sensibilmente al ribasso, al 137,3% nel 2023 (contro il 140,2% programmatico della NADEF). Tuttavia, a nostro avviso nei prossimi anni si potrebbe vedere una risalita, dovuta sia a un differenziale tra crescita del PIL nominale e costo del debito che si avvicina a zero quest'anno e diventa negativo dal 2025, sia all'effetto dei crediti fiscali, che valutiamo dell'ordine di 2/3 decimi di PIL all'anno superiore a quanto previsto nella NADEF. In questo quadro, è possibile che, dopo le elezioni europee di giugno, l'Italia, come diversi altri Paesi dell'Eurozona, sia soggetta a procedura per deficit eccessivo, il che implicherebbe un aggiustamento strutturale di almeno mezzo punto di PIL all'anno, che pare compatibile con il percorso già delineato dal governo nella NADEF (anzi, potrebbero esserci margini per allentare la restrizione, vista l'esclusione di parte delle maggiori spese per interessi, e per la difesa, dal calcolo dell'aggiustamento).

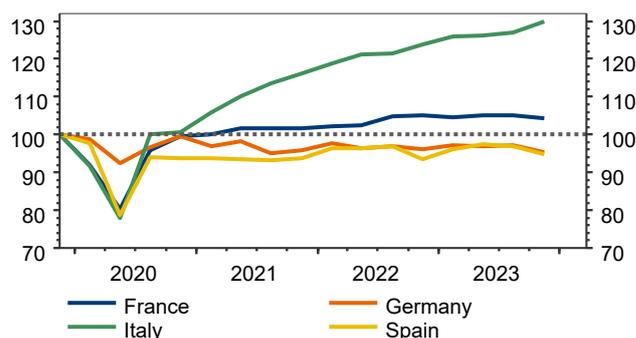
In questo quadro, vi sono segnali che inducono a un maggior ottimismo sul fronte dell'implementazione del **PNRR**. Il 2023 ha chiuso con una spesa effettiva a 45,7 miliardi (21 mld solo l'anno scorso). Per raggiungere gli obiettivi, dovrebbero essere spesi circa 50 miliardi all'anno nel triennio 2024-26; per il 2024, è possibile che si resti al di sotto di questa soglia, ma non è da escludere una significativa accelerazione rispetto allo scorso anno, a 30-40 miliardi; inoltre, crescerebbe la quota di finanziamento di nuovi progetti (anziché di progetti già esistenti, prevalenti sinora), e di opere infrastrutturali (su cui si sono concentrati i ritardi sino a questo momento). A tal proposito, il consuntivo 2023 ha mostrato maggiori investimenti pubblici, rispetto a quanto stimato nella NADEF solo a fine settembre, per ben 8 miliardi (che potrebbero essere riconducibili agli interventi di Rete Ferroviaria Italia); infine, vi sono notizie di una accelerazione di bandi e appalti anche sul fronte degli enti locali, che fa sperare in un "cambio di passo" nel processo verso la cantierizzazione delle opere. Pensiamo che il PNRR possa fornire un contributo significativo alla crescita del PIL nel 2024-25, sia pure inferiore all'1% medio all'anno stimato dal governo lo scorso settembre.

**Fig. 1 – L'economia italiana si è confermata, nella fase post-pandemica, più dinamica di quella degli altri grandi Paesi dell'Eurozona...**



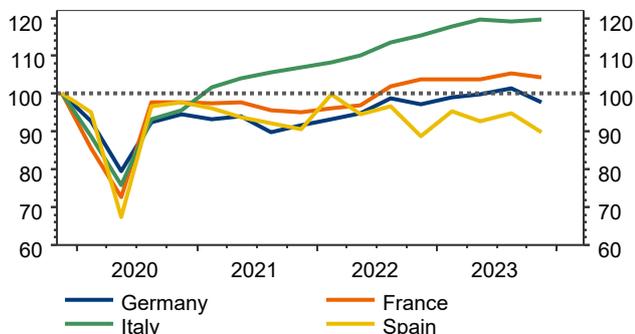
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 2 – ...soprattutto grazie a una maggiore crescita degli investimenti fissi**



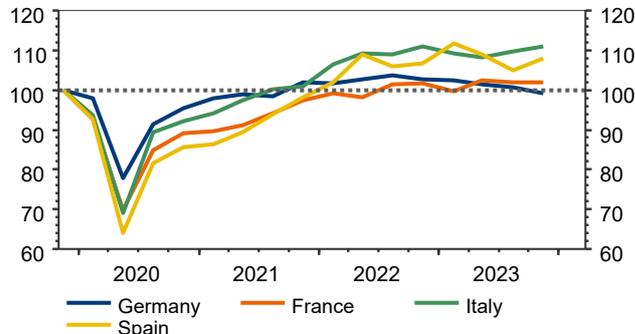
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 3 – La sovraperformance si riduce, ma permane, laddove si considerino non gli investimenti totali (gonfiati dai bonus edilizi) ma solo quelli in macchinari e attrezzature**



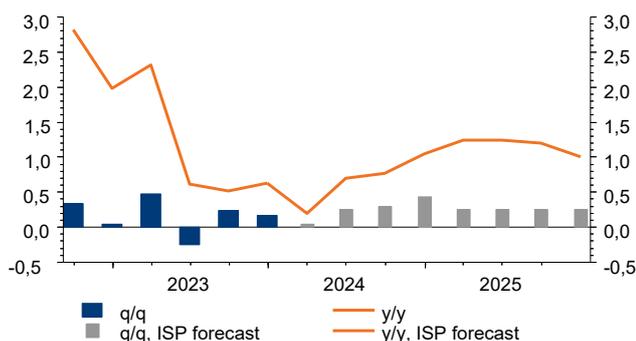
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 4 – Anche la crescita dell'export in Italia è stata più vivace che nelle altre grandi economie dell'area euro**



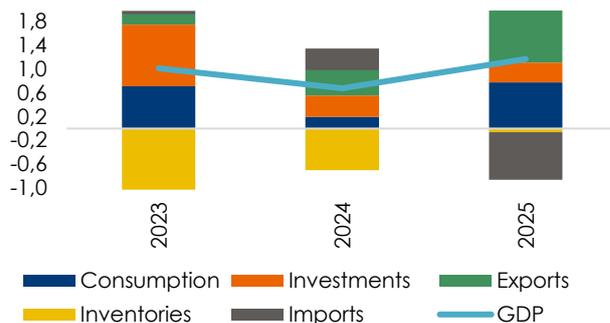
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 5 – Dopo un rallentamento nel 1° trimestre, la ripresa dovrebbe gradualmente rafforzarsi in corso d'anno nel 2024**



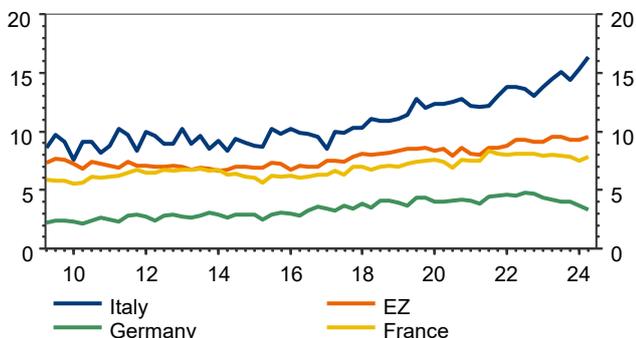
Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 6 – L'evoluzione del PIL nel biennio in corso sarà guidata soprattutto dai consumi, in rallentamento nel 2024 e in riaccelerazione nel 2025**



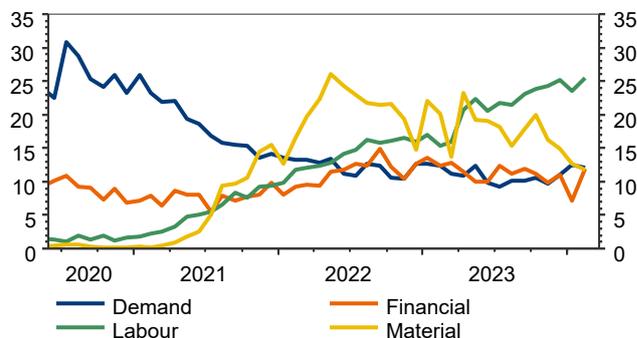
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 7 – Il settore delle costruzioni può disporre ancora di oltre 16 mesi di lavori arretrati da completare (assai più che nella media Eurozona)...**



Fonte: Istat

**Fig. 8 – ...ma potrebbe andare incontro a limiti di capacità, derivanti soprattutto da difficoltà di reperimento di manodopera**



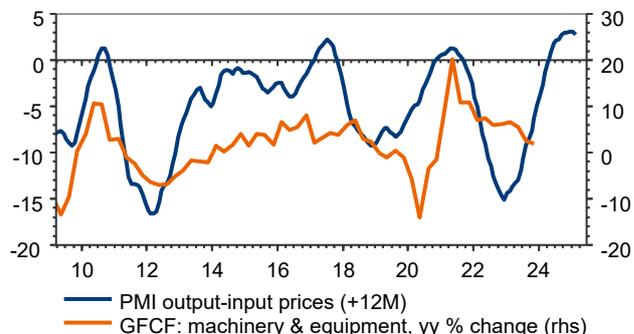
Nota: percentuale di imprese delle costruzioni che segnala come limiti all'attività le difficoltà di reperimento di manodopera, le carenze di materiali, la debolezza della domanda o i vincoli finanziari. Fonte: Istat

**Fig. 9 – Gli investimenti quest'anno potrebbero ancora risentire della stretta creditizia (che peraltro si va facendo meno marcata)...**



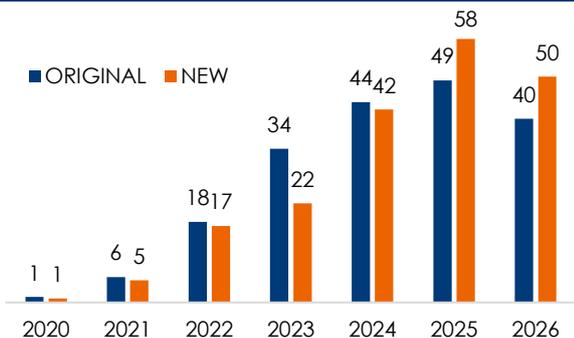
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, BCE

**Fig. 10 – ...ma un supporto in prospettiva potrebbe venire dal miglioramento dei margini di profitto unitari delle imprese**



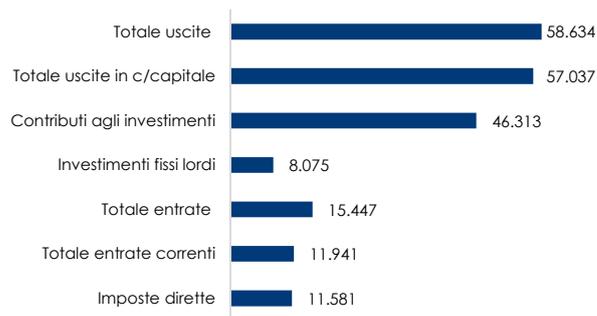
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, S&P Global

**Fig. 11 – La rimodulazione del PNRR configura una vistosa accelerazione della spesa effettiva su base annua sia nel 2024 che nel 2025**



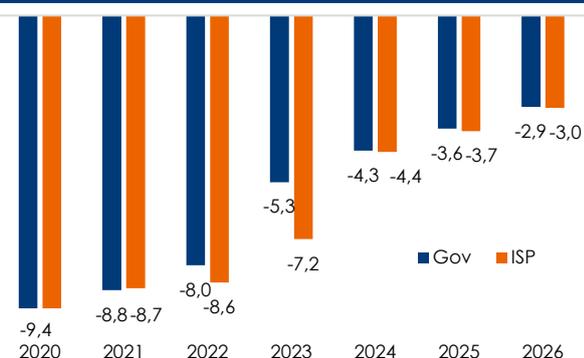
Nota: miliardi di euro. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo, UPB

**Fig. 12 – I dati di consuntivo 2023 sui conti pubblici, se confrontati con le attese del governo nella NADEF di fine settembre, evidenziano maggiori contributi agli investimenti per oltre 46 mld**



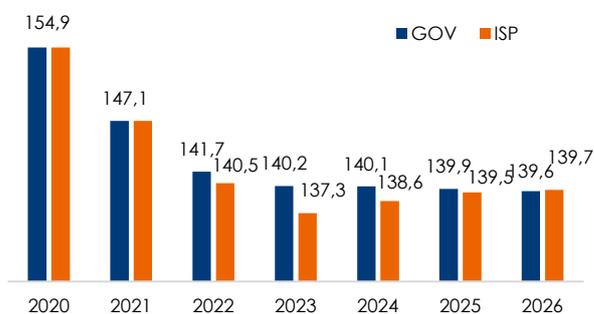
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo, Istat

**Fig. 13 – Il rapporto deficit/PIL è atteso ridursi nei prossimi anni...**



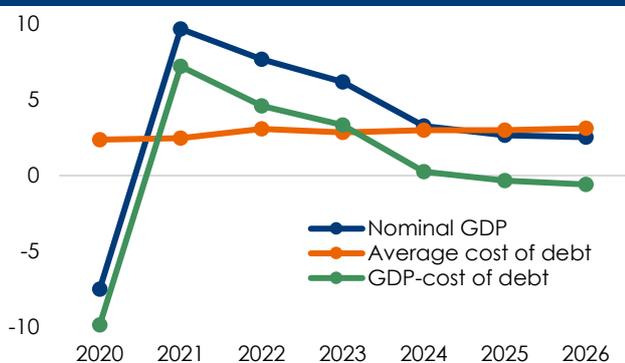
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, NADEF 2023

**Fig. 14 – ...mentre il rapporto debito/PIL potrebbe vedere una risalita...**



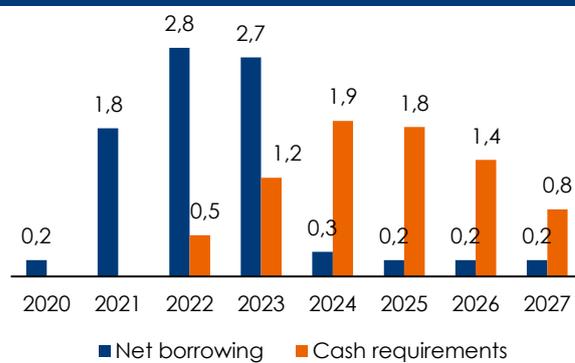
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, NADEF 2023

**Fig. 15 – ...per via di un differenziale meno favorevole tra crescita del PIL nominale e costo medio del debito...**



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati governo, Istat

**Fig. 16 – ...e dell'impatto del Superbonus (che abbiamo rivisto al rialzo di 2/3 decimi di PIL all'anno, sul 2024-27, rispetto alle stime di tre mesi fa)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati governo, Istat

## Sintesi della previsione macroeconomica

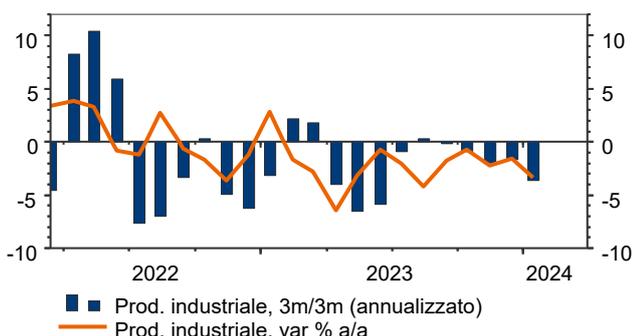
	2023	2024p	2025p	2023		2024				2025			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>PIL (prezzi costanti, a/a)</b>	<b>1.0</b>	0.7	1.2	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>	0.2	0.7	0.8	1.0	1.2	1.2	1.2	1.0
- var.ne % t/t				<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	0.1	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Consumi delle famiglie	<b>1.2</b>	0.3	1.3	<b>0.7</b>	<b>-1.4</b>	0.5	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Consumi pubblici	<b>1.2</b>	0.2	0.2	<b>0.1</b>	<b>0.7</b>	-0.5	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1
Investimenti fissi	<b>4.9</b>	1.6	1.5	<b>0.7</b>	<b>2.4</b>	-0.5	-0.3	0.2	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
Investimenti in macchinari e altro	<b>4.1</b>	1.0	3.1	<b>-1.1</b>	<b>1.2</b>	-0.5	0.4	0.8	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
Investimenti in mezzi di trasporto	<b>23.4</b>	5.5	2.2	<b>7.5</b>	<b>0.6</b>	-0.5	0.8	0.8	0.7	0.4	0.4	0.5	0.5
Investimenti in costruzioni	<b>3.5</b>	1.7	0.0	<b>1.5</b>	<b>3.8</b>	-0.5	-1.0	-0.5	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4
Esportazioni	<b>0.5</b>	1.3	2.6	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	-0.8	0.4	0.6	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
Importazioni	<b>-0.2</b>	-1.1	2.5	<b>-1.9</b>	<b>0.2</b>	-1.5	0.7	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
<b>Contr. % PIL</b>													
Commercio estero	<b>0.2</b>	0.8	0.1	<b>1.0</b>	<b>0.3</b>	0.2	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Domanda finale interna	<b>2.0</b>	0.6	1.2	<b>0.6</b>	<b>-0.2</b>	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Var. scorte	<b>-1.2</b>	-0.7	-0.1	<b>-1.4</b>	<b>0.0</b>	-0.2	0.2	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
<b>Affività produttiva</b>													
Produzione industriale	<b>-2.1</b>	-0.9	1.6	<b>0.0</b>	<b>-0.4</b>	-0.5	0.1	0.3	0.3	0.6	0.4	0.5	0.1
<b>Prezzi, salari e redditi</b>													
Prezzi al consumo (a/a)	<b>5.6</b>	1.8	2.1	<b>5.6</b>	<b>1.0</b>	1.0	1.5	2.1	2.6	2.4	2.2	2.0	1.7
- escl. alimentari, energia (a/a)	<b>5.1</b>	2.2	1.9	<b>4.8</b>	<b>3.6</b>	2.4	2.1	2.2	2.2	1.9	1.9	1.9	2.0
PPI (a/a)	<b>-5.6</b>	-3.4	-0.7	<b>-12.2</b>	<b>-12.8</b>	-7.8	-2.9	-1.6	-1.0	-0.7	-0.8	-0.7	-0.6
Disoccupazione (%)	<b>7.6</b>	7.4	7.7	<b>7.6</b>	<b>7.4</b>	7.3	7.4	7.5	7.6	7.7	7.7	7.7	7.7
Occupati totali	<b>1.9</b>	1.1	0.7	<b>0.3</b>	<b>0.6</b>	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.3
Salari contrattuali	<b>3.1</b>	1.8	1.9										
Reddito disponibile reale	-0.2	1.5	1.9										
Tasso di risparmio (%)	6.8	8.3	8.8										
<b>Bilancia dei pagamenti</b>													
Partite correnti (% PIL)	<b>1.3</b>	0.8	1.7										
<b>Finanza pubblica</b>													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	<b>-7.2</b>	-4.4	-3.7										
Debito (% Pil)	<b>137.3</b>	138.6	139.5										
<b>Variabili finanziarie</b>													
3-mths Euribor	<b>3.94</b>	3.13	2.42	<b>3.88</b>	<b>3.94</b>	3.88	3.67	3.46	3.13	2.60	2.35	2.40	2.42
Long term (10Y) rate (%)	<b>4.15</b>	3.83	4.18	<b>4.18</b>	<b>4.19</b>	3.81	3.89	3.83	3.80	3.73	3.93	4.43	4.63
BTP/Bund spread	<b>1.70</b>	1.59	1.65	<b>1.60</b>	<b>1.67</b>	1.52	1.58	1.60	1.67	1.70	1.67	1.63	1.60

Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

### Torna a calare la produzione industriale a gennaio

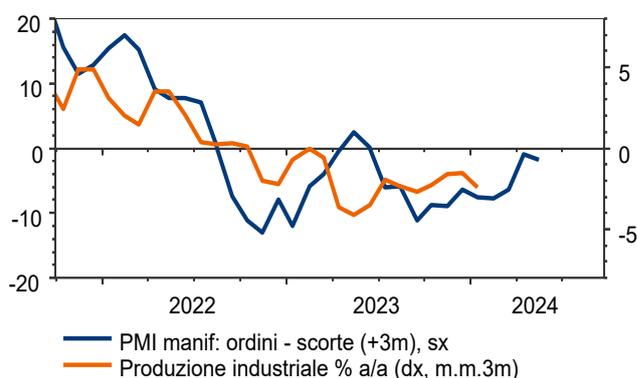
La produzione industriale italiana è tornata a calare (più del previsto) a gennaio, di **-1,2% m/m**, dopo il rimbalzo della stessa entità visto a dicembre (rivisto al rialzo da 1,1% della prima stima). La contrazione su base annua (corretta per i giorni lavorativi e gli effetti del calendario) si è ampliata a **-3,4%** da un precedente **-1,5%**: si tratta di un minimo dallo scorso agosto. **La flessione è spiegata soprattutto dai beni capitali**, in calo di **-3,6%** dopo il **+0,9%** di dicembre. **Anche i beni di consumo mostrano una correzione (-2% dopo il +3,4% m/m precedente)**, specie per i durevoli (**-4,2%** da **+4%** m/m di dicembre). I beni intermedi risultano invariati (da **+0,8%** in dicembre), e l'energia rimbalza di **+2,5%** m/m, dopo il calo dei due mesi finali del 2023. **L'energia è ora l'unico macro-gruppo in (lieve) crescita su base annua** corretta per gli effetti di calendario, mentre i beni capitali passano in territorio negativo (**-4,9%** da **+1,1%** precedente), e i beni di consumo durevoli sprofondano a **-12,3%**. **Tutti i settori manifatturieri mostrano un calo rispetto a un anno prima, con la sola eccezione della raffinazione (+2%) e del comparto alimentare (+0,6%)**. In particolare, il volatile settore farmaceutico, che era tra i più brillanti sino a due mesi fa, registra ora una **contrazione a due cifre (-15,2%)**. Spiccano anche le flessioni per legno, carta e stampa (**-8%**) e computer ed elettronica (**-7,2%** a/a). **La produzione industriale è in rotta per una nuova flessione nel 1° trimestre 2024, di -0,9% t/t, dopo il -0,4% t/t dell'ultimo trimestre dello scorso anno. È possibile un rimbalzo a febbraio**, anche perché non sono da escludere problemi nei processi di destagionalizzazione sui dati relativi ai mesi a cavallo d'anno, per via delle anomalie stagionali verificatesi nella fase pandemica e post-pandemica.

#### Torna ad accentuarsi la contrazione della produzione industriale



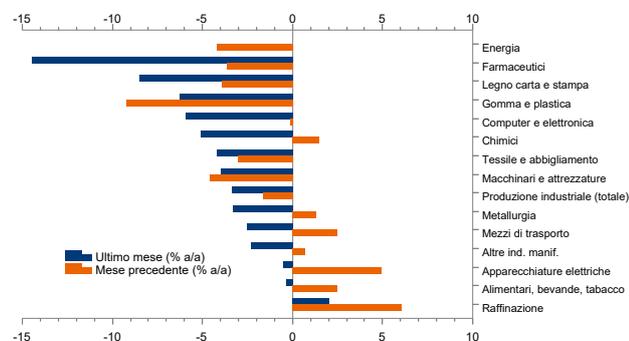
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Le indagini mostrano segnali di stabilizzazione ma al momento restano coerenti con un'attività ancora debole



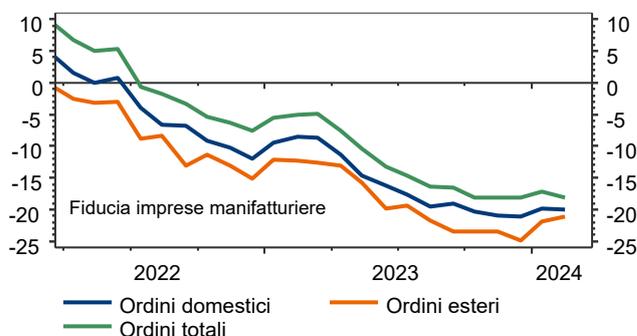
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

#### La flessione tendenziale della produzione riguarda tutti i settori ad eccezione della raffinazione



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Indicazioni sugli ordinativi ancora negative

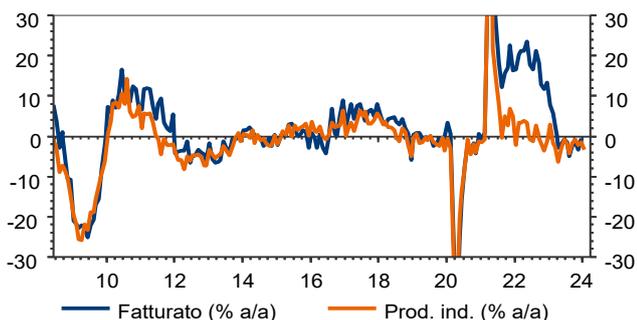


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Segnali contrastanti dalle indagini manifatturiere di febbraio

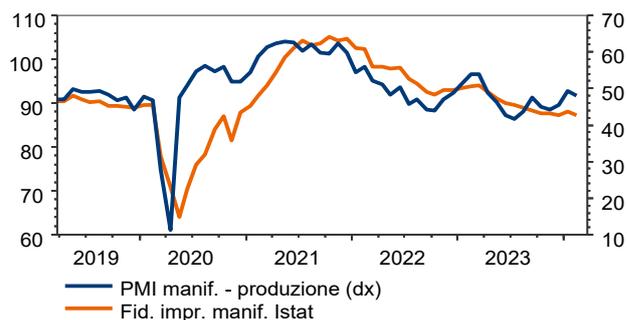
**I segnali dalle indagini di febbraio sono stati contrastanti:** il PMI manifatturiero è salito per il terzo mese, sia pure lievemente e restando in territorio recessivo (a 48,7, massimo da marzo 2023), grazie all'attenuamento del ritmo di contrazione dei nuovi ordinativi a fronte però di un peggioramento per la produzione, mentre l'indice Istat di fiducia delle imprese industriali è tornato a calare dopo la risalita a sorpresa di gennaio, a 87,3 da 88,1, tornando molto vicino al minimo dal 2020 toccato a dicembre. **La flessione riguarda sia le valutazioni correnti che le aspettative, sia gli ordini che la produzione: gli ordinativi correnti, e l'output sia attuale che atteso, sono ai minimi dal 2020.** Le attese sull'economia sono meno pessimistiche (per il quarto mese di fila), ma le intenzioni di assunzione, pur rimanendo ben sopra la media storica, sono rallentate per il secondo mese. Il peggioramento del morale è attenuato dal rallentamento dei giudizi sulle scorte di magazzino, che, pur rimanendo superiori alla media, frenano ai minimi da quasi un anno. **In prospettiva, 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. **È necessaria una accelerazione dei servizi** (che pare peraltro coerente con i segnali giunti dal PMI del settore) **per impedire una contrazione del PIL, visto che l'industria in senso stretto, e verosimilmente anche le costruzioni, potrebbero frenare il valore aggiunto.**

#### Anche il fatturato è tornato in territorio negativo



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Segnali contrastanti dalle indagini manifatturiere di febbraio



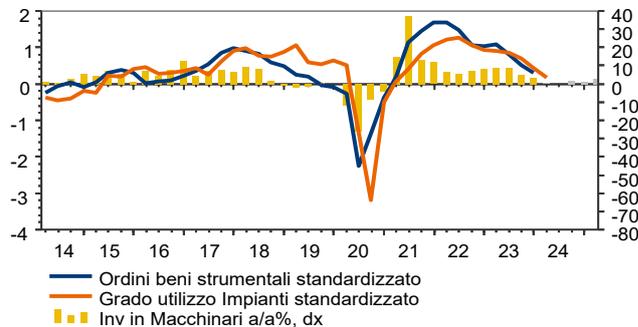
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

#### Ordini ancora in territorio negativo, con segnali di recupero



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

#### Gli ordini di beni strumentali non offrono prospettive favorevoli per gli investimenti in macchinari delle imprese

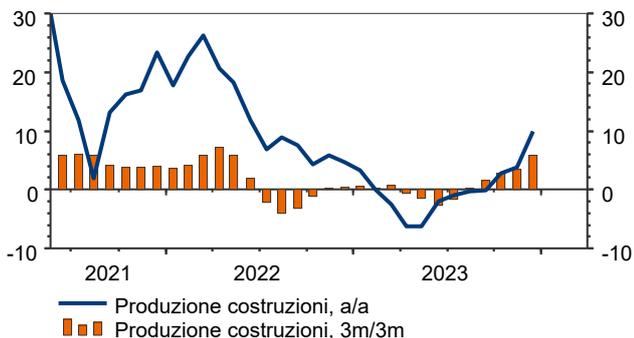


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Le costruzioni potrebbero tornare a rallentare a inizio 2024

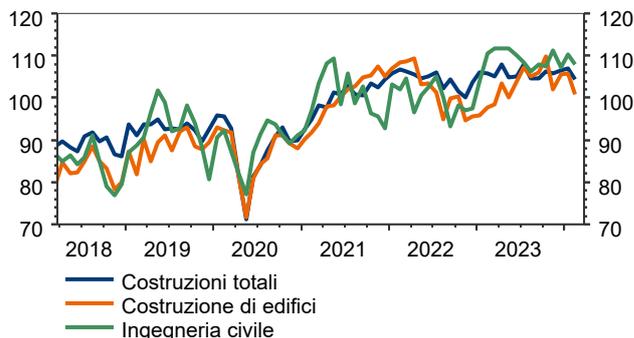
Dopo aver sostenuto il PIL nel 4° trimestre dello scorso anno (il valore aggiunto nel settore è cresciuto del 4,7% t/t) **ci aspettiamo che la produzione nelle costruzioni torni a frenare nei primi tre mesi del 2024**. Il balzo dell'attività di fine anno era infatti imputabile alla corsa verso il completamento dei lavori relativi agli incentivi fiscali in modo da godere appieno degli ultimi mesi di massima convenienza del Superbonus. **Quest'anno gli incentivi si faranno meno generosi traducendosi in un più deciso rallentamento del settore**, frenato da tassi d'interesse elevati (seppur in lieve calo) e condizioni creditizie ancora restrittive. **Le indagini di fiducia hanno iniziato ad anticipare la frenata**: l'indice Istat è calato a 104,4 da 107, un minimo da dicembre 2022, mentre il PMI delle costruzioni è sceso a 50,3 da un precedente 51,6. In altre parole, **se nell'ultimo biennio le costruzioni in Italia hanno risentito meno che nelle altre principali economie della restrizione monetaria, grazie all'ingente stimolo fiscale, è probabile che l'anno in corso mostri una contrazione per l'edilizia residenziale**. Anche l'indagine condotta dalla Banca d'Italia tra gli agenti immobiliari ha confermato la debolezza della domanda per via delle difficoltà nel reperire mutui (la causa principale di cessazione degli incarichi di vendita per circa un terzo degli operatori). A conferma della debolezza del mercato, **a fine 2023 i prezzi delle case sono risultati stagnanti rispetto al trimestre precedente** (in aumento di 1,8% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente). **A differenza che nelle altre grandi economie dell'Eurozona, manteniamo però una previsione di investimenti nel settore ancora in crescita** (poco sopra 1,5% in media annua), **seppur in rallentamento rispetto agli anni precedenti, per via del sostegno derivante dagli investimenti infrastrutturali finanziati dai fondi NGEU** che secondo le stime governative dovrebbero accelerare sensibilmente nel 2024.

#### Dopo il forte aumento di fine 2023, la produzione nelle costruzioni potrebbe correggere a inizio 2024



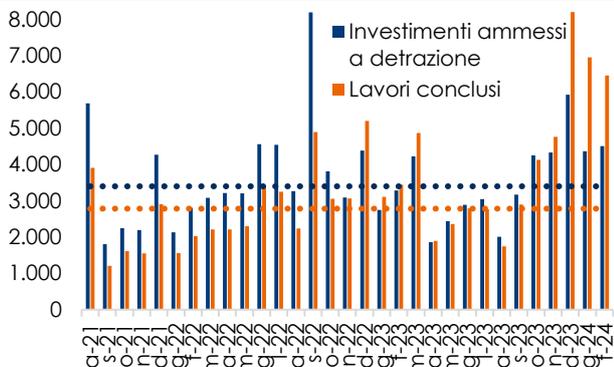
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Le indagini restano su livelli espansivi ma iniziano a dare segnali di minore slancio



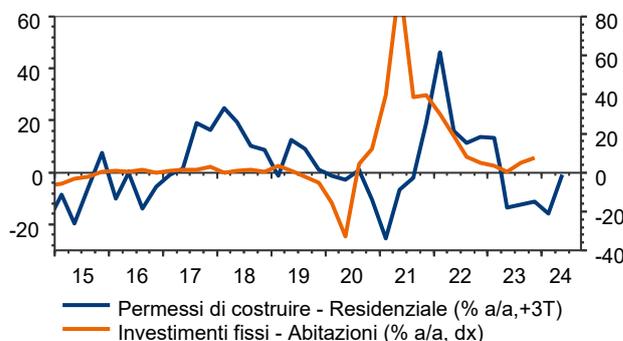
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### I dati sul ricorso al Superbonus a inizio 2024 risentono dello sfasamento temporale tra completamento lavori e asseverazione



Fonte: Intesa Sanpaolo, ENEA

#### I permessi di costruzione anticipano una ripartenza del settore solo a fine 2024

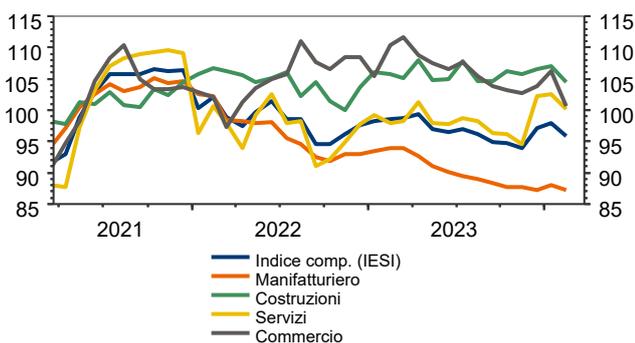


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Servizi in moderata riaccelerazione

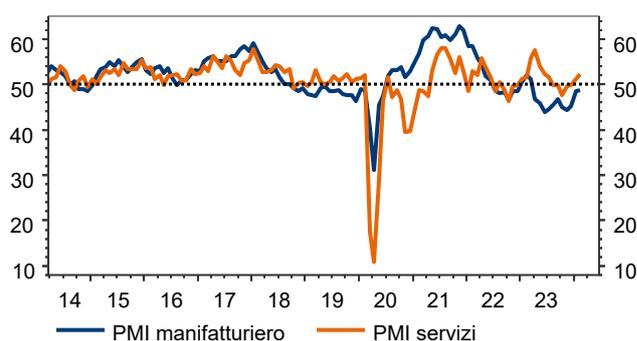
**Nel 4° trimestre il valore aggiunto nei servizi è risultato sostanzialmente stagnante** (-0,1% t/t), frenato dalla contrazione delle attività artistiche e di intrattenimento (-0,9%) e finanziarie (-0,8%), nonché da commercio, trasporto, alloggio e ristorazione (-0,4%). In espansione l'attività di informazione e comunicazione (+0,5%), immobiliare (+0,3%), attività professionali (+0,3%) e pubbliche amministrazioni (+0,2%). In sostanza, dopo un buon avvio d'anno (+0,8% t/t nel 1° trimestre), il valore aggiunto nel settore terziario è risultato sostanzialmente stagnante nel resto del 2023; pensiamo che una ripartenza dell'attività nel settore sia possibile nel corso del 2024, sulla scorta della ripresa dei redditi interni. **Le indagini segnalano un aumento del valore aggiunto nel comparto già a inizio 2024, che dovrebbe compensare la contrazione registrata nell'industria.** **A febbraio, l'indice composito di fiducia delle imprese IESI è tornato a calare (dopo essere salito nei due mesi precedenti), a 95,8 da 97,9 di gennaio (che rappresentava un massimo da aprile dello scorso anno).** **La flessione è diffusa a tutti i principali macro-settori ma è particolarmente ampia nei servizi (100,2 da 102,5), dove però il morale rimane al di sopra della media di lungo periodo e su livelli ancora compatibili con un'espansione del settore.** **Indicazioni incoraggianti provengono anche dall'indice PMI servizi** che a febbraio è salito di un punto a 52,2, al secondo mese al di sopra della soglia d'invarianza e sui livelli dello scorso giugno. Le imprese riportano un miglioramento degli ordini, anche dall'estero, che si è riflesso in una ripresa dell'attività e in un'accelerazione della crescita occupazionale. Il miglioramento delle condizioni di domanda si è tradotto anche in un aumento delle pressioni inflattive, con i prezzi di vendita che a febbraio hanno accelerato ai ritmi più sostenuti dalla primavera del 2023.

#### Il calo della fiducia delle imprese Istat di febbraio è risultato diffuso a tutti i principali settori



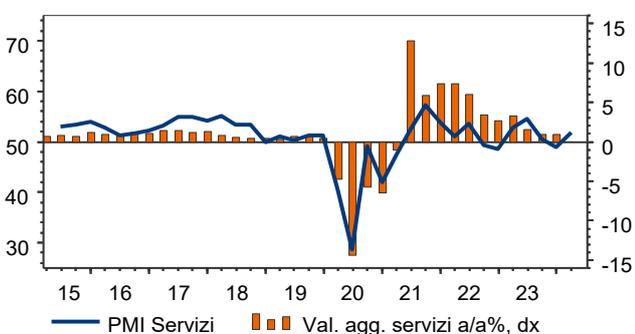
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Le indagini PMI sono al contrario migliorate rispetto al mese precedente



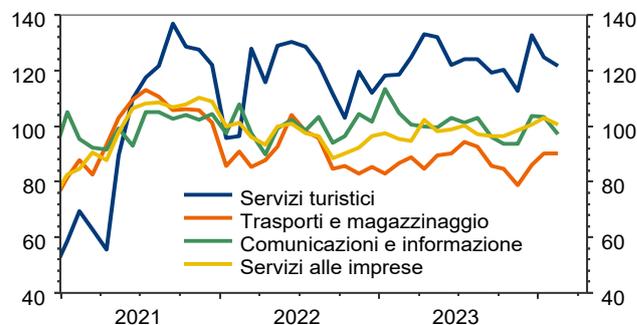
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

#### Gli indici PMI suggeriscono che i servizi potrebbero essere tornati a crescere nel 1° trimestre



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

#### L'indagine Istat di febbraio registra le correzioni più ampie nel turismo e nei servizi di comunicazione e informazione

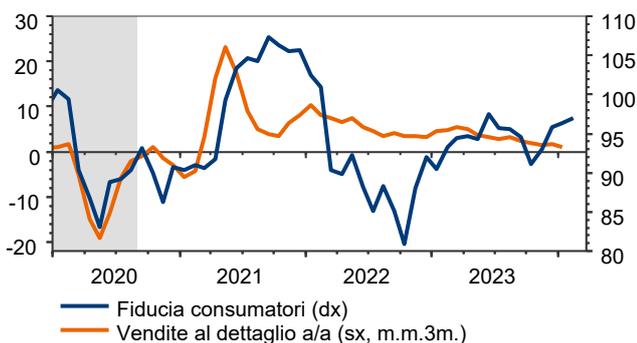


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Consumi attesi in recupero dopo l'ampio calo di fine 2023

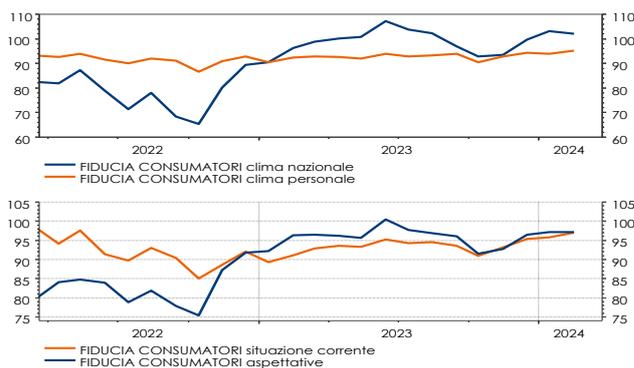
Dopo tre trimestri di crescita piuttosto sostenuta, **nei tre mesi finali del 2023 i consumi privati sono tornati a contrarsi (-1,4% t/t)**. Il dato è sintesi di un calo piuttosto marcato degli acquisti di servizi (-2,2% t/t) e di beni semidurevoli (-1,3% t/t: quinta flessione consecutiva), a fronte del quarto aumento di fila per i beni durevoli (0,8% t/t); sostanzialmente stagnanti i beni di consumo non durevoli (-0,1% t/t). La debolezza dei consumi dovrebbe aver risentito del rallentamento delle retribuzioni pro-capite ma non è da escludersi che sia imputabile anche a difficoltà nella destagionalizzazione dei dati. **Riteniamo che le spese possano rimbalzare già a inizio 2024 come suggerito dal recente miglioramento della fiducia dei consumatori** che a febbraio è salita per il quarto mese portandosi a 97 da 96,4, **ai massimi da giugno dello scorso anno**. Il miglioramento è trainato dalla condizione corrente (mentre le aspettative per il futuro sono poco variate) e dalla situazione personale degli intervistati (mentre il clima nazionale peggiora). Meno negative le valutazioni sulla convenienza all'acquisto di beni durevoli, anche se le intenzioni di spesa restano molto caute. **In sintesi, il rimbalzo di inizio 2024 potrebbe risultare prevalentemente di natura "tecnica" mentre la tendenza sottostante rimane almeno per il momento fiacca**. A gennaio le **vendite al dettaglio** sono infatti calate per il secondo mese, sia in valore (-0,1% m/m da -0,2%) che in volume (-0,3% da -0,5%), lasciando gli acquisti di beni in rotta per l'ennesima contrazione nel 1° trimestre. Nei primi tre mesi dell'anno sarà perciò il recupero dei servizi, come segnalato dalle indagini di settore, a guidare il rimbalzo, mentre **riteniamo che sarà necessario attendere i trimestri successivi prima di assistere ad una più diffusa ripartenza dei consumi** in concomitanza con il progressivo recupero del potere d'acquisto delle famiglie.

#### Il miglioramento del morale dei nuclei familiari offre spunti incoraggianti per una ripresa dei consumi nei prossimi trimestri



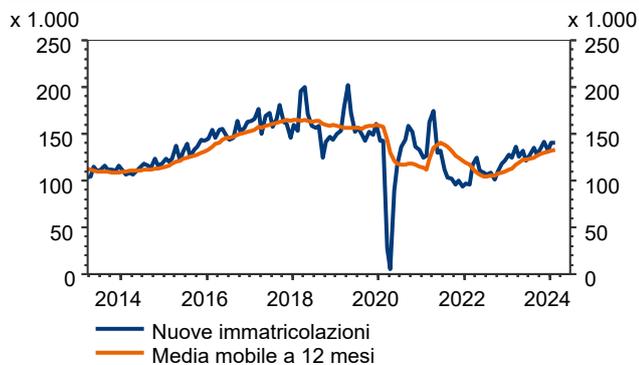
Nota: aree ombreggiate = recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Il miglioramento è trainato dalle condizioni correnti, e dalla situazione personale degli intervistati



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Le vendite di auto mantengono un trend di recupero



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

#### La risalita dell'inflazione dai livelli correnti non dovrebbe riportare in territorio negativo il reddito disponibile reale delle famiglie



Nota: aree ombreggiate = recessione. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

### Tasso di disoccupazione stabile ai minimi da inizio 2009

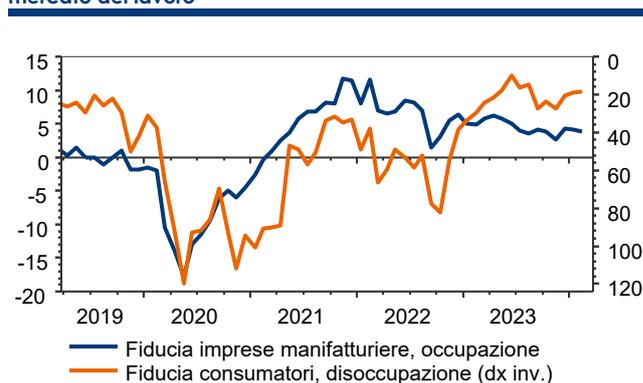
Il 4° trimestre dello scorso anno si è rivelato ancora favorevole per il mercato del lavoro: gli occupati sono cresciuti di 0,6% t/t (2,3% a/a) e le ore lavorate di 0,8% t/t (2,4% a/a) a fronte di una crescita del PIL dello 0,2% t/t (0,6% a/a). L'aumento delle assunzioni è risultato diffuso a tutti i settori ad eccezione dei servizi finanziari ma è stato guidato dai servizi non di mercato come istruzione, sanità, assistenza sociale e attività artistiche (1,1% t/t, 4,2% a/a). Si registrano comunque incrementi anche per l'industria in senso stretto (0,3% t/t, 1,8% a/a), le costruzioni (1,4% t/t, 3,1% a/a) e i servizi di mercato (0,5% t/t, 3,1% a/a). **I dati mensili hanno mostrato come a gennaio gli occupati siano però tornati a calare** (-34 mila unità, -0,1% m/m) e **le persone in cerca di occupazione siano diminuite per il terzo mese** (-4 mila, -0,2%), **mentre sono aumentati per il terzo mese gli inattivi** (+61 mila, +0,5%). Il calo degli occupati e l'aumento della partecipazione sono concentrati tra gli uomini e tra i lavoratori più giovani (tra i 15 e i 34 anni). Su base contrattuale, calano i dipendenti con contratti temporanei e i lavoratori indipendenti (rispettivamente di -15 e -24 mila unità). **Il tasso di disoccupazione è quindi rimasto invariato a 7,2% (minimo da gennaio 2009), il tasso di occupazione ha corretto di due decimi al 61,8% dopo il massimo storico del mese precedente, e la partecipazione è scesa al 66,7% da 66,9% di dicembre.** Vediamo un rallentamento delle assunzioni in media nei primi tre mesi del 2024, mentre il tasso di disoccupazione potrebbe risalire solo modestamente nei prossimi trimestri.

#### Tasso di disoccupazione sui minimi da gennaio 2009



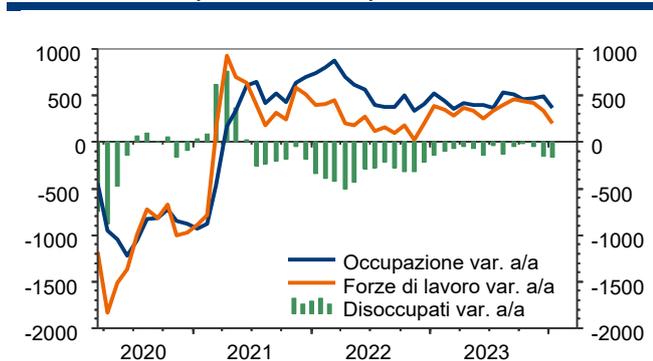
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Le indagini non mostrano segnali preoccupanti per la tenuta del mercato del lavoro



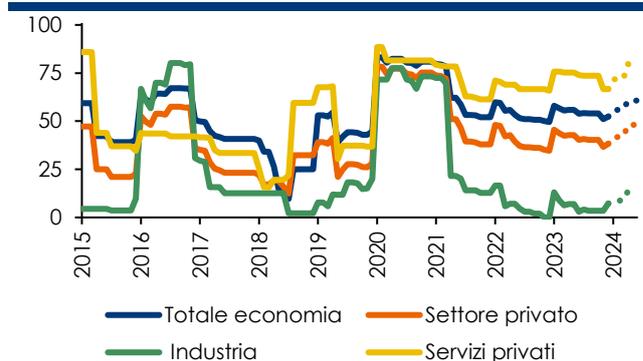
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Le dinamiche occupazionali restano positive



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Sarà il rinnovo dei contratti scaduti a trainare la crescita dei salari

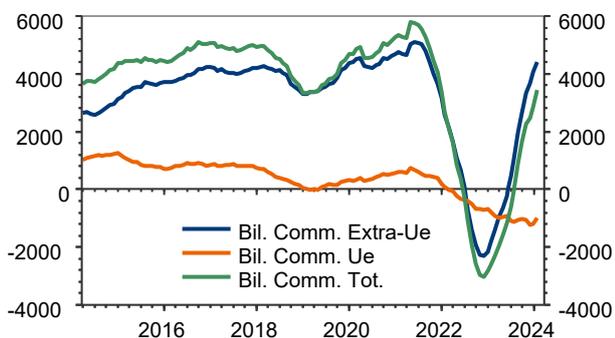


Nota: dipendenti in attesa di rinnovo sul totale dei dipendenti (%), la linea tratteggiata corrisponde ai dati nell'ipotesi di mancato rinnovo  
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Prosegue il miglioramento dell'avanzo commerciale, anche se i flussi restano deboli

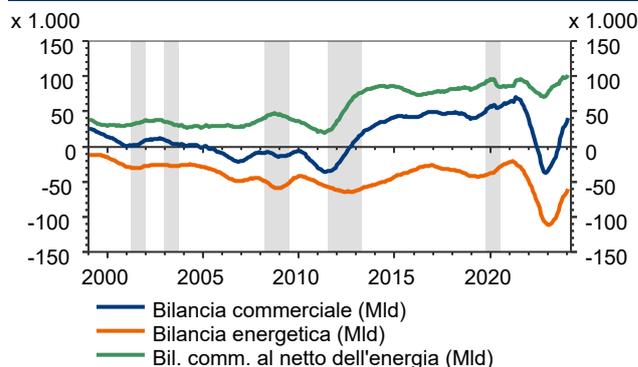
I dati sul commercio internazionale di **gennaio 2024** hanno registrato un **calo di entrambi i flussi, più marcato per le importazioni** (-7,3% m/m da -2,6%, al terzo mese di contrazione) **che per le esportazioni** (-3,2% m/m da +1,2%). L'ampio calo dell'import è diffuso a tutti i comparti ed è in ribasso anche escludendo l'energia (-6,9% m/m); l'export risente al contrario di beni strumentali ed intermedi (in calo rispettivamente di -5,7% e -5,5% m/m) a fronte di una sostanziale stagnazione per i beni di consumo e di un ampio incremento per l'energia (+12,5% m/m); al netto dell'energia, le vendite verso l'estero sono in ribasso di -3,2% m/m. In particolare, il calo delle esportazioni riguarda sia i Paesi membri dell'UE (-2,4% m/m) che quelli extra-UE (-4% m/m). **In termini tendenziali entrambi i flussi sono in territorio negativo, più accentuato per le importazioni** (-13,5%), che risentono della normalizzazione dei prezzi energetici, **che per le esportazioni** (-0,2%). Tra i principali settori di attività economica, si registrano variazioni positive per alimentari, macchinari e abbigliamento, in particolare verso gli Stati Uniti, mentre le flessioni più ampie riguardano farmaceutica, metalli e chimica, soprattutto verso la Cina. **I dati espressi in volume mostrano un calo più ampio delle esportazioni** (-1,8% a/a), i cui valori medi unitari sono cresciuti in media di 1,7% a/a. **Il calo del volume delle importazioni si ridimensiona a -5,2% a/a**, con una flessione diffusa a tutti i comparti ma più ampia per i beni di consumo durevoli (-17,2% a/a). Nel complesso, **a gennaio 2024, il saldo commerciale è risultato pari a +2,7 miliardi di euro** (da -4,2 miliardi di un anno prima), **grazie all'ampia riduzione del disavanzo energetico** (-4,2 miliardi da -7,8 miliardi a gennaio 2023) **e al miglioramento del surplus nell'interscambio di prodotti non energetici** (a 6,9 miliardi di euro da 3,5 miliardi di un anno prima).

#### Il saldo verso il resto dell'UE resta in negativo (ma potrebbe risalire nel 2024)



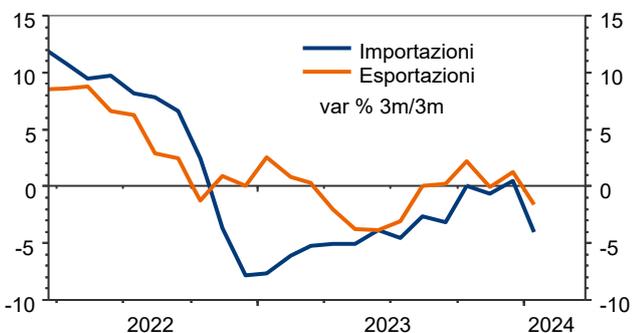
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### La bilancia energetica non è ancora tornata ai livelli pre-crisi



Nota: aree ombreggiate = recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Import in calo più dell'export a inizio 2024



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Domanda globale debole ma prossima alla stabilizzazione

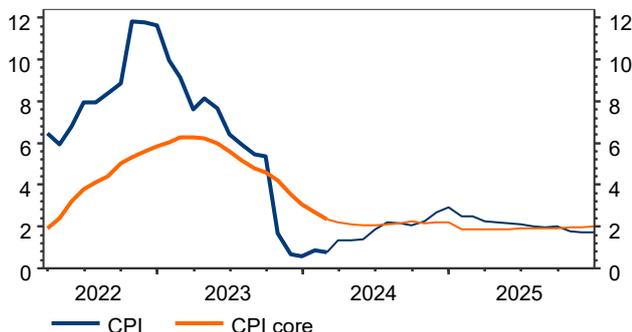


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

### Inflazione invariata a febbraio, attesa in risalita nei prossimi mesi

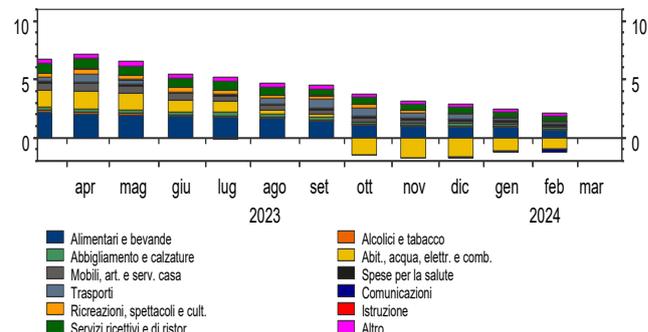
L'inflazione è rimasta stabile a febbraio, mentre era attesa una marginale salita. I prezzi nel mese sono aumentati di appena un decimo sull'indice nazionale mentre sono risultati stagnanti sulla misura armonizzata UE, per una variazione annua a 0,8% (invariata sul NIC e in calo di un decimo sull'indice IPCA). Lo spaccato del NIC per divisione di spesa mostra rincari congiunturali significativi per bevande alcoliche e tabacchi (1,5% m/m) e trasporti (1,4% m/m), a fronte di un calo per abitazione, acqua, elettricità e combustibili (-2% m/m), comunicazioni (-0,9% m/m) e alimentari (-0,2% m/m). Su base annua, si attenua la tendenza deflattiva per le spese per la casa (da -13,8 a -11,8% a/a) mentre si accentua quella delle comunicazioni (da -3,2% a -6,2% a/a); gli alimentari rallentano significativamente a 3,9% da 5,8%, mentre i servizi ricettivi e di ristorazione solo marginalmente, a 4% da 4,1% a/a. Si attenua la flessione tendenziale dell'inflazione energetica (-17,3% da -20,5% a/a), ma si registra in ogni caso un calo dei prezzi nel mese della componente regolamentata (-2,2% m/m); i servizi fanno segnare un robusto 0,4% m/m, per una variazione annua stabile a 2,9% a/a. **La componente "di fondo" (al netto di energia e alimentari freschi) aumenta di 0,2% m/m come a gennaio, ma rallenta ancora, a 2,3% da 2,7% su base annua.** Si nota in particolare un calo dei prezzi (-0,3% m/m) sul cosiddetto "carrello della spesa" (beni alimentari, per la cura della casa e della persona), con un rallentamento su base annua a 3,4% da 5,1% precedente. Si conferma però la maggiore dinamica dell'inflazione sui beni ad alta frequenza di acquisto rispetto a quelli acquistati più di rado (0,5% m/m vs zero; 2,8% vs 0,8% a/a). **In prospettiva, l'inflazione italiana è destinata 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 una media annua molto vicina al 2% sia quest'anno che il prossimo.

L'inflazione potrebbe risalire nei prossimi mesi...



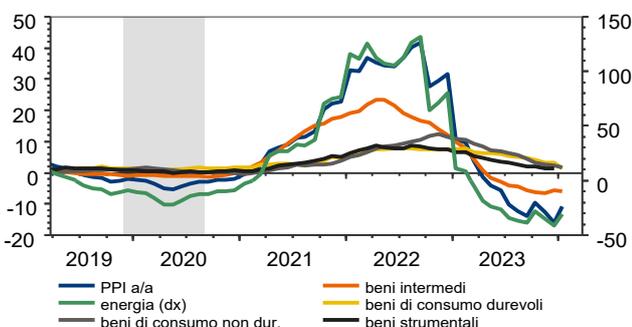
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

... in concomitanza con effetti base via via meno negativi sulla componente energetica



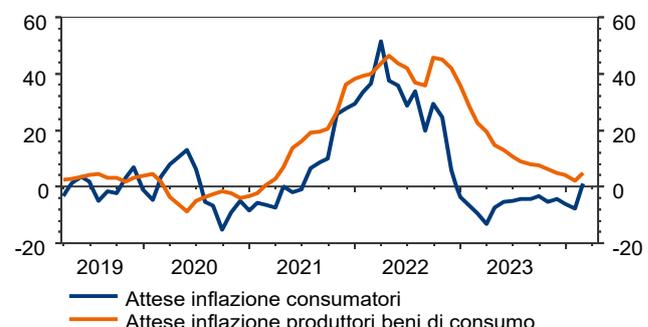
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I dati sui prezzi alla produzione non anticipano una riaccelerazione dei prezzi dei beni



Nota: aree ombreggiate = recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le aspettative d'inflazione risalgono ma restano ben lontane dai picchi del 2022



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

## Tendenze del settore bancario

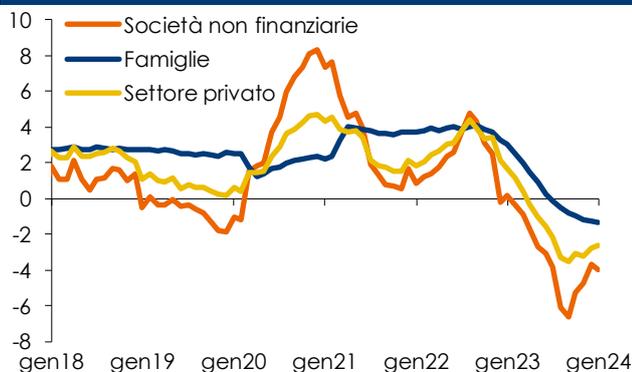
### Prosegue la fase di riduzione dei prestiti a famiglie e imprese

L'inizio del 2024 non ha portato particolari novità sull'andamento dei prestiti. L'aggregato dei prestiti a famiglie e imprese, dopo la risalita dai minimi fino al -2,4% di dicembre, ha riportato un calo del -2,6% a gennaio e del -2,7% a febbraio secondo le stime ABI. In dettaglio, i prestiti alle società non-finanziarie hanno visto un leggero peggioramento, con una flessione del 4,0% a gennaio, dal -3,6% di fine 2023. I prestiti alle famiglie hanno continuato nella lenta riduzione (-1,3% a gennaio). Lo stock di mutui è rimasto in stallo. Le erogazioni di nuovi mutui hanno confermato un calo a due cifre (-18,6%), ma meno intenso rispetto al 2023. I flussi di mutui a tasso fisso, incluse le rinegoziazioni, sono rimasti in forte crescita, in virtù della discesa del loro costo.

Elisa Coletti

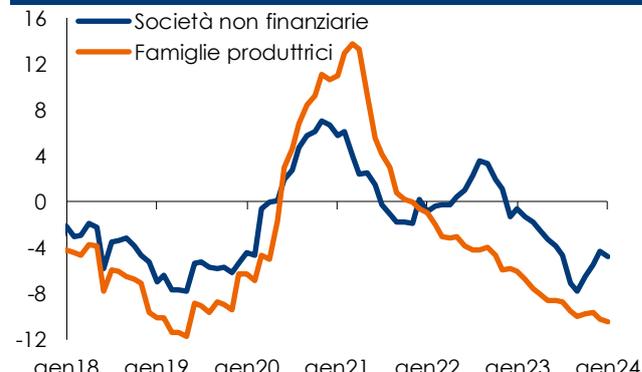
L'inizio del 2024 non ha portato particolari novità sul versante dell'andamento del credito bancario, che resta condizionato dalla flessione della domanda. Mentre **il complesso dei prestiti al settore privato ha continuato a segnare cenni di minore intensità del calo**, dal -2,8% di dicembre al -2,6% di gennaio, seguito dal -2,5% di febbraio secondo le anticipazioni ABI, i finanziamenti a imprese e famiglie, all'opposto, hanno mostrato variazioni leggermente più negative rispetto a fine 2023. In dettaglio, **l'aggregato dei prestiti a famiglie e imprese, dopo la risalita dai minimi del ciclo fino al -2,4% di dicembre, ha iniziato il 2024 nel segno di una continua debolezza, riportando un calo del -2,6% a gennaio e del -2,7% a febbraio** secondo le stime ABI. In particolare, i prestiti alle società non-finanziarie a gennaio hanno registrato un leggero peggioramento rispetto a fine 2023, con una flessione del 4,0% a/a, dal -3,6% del mese precedente. Ancor più intensa è risultata la contrazione dei prestiti alle famiglie produttrici, che prosegue senza soluzione di continuità da fine 2021, fino al -10,5% segnato a gennaio.

**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

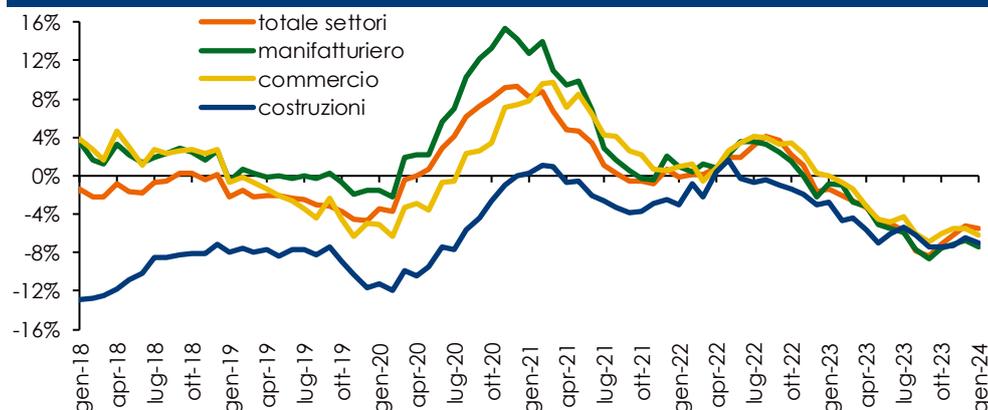
**Andamento dei prestiti alle imprese (var. % a/a)**



Fonte: BCE

I dati del **credito per macrosettori di attività economica** confermano il quadro generale di proseguimento della tendenza negativa. I **prestiti alle imprese manifatturiere continuano a registrare una flessione importante, del -7,4%** dal -6,8% a dicembre e -7,1% di novembre. Dopo la moderazione del calo a fine 2023 (dal -7,3% di novembre al -6,4% di dicembre), i prestiti alle costruzioni sono tornati a segnare una variazione del -7,0%. Similmente, i prestiti al commercio, con il -6,2% di gennaio, hanno ritrovato il calo di ottobre (-6,1%) dopo che il ritmo di riduzione si era ridotto nel bimestre novembre-dicembre a -5,5% e -5,4% rispettivamente.

**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 continuato a segnare un trend in lenta discesa, registrando un calo dell'1,3%, in linea con fine 2023 e leggermente peggiore rispetto ai mesi precedenti. In particolare, i mutui sono rimasti in stallo per il 3° mese consecutivo, con il -0,1% a/a sia a fine 2023, sia a inizio 2024, dopo lo zero di novembre. Diversamente, il credito al consumo ha continuato ad accelerare, sebbene con moderazione, dal +4,2% di fine 2023 al +4,4% di gennaio.

I flussi di nuovi prestiti per acquisto abitazioni hanno segnato un calo ancora a due cifre, ma meno intenso rispetto al 2023, del -18,6%, rispetto al -22,6% del mese precedente. In valore assoluto, il volume dei nuovi mutui è stato particolarmente basso a gennaio, pari a 2,6 miliardi.

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



Fonte: BCE

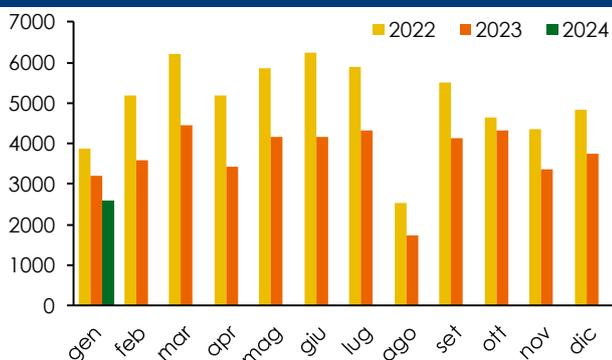
**Andamento del credito al consumo (var. % a/a dello stock, corrette per le cartolarizzazioni)**



Fonte: BCE

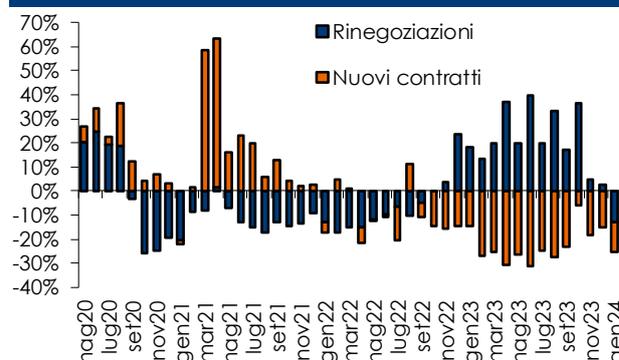
Anche per le rinegoziazioni, l'inizio del 2024 ha riportato un importo decisamente contenuto che conferma la frenata del trend di crescita osservata sul finire del 2023. Infatti, gennaio ha registrato rinegoziazioni per soli 961 milioni, in calo dopo 14 mesi di flussi in aumento, segnando una variazione negativa particolarmente forte, del -39%. Questa evoluzione risente di un effetto base, considerando che dodici mesi prima il volume delle rinegoziazioni era più che raddoppiato. A gennaio le rinegoziazioni hanno rappresentato il 27% del totale delle operazioni, dal 31% medio del 2023.

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



Fonte: BCE

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



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La **composizione delle erogazioni per tipo di tasso** sta risentendo di una dinamica del tasso fisso particolarmente favorevole, in riduzione di 61pb in due mesi, a fronte di una sostanziale stabilità del tasso variabile. A gennaio, quindi, **si è accentuato il differenziale negativo tra tasso fisso e variabile, arrivato a segnare -131pb, un'ampiezza mai vista prima**, da -99pb a fine 2023.

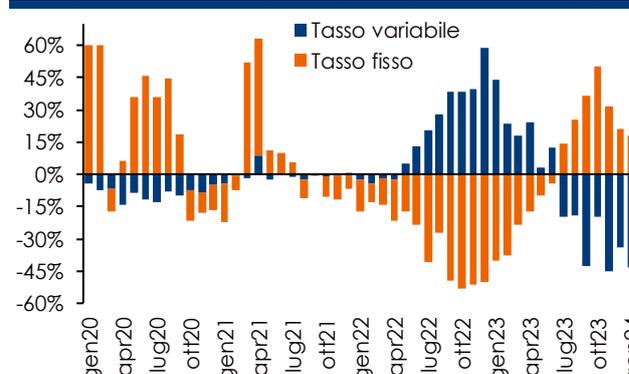
Di conseguenza, proseguendo nella tendenza del 2° semestre 2023, **le erogazioni a tasso fisso sono rimaste in forte crescita, del 44% anno su anno** (la voce include nuovi contratti, surroghe e sostituzioni). All'opposto, per il 7° mese consecutivo, a gennaio **le operazioni a tasso variabile hanno riportato un calo notevole, del -73% a/a**. **La quota di mutui a tasso fisso sul totale delle operazioni è salita a 78,5% a gennaio**, superiore al 59,4% di dicembre e al 64,5% medio del 2023 (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

## Raccolta da clientela di nuovo in crescita

Prosegue il miglioramento della tendenza dei depositi che hanno segnato un continuo rallentamento del calo passando dal -5,0% di ottobre 2023 al -2,0% di gennaio 2024 e al -1% circa a febbraio secondo le stime ABI. In parallelo, prosegue la robusta dinamica delle obbligazioni bancarie, con un aumento dello stock del 21% a gennaio e a due cifre anche a febbraio. Il risultato delle suddette tendenze è il ritorno alla crescita della raccolta totale da clientela, del +0,5% a/a a gennaio e del +0,9% a febbraio secondo le anticipazioni ABI. La ricomposizione dei portafogli verso i titoli di debito continua ad alimentare una forte crescita dei titoli a custodia presso le banche.

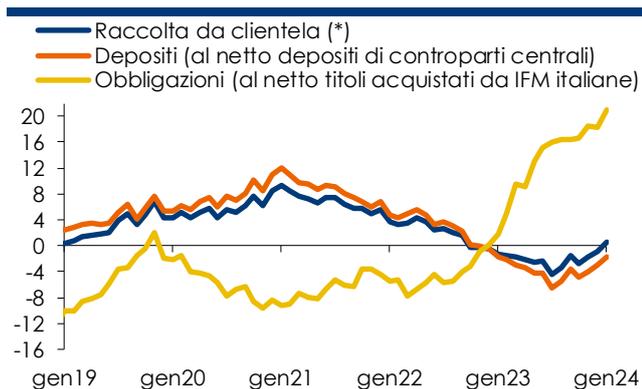
Elisa Coletti

**Prosegue il miglioramento della tendenza dei depositi** che nelle rilevazioni più recenti hanno segnato un **continuo rallentamento del calo al passo di 1 punto percentuale al mese**, dal -5,0% di ottobre 2023 al -2,0% di gennaio 2024. Febbraio ha confermato questo progresso con una variazione annua di circa -1% secondo le stime ABI. Tale evoluzione riflette la continua dinamica a due cifre dei depositi con durata pre stabilita, mentre i conti correnti segnano un calo ancora consistente, del -7,1% a/a a gennaio.

In parallelo, **prosegue la robusta dinamica delle obbligazioni**, con una crescita dello stock salita a gennaio a +21% a/a, un ritmo che a febbraio dovrebbe essere tornato verso il dato di fine 2023, sul +18% secondo le stime ABI.

Il risultato delle tendenze suddette è il **ritorno alla crescita della raccolta totale da clientela a inizio 2024, del +0,5% a/a** dopo aver segnato un calo contenuto a fine 2023, pari a -0,9%, lasciandosi alle spalle il minimo storico toccato a luglio scorso con il -4,4%. A febbraio, la raccolta del sistema bancario italiano risulta aver riportato un altro dato in crescita, del +0,9% a/a secondo le anticipazioni ABI. Includendo il rifinanziamento BCE e i depositi di non-residenti, **trova conferma la tendenza negativa della raccolta complessiva**, che però ha visto un ulteriore modesto rallentamento del calo, con il -4,5% di gennaio dal -4,8% di fine 2023 e -6,9% di novembre. Tali variazioni risentono della riduzione del rifinanziamento BCE a seguito del rimborso delle TLTRO III. Diversamente, i **depositi di non-residenti sono rimasti in forte crescita, del +23% a gennaio**.

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

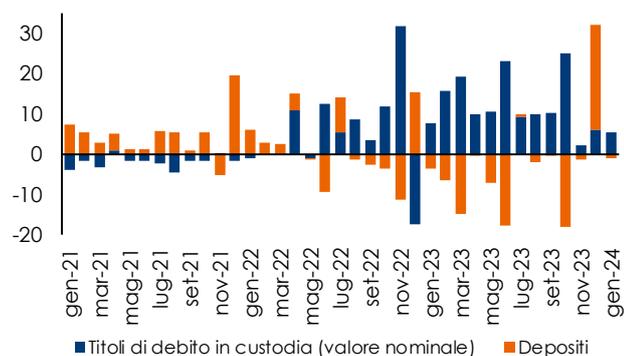
A inizio 2024 è proseguita la **ricomposizione dei portafogli dei risparmiatori, sebbene con minore intensità rispetto al 2023**. Anche a gennaio, infatti, i **titoli di debito delle famiglie consumatrici a custodia presso le banche sono risultati ancora in aumento**, seguendo la tendenza crescente registrata lungo tutto il 2023. **Tuttavia, la corsa della raccolta amministrata ha smesso di**

**accelerare, pur confermando una variazione annua a due cifre e molto forte.** A gennaio l'incremento mensile dei titoli di debito a custodia delle famiglie consumatrici è stato di 5,4 miliardi, leggermente più contenuto rispetto ai circa 6 miliardi di dicembre.

I dati disponibili con cadenza trimestrale sulla **composizione per strumento dei titoli a custodia di residenti in Italia**, valutati al fair value, mostrano che su un totale di 1.350 miliardi di titoli di debito a fine 2023, la metà sono titoli di Stato, un ammontare cresciuto di 158 miliardi rispetto a fine 2022 (+30% a/a). Tra questi, i BTP rappresentano l'87%, pari a quasi 590 miliardi, uno stock incrementatosi di 118 miliardi su fine 2022 (+25% a/a). A partire dall'ultimo trimestre 2022 sono aumentati costantemente anche i BOT a custodia, raggiungendo un ammontare che non si vedeva da fine 2012, pari a 62 miliardi, più che triplicati rispetto ai 17 miliardi di dicembre 2021.

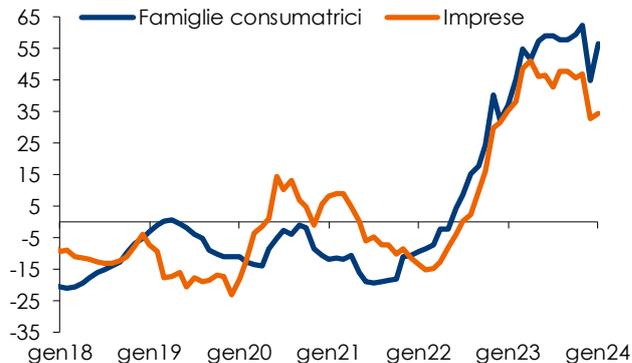
In parallelo, nel 2° semestre 2023, le obbligazioni bancarie sono tornate a superare la soglia dei 100 miliardi di volumi a custodia, dopo essere scese sotto questo livello nel 2020. A dicembre il valore delle obbligazioni bancarie a custodia è salito a 113 miliardi, con un aumento di 32 miliardi su fine 2022 e del 40% a/a.

**Flussi netti mensili di depositi e titoli di debito a custodia delle famiglie consumatrici (EUR mld, valori nominali)**



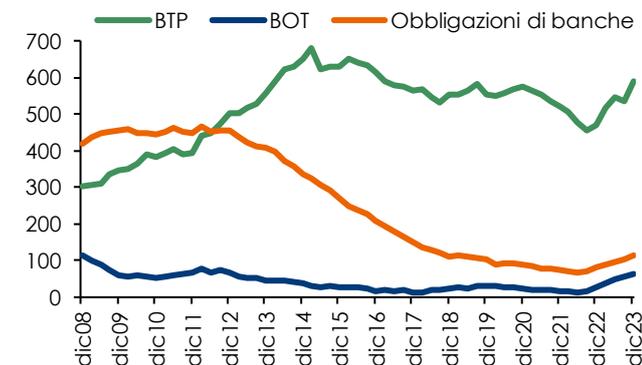
Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo

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



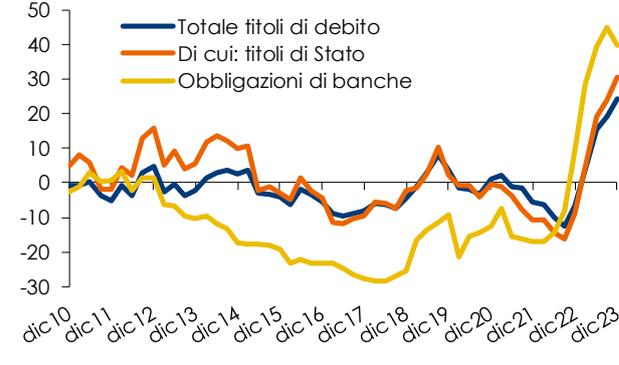
Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo

**Titoli di debito a custodia di residenti in Italia al fair value: principali strumenti (EUR mld)**



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

**Titoli di debito a custodia di residenti in Italia al fair value: principali strumenti (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](mailto:luca.mezzomo@intesasnpaolo.com)

#### Banking Research

Elisa Coletti (Responsabile)

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

Valentina Dal Maso

[valentina.dalmaso@intesasnpaolo.com](mailto:valentina.dalmaso@intesasnpaolo.com)

Carol Salvadori

[maria.salvadori@intesasnpaolo.com](mailto:maria.salvadori@intesasnpaolo.com)

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

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

Mario Di Marcantonio

[mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com](mailto:mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com)

Andrea Volpi

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