



La Bussola dell'Economia Italiana

Direzione Studi e Ricerche

Aprile 2024

IMI

CORPORATE &
INVESTMENT
BANKING

La bussola dell'economia italiana

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Il DEF "leggero" conferma (per ora) gli obiettivi sul deficit, debito in risalita	2
Sintesi della previsione macroeconomica	2
Produzione industriale quasi ferma a febbraio dopo il calo di gennaio	6
Segnali più incoraggianti dalle indagini di fiducia nel manifatturiero	7
Costruzioni ancora supportate dal completamento dei lavori legati ai bonus	8
È in corso una riaccelerazione dell'attività nei servizi	9
I consumatori restano cauti, ma il potere d'acquisto è in ripresa	10
In moderata risalita il tasso di disoccupazione	11
Le esportazioni nette stanno contribuendo positivamente alla crescita del PIL	12
In lieve risalita l'inflazione, ma ancora su livelli inferiori alla media Eurozona	13
	14

Tendenze del settore bancario

I prestiti continuano a ridursi al ritmo dei mesi precedenti	15
Depositi delle società non-finanziarie di nuovo in aumento da inizio 2024	18

Aprile 2024

2
2
6
7
8
9
10
11
12
13
14
15
15
18

Nota Mensile

Research Department

Paolo Mameli

Economista Macro Italia

Andrea Volpi

Economista Macro Italia

Elisa Coletti

Economista Banche



L'evoluzione dello scenario congiunturale

Il DEF "leggero" conferma (per ora) gli obiettivi sul deficit, debito in risalita

Paolo Mameli

Il DEF approvato dal Governo italiano ha rivisto lievemente al ribasso le stime di crescita del PIL, con effetti limitati sull'indebitamento tendenziale. Gli obiettivi programmatici per gli anni dal 2025 in poi saranno però definiti entro settembre in ottemperanza al nuovo quadro regolatorio UE. Il rapporto debito/PIL, come ampiamente previsto, risale a partire da quest'anno, ma i numeri su tutto l'orizzonte previsivo sono inferiori a quelli attesi alla vigilia (nonché a quelli previsti dalla NADEF di settembre).

Il Governo ha approvato lo scorso 9 aprile [il DEF 2024](#), che delinea le nuove proiezioni di finanza pubblica sull'orizzonte fino al 2027. Il documento contiene il solo quadro tendenziale (a legislazione invariata), in quanto gli obiettivi programmatici per gli anni dal 2025 in poi scaturiranno dalla interlocuzione con la Commissione sulla base dei "piani pluriennali" previsti dal nuovo quadro regolatorio UE, da presentare entro il 20 di settembre. Le **principali novità rispetto al precedente quadro di finanza pubblica** (contenuto nella NADEF di fine settembre 2023) sono le seguenti:

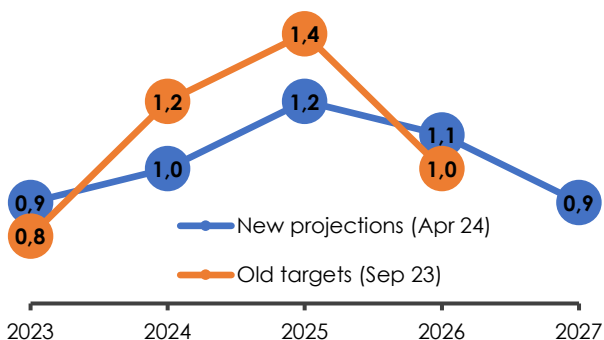
- il nuovo quadro macroeconomico di riferimento contiene una **revisione al ribasso delle stime sulla crescita del PIL**, da 1,2% a 1% per l'anno in corso e da 1,4% a 1,2% per l'anno prossimo; viceversa, la proiezione per il 2026 è stata rivista marginalmente al rialzo da 1% a 1,1%, e il PIL è visto poi allo 0,9% nel 2027;
- **il profilo atteso del deficit è stato confermato in linea con il precedente obiettivo per l'anno in corso, al -4,3% del PIL, ed è stato alzato di un decimo per i due anni successivi**, a -3,7% nel 2025 e -3% nel 2026; il disavanzo è visto poi ridursi ulteriormente al -2,2% nel 2027;
- la revisione al ribasso delle stime di crescita ha avuto impatti molto limitati sull'indebitamento tendenziale per via di una significativa revisione al ribasso delle stime sulla spesa per interessi: in effetti, **il saldo primario, rispetto alle stime della NADEF, è peggiorato di due decimi quest'anno e di quasi mezzo punto nel 2025-26;**
- **il profilo del rapporto debito/PIL è spostato verso il basso rispetto alle stime precedenti per effetto della revisione del PIL nominale comunicata da Istat a marzo, ma il debito è visto in risalita** di mezzo punto percentuale quest'anno, al 137,8% del PIL, e di circa un punto all'anno nel biennio successivo (138,9% nel 2025 e 139,8% nel 2026); il debito riprenderebbe a calare solo dal 2027, al 139,6%;
- **le stime sul fabbisogno del settore statale vedono una revisione al rialzo di quasi un punto di PIL all'anno** rispetto ai numeri della NADEF, con un picco al 7,1% del PIL quest'anno e un livello medio di 150 miliardi nel biennio 2024-25.

Il nuovo quadro di finanza pubblica del Governo italiano

Quadro tendenziale DEF 2024	2023	2024	2025	2026	2027
Tasso di crescita del PIL	0.9	1.0	1.2	1.1	0.9
Deficit (% PIL)	-7.2	-4.3	-3.7	-3.0	-2.2
Debito (% PIL)	137.3	137.8	138.9	139.8	139.6
Quadro programmatico NADEF 2023	2023	2024	2025	2026	
Tasso di crescita del PIL	0.8	1.2	1.4	1.0	
Deficit (% PIL)	-5.3	-4.3	-3.6	-2.9	
Debito (% PIL)	140.2	140.1	139.9	139.6	

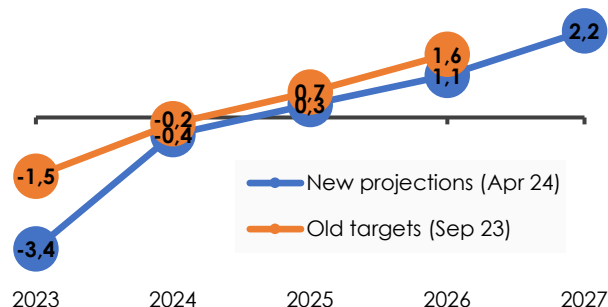
Fonte: Governo italiano

Nel DEF, il governo ha rivisto al ribasso le stime di crescita del PIL...



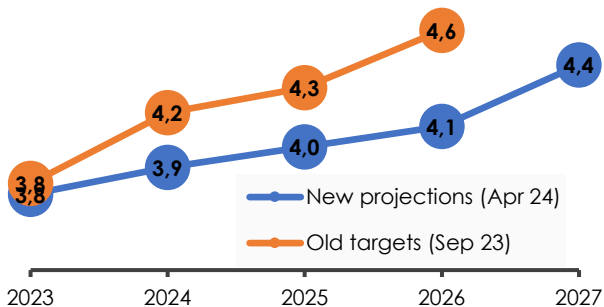
Fonte: Governo italiano

...con effetti sull'evoluzione del saldo primario



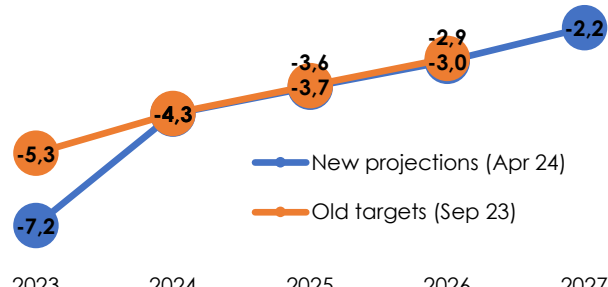
Fonte: Governo italiano

Tuttavia, anche le assunzioni sulla spesa per interessi sono state riviste al ribasso...



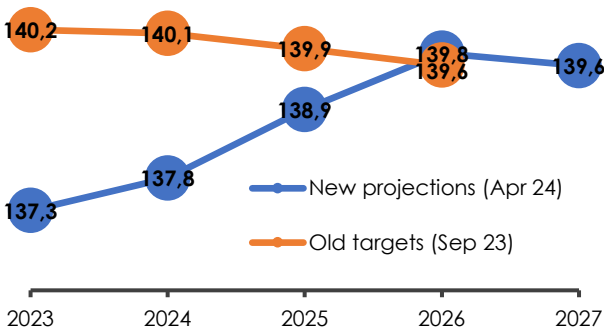
Fonte: Governo italiano

...consentendo al governo di mantenere pressoché invariate le proiezioni sul deficit



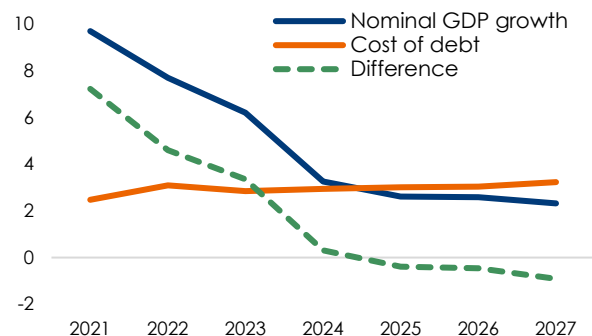
Fonte: Governo italiano

Il rapporto debito/PIL è più basso di quanto stimato in precedenza nel 2023-25...



Fonte: Governo italiano

...ma è atteso risalire da quest'anno, per effetto del Superbonus e di un'evoluzione meno favorevole della differenza tra crescita del PIL nominale e costo del debito



Fonte: stime Governo italiano

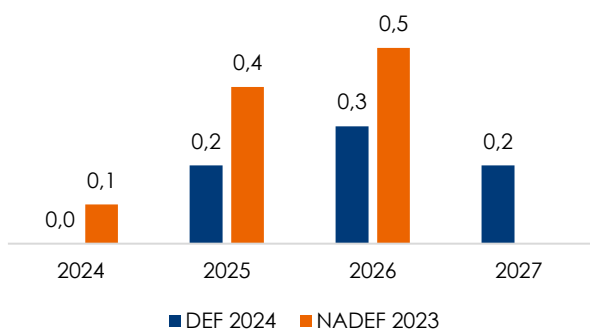
In sintesi:

- **la revisione delle stime di crescita era ampiamente attesa, e rende il sentiero di finanza pubblica più credibile; le nuove stime sul PIL, anche dopo la revisione, sono nella parte alta del consenso ma non appaiono totalmente irrealistiche** nel caso in cui si realizzi l'auspicata accelerazione nella spesa effettiva finanziata dai fondi NGEU (verosimilmente, il Governo punta a una spesa effettiva di oltre 40 miliardi quest'anno, circa il doppio rispetto al 2023, e ad una ulteriore accelerazione, forse vicina ai 60 miliardi, nel 2025, anche se i dubbi enunciati

dallo stesso Ministro dell'Economia Giorgetti sul rispetto della scadenza prevista dal PNRR lasciano pensare che tali obiettivi siano considerati ambiziosi dallo stesso esecutivo);

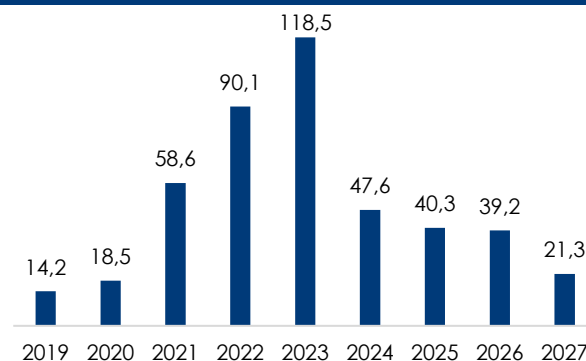
- **la minore crescita del PIL quest'anno non ha impatto sul deficit 2024** (confermato al 4,3% del PIL) in quanto controbilanciata da una minore spesa per interessi (e l'andamento del fabbisogno nei primi 3 mesi dell'anno non mostra scostamenti preoccupanti rispetto alla previsione fatta nella scorsa NADEF), **ma provoca un decimo in più di deficit per gli anni 2025-26; il Governo però al momento non si è vincolato ai numeri di deficit inclusi nel DEF per il 2025-27** (considerati appunto come "quadro tendenziale" ovvero a legislazione invariata) in quanto presenterà entro il prossimo 20 settembre il "nuovo" DEF aggiornato con il quadro programmatico che scaturirà dalla negoziazione con la Commissione UE nei prossimi mesi;
- per quanto riguarda la risalita del rapporto debito/PIL, essa appariva già alla vigilia del DEF come inevitabile in quanto dovuta sia a un differenziale meno favorevole tra crescita del PIL nominale e costo del debito, sia soprattutto all'impatto dei crediti d'imposta legati al Superbonus, che sarà massimo nel 2024-25. Ad oggi, risulta un ricorso totale ai bonus edilizi pari a oltre 219 miliardi (203 mld al netto degli annullamenti derivanti da frodi, errori o duplicazioni) contro i 176 miliardi indicati dal direttore dell'Agenzia delle Entrate Ernesto Maria Ruffini lo scorso febbraio. Per il 2024, **il rapporto debito/PIL è più basso di quanto atteso alla vigilia grazie a un'accumulazione netta di asset finanziari pari allo 0,6% del PIL**; viceversa, **gli introiti attesi da privatizzazioni, che nel DEF erano pari a un punto di PIL nel triennio 2024-26, sono ora stimati allo 0,8% del PIL nel triennio 2025-27.**

Il DEF contiene una revisione al ribasso e uno spostamento in avanti nel tempo degli introiti attesi da privatizzazioni



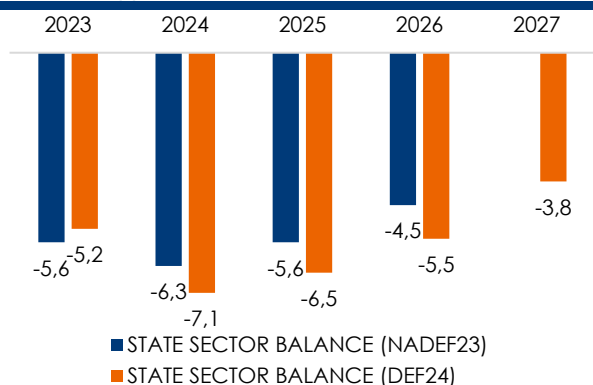
Nota: in % del PIL. Fonte: Governo italiano

I trasferimenti in conto capitale (che includono i crediti fiscali legati al Superbonus) sono visti diminuire drasticamente da quest'anno...



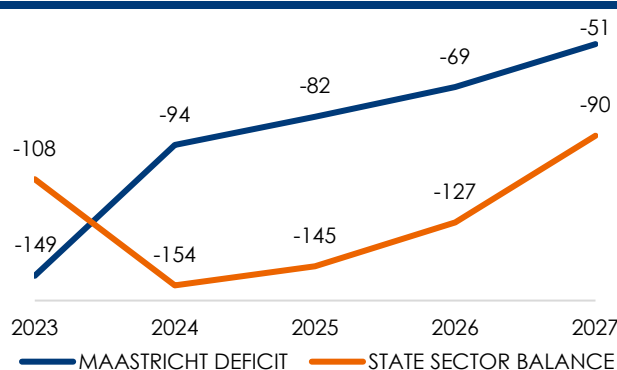
Nota: in miliardi di euro. Fonte: Governo italiano

...ma l'impatto sul disavanzo di cassa del settore statale sarà massimo nel 2024-25: la revisione rispetto alla NADEF è dovuta proprio alla maggiore adesione al Superbonus rispetto al previsto...



Nota: in % del PIL. Fonte: Governo italiano

...che farà sì che il fabbisogno del settore statale si attesti a circa 150 miliardi in media nel biennio 2024-25

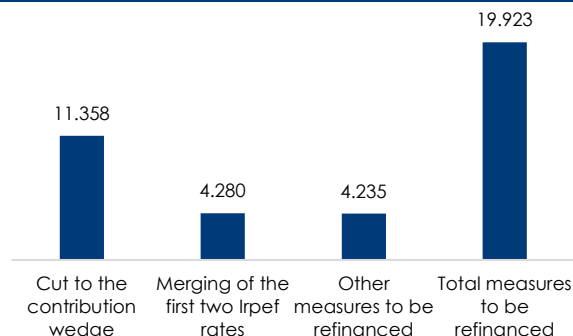
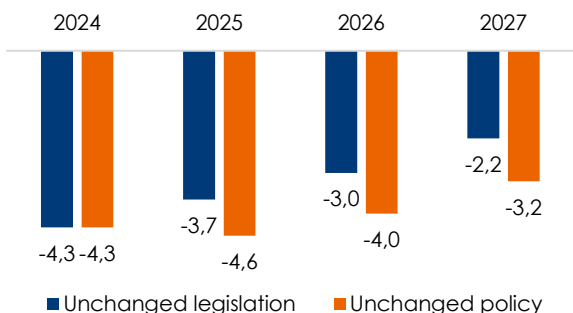


Nota: in miliardi di euro. Fonte: Governo italiano

In ogni caso, è importante sottolineare che, nel nuovo quadro "a legislazione vigente" di finanza pubblica, **il miglioramento del disavanzo nel 2025 (pari a circa sei decimi di PIL, da -4,3% a -3,7%) dipende interamente dal venir meno dei tagli fiscali finanziati sinora sino al 2024** (riduzione del cuneo contributivo e accorpamento delle prime due aliquote Irpef, che valgono circa 15 miliardi ovvero circa lo 0,7% del PIL), che però il Governo ha affermato di voler prorogare oltre la fine di quest'anno. In tal senso, **le stime che la Commissione pubblicherà a maggio, per definizione "a politiche invariate" (che dunque includeranno il rinnovo dei tagli fiscali) dovrebbero evidenziare un deficit che non cala nel 2025 rispetto al 2024**. In altri termini, il principale nodo da sciogliere, in vista della manovra di bilancio per l'anno prossimo, sarà quello di trovare coperture per i 15 miliardi di tagli in scadenza, cui si aggiungeranno altre misure da rifinanziare, per un totale di 20 miliardi (lo 0,9% del PIL). In effetti, nelle stesse stime del Governo nel DEF, il deficit "a politiche invariate", peggiorerebbe al -4,6% del PIL l'anno prossimo, dal -4,3% di quest'anno. In assenza di coperture integrali per il rifinanziamento delle misure in scadenza da 20 miliardi, potrebbe affacciarsi in estate la tentazione di abbassare l'asticella del deficit 2025 (=alzare il target di indebitamento netto programmatico rispetto al 3,7% dell'attuale quadro tendenziale, nel range 3,8-4%) - il che, peraltro, potrebbe essere consentito dalla lettera delle nuove regole UE, in base a quanto previsto dal braccio correttivo del Patto e alla luce del regime transitorio previsto sino al 2027.

Nelle previsioni dello stesso Governo, il deficit "a politiche invariate" anziché "a legislazione invariata" è atteso peggiorare nel 2025

La principale ragione consiste nel fatto che il calo del deficit ipotizzato dal quadro tendenziale del DEF non assume il rifinanziamento di misure totali per 20 miliardi (che però il Governo ha annunciato di voler rinnovare)



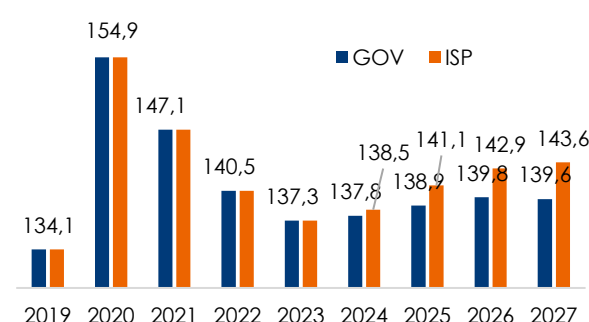
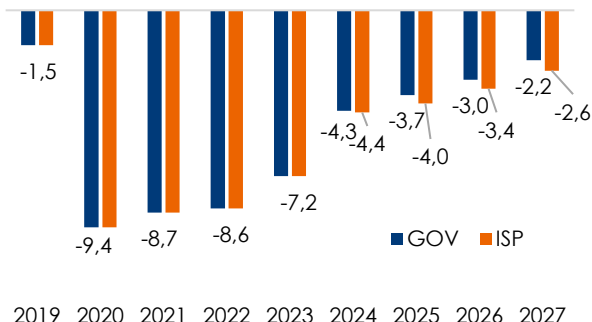
Fonte: Governo italiano (% PIL)

Nota: milioni di euro. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo italiano

Il nostro attuale profilo previsivo include un deficit di qualche decimo più alto rispetto alle previsioni del Governo, sia per via di assunzioni più caute sulla crescita del PIL, sia perché ipotizziamo una copertura non integrale (per tre quarti) del rinnovo dei tagli fiscali in scadenza dal 2025. **Vediamo inoltre una salita del rapporto debito/PIL più pronunciata di quella del DEF**, pur non discostandoci, allo stato delle cose, dalle assunzioni governative in merito a Superbonus e privatizzazioni: ciò è dovuto a ipotesi più caute sulla crescita del PIL non solo reale ma anche nominale.

Deficit/PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e quadro tendenziale Governo

Debito/PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e quadro tendenziale Governo



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, DEF 2024

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, DEF 2024

Sintesi della previsione macroeconomica

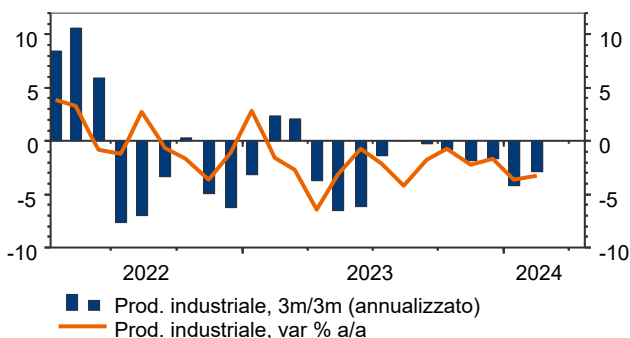
	2023	2024p	2025p	2023		2024				2025			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.0	0.7	1.2	0.5	0.6	0.2	0.7	0.8	1.0	1.2	1.2	1.2	1.0
- var.ne % t/t				0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Consumi delle famiglie	1.2	0.4	1.3	0.7	-1.4	0.6	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Consumi pubblici	1.2	0.2	0.2	0.1	0.7	-0.5	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1
Investimenti fissi, di cui:	4.9	2.4	1.4	0.7	2.4	0.4	-0.5	0.2	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
- in macchinari e altro	4.1	1.0	3.1	-1.1	1.2	-0.5	0.4	0.8	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
- in mezzi di trasporto	23.4	4.5	2.2	7.5	0.6	-1.5	0.8	0.8	0.7	0.4	0.4	0.5	0.5
- in costruzioni	3.5	3.3	-0.1	1.5	3.8	1.5	-1.5	-0.5	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4
Esportazioni	0.5	1.2	2.6	1.2	1.2	-0.9	0.4	0.6	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
Importazioni	-0.2	-2.1	2.5	-1.9	0.2	-2.5	0.7	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
Contributo % al PIL													
Commercio estero	0.2	1.1	0.1	1.0	0.3	0.5	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Domanda finale interna	2.0	0.8	1.1	0.6	-0.2	0.3	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Var. scorte	-1.2	-1.2	0.0	-1.4	0.0	-0.8	0.3	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
Attività produttiva													
Produzione industriale	-2.1	-1.5	1.6	-0.1	-0.4	-1.0	0.0	0.3	0.3	0.6	0.4	0.5	0.1
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	5.6	1.7	2.1	5.6	1.0	0.9	1.3	1.6	3.1	2.2	2.2	2.2	1.9
- escl. alimentari, energia (a/a)	5.1	2.5	1.9	4.8	3.6	2.5	2.4	2.5	2.6	1.9	1.9	1.9	2.0
PPI (a/a)	-5.6	-4.9	-1.1	-12.2	-12.8	-9.7	-4.5	-2.7	-2.1	-1.3	-1.1	-1.0	-1.0
Disoccupazione (%)	7.7	7.6	7.9	7.6	7.5	7.4	7.5	7.7	7.8	7.8	7.9	7.9	7.9
Occupati totali	2.0	1.2	0.7	0.3	0.6	0.1	0.3	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.3
Salari contrattuali	3.1	1.8	1.9										
Reddito disponibile reale	-0.5	1.9	1.9										
Tasso di risparmio (%)	6.3	7.8	8.3										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	1.3	0.8	1.7										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-7.2	-4.4	-4.0										
Debito (% Pil)	137.3	138.4	141.1										
Variabili finanziarie													
3-mths Euribor	3.94	3.24	2.55	3.88	3.94	3.93	3.72	3.53	3.24	2.73	2.48	2.54	2.55
Long term (10Y) rate (%)	4.15	3.83	4.18	4.18	4.19	3.81	3.89	3.83	3.80	3.73	3.93	4.43	4.63
BTP/Bund spread	1.70	1.59	1.65	1.60	1.67	1.52	1.58	1.60	1.67	1.70	1.67	1.63	1.60

Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Produzione industriale quasi ferma a febbraio dopo il calo di gennaio

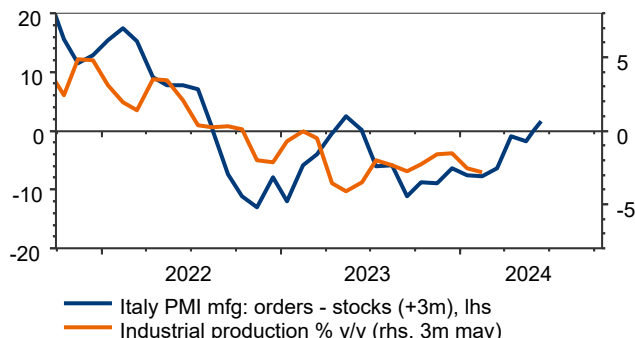
La produzione industriale italiana è rimbalzata solo marginalmente a febbraio, di 0,1% m/m, dopo il calo di ben -1,4% (rivisto al ribasso di due decimi) registrato in gennaio. La contrazione su base annua (corretta per i giorni lavorativi e gli effetti del calendario) è rimasta in territorio ampiamente negativo, a -3,1% da -3,7% a gennaio (rivisto al ribasso di tre decimi). **L'output risulta ora più basso di -4,8% rispetto a febbraio 2022** (prima della guerra in Ucraina) **e di -2,2% rispetto a febbraio 2020** (prima dello shock pandemico). Nel mese si registra una flessione per il secondo mese per i beni di consumo (-0,8% m/m, affossati dai non durevoli, in presenza invece di un rimbalzo di 1,3% m/m per i durevoli) e una correzione per l'energia (-2% da 1,9% m/m precedente). **Si nota** invece una quasi stabilità, per il secondo mese, per i beni intermedi, e un recupero, speculare al calo del mese precedente, per i **beni capitali** (3,5% da -3,6% m/m): quest'ultimo è anche **l'unico macro-gruppo che torna in territorio positivo su base annua** corretta per gli effetti di calendario (1,7% da -5,1% precedente). **La sola produzione manifatturiera mostra un incremento più pronunciato dell'indice generale (0,6% m/m)**, in quanto un contributo negativo di circa mezzo punto percentuale è giunto dalla fornitura di energia elettrica, gas, vapore ed aria (-5,8% m/m), che assieme a tessile e abbigliamento (-4,1% m/m; impatto: -0,3%), registra anche una contrazione a due cifre su base annua. All'estremo opposto, un balzo anomalo nel mese si registra per il farmaceutico (13,9% m/m; impatto: +0,4%) e, in minor misura, per il comparto chimico (6,2% m/m; impatto: +0,3%). **La produzione industriale è in rotta per una nuova flessione nel 1° trimestre 2024, di -1,1% t/t, dopo il -0,4% t/t di fine 2023.**

La produzione industriale è in rotta per una contrazione anche nel 1° trimestre



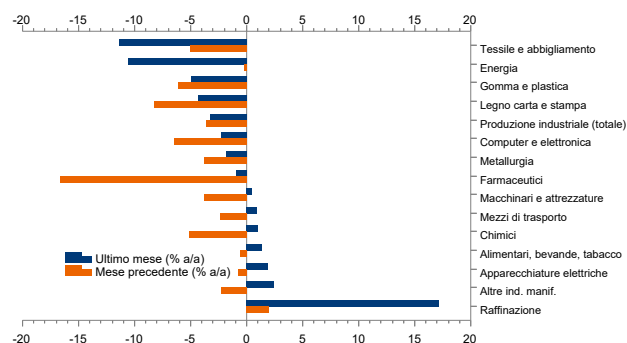
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le indagini di fiducia iniziano a mostrare segnali meno negativi che potrebbero riflettersi sulla produzione nei prossimi mesi



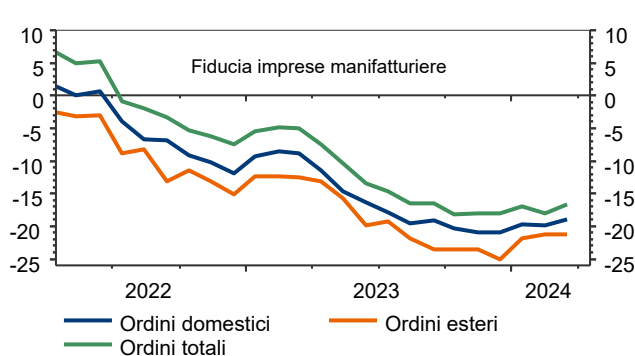
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Tessile, gomma e plastica, legno carta e stampa sono i settori manifatturieri che registrano le maggiori flessioni tendenziali



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le indagini Istat mostrano una stabilizzazione degli ordini ma su livelli ancora piuttosto depressi



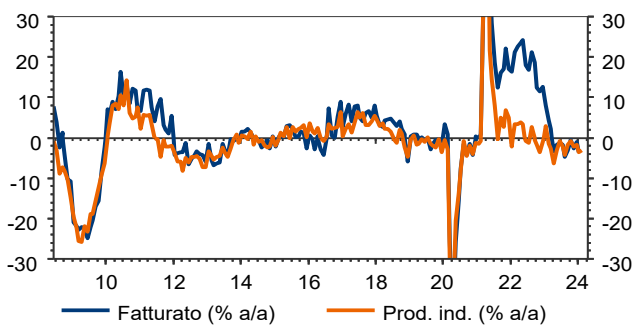
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Segnali più incoraggianti dalle indagini di fiducia nel manifatturiero

Il settore industriale in senso stretto ha con ogni probabilità frenato il PIL nel 1° trimestre 2024, ma **le indagini di fiducia delle imprese manifatturiere hanno mostrato un miglioramento di recente**, coerente con i primi timidi segnali di recupero del commercio mondiale. In particolare, **il PMI manifatturiero a marzo è tornato in territorio lievemente espansivo** (a 50,4), come non accadeva da un anno, con segnali di stabilizzazione per produzione e ordinativi. **Anche l'indice del morale manifatturiero elaborato da Istat è salito ai massimi dallo scorso agosto**, portandosi a 88,6 a marzo da un precedente 87,5. Il ridimensionamento delle scorte di prodotti finiti, e un lieve miglioramento delle aspettative, offrono i primi timidi segnali incoraggianti, che sembrerebbero suggerire che la ripresa del ciclo delle scorte potrebbe fornire qualche sostegno nella seconda metà dell'anno. Tuttavia, **nel breve termine l'attività industriale rimarrà verosimilmente fiacca**, come suggerito dalle valutazioni delle imprese sulla produzione corrente.

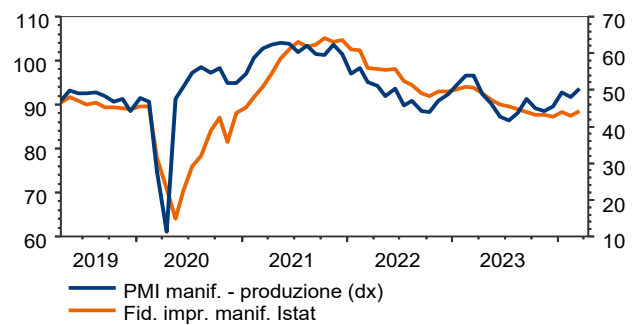
L'Istat, a partire dalla lettura relativa a gennaio, ha iniziato a pubblicare dati aggiornati sul volume di fatturato destagionalizzato con base 2021, sia nell'industria che nei servizi. **Il fatturato industriale ha confermato il quadro di debolezza nel primo mese dell'anno**, con un calo sia in valore (-3,1% m/m) che in volume (-2,6% m/m), e flessioni diffuse al mercato sia interno che estero. In termini tendenziali, le vendite risultano in calo di -3,6% in valore e di -1,8% in volume.

I dati sul fatturato si uniscono a quelli sulla produzione nel confermare la debolezza dell'industria



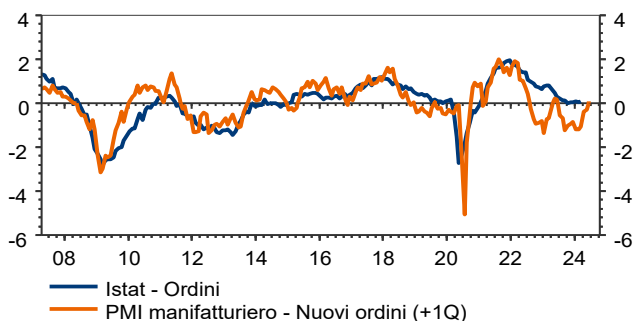
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le indagini di fiducia Istat e PMI mostrano che il punto di minimo del ciclo nell'industria potrebbe essere stato raggiunto



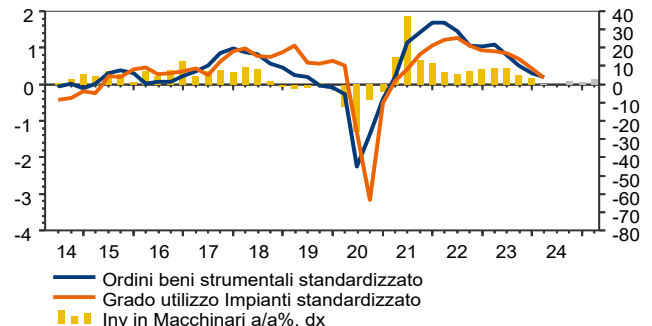
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Le valutazioni delle imprese sugli ordinativi potrebbero suggerire una ripartenza della produzione nei prossimi trimestri



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Ordinativi di beni strumentali e utilizzo di capacità produttiva coerenti con uno scenario di rallentamento ma non di contrazione per gli investimenti in macchinari

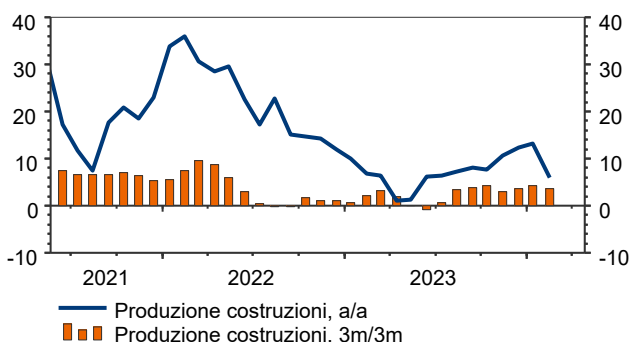


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Costruzioni ancora supportate dal completamento dei lavori legati ai bonus

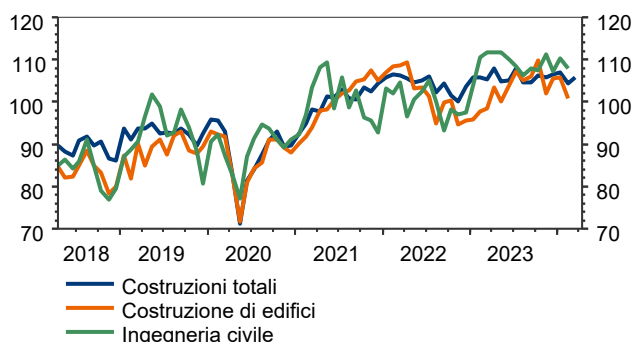
Torna a calare la produzione nelle costruzioni dopo quattro mesi di espansione. **La flessione di -3,9% m/m di febbraio dal +3% m/m di gennaio non è però sufficiente a cancellare i progressi dei mesi precedenti lasciando l'output nel settore in rotta per una crescita anche nel 1° trimestre del 2024.** L'edilizia dovrebbe aver perciò contribuito positivamente al valore aggiunto anche a inizio anno, seppur in misura minore rispetto agli ultimi tre mesi del 2023. **È probabile che l'attività edilizia stia continuando a beneficiare del completamento dei lavori collegati ai bonus fiscali,** come evidenziato dai dati ENEA sul ricorso al Superbonus: 117 miliardi di investimenti ammessi a detrazione a fronte di 112 miliardi di lavori conclusi; dinamiche che hanno visto una brusca accelerazione tra fine 2023 e inizio 2024. Il sostegno dei bonus edilizi continua a riflettersi sulle indagini: **a marzo l'indice Istat di fiducia delle imprese del settore delle costruzioni è rimasto superiore alla media storica,** su livelli ancora compatibili con un'espansione del settore, ed è risalito a 105,8 da 104,3 il mese precedente. **Nel 4° trimestre dello scorso anno i permessi di costruzione residenziali sono cresciuti per la seconda volta,** di 0,1% t/t da 0,9% precedente per il numero di abitazioni e di 0,6% t/t, come nel trimestre precedente, per la superficie utile abitabile. **Rimbalza anche la superficie autorizzata per i fabbricati non residenziali,** dopo l'ampio calo del trimestre precedente (28,3% t/t da -13,8% t/t). Tutte e tre le categorie tornano però su livelli superiori a quelli toccati l'anno precedente: le variazioni tendenziali salgono rispettivamente a 0,5% da 0,4%, a 1,3% da 0,7% e a 24,7% da -7,5%.

La produzione nelle costruzioni potrebbe aver contribuito positivamente alla crescita del valore aggiunto a inizio 2024



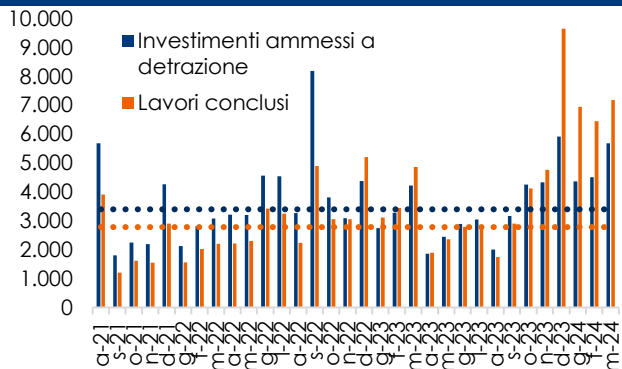
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il morale nell'edilizia rimane elevato e superiore alla media storica



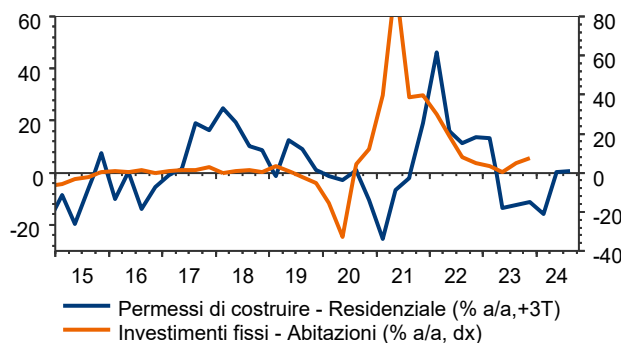
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Nel 1° trimestre del 2024, sono rimasti molto sostenuti i flussi sia di nuove domande di detrazioni che di completamento dei lavori legati al Superbonus



Fonte: Intesa Sanpaolo, ENEA

I dati sui permessi di costruzione sembrano aver superato il punto di minimo



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

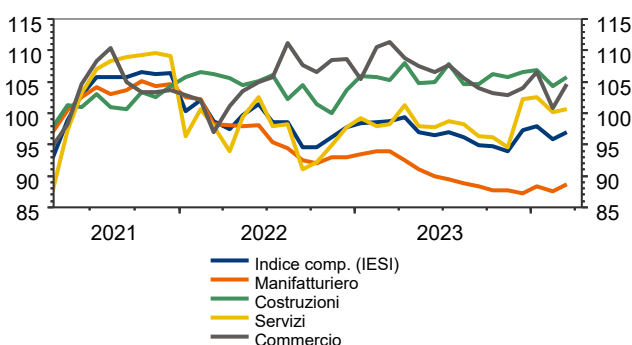
È in corso una riaccelerazione dell'attività nei servizi

Nel 1° trimestre, il ritorno alla crescita del settore dei servizi (sulla base dei segnali favorevoli giunti sia dalle indagini di fiducia che dai dati reali sul fatturato mensile), **assieme a un contributo ancora positivo dalle costruzioni, dovrebbe avere più che compensato la caduta del valore aggiunto nell'industria in senso stretto**, consentendo al PIL di rimanere in territorio lievemente espansivo.

L'andamento del PMI nei servizi (54,6 a marzo, ai massimi da aprile dello scorso anno) **mostra infatti che è in atto una riaccelerazione della domanda nel settore terziario**, con un deciso miglioramento della valutazione della situazione corrente nonché aspettative per il futuro ancora ottimistiche, che si riflettono anche su intenzioni di assunzione in accelerazione rispetto al trimestre precedente. **L'indice di fiducia Istat delle imprese dei servizi di mercato è salito moderatamente in marzo** (a 100,7 da 100,2), su livelli debolmente espansivi, ma ancora al di sotto della media dei mesi a cavallo d'anno.

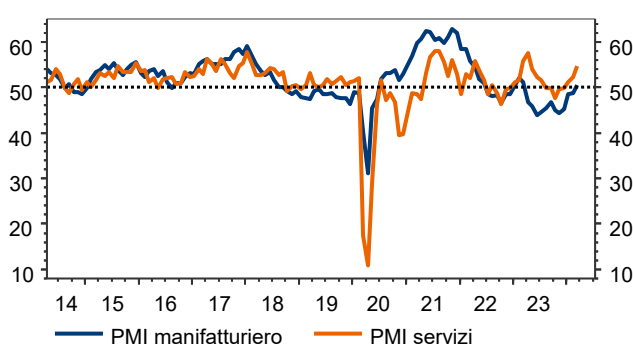
A gennaio il fatturato nei servizi è cresciuto dell'1,7% m/m in volume e dell'1,6% in valore, con progressi in termini tendenziali rispettivamente del 3,8% e del 3,6% a/a. L'incremento congiunturale del volume è diffuso a tutti i principali comparti, ma ad essere trainanti sono le attività professionali, scientifiche e tecniche (+3,7% m/m), l'immobiliare (+2,3% m/m), il trasporto e magazzino (+2,2% m/m) e il commercio all'ingrosso (+1,6% m/m). I dati lasciano il fatturato in rotta per un'espansione nel 1° trimestre, un segnale coerente con una ripresa del valore aggiunto nel settore dopo la sostanziale stagnazione di fine 2023.

Le indagini Istat di marzo hanno registrato un miglioramento della fiducia diffuso a tutti i principali settori economici



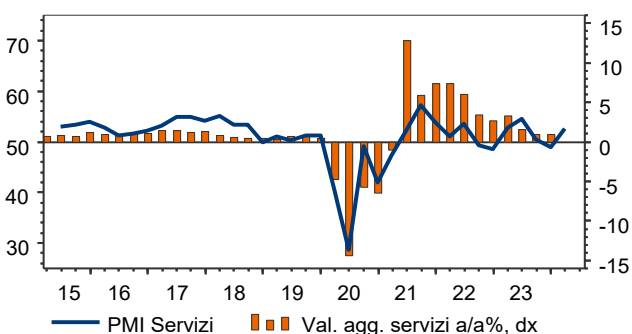
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Indici PMI compatibili con una crescita positiva del PIL nel 1° trimestre del 2024



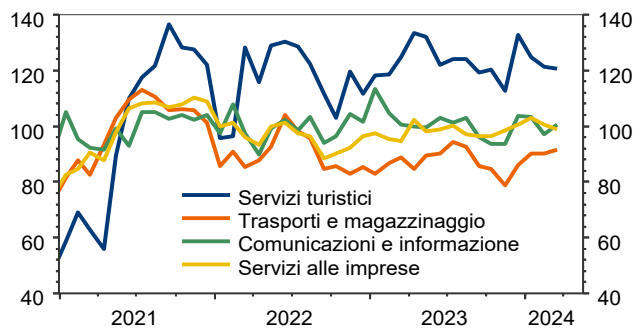
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

PMI servizi coerenti con un'accelerazione del valore aggiunto nel settore a inizio 2024



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Il progresso della fiducia di marzo è risultato guidato da comunicazioni e informazione e da trasporti e magazzino



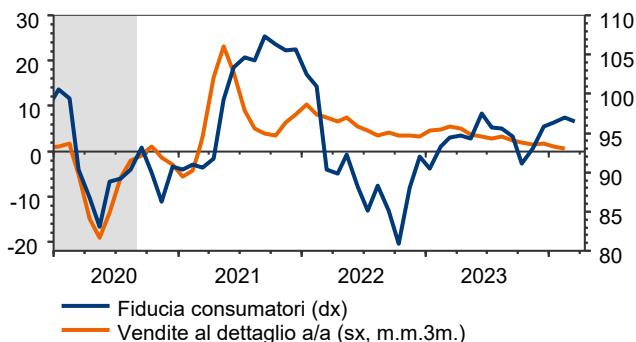
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I consumatori restano cauti, ma il potere d'acquisto è in ripresa

A marzo la fiducia dei consumatori è scesa dopo essere aumentata per quattro mesi consecutivi.

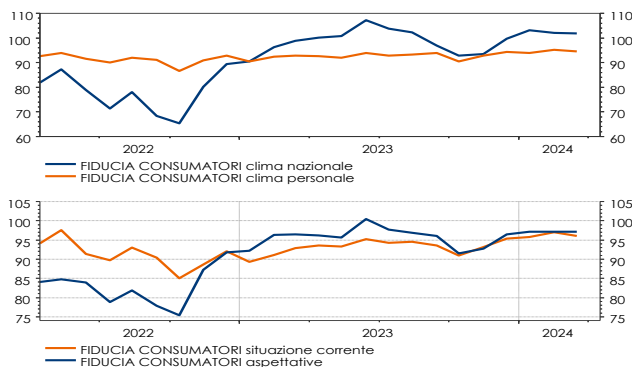
La valutazione del clima personale corrente è peggiorata, con gli intervistati che segnalano un aumento dei risparmi, una minore propensione ad effettuare acquisti di beni durevoli e una visione meno ottimistica del mercato del lavoro. Il calo non sembra particolarmente preoccupante, ma **il messaggio di fondo è che le famiglie sono ancora caute nelle loro decisioni di spesa, ed è improbabile che i consumi privati possano riaccelerare in misura sostenuta nel breve termine.** Le aspettative sono rimbalzate dopo il calo di febbraio, grazie alla minore inflazione attesa, ma **ci vorrà tempo prima che la ripresa già in atto del potere d'acquisto si rifletta in un recupero tangibile per la spesa delle famiglie.** A febbraio, **le vendite al dettaglio sono aumentate solo marginalmente** in volume (+0,1% m/m) dopo essere calate nei due mesi precedenti, **lasciando gli acquisti in rotta per la settima contrazione trimestrale consecutiva.** I conti trimestrali delle famiglie hanno suggerito come il forte calo dei consumi privati nel 4° trimestre (-1% t/t) sia stato spiegato da una perdita di potere d'acquisto (-0,5% t/t) e da un aumento del tasso di risparmio (di nove decimi, al 7%) che è stato dirottato in una crescita degli investimenti fissi lordi (+3,6% t/t), spiegata con ogni probabilità dalla corsa finale al Superbonus. **Le recenti dinamiche inflattive prospettano un rimbalzo del potere d'acquisto nel 1° trimestre,** atteso proseguire anche nei trimestri successivi. In ogni caso, a nostro avviso, **i consumatori aumenteranno le spese in misura meno che proporzionale rispetto al reddito, in modo da far risalire il tasso di risparmio verso la media pre-pandemica.**

La cautela dei consumatori si riflette nella debolezza delle vendite al dettaglio, in continuo rallentamento



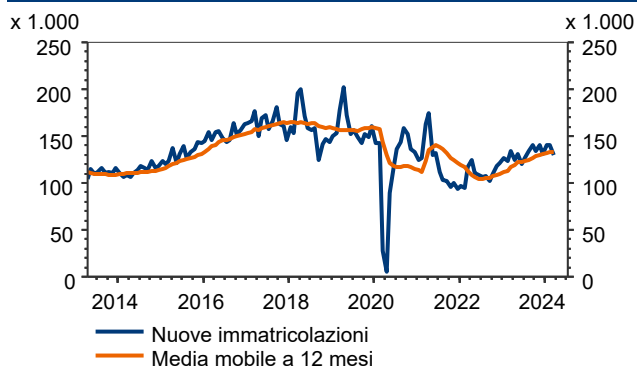
Nota: aree ombreggiate = recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

A marzo la flessione del morale dei consumatori è spiegata da un peggioramento della valutazione sulla situazione corrente



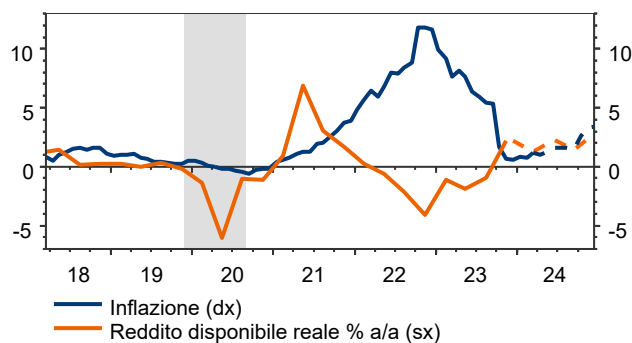
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Nel 2024 le immatricolazioni di auto potrebbero beneficiare del rinnovo degli ecoincentivi



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

Nei prossimi mesi il progressivo recupero del potere d'acquisto tornerà a sostenere i consumi privati



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

In moderata risalita il tasso di disoccupazione

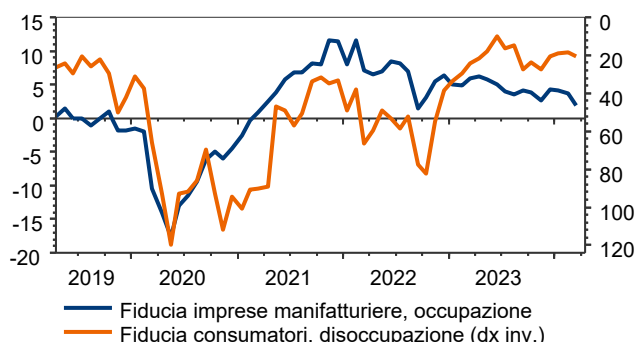
L'aumento del tasso di disoccupazione di due decimi al 7,5% a febbraio non pare preoccupante per due ragioni. In primo luogo, i dati mensili sono tipicamente volatili e quindi non necessariamente anticipatori di un più severo deterioramento nei mesi seguenti. In seconda battuta, l'incremento è spiegato da un **calo degli inattivi (-65 mila unità, -0,5% m/m) più ampio rispetto all'aumento degli occupati (+41 mila, +0,2% m/m)**; il tasso di occupazione è salito al 61,9%, solo un decimo al di sotto del massimo storico toccato a dicembre dello scorso anno. **La crescita degli occupati è stata guidata dalle assunzioni a tempo indeterminato (+142 mila)**, che hanno più che compensato il calo di dipendenti a termine (-76 mila) e autonomi (-26 mila). **Rispetto ad un anno prima il saldo rimane favorevole**: i disoccupati sono inferiori di 63 mila unità e gli inattivi di 239 mila rispetto a febbraio 2023, mentre gli occupati sono in crescita di 351 mila. Tuttavia, **il paragone con le altre principali economie europee**, nonostante i recenti progressi, **rimane sfavorevole** in quanto l'Italia continua a registrare tassi di occupazione e partecipazione ben inferiori a quelli della media dell'Eurozona. **Per i prossimi mesi manteniamo uno scenario ancora positivo**, in quanto la tenuta del ciclo, e il livello ancora espansivo delle intenzioni di assunzione delle imprese, rimangono compatibili con una crescita a cora positiva, seppure in rallentamento, degli occupati. **Il tasso di disoccupazione potrebbe tornare a calare a marzo; l'incremento che vediamo nei mesi successivi dovrebbe risultare contenuto**: ci aspettiamo che il tasso dei senza-lavoro resti inferiore all'8% nell'anno in corso.

Il tasso di disoccupazione risale a febbraio ma resta molto vicino ai minimi degli ultimi 15 anni



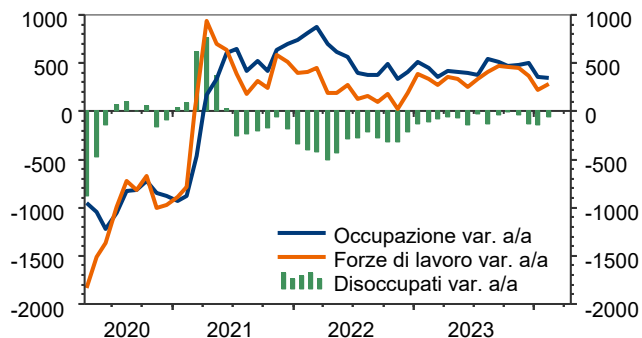
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Indagini di fiducia di famiglie e imprese ancora compatibili con una tenuta del mercato del lavoro



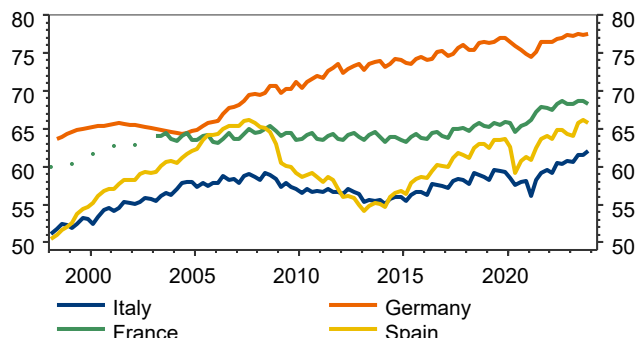
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il confronto rispetto a un anno fa rimane favorevole, con un aumento degli occupati superiore a quello delle forze di lavoro



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Nonostante i recenti progressi, il tasso di occupazione italiano rimane ben al di sotto di quello degli altri principali Paesi europei

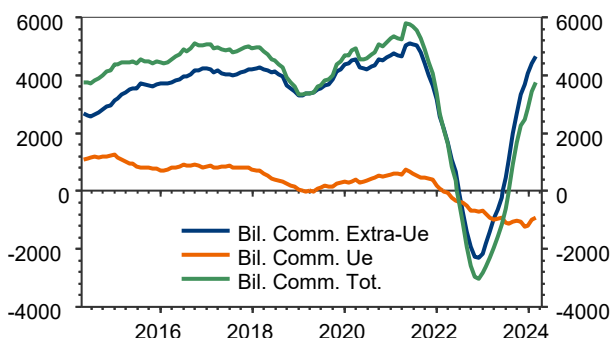


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Le esportazioni nette stanno contribuendo positivamente alla crescita del PIL

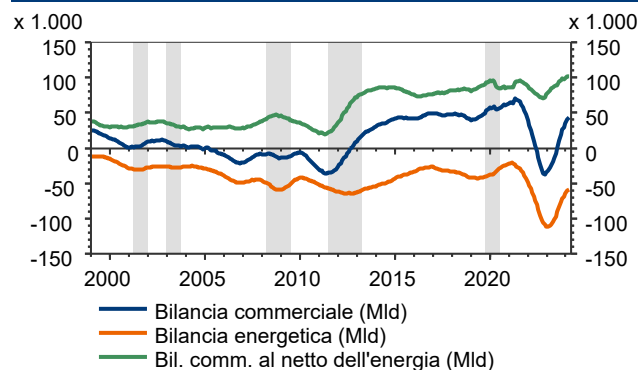
I dati sul commercio internazionale di febbraio hanno registrato, rispetto al mese precedente, un rimbalzo solo parziale delle importazioni (+5,1% m/m da -6,8% m/m), dopo due mesi di calo, a fronte di un recupero pieno per le esportazioni (+3,8% m/m da un precedente -3,1% m/m). L'incremento dell'export è trainato dai mercati extra-UE (+7,5% m/m), grazie anche a vendite ad elevato impatto di mezzi di navigazione marittima verso gli Stati Uniti, a fronte di una quasi stagnazione per la domanda dal resto dell'UE (+0,3% m/m). **In termini tendenziali le esportazioni sono in crescita di 1,7% in valore e 1,1% in volume, mentre le importazioni risultano in flessione di -6,1% in valore e in lieve aumento, di 0,7%, in volume.** Escludendo l'apporto della cantieristica navale verso gli Stati Uniti, sono state le esportazioni di macchinari, alimentari ed autoveicoli ad essere trainanti, mentre si registrano contrazioni tendenziali a doppia cifra per le vendite di articoli farmaceutici, metalli e pelletteria. A febbraio il saldo commerciale si è attestato a 6 mld di euro (da 2,1 mld un anno prima); il disavanzo energetico (-3,8 mld) si è ridimensionato rispetto ai -5,8 mld di febbraio 2023, mentre l'avanzo nell'interscambio di prodotti non energetici è migliorato a 9,8 mld da 7,9 mld nello stesso mese dell'anno precedente. Nel complesso, **le esportazioni nette dovrebbero contribuire positivamente al PIL sia nel 1° trimestre che nell'intero 2024.** Nei prossimi mesi ci aspettiamo che la ripartenza del ciclo globale, come suggerito dai primi segnali incoraggianti provenienti dagli indici PMI globali, possa sostenere in misura più vigorosa le vendite all'estero.

La debolezza del ciclo europeo e in particolare tedesco si riflette in un saldo verso il resto dell'UE ancora in disavanzo



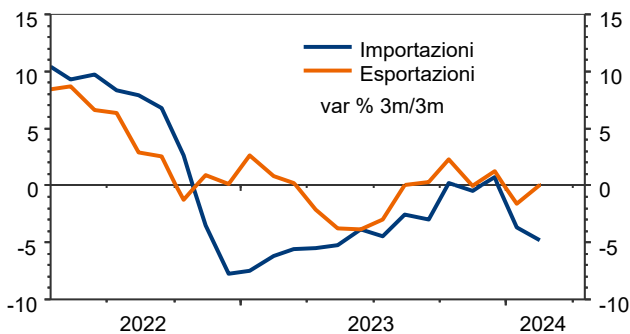
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Salda commerciali in miglioramento, ma il disavanzo energetico resta più ampio rispetto ai livelli precedenti alla crisi del gas



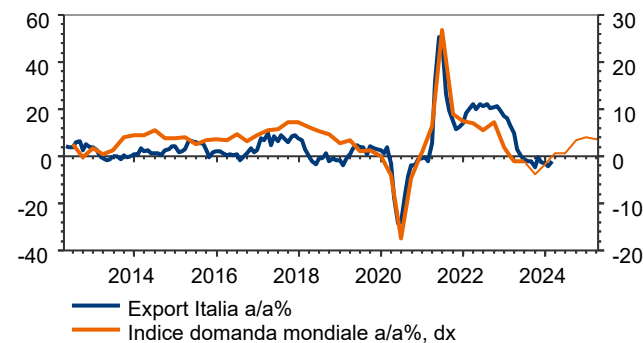
Nota: aree ombreggiate = recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I dati mensili sul commercio di beni sono compatibili con un apporto positivo delle esportazioni nette al PIL nel 1° trimestre



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La ripresa della domanda globale tornerà a sostenere le esportazioni nei prossimi mesi

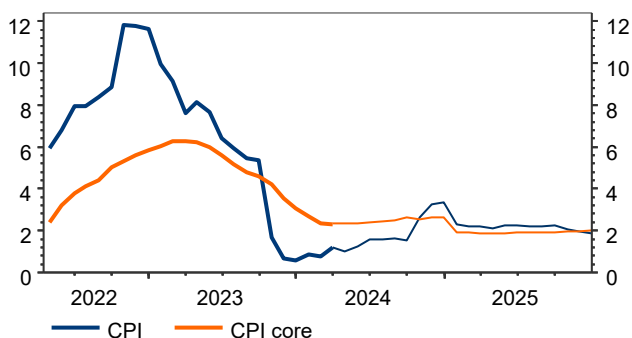


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

In lieve risalita l'inflazione, ma ancora su livelli inferiori alla media Eurozona

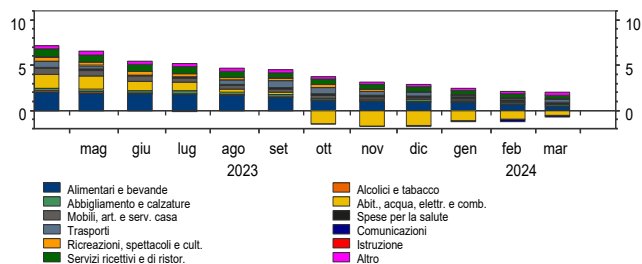
A marzo i prezzi al consumo sono risultati stagnanti sul NIC e sono saliti dell'1,2% m/m in base all'IPCA; la differenza, come di consueto in questo mese, è spiegata dalla fine dei saldi invernali, che vengono trattati in modo diverso nei due indici. **Sia la misura nazionale che quella armonizzata dell'inflazione sono salite all'1,2% a/a da un precedente 0,8%**. La salita si spiega con un effetto base meno favorevole sulla componente energetica. Tuttavia, anche **l'inflazione di fondo (al netto di alimentari freschi ed energia) si è stabilizzata al 2,3% a/a sul NIC** a causa dell'aumento dell'inflazione nei servizi di trasporto (4,5% a/a da 3,8% a/a). L'anticipo della Pasqua (i prezzi sono aumentati dell'1,5% m/m rispetto allo 0,9% m/m di un anno prima) potrebbe aver giocato un ruolo, e questo fattore dovrebbe invertirsi ad aprile. Sull'indice armonizzato, l'inflazione "core BCE" è invece scesa al 2,4% a/a dal 2,6% precedente. **L'inflazione ha registrato una marginale accelerazione nei servizi (3% a/a dal 2,9%), mentre è diminuita tra i beni industriali non energetici (1% a/a dall'1,2%) e gli alimentari (2,7% a/a dal 3,8% a/a)**. Nei prossimi mesi l'inflazione di beni industriali e alimentari processati dovrebbe continuare ad attenuarsi mentre i prezzi dei servizi sono destinati a rimanere la principale spinta al rialzo. Ad aprile, pressioni al rialzo verranno dai carburanti, che però dovrebbero essere compensate da ribassi vicini al 20% per le tariffe elettriche regolamentate. **Vediamo un'inflazione poco mossa nei prossimi mesi e in risalita nel 2° semestre, con un'accelerazione attesa attorno al 3% alla fine del 2024. Successivamente, ci aspettiamo che l'inflazione inizi a scendere gradualmente nel corso del 2025, stabilizzandosi al 2% nella seconda metà del prossimo anno.**

Inflazione in graduale risalita nei prossimi mesi fino a un picco intorno al 3% a fine 2024



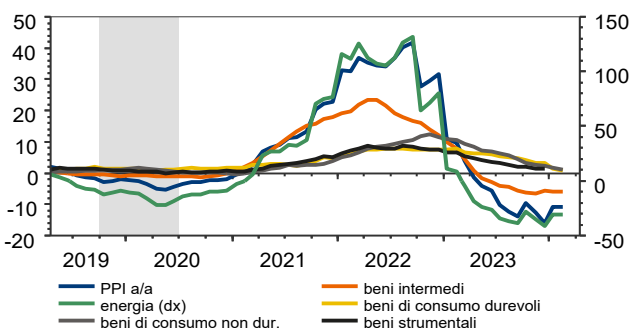
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

Si reduce l'apporto negativo della componente energetica sull'inflazione a marzo



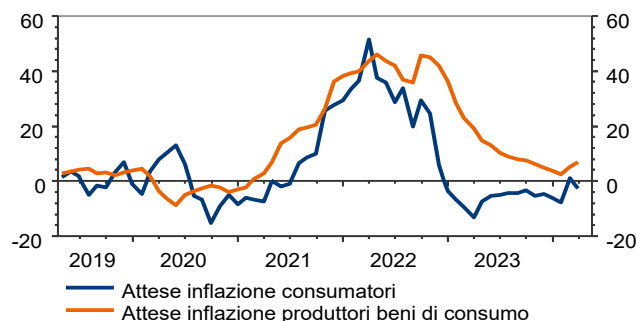
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I prezzi alla produzione sono coerenti con un'inflazione dei beni industriali in ulteriore moderazione nei prossimi mesi



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

Le attese d'inflazione di produttori e consumatori mostrano una risalita molto contenuta negli ultimi mesi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Tendenze del settore bancario

I prestiti continuano a ridursi al ritmo dei mesi precedenti

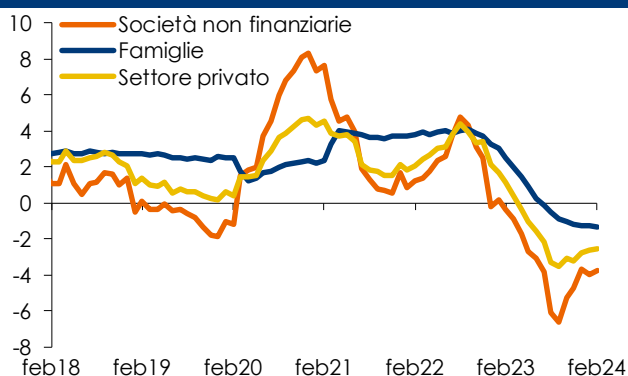
Anche il quadro di febbraio non ha fornito spunti particolari sulla dinamica dei prestiti, che continuano a essere in diminuzione, condizionati dal calo di domanda. L'aggregato dei prestiti a famiglie e imprese ha proseguito il 2024 nel segno della debolezza, riportando una riduzione del -2,5% a febbraio e del -2,6% a marzo secondo le anticipazioni ABI, lo stesso dato di gennaio. In dettaglio, i prestiti alle società non-finanziarie hanno registrato un calo del -3,8% a/a, in linea con il -4,0% di gennaio. I prestiti alle famiglie hanno continuato nella lenta riduzione al ritmo annuo costante di -1,3% nei tre mesi da dicembre a febbraio. Lo stock di mutui è rimasto in stallo. Le erogazioni di nuovi mutui hanno confermato un calo a due cifre (-14,6%), ma meno intenso rispetto al 2023. I flussi di mutui a tasso fisso, incluse le rinegoziazioni, sono rimasti in forte crescita, del 24% a/a, sebbene il ritmo sia più contenuto rispetto ai sette mesi precedenti.

Elisa Coletti

Come già osservato a gennaio, anche il quadro di febbraio non ha fornito spunti particolari sulle dinamiche creditizie, che restano condizionate dal calo di domanda. **Il complesso dei prestiti al settore privato ha continuato a segnare un trend in linea con i mesi precedenti**, vale a dire una contrazione moderata, del -2,5% a febbraio, seguito dal -2,7% a marzo secondo le anticipazioni ABI, variazioni poco diverse dal -2,6% di gennaio e -2,8% di fine 2023. Analogamente, **l'aggregato più ristretto dei prestiti a famiglie e imprese, dopo la risalita dai minimi del ciclo** (dal -3,7% di luglio 2023 fino al -2,4% di dicembre), **ha proseguito il 2024 nel segno della debolezza, riportando un calo del -2,5% a febbraio e stimato in -2,6% a marzo**, lo stesso dato di gennaio.

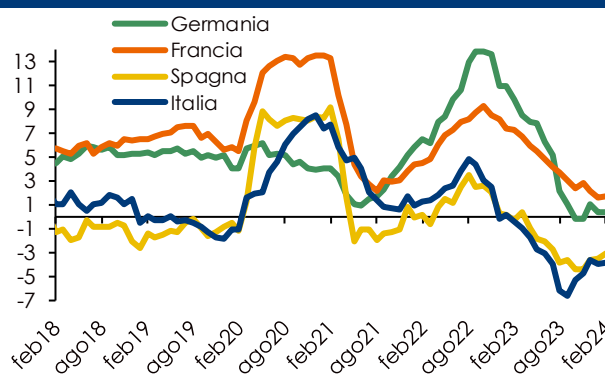
In particolare, **i prestiti alle società non-finanziarie a febbraio hanno registrato una contrazione del -3,8% a/a**, in linea con il -4,0% di gennaio. Nel confronto con le dinamiche segnate negli altri principali sistemi bancari europei, permane la polarizzazione tra i paesi che continuano a riportare un calo significativo dei prestiti alle società non-finanziarie (Italia e Spagna, circa allineati) e quelli che mostrano una miglior tenuta, pur avendo conosciuto anch'essi un forte rallentamento a seguito della restrizione monetaria. In dettaglio, in Germania si osservano variazioni appena sopra lo zero e in Francia una crescita contenuta (rispettivamente +0,4% a/a e +1,7% circa nei primi due mesi dell'anno). Nel complesso dell'area euro da settembre 2023 si è registrata una stagnazione (-0,1% in media nei sei mesi settembre 2023 – febbraio 2024).

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)

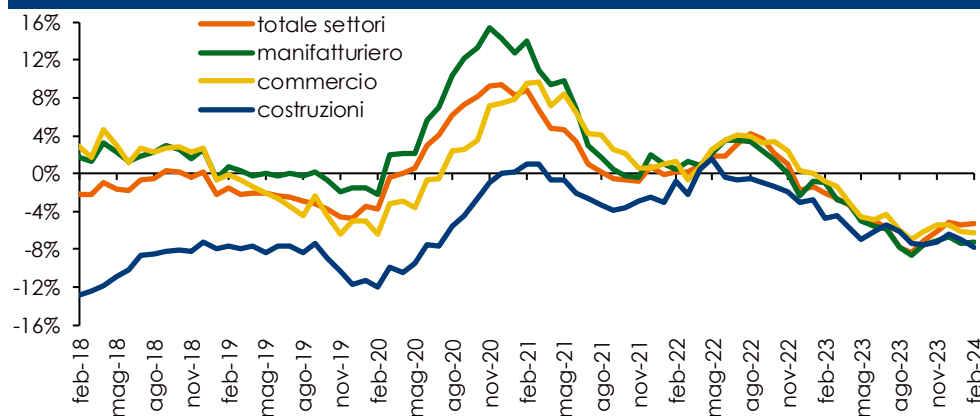


Fonte: BCE

I dati del **credito per macrosettori di attività economica** confermano il quadro generale. I **prestiti alle imprese manifatturiere continuano a registrare una flessione considerevole, del -7,2%** in linea con gennaio (-7,4% e -6,8% a dicembre 2023). Anche i prestiti al commercio si sono ridotti allo stesso ritmo di inizio anno (-6,3% a febbraio e -6,2% a gennaio). Diversamente, i prestiti alle

costruzioni hanno mostrato un peggioramento, riportando un calo del 7,8% a febbraio, il dato più negativo da metà 2020, dal -6,9% di gennaio.

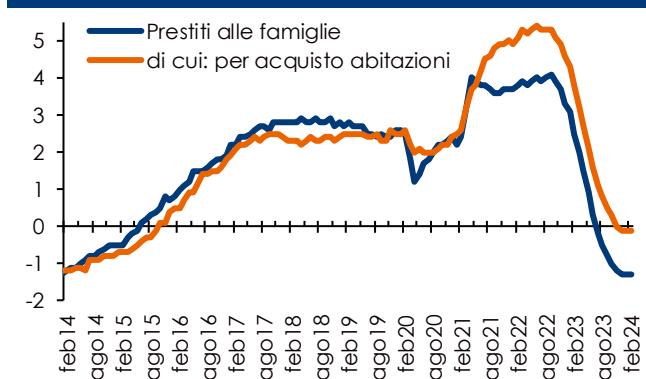
Prestiti vivi alle principali attività economiche, società non-finanziarie e famiglie produttrici (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

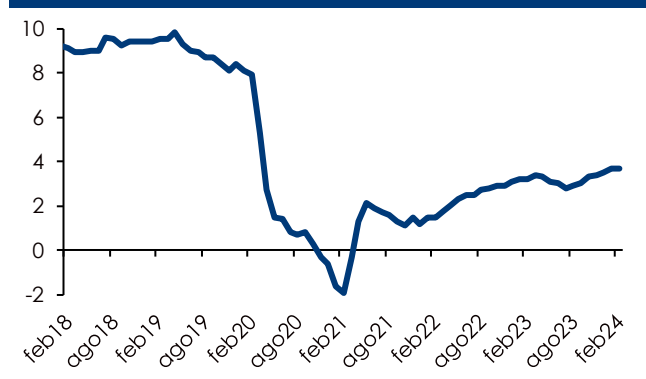
Per i prestiti alle famiglie, la fotografia delle dinamiche di febbraio riproduce esattamente quella di gennaio, confermando la lenta discesa dello stock al ritmo annuo costante di **-1,3% nei tre mesi da dicembre a febbraio**. In particolare, **i mutui sono rimasti in stallo** per il 4° mese consecutivo, con il -0,1% a/a. Anche **il credito al consumo, che invece continua a crescere, ha mantenuto un passo costante di +3,7%**, lo stesso di gennaio.

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)

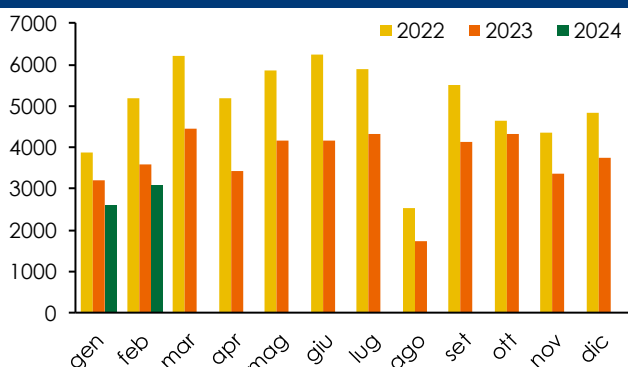


Fonte: BCE

I flussi di nuovi prestiti per acquisto abitazioni hanno confermato un calo meno intenso rispetto al 2023, ma comunque ancora a due cifre, del -14,6% dal -18,6% di gennaio e -22,6% di dicembre 2023.

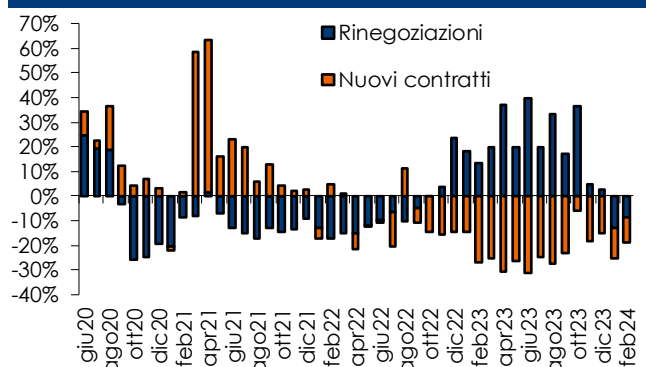
Anche per le rinegoziazioni, febbraio è rimasto all'insegna della debolezza, riportando un altro calo considerevole, del -29% dopo quello già forte di gennaio (-39%). Questa evoluzione risente di un effetto base, considerando che dodici mesi prima il volume delle rinegoziazioni era più che raddoppiato. A febbraio, le rinegoziazioni hanno rappresentato poco più di un quinto del totale delle operazioni (25,7% in linea con il 27% di gennaio, dal 34,8% 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 (%)

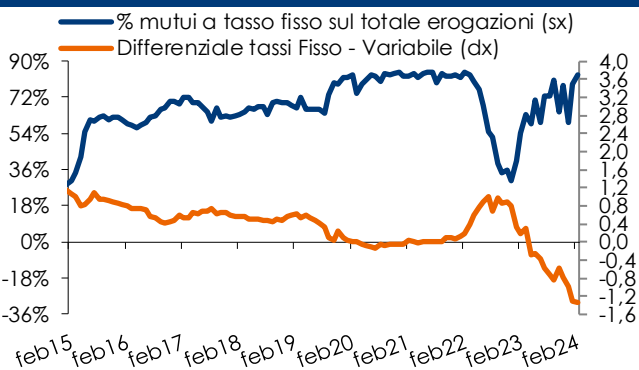


Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La **composizione delle erogazioni per tipo di tasso** continua a riflettere la preferenza per il tasso fisso, che a inizio anno si è ridotto significativamente, portandosi a 3,64%, a fronte di una sostanziale stabilità del tasso variabile sul livello del 5% (4,97%). Anche a febbraio, quindi, **il differenziale negativo tra tasso fisso e variabile è rimasto molto ampio, pari a -133pb da -131pb toccati a gennaio, su ampiezze mai viste prima** (-99pb a fine 2023).

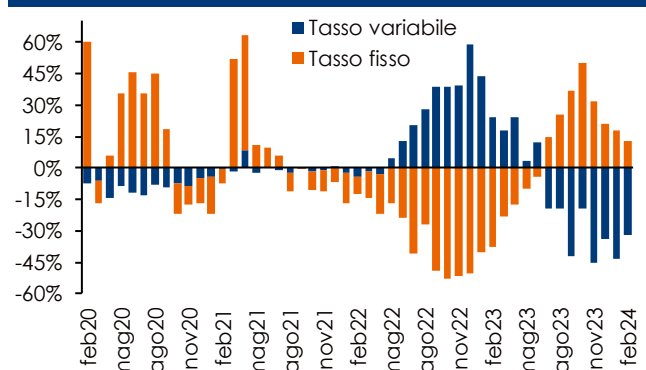
Di conseguenza, proseguendo nella tendenza del 2° semestre 2023, **le erogazioni a tasso fisso sono rimaste in forte crescita, del 24% anno su anno, sebbene tale variazione sia relativamente più contenuta rispetto a quanto registrato nei sette mesi precedenti** (+44% a gennaio, la voce include nuovi contratti, surroghe e sostituzioni). All'opposto, per l'ottavo mese consecutivo, a febbraio, **le operazioni a tasso variabile hanno riportato un calo notevole, del -70% a/a, in linea con gennaio. La quota di mutui a tasso fisso sul totale delle operazioni, già salita a 78% a gennaio, è aumentata a quasi 83% a febbraio**, un dato che non si vedeva dal 1° trimestre 2022 (64,5% medio nel 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

Depositi delle società non-finanziarie di nuovo in aumento da inizio 2024

Elisa Coletti

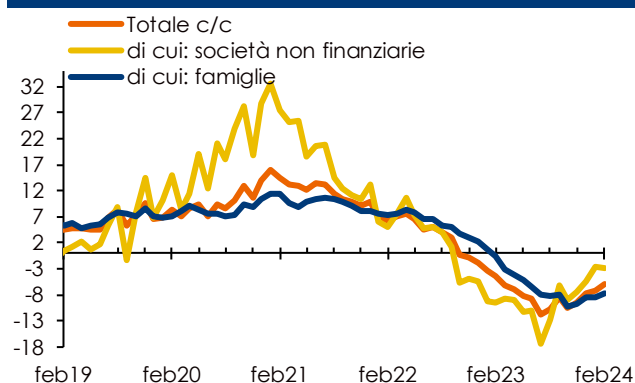
Il primo trimestre 2024 ha segnato il miglioramento del trend dei depositi e della raccolta complessiva da clientela. Febbraio ha visto un ulteriore rallentamento del calo dei depositi, proseguito a marzo secondo le anticipazioni ABI (-1,2% e -0,3% rispettivamente). Il miglioramento è particolarmente evidente nei depositi delle società non-finanziarie che a febbraio, con il +3,8% a/a, hanno confermato il ritorno alla crescita emerso a inizio anno. Accanto a ciò, è proseguita la robusta dinamica delle obbligazioni bancarie, con un aumento dello stock del 18% circa a febbraio e marzo. Pertanto, la raccolta totale da clientela risulta tornata in crescita, del +0,9% a febbraio dal +0,5% di gennaio, seguiti da un +1,7% a marzo secondo le anticipazioni ABI.

I dati di febbraio e le anticipazioni ABI per marzo confermano il progressivo **miglioramento dei trend dei depositi e della raccolta complessiva da clientela**. In dettaglio, febbraio ha visto un **ulteriore rallentamento del calo dei depositi a -1,2%** da -2,0% di gennaio, seguito a marzo da una variazione stimata quasi nulla (-0,3% fonte ABI). Il ritmo di uscita dalla fase negativa si conferma rapido, di quasi 1 punto percentuale al mese, dal -5,0% di ottobre a circa zero a marzo. L'andamento dell'aggregato dei depositi è il risultato della riallocazione in atto dai conti correnti, il cui calo è più moderato ma ancora consistente, a forme più remunerative, come i depositi a tempo, che proseguono nella crescita a due cifre.

Il miglioramento è particolarmente evidente nei **depositi delle società non-finanziarie che a febbraio, con il +3,8% a/a, hanno confermato il ritorno alla crescita emerso a inizio anno**, ma i segni di recupero erano già presenti nell'ultima parte del 2023, quando la variazione annua è stata in media piatta (-0,3 da settembre a fine 2023). Nel 1° bimestre 2024 il flusso netto negativo dai depositi delle società non-finanziarie è stato più contenuto¹ rispetto allo stesso periodo del 2023 (-29,6 miliardi da -46,9 miliardi rispettivamente).

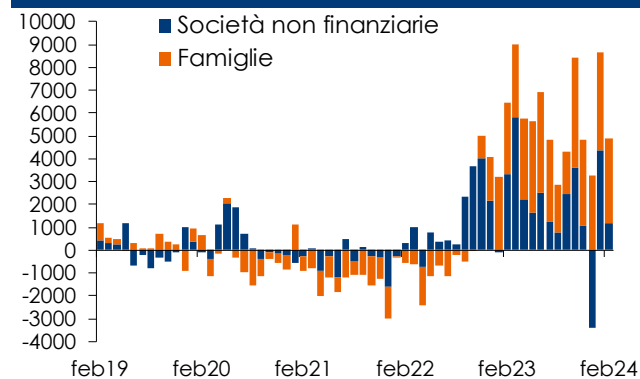
Miglioramenti si registrano anche dal lato delle famiglie, con un flusso positivo di 2,3 miliardi a febbraio che porta il bimestre a +1,6 miliardi rispetto a -10,2 miliardi nello stesso periodo del 2023. Il risultato è un'ulteriore attenuazione del calo al -2,4% a/a di febbraio (-3,1% a gennaio), dopo aver segnato la più forte contrazione della storia, a ottobre, del -5,1%.

Conti correnti (*) (var. % annua)



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

Flussi mensili di depositi con durata prestabilita (EUR mln)



Fonte: BCE

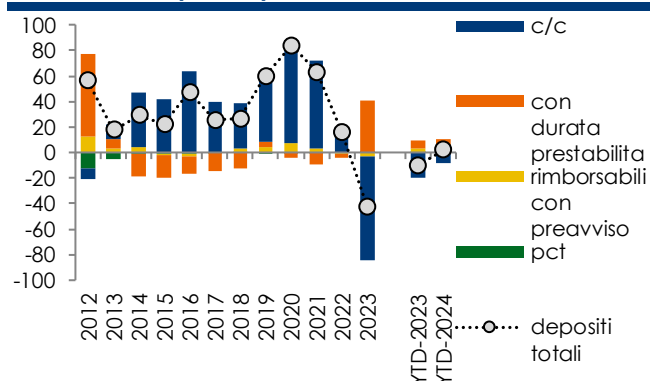
Con riguardo alle forme tecniche dei depositi, **il deflusso dai conti correnti a febbraio è stato il più contenuto degli ultimi due anni, pari a -2,4 miliardi**, dovuto principalmente ai quasi -2 miliardi usciti dai conti correnti delle società non-finanziarie. **Le variazioni percentuali annue sono rimaste negative, ma meno intense dei mesi precedenti**. Il complesso dei conti correnti si è ridotto del

¹ Il risultato del 1° bimestre 2024 risente del confronto con un inizio 2023 che aveva visto un deflusso stagionale molto forte dai depositi delle società non-finanziarie, di circa -48 miliardi, scesi a -29 a gennaio di quest'anno.

6,0% a/a a febbraio dal -7,1% di gennaio, dati che risentono del **calo ancora forte di quelli delle famiglie, pari a -7,6% da -8,5% di gennaio**. Diversamente, **i conti correnti delle società non-finanziarie hanno confermato il ritmo di contrazione più moderato emerso a gennaio**, con il -2,8%, circa dimezzato rispetto al -5,5% di fine 2023.

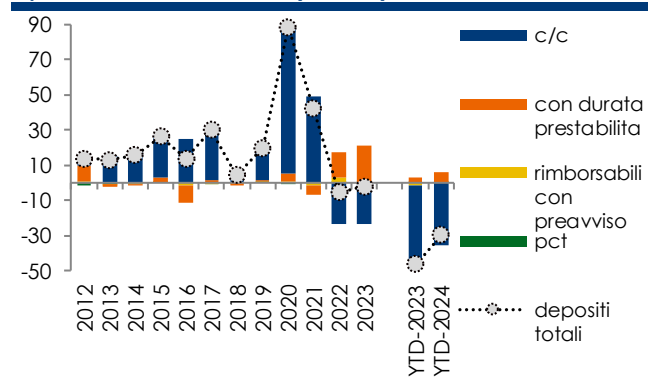
I depositi con durata prestabilita di famiglie e imprese hanno registrato un apporto di quasi 4,9 miliardi a febbraio, di cui **1,2 miliardi delle società non-finanziarie e 3,7 delle famiglie**. Gli stock sono in crescita di circa l'80% a/a: +78% per le società non-finanziarie e +85% per le famiglie.

Flussi netti verso i depositi delle famiglie, dati annui e primi due mesi del 2023-24 (EUR mld)



Fonte: BCE ed elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

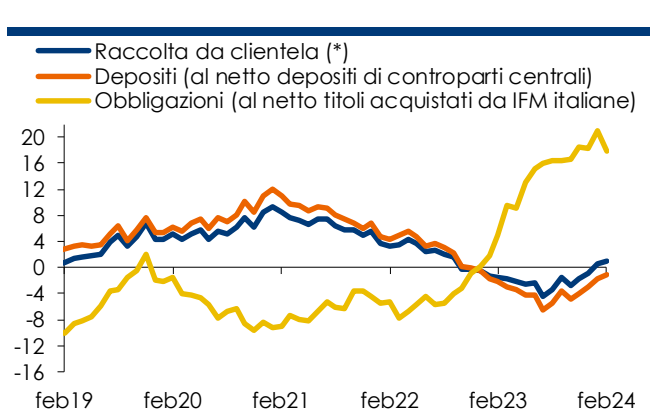
Flussi netti verso i depositi delle società non-finanziarie, dati annui e primi due mesi del 2023-24 (EUR mld)



Fonte: BCE ed elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

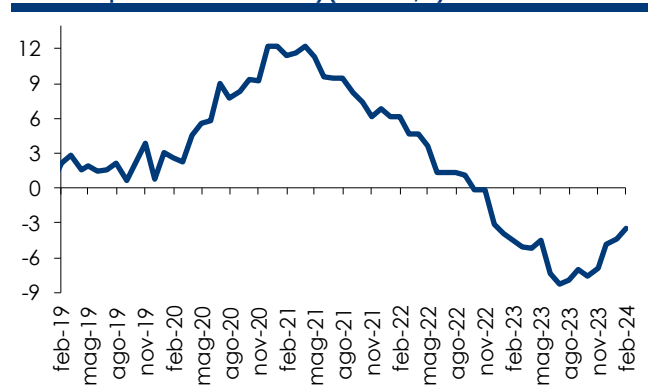
E' proseguita anche **la robusta dinamica delle obbligazioni** che, dopo aver toccato un massimo di +21% a gennaio, a febbraio hanno visto una crescita dello stock del 17,9%, un ritmo confermato a marzo, del +18,5% secondo le stime ABI, con un aumento mensile di oltre 6 miliardi. A seguito delle tendenze suddette, **la raccolta totale da clientela ha confermato il ritorno alla crescita, segnando un +0,9% a/a dal +0,5% di gennaio**. A marzo, la raccolta del sistema bancario risulta ancora in crescita, del +1,7% secondo le anticipazioni ABI. Includendo il rifinanziamento BCE e i depositi di non-residenti, **la raccolta complessiva resta tuttavia in calo**, sebbene via via più moderato, del -3,5% a febbraio dal -4,5% di gennaio. Tale andamento risente della riduzione del rifinanziamento BCE a seguito del rimborso delle TLTRO III. Diversamente, **i depositi di non-residenti sono rimasti in forte crescita, del +24% a febbraio, in linea con i due mesi precedenti**.

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

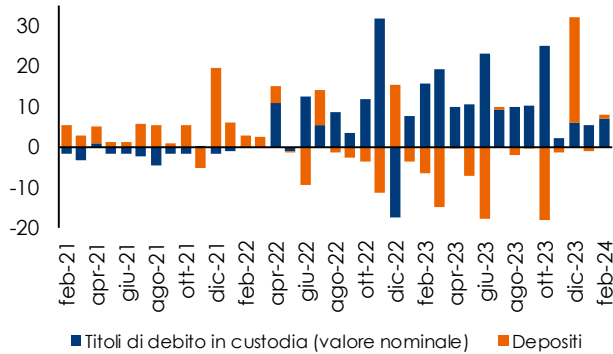
Tasso di variazione della raccolta totale (include il rifinanziamento BCE e i depositi di non-residenti) (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia

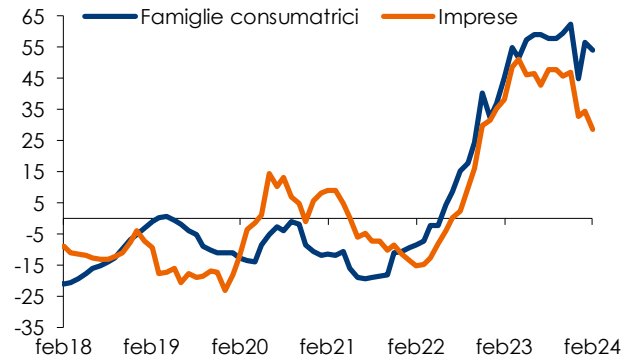
A inizio 2024 è proseguita la **ricomposizione dei portafogli dei risparmiatori, sebbene con minore intensità rispetto al 2023**. Anche a febbraio, infatti, i **titoli di debito delle famiglie consumatrici a custodia presso le banche sono risultati in aumento**, con una dinamica a due cifre molto forte, che però sembra accennare a una fase di rallentamento. In termini di volumi, a febbraio l'incremento mensile dei titoli di debito a custodia delle famiglie consumatrici è stato di 6,9 miliardi, maggiore rispetto ai circa 5,5 miliardi di gennaio.

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

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 da Research Department 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 Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Banking Research

Elisa Coletti (Responsabile)

elisa.coletti@intesasnpaolo.com

Valentina Dal Maso

valentina.dalmaso@intesasnpaolo.com

Carol Salvadori

maria.salvadori@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasnpaolo.com