



# La Bussola dell'Economia Italiana

**Research Department**

Maggio 2024



## La bussola dell'economia italiana

### Indice

#### L'evoluzione dello scenario congiunturale

Sorprende al rialzo la crescita a inizio 2024

Sintesi della previsione macroeconomica

Torna a calare la produzione industriale a marzo

Le indagini non anticipano ancora una ripartenza manifatturiera

Nelle costruzioni il sostegno offerto dal Superbonus è ormai esaurito

Sono ancora i servizi a trainare la ripresa

Ancora deboli i segnali di recupero per i consumi delle famiglie

La disoccupazione raggiunge un nuovo minimo da oltre 15 anni

L'export resta in calo ma il canale estero netto continua a sostenere il PIL

Torna a calare l'inflazione ad aprile

#### Tendenze del settore bancario

Prestiti ancora deboli

A marzo, eccezionale flusso di liquidità sui depositi di società non-finanziarie

### Maggio 2024

2

2

6

7

Nota Mensile

8

9

### Research Department

10

11

12

#### Paolo Mameli

Economista Macro Italia

14

#### Andrea Volpi

Economista Macro Italia

15

15

#### Elisa Coletti

Economista Banche

18

## L'evoluzione dello scenario congiunturale

### Sorprende al rialzo la crescita a inizio 2024

Il 2024 è iniziato con una crescita del PIL ancora superiore al previsto (0,3% t/t). Sulla base delle indagini di aprile, e dell'attesa correzione del settore delle costruzioni per via dell'esaurirsi della coda dei lavori finanziati dal Superbonus, vediamo un rallentamento su base congiunturale del PIL nel trimestre in corso, a 0,1% t/t. Tuttavia, lo shock inflazionistico è stato ormai "assorbito", e cominciano a emergere rischi al rialzo sulle nostre stime di crescita del PIL nel 2024-25.

Paolo Mameli

**Nel 1° trimestre 2024, il PIL è cresciuto ancora una volta più del previsto, dello 0,3% t/t**, rispetto allo 0,1% t/t del 4° trimestre 2023 (rivisto al ribasso da 0,2%). La variazione tendenziale del PIL si è attestata allo 0,6% a/a, circa in linea con i tre trimestri precedenti, e la crescita "acquisita" per il 2024 (in caso di stagnazione nei restanti trimestri dell'anno) è salita a 0,5% da un precedente 0,2%, suggerendo la presenza di **rischi al rialzo sulla nostra previsione di espansione del PIL annuale dello 0,7%**.

Secondo il comunicato stampa rilasciato dall'Istat, il valore aggiunto è cresciuto in tutti i principali settori. Tuttavia, **riteniamo che l'espansione del PIL sia stata trainata, dal lato dell'offerta, soprattutto dalle costruzioni** (per il terzo trimestre consecutivo): infatti, la produzione nel comparto è aumentata dell'1,5% t/t, dopo il 3,3% del 4° trimestre 2023 e il 3,6% del 3° trimestre 2023, ancora trainata (fino al mese di gennaio) dalla coda dei lavori da ultimare nell'ambito dei progetti finanziati dal Superbonus. Inoltre, **è tornato in positivo l'apporto dei servizi**, che, dopo l'onda lunga della ripresa post-pandemica proseguita sino al 1° trimestre 2023, avevano smesso di contribuire al PIL nel resto dello scorso anno. Viceversa, **il valore aggiunto si è con ogni probabilità contratto nell'industria in senso stretto**, come d'altronde accaduto per quasi tutti gli ultimi due anni.

**Dal lato della domanda, il contributo decisivo alla crescita è arrivato dalle esportazioni nette, ma in un contesto di probabile flessione di entrambi i flussi** commerciali (più accentuata per l'import che per l'export). **I consumi dovrebbero aver registrato un rimbalzo solo parziale**, dopo il calo a sorpresa (-1,4% t/t) visto a fine 2023. Infine, **gli investimenti dovrebbero aver rallentato rispetto ai ritmi molto sostenuti registrati nei tre mesi precedenti** (2,4% t/t), in quanto a una crescita ancora sostenuta della spesa in costruzioni si è verosimilmente accompagnata una flessione per gli altri investimenti.

**Nel trimestre corrente, ci aspettiamo un rallentamento del ritmo congiunturale di crescita del PIL, a 0,1% t/t: dal lato della formazione del valore aggiunto, il principale freno verrà dalle costruzioni**, per via dell'esaurirsi dei lavori finanziati da Superbonus (sostanzialmente fermo dal mese di aprile, in base ai dati ENEA), **in un contesto in cui difficilmente anche l'industria in senso stretto contribuirà alla crescita. Viceversa, dovrebbe proseguire l'espansione nei servizi**. Dal lato della domanda, **l'apporto dell'export netto è visto cambiare di segno per via di un recupero in corso per l'import; gli investimenti sono attesi in calo** in quanto alla debolezza della spesa in costruzioni potrebbe associarsi uno stallo sugli acquisti di macchinari dovuto all'attesa dei decreti attuativi degli incentivi del pacchetto "Transizione 5.0"; **i consumi dovrebbero mantenere un ritmo di marcia vicino a quello visto a inizio anno**.

In prospettiva, i segnali anticipatori giunti dalle indagini di fiducia di famiglie e imprese paiono coerenti con un prosieguo della fase di espansione, anche se le indicazioni dalle survey di aprile sono state meno incoraggianti rispetto al mese precedente. Più in generale, **lo shock energetico e inflazionistico pare in gran parte "assorbito", come visibile dal contro-shock sulle ragioni di scambio e dal recupero in atto del potere d'acquisto delle famiglie. Viceversa, le condizioni monetarie e finanziarie restano restrittive**, segnalando che l'effetto del rialzo dei tassi di interesse potrebbe essere non completamente esaurito (nelle nostre stime, il picco dell'impatto dovrebbe

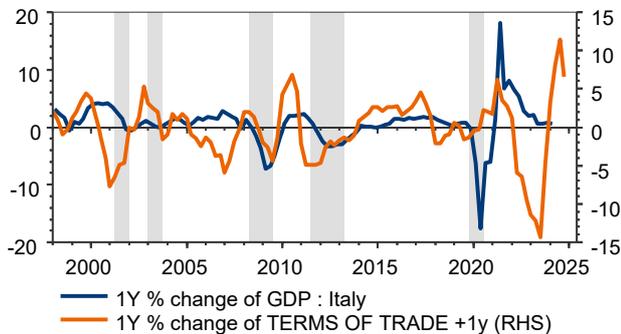
essere nel 1° semestre, ma la trasmissione potrebbe proseguire, sia pure con meno intensità, nel resto dell'anno). Tuttavia, il picco degli effetti potrebbe essere alle spalle, come si vede dall'inversione in corso sia della dinamica degli aggregati monetari su base reale, sia dell'indicatore proprietario di Intesa Sanpaolo sulle condizioni finanziarie in senso lato in Italia.

Soprattutto, con il passare del tempo, **al graduale ridursi degli effetti della stretta monetaria dovrebbe associarsi il rafforzamento dei tre fattori** che sono attesi gettare le basi per una accelerazione del PIL nel 2025 (stimiamo all'1,2% dallo 0,7% atteso quest'anno):

- **il recupero di potere d'acquisto delle famiglie**, atteso crescere dell'1,5% in media nel biennio 2024-25 (2,9% cumulato, dopo il -2,2% del 2022-23), anche se gli effetti sui consumi saranno limitati da una risalita del tasso di risparmio, stimiamo al 7,4% in media nel 2024-25 dopo il minimo storico di 6,3% toccato nel 2023;
- **la ripartenza del commercio mondiale**, di cui si vedono i primi segnali (la variazione annua dei volumi di import mondiale ha toccato un punto di minimo a settembre 2023, e da allora ha iniziato una lenta ripresa, attesa continuare nei prossimi trimestri);
- **l'accelerazione nei flussi di spesa effettiva finanziata dal PNRR**: sebbene non vi sia una rendicontazione ufficiale in merito per l'anno in corso, l'evidenza aneddotica relativa all'andamento dei bandi per le opere pubbliche degli enti locali induce a un maggior ottimismo sullo stato di implementazione dei lavori; in ogni caso, anche sotto ipotesi caute sulla spesa nel 2024 (30/40 miliardi, rispetto ai 50 miliardi l'anno teoricamente ancora da spendere nel triennio 2024-26), ne deriverebbe un impulso significativo al PIL, soprattutto perché aumenterebbe la quota di progetti nuovi rispetto a quelli già esistenti, e di opere infrastrutturali con moltiplicatore verosimilmente superiore a quello degli incentivi fiscali.

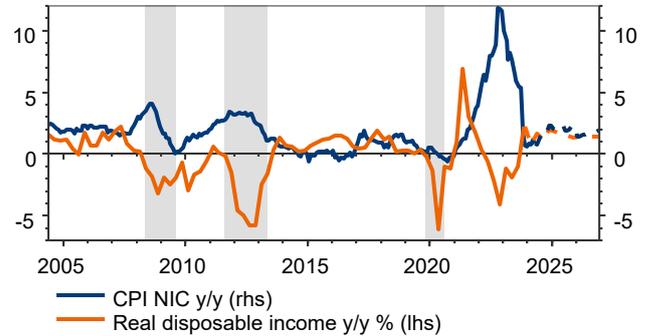
**Nel complesso, al momento sembrano sussistere dei rischi al rialzo sulla nostra previsione di crescita del PIL italiano nel 2024**, che (allo 0,7%) era superiore al consenso a inizio anno (quando la media dei previsori si collocava sotto lo 0,5%) ed è di recente divenuta più cauta rispetto alla media dei previsori (che si posiziona a 0,8% maggio, secondo la survey di Consensus Economics). Restiamo lievemente più ottimisti del consenso in merito al PIL atteso nel 2025 (1,2% vs. 1%).

**Fig. 1 – Lo shock sulle ragioni di scambio derivante dalla crisi del gas è stato riassorbito...**



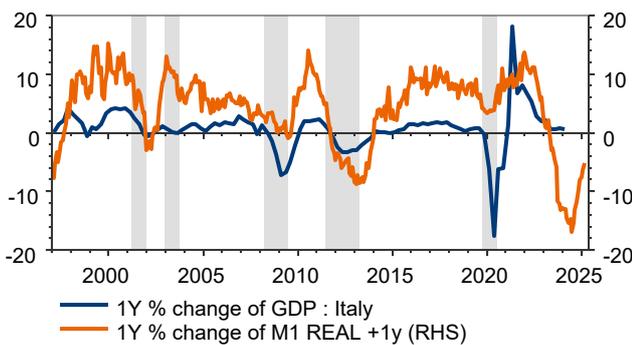
Nota: TERMS OF TRADE = differenza tra la crescita a/a del deflatore dell'export e la crescita a/a del deflatore dell'import. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 2 – ...favorendo un recupero del potere d'acquisto delle famiglie, atteso continuare nei prossimi trimestri**



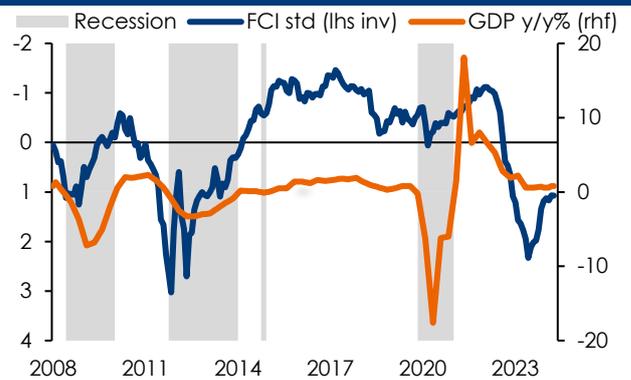
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 3 – Le condizioni monetarie restano restrittive, ma meno rispetto a qualche trimestre fa...**



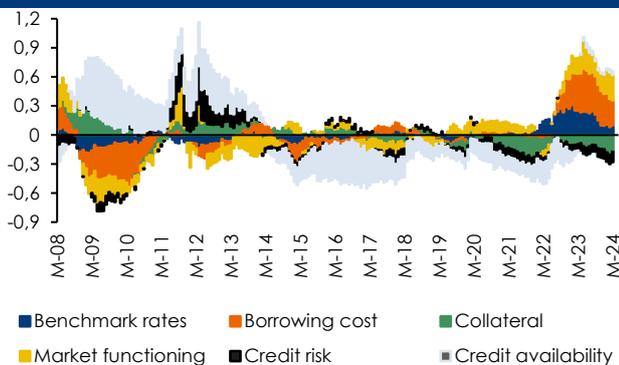
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE, Istat

**Fig. 4 – ...come confermato dall'indice di condizioni finanziarie in senso lato elaborato da Intesa Sanpaolo per l'Italia**



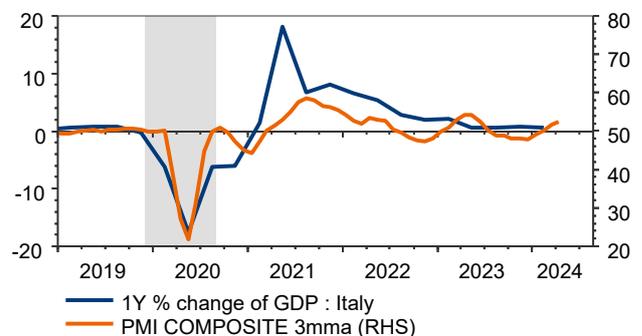
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su un ampio set di indicatori (che aggrega non solo indici di "stress di mercato" ma anche indicatori del costo e della disponibilità del credito; fonti: Istat, BCE, Banca d'Italia, Refinitiv-Datstream)

**Fig. 5 – In particolare, la minore restrizione è dovuta a un calo dei tassi di interesse sia sui titoli governativi che sui prestiti al settore privato**



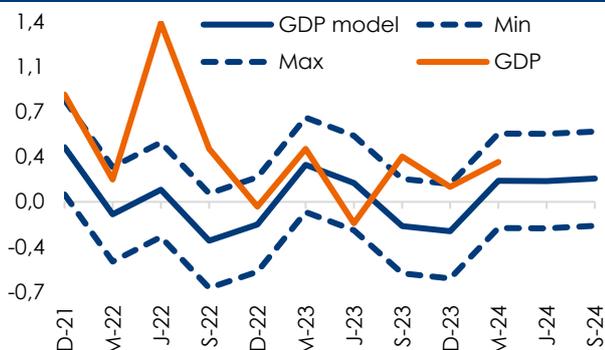
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su un ampio set di indicatori (che aggrega non solo indici di "stress di mercato" ma anche indicatori del costo e della disponibilità del credito; fonti: Istat, BCE, Banca d'Italia, Refinitiv-Datstream)

**Fig. 6 – Le indagini sono coerenti con un ulteriore recupero per la variazione annua del PIL**



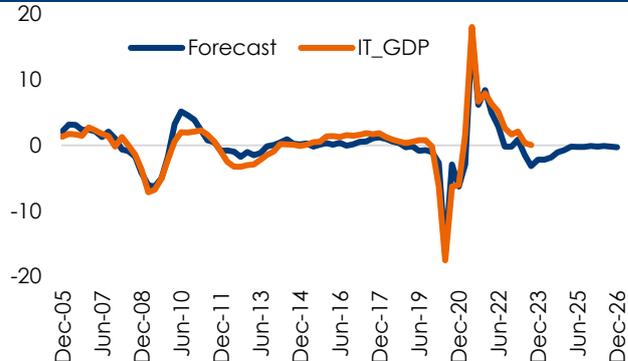
Fonte: Istat, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 7 – La variazione % effettiva del PIL si è collocata nei trimestri recenti nella parte superiore dell'intervallo di stima secondo un modello di "nowcasting"**



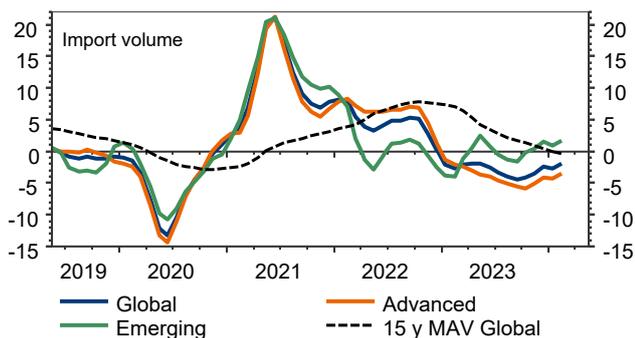
Nota: il modello di "nowcasting" stima la variazione trimestrale del PIL sulla base sia dei principali dati reali mensili sull'attività economica (produzione industriale, produzione nelle costruzioni, vendite al dettaglio) che degli indici di fiducia (il più correlato alla crescita del PIL t/t è il PMI composito).  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 8 – Un modello di medio termine, pur sottostimando significativamente la crescita a/a del PIL, mostra che il punto di minimo del ciclo potrebbe essere superato**



Nota: il modello stima la variazione annua del PIL italiano sulla base delle determinanti fondamentali di crescita (domanda mondiale rivolta verso l'Italia, prezzi delle materie prime energetiche, variabili di politica monetaria e politica fiscale); come variabili "ausiliarie" sono state utilizzate una proxy della mobilità durante la fase pandemica e il PMI servizi. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 9 – Il commercio mondiale sta mostrando segnali di inversione**



Nota: var. % a/a. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

**Fig. 10 – Negli ultimi mesi, le stime di consenso sulla crescita del PIL italiano nel 2024 sono risalite**



Fonte: Consensus Economics

## Sintesi della previsione macroeconomica

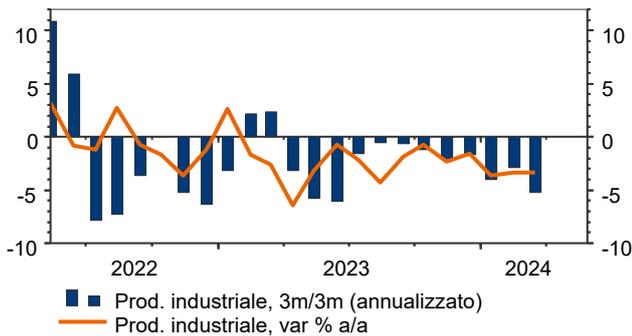
	2023	2024p	2025p	2023		2024				2025			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>PIL (prezzi costanti, a/a)</b>	<b>1.0</b>	0.7	1.2	<b>0.6</b>	<b>0.7</b>	0.6	0.8	0.6	0.9	1.0	1.2	1.3	1.2
- var.ne % t/t				<b>0.4</b>	<b>0.1</b>	0.3	0.1	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
Consumi delle famiglie	<b>1.2</b>	0.4	1.4	<b>0.7</b>	<b>-1.4</b>	0.5	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
Consumi pubblici	<b>1.2</b>	0.1	0.3	<b>0.1</b>	<b>0.7</b>	-0.5	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1
Investimenti fissi, di cui:	<b>4.9</b>	2.1	1.1	<b>0.7</b>	<b>2.4</b>	0.4	-0.6	-0.1	0.2	0.5	0.4	0.5	0.5
- in macchinari e altro	<b>4.1</b>	0.6	2.9	<b>-1.1</b>	<b>1.2</b>	-0.5	0.0	0.7	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
- in mezzi di trasporto	<b>23.4</b>	4.5	2.2	<b>7.5</b>	<b>0.6</b>	-1.5	0.8	0.8	0.7	0.4	0.4	0.5	0.5
- in costruzioni	<b>3.5</b>	3.1	-0.6	<b>1.5</b>	<b>3.8</b>	1.5	-1.3	-1.0	-0.5	0.2	0.2	0.3	0.4
Esportazioni	<b>0.5</b>	0.5	2.7	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	-1.4	0.2	0.6	0.8	0.8	0.6	0.6	0.5
Importazioni	<b>-0.2</b>	-1.4	2.6	<b>-1.9</b>	<b>0.2</b>	-2.2	1.2	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>Contributo % al PIL</b>													
Commercio estero	<b>0.2</b>	0.6	0.1	<b>1.0</b>	<b>0.3</b>	0.2	-0.3	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Domanda finale interna	<b>2.0</b>	0.7	1.1	<b>0.6</b>	<b>-0.2</b>	0.3	0.0	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
Var. scorte	<b>-1.2</b>	-0.6	0.0	<b>-1.3</b>	<b>-0.1</b>	-0.2	0.3	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Attività produttiva</b>													
Produzione industriale	<b>-2.1</b>	-2.0	1.4	<b>-0.2</b>	<b>-0.4</b>	-1.3	-0.1	0.2	0.3	0.5	0.4	0.5	0.1
<b>Prezzi, salari e redditi</b>													
Prezzi al consumo (a/a)	<b>5.6</b>	1.4	2.1	<b>5.6</b>	<b>1.0</b>	0.9	0.9	1.5	2.1	2.0	2.3	1.9	2.2
- escl. alimentari, energia (a/a)	<b>5.1</b>	2.3	1.9	<b>4.8</b>	<b>3.6</b>	2.5	2.1	2.3	2.3	1.8	1.9	1.9	2.0
PPI (a/a)	<b>-5.6</b>	-5.3	-1.0	<b>-12.2</b>	<b>-12.8</b>	-10.4	-5.4	-2.9	-1.9	-1.2	-1.0	-0.8	-0.8
Disoccupazione (%)	<b>7.7</b>	7.5	7.8	<b>7.6</b>	<b>7.5</b>	7.3	7.3	7.5	7.7	7.8	7.8	7.8	7.8
Occupati totali	<b>2.0</b>	1.2	0.6	<b>0.3</b>	<b>0.6</b>	0.2	0.3	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2
Salari contrattuali	<b>2.9</b>	2.5	2.2										
Reddito disponibile reale	<b>-0.5</b>	1.4	1.6										
Tasso di risparmio (%)	<b>6.3</b>	7.3	7.5										
<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>7.4</b>	4.3	3.9										
Debito (% Pil)	<b>137.3</b>	138.4	140.8										
<b>Variabili finanziarie</b>													
3-mths Euribor	<b>3.94</b>	3.21	2.53	<b>3.88</b>	<b>3.94</b>	3.92	3.69	3.50	3.21	2.70	2.46	2.52	2.53
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 marzo

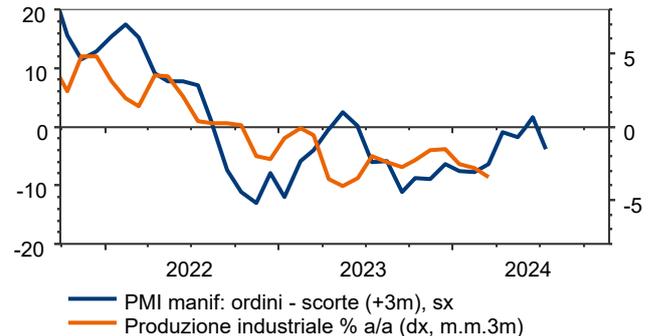
La produzione industriale italiana è tornata a calare a sorpresa a marzo, di **-0,5% m/m (-3,5% a/a)**, dopo la stabilità di febbraio (dato rivisto al ribasso di un decimo) e l'ampio calo di gennaio (-1,5% m/m). Nel mese la flessione è generalizzata: si salva solo l'energia, che rimbalza di +1,7% m/m dopo il -2,5% m/m di febbraio. I beni intermedi risultano poco variati per il terzo mese di fila. La contrazione è particolarmente ampia per i beni capitali (-3,8% da 3,4% m/m) e per i beni di consumo durevoli (-2,4% da 0,6% m/m). Tutti i macro-gruppo sono in calo su base annua con la sola eccezione dell'energia, poco variata. Lo spaccato per settore mostra che la contrazione congiunturale nel mese è ancora più ampia per il solo settore manifatturiero (-1% m/m). La mancata ripartenza della produzione industriale, in particolare nel comparto dei beni strumentali oltre che alla debolezza del commercio internazionale, potrebbe essere dovuta anche allo stallo in tema di incentivi del pacchetto "Transizione 5.0", per i quali manca ancora il decreto attuativo, e sono emersi vincoli più stringenti di quanto si pensava inizialmente. Per i beni di consumo durevoli, potrebbe aver pesato anche il ritardo nello stanziamento degli incentivi per il settore auto. In tal senso, è attesa una maggiore dinamica una volta che i nuovi incentivi saranno in vigore. Infine, non è da escludersi che la flessione di marzo, come negli altri paesi, sia in parte attribuibile alla Pasqua "bassa" ed è perciò probabile un rimbalzo ad aprile. **La produzione industriale è calata di -1,3% t/t a inizio 2024, e la debole chiusura di trimestre fa sì che l'output sia in rotta per un'ulteriore flessione (-0,3% t/t) nel trimestre in corso.**

#### L'industria ha pesato sul PIL a inizio 2024, permane un freno (ma di entità minore) sul trimestre in corso



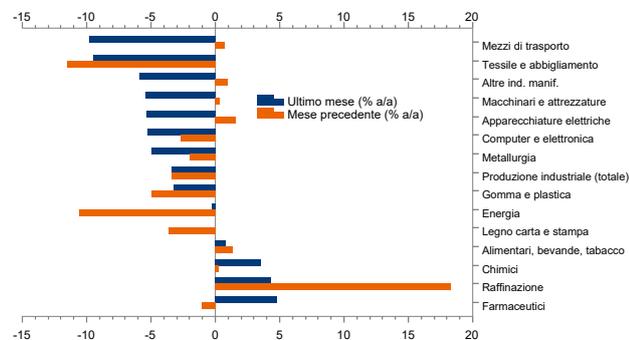
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### L'indicatore ordini-scorte suggerisce che il minimo potrebbe essere stato superato ma è ancora presto per una ripresa



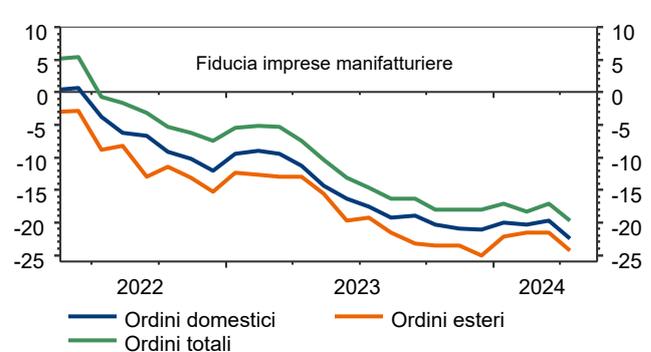
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

#### La maggior parte dei settori industriali è in rosso in termini di variazione annua della produzione, con poche eccezioni



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Le indagini sugli ordini ancora stentano a mostrare segnali di ripartenza della domanda

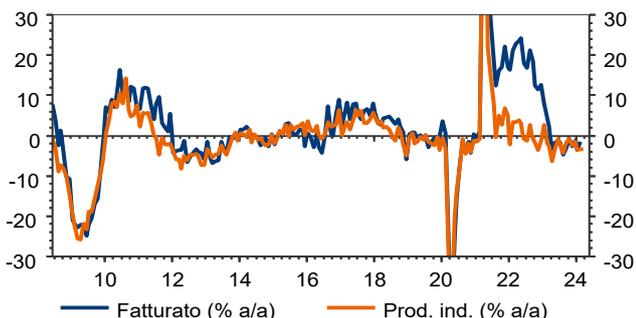


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Le indagini non anticipano ancora una ripartenza manifatturiera

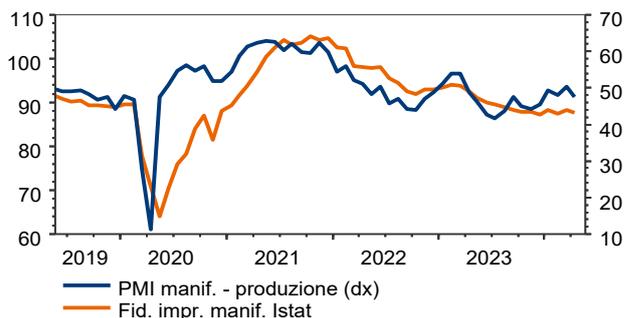
Le indagini manifatturiere, che erano migliorate a marzo, sono tornate a flettere ad aprile, segnalando che **l'industria in senso stretto dovrebbe continuare a pesare sul valore aggiunto almeno nel trimestre primaverile (se non oltre)**. L'indice di **fiducia manifatturiera Istat** è diminuito a 87,6 dopo la risalita a sorpresa a 88,4 di marzo, tornando in sostanza in linea con i livelli medi degli ultimi sei mesi (molto vicini ai minimi dal 2020). La flessione è diffusa e riguarda sia le valutazioni correnti che le aspettative, sia sugli ordini che sulla produzione: gli ordinativi correnti, e l'output sia attuale che atteso, sono vicini ai minimi dal 2020. Peggiorano anche le attese sull'economia, mentre si registra un sorprendente recupero delle intenzioni di assunzione, dopo la frenata vista nei mesi precedenti. Il peggioramento del morale è attenuato dal rallentamento, per il quarto mese di fila, dei giudizi sulle scorte di magazzino, che, pur rimanendo superiori alla media storica, frenano ai minimi da quasi due anni. La flessione del morale è guidata dai produttori di beni intermedi e strumentali, mentre è risultata poco variata la fiducia delle aziende produttrici di beni di consumo. Anche il **PMI manifatturiero**, che a marzo era risalito al di sopra della soglia d'invarianza per la prima volta in un anno, è tornato a scendere ad aprile, portandosi a 47,3 da 50,4 precedente, con una contrazione sia per produzione che ordinativi. Peggiorano ulteriormente anche gli acquisti di beni intermedi, con le imprese che non segnalano ancora attese di ripartenza della domanda. In sintesi, al momento **le indagini manifatturiere non mostrano una chiara tendenza discendente, ma allo stesso tempo non presentano ancora chiari segnali di ripartenza che riteniamo non si materializzeranno prima di metà 2024.**

#### Fatturato e produzione industriale ancora in calo rispetto a un anno prima



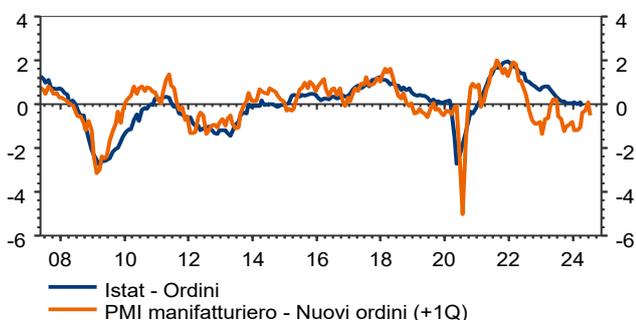
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Le indagini avevano dato segnali meno negativi sino a marzo, ma il mese di aprile ha fatto segnare una battuta d'arresto



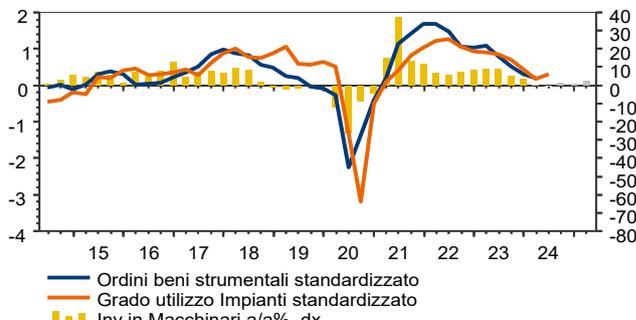
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

#### Sia i PMI che le indagini Istat mostrano un quadro univoco di debolezza degli ordini



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

#### Nel 2° trimestre le imprese si aspettano un lieve aumento dell'utilizzo di capacità produttiva, che peraltro resta su livelli bassi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Nelle costruzioni il sostegno offerto dal Superbonus è ormai esaurito

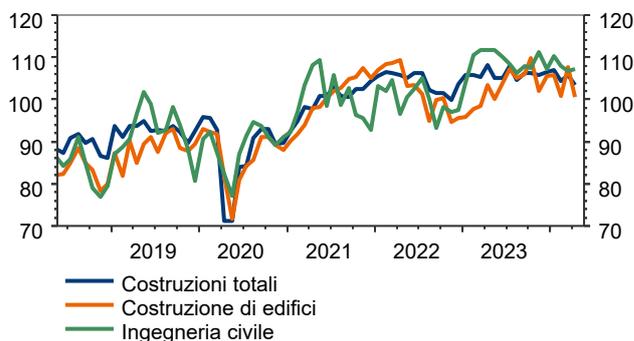
Come già accaduto a fine 2023, anche nel 1° trimestre 2024 le costruzioni dovrebbero aver contribuito positivamente alla crescita del valore aggiunto. I dati mensili sulla produzione nel settore evidenziano però come l'espansione di inizio anno sia quasi esclusivamente dovuta a un'eredità statistica molto favorevole: **dopo quattro mesi di espansione (+7% cumulato), l'output è calato per due mesi consecutivi** registrando un -3% m/m a febbraio e un -1,9% m/m a marzo. Il dato positivo dei mesi precedenti è spiegato dalla corsa al completamento dei lavori finanziati dal Superbonus; nei prossimi mesi, per via della stretta sugli incentivi, la produzione è attesa rimanere debole, e **il valore aggiunto nel settore dovrebbe tornare a contrarsi a partire dal trimestre primaverile**. Ad aprile il ricorso al Superbonus si è praticamente azzerato, e i lavori da ultimare sono pressoché esauriti; inoltre, i dati su domanda di mutui e permessi di costruzione non sono ancora coerenti con una ripartenza nel breve termine. È infatti a nostro avviso prematuro ritenere che il calo dei tassi sui mutui si traduca in una più decisa ripartenza della domanda di nuove abitazioni, che potrebbe non materializzarsi prima del 2025. **Ad aprile la fiducia delle imprese del settore delle costruzioni è, infatti, calata a 103,4 da un precedente 105,7: si tratta di un minimo da novembre 2022**, sia pure ancora al di sopra della media storica. Pensiamo che gli investimenti in costruzioni possano contrarsi nel resto dell'anno; una tenuta del comparto non residenziale grazie all'accelerazione dei lavori infrastrutturali previsti dal PNRR potrebbe compensare la correzione già in corso nel comparto residenziale, ma l'effetto netto sul settore dovrebbe almeno nel breve termine risultare negativo.

**Dopo aver sostenuto la crescita tra fine 2023 e inizio 2024, le costruzioni hanno cominciato ad indebolirsi (e tale tendenza dovrebbe continuare nei prossimi mesi)**



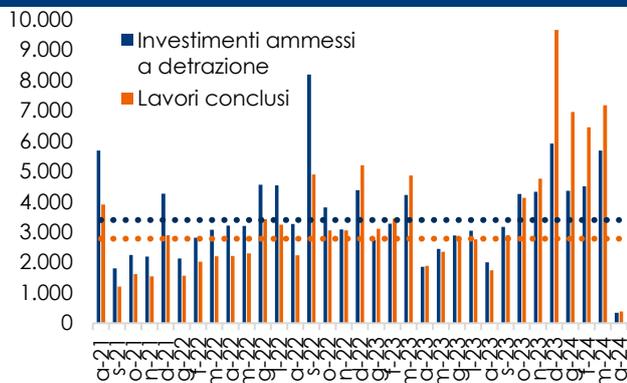
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

**Il morale dei costruttori ad aprile è sceso ai minimi da un anno e mezzo, pur restando sopra la media storica**



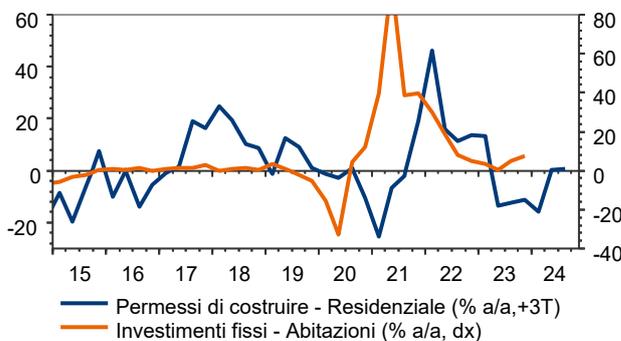
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

**Ad aprile il ricorso al Superbonus si è pressoché azzerato**



Fonte: Intesa Sanpaolo, ENEA

**La costruzione di nuovi immobili residenziali è attesa rimanere debole nei prossimi mesi**

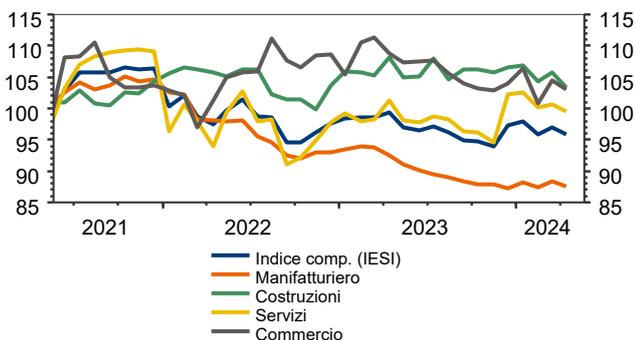


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Sono ancora i servizi a trainare la ripresa

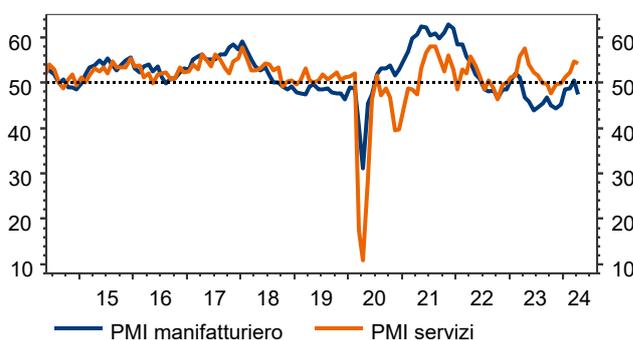
In un contesto di recessione manifatturiera e di esaurimento del sostegno fiscale per le costruzioni, sono i servizi a trainare la crescita economica. I segnali provenienti dalle indagini di fiducia sono compatibili con un contributo positivo del terziario alla crescita del valore aggiunto anche nel trimestre in corso. **Ad aprile sia i PMI che le indagini Istat hanno registrato una correzione del morale, ma sono rimasti su livelli superiori alla media storica, non segnalando un'inversione della tendenza espansiva degli ultimi mesi.** Il PMI servizi è sceso marginalmente a 54,3 da 54,6 di marzo per via di una decelerazione del ritmo di crescita dei nuovi ordini mentre le aspettative hanno toccato un massimo da febbraio 2022 e le intenzioni di assunzione hanno riguadagnato spinta. Un po' meno favorevole il quadro dipinto dalle **indagini Istat**, secondo cui il morale delle imprese è diminuita a 99,5 ad aprile da 100,7 di marzo (e dal picco di 102,5 – un massimo da oltre un anno e mezzo – toccato lo scorso gennaio). **Il volume di fatturato nei servizi è risultato stagnante a febbraio, dopo il rimbalzo di 1,6% m/m del mese precedente.** Il dato risente di un calo delle vendite per attività professionali, agenzie di viaggio e commercio, a fronte di progressi ancora apprezzabili in tutti gli altri comparti. La variazione tendenziale corretta per i giorni lavorativi ha registrato un'espansione del 4%, in accelerazione dal 3,7% di gennaio, confermando una tendenza ancora solida per l'attività nel settore. Grazie a un effetto confronto particolarmente favorevole rispetto ai due mesi finali dell'anno, **il fatturato nel settore potrebbe essere cresciuto di circa l'1% t/t nel 1° trimestre; ci aspettiamo un'espansione anche durante la primavera.**

#### In flessione ad aprile gli indici di fiducia delle imprese, in tutti i macro-settori



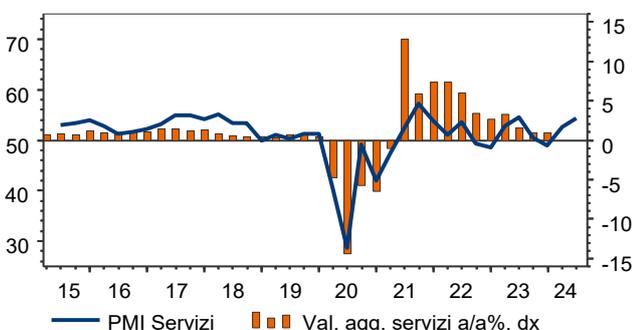
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Torna ad ampliarsi la divergenza tra manifattura in recessione e servizi in espansione



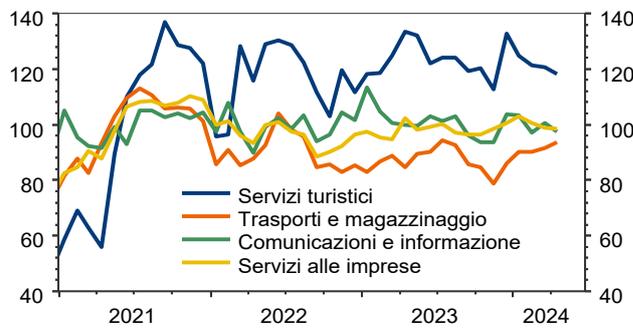
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

#### La recente tendenza del PMI servizi anticipa una riaccelerazione del valore aggiunto nel settore nei prossimi mesi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

#### Il morale delle imprese dei servizi sta risalendo nel settore del trasporto e magazzinaggio (che era stato affossato dalla crisi energetica)

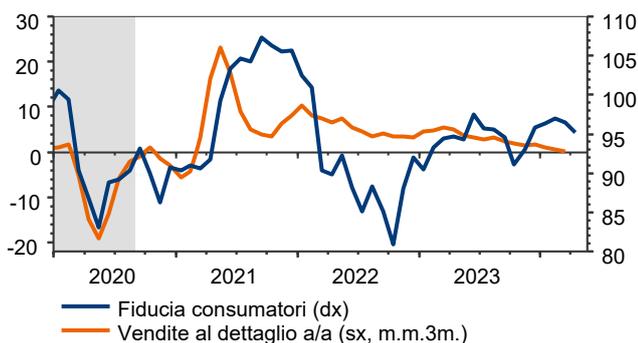


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Ancora deboli i segnali di recupero per i consumi delle famiglie

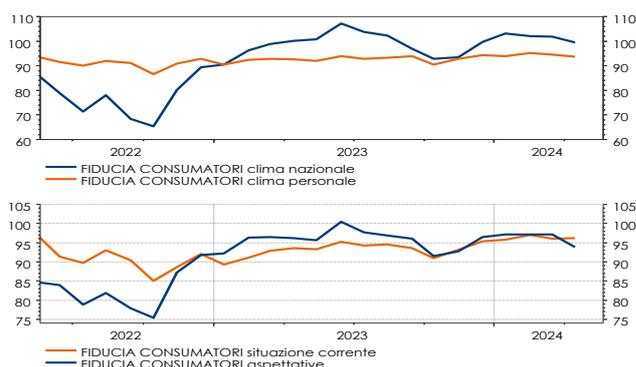
Dopo il calo più ampio del previsto registrato a fine 2023, i consumi privati dovrebbero essere tornati a crescere nel 1° trimestre dell'anno, verosimilmente trainati dai servizi a fronte di un calo per gli acquisti di beni. Nei primi tre mesi del 2024 il volume delle vendite al dettaglio si è, infatti, contratto per il settimo trimestre consecutivo, ampliando anzi la flessione a -0,4% t/t da un precedente -0,1% t/t; più lieve la correzione espressa in valore (-0,1% t/t da +0,1% t/t del trimestre precedente). Al momento i dati mensili sulle vendite al dettaglio non mostrano ancora chiari segnali di recupero, a marzo gli acquisti sono tornati a calare in volume (-0,1% m/m da 0,2%) e sono risultati stagnanti in valore. La fiducia dei consumatori è diminuita (per il secondo mese) ad aprile, a 95,2 da 96,5: il deterioramento è dovuto alle aspettative per il futuro, mentre le valutazioni sulla situazione corrente sono migliorate lievemente; sono peggiorati all'incirca in egual misura sia la condizione personale degli intervistati che il clima nazionale. I timori di disoccupazione sono risaliti per il secondo mese, portandosi ai massimi da sei mesi (pur rimanendo su livelli inferiori alla media storica). Si deteriorano significativamente le attese sia sulla situazione finanziaria delle famiglie che sulle possibilità di risparmio per il futuro. Rallentano in misura tangibile i giudizi sull'inflazione corrente (ai minimi da due anni), ma risalgono, dopo il calo di marzo, le attese sull'inflazione futura. In sintesi: la domanda di servizi sembra tenere ma, in presenza di pochi segnali di riaccelerazione per i beni, ci aspettiamo una dinamica dei consumi ancora fiacca nel trimestre in corso.

#### Le vendite al dettaglio non mostrano ancora chiari segnali di ripresa; torna a calare la fiducia dei consumatori



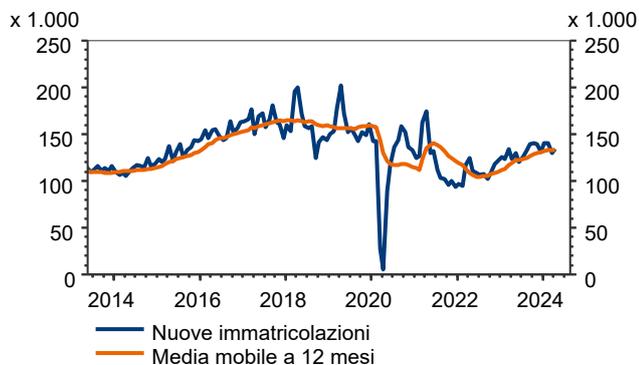
Nota: aree ombreggiate = recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Ad aprile migliorano lievemente le valutazioni delle famiglie sulla situazione corrente, peggiorano invece le aspettative



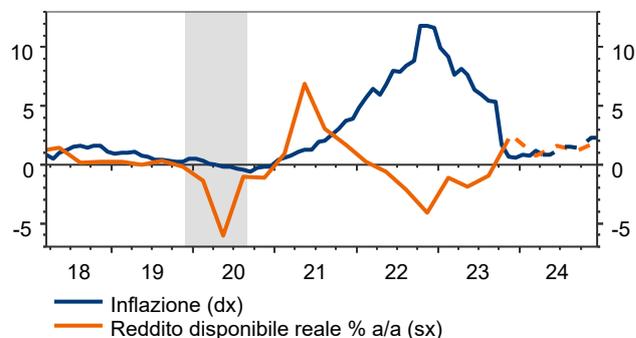
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Le immatricolazioni di auto restano su un trend di modesto recupero, pesano i ritardi nello stanziamento degli incentivi fiscali



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

#### Il recupero del potere d'acquisto perduto negli anni scorsi rimane la condizione necessaria per una ripresa dei consumi



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

### La disoccupazione raggiunge un nuovo minimo da oltre 15 anni

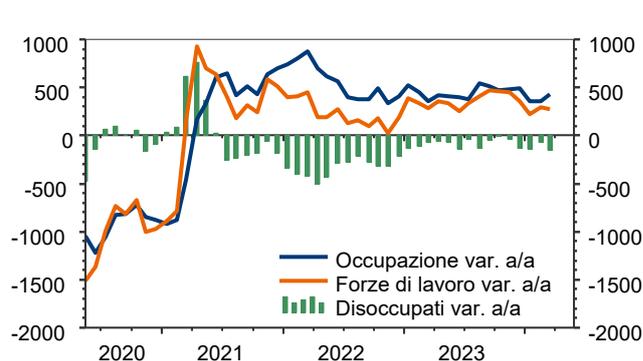
Dopo l'aumento di febbraio, il tasso di disoccupazione è tornato a scendere in marzo, toccando un nuovo minimo dal gennaio del 2009, al 7,2%. Nel mese si registra una crescita degli occupati di 70 mila unità (+0,3% m/m) a fronte di un aumento di 12 mila inattivi (+0,1% m/m), con conseguente calo di 53 mila unità dei disoccupati (-2,8% m/m). Per i prossimi mesi, ci aspettiamo una dinamica ancora positiva per le assunzioni, sull'onda del rafforzamento del ciclo. Al momento la ripresa del PIL continua ad essere guidata da settori a maggiore intensità di lavoro, come i servizi, che dunque stanno dando un contributo decisivo alla crescita occupazionale; anche le imprese manifatturiere, però, segnalano una domanda di lavoro ancora positiva. Ci aspettiamo quindi che gli occupati continuino ad aumentare nei prossimi trimestri, sia pure a ritmi via via meno vigorosi; a ciò si dovrebbe accompagnare un aumento della partecipazione che, seppur già sui massimi storici, resta ben al di sotto della media europea; ne deriverebbe una moderata risalita del tasso di disoccupazione. Sul fronte salariale i rinnovi contrattuali di inizio anno si sono conclusi su livelli inferiori rispetto alle attese. Nel 1° trimestre le retribuzioni contrattuali nel settore privato sono salite del 3,3% a/a da un precedente 3,1%; sulla base dei contratti in vigore, la crescita dovrebbe toccare un picco intorno al 3,6% nel trimestre in corso. Al momento poco più del 20% degli occupati nel settore privato resta in attesa di rinnovo (una percentuale storicamente bassa); a partire dal 2° semestre dell'anno però, la scadenza di circa la metà dei contratti vigenti nell'industria potrebbe innescare nuove pressioni al rialzo sulle retribuzioni (che comunque restano assai meno pronunciate che nel resto dell'Eurozona).

A marzo il tasso di disoccupazione è sceso a un minimo da inizio 2009



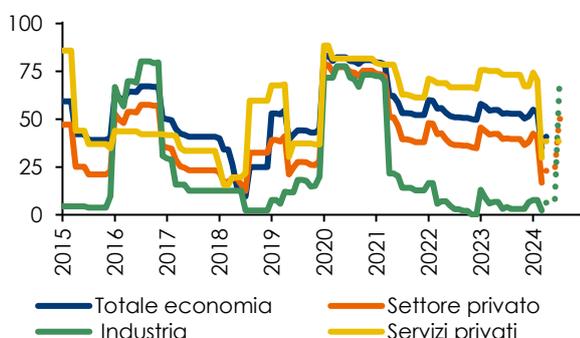
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La crescita annua degli occupati resta sostenuta, e superiore a quella delle forze di lavoro



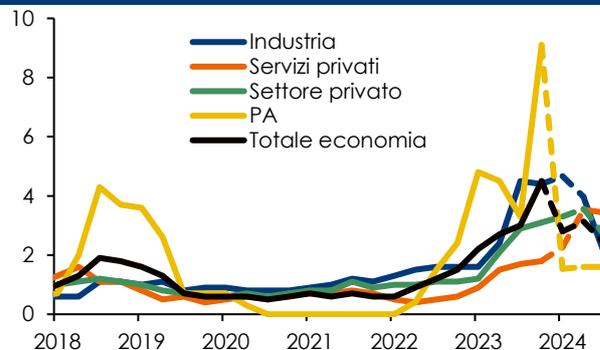
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Dopo le rinegoziazioni di inizio anno, una seconda tornata di rinnovi contrattuali è attesa nell'industria nel 2° semestre



Nota: tensione contrattuale, le linee tratteggiate corrispondono alle proiezioni ipotizzando l'assenza di nuovi accordi. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Gli accordi conclusi nel 2024 puntano verso un picco della crescita dei salari negoziali nel settore privato intorno a metà 2024

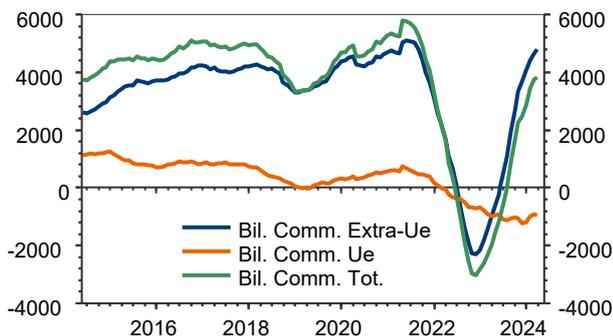


Nota: crescita % a/a dei salari negoziali, le linee tratteggiate corrispondono alle proiezioni sulla base dei contratti in vigore. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### L'export resta in calo ma il canale estero netto continua a sostenere il PIL

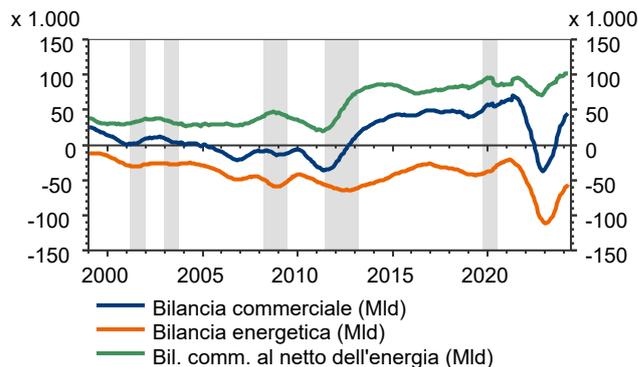
A marzo l'export di beni è tornato a contrarsi (-1,7% m/m, dopo il 3,9% di febbraio), mentre le importazioni sono aumentate per il secondo mese (1,5% m/m da 5,5% precedente), anche se i progressi di febbraio e marzo non sono sufficienti a recuperare le flessioni registrate nei tre mesi precedenti (-9,3% cumulato tra novembre e gennaio), che però erano in parte spiegate dalla diminuzione dei prezzi all'import. Il surplus commerciale si è dunque attestato a 4,3 miliardi di euro, in allargamento da 3,3 miliardi di un anno prima; il miglioramento è guidato dalla riduzione del disavanzo energetico (-3,8 mld, da -6,3 mld a marzo 2023) a fronte di un ridimensionamento dell'avanzo nell'interscambio di prodotti non energetici (8,1 mld da 9,6 mld un anno prima). Al momento, come nei mesi scorsi, è il commercio con i paesi extra-UE a sostenere la bilancia commerciale, mentre la debolezza della domanda dai partner europei si riflette in un saldo ancora in deficit verso il resto dell'Unione Europea. Rispetto allo scorso anno sono, infatti, le vendite verso Germania e Francia le più penalizzate (in calo rispettivamente di -16,5% e -10,9%), mentre si registrano ampi progressi verso Turchia (+35,1%) e Paesi OPEC (+6%). Sulla base dei dati mensili sul commercio di beni a prezzi correnti, il 1° trimestre si è chiuso con una contrazione dell'import più ampia di quella dell'export (-4,4% t/t vs -1,1%); lo spaccato dei dati di contabilità nazionale (al momento non ancora disponibile) potrebbe quindi evidenziare come dopo due trimestri di espansione le esportazioni dovrebbero essere tornate a calare a inizio anno, ma il contributo del canale estero netto alla crescita del PIL dovrebbe essere rimasto positivo per via di una flessione più ampia registrata dall'import.

#### Il saldo commerciale con il resto dell'UE continua a risentire della debole domanda da Germania e Francia



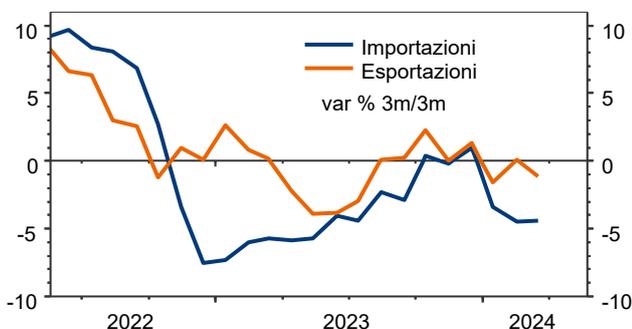
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Gli effetti della crisi energetica sulla bilancia commerciale si attenuano ma non si sono ancora completamente riassorbiti



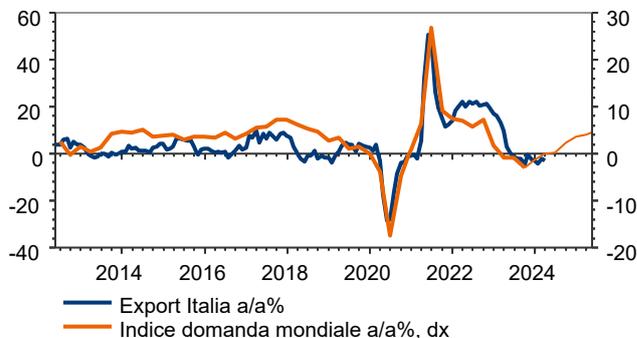
Nota: aree ombreggiate = recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Nel 1° trimestre le importazioni sono calate più delle esportazioni



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Da metà 2024 l'export potrebbe riaccelerare grazie all'attesa ripresa del commercio globale

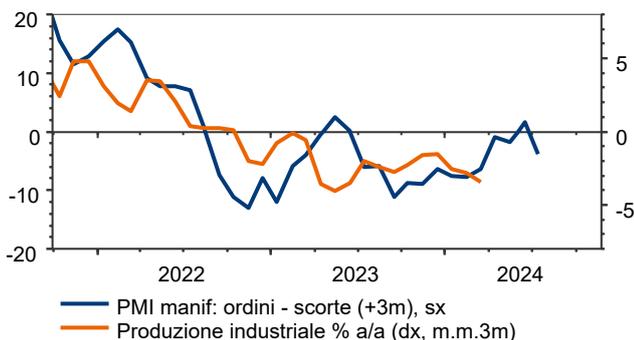


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

### Torna a calare l'inflazione ad aprile

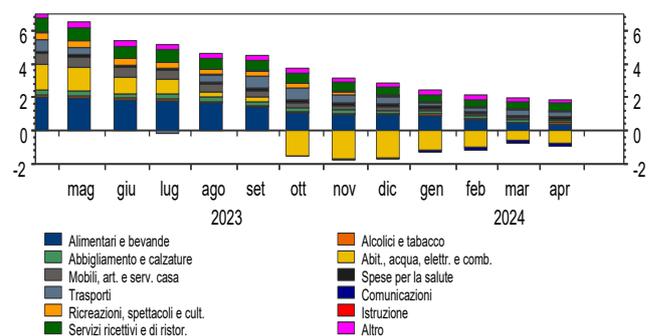
L'inflazione è calata lievemente più del previsto ad aprile, a **0,8% a/a sull'indice nazionale e a 0,9% sulla misura armonizzata UE**, dopo che a marzo entrambi gli indici avevano fatto segnare un 1,2% a/a. **La flessione tendenziale dell'inflazione energetica torna ad ampliarsi** (-12,1% dopo il -10,8% a/a precedente) per effetto degli energetici non regolamentati, mentre si riduce per componente regolamentata (-1,3% da -13,8% a/a), pur calando in misura significativa nel mese (-10,1% m/m). **I servizi fanno segnare uno 0,8% m/m, per una variazione annua in calo marginale a 2,9% da 3% a/a**; i servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona, però, accelerano a 1,6% m/m e da 3,2% a 3,8% a/a. Prosegue la discesa per i beni industriali non energetici (a 0,7% a/a da 1%; -0,1% m/m). **La componente "di fondo" (al netto di energia e alimentari freschi) aumenta di 0,4% m/m ma rallenta ancora, a 2,1% da 2,3%, su base annua**. Poco variati (+0,1% m/m) i prezzi del cosiddetto "carrello della spesa" (beni alimentari, per la cura della casa e della persona), che però mostrano un rallentamento tendenziale a 2,3% da 2,6% precedente. Si conferma la maggiore dinamica dell'inflazione sui beni ad alta frequenza di acquisto rispetto a quelli comprati più di rado (0,3% vs -0,1% m/m; 2,6% vs 0,5% a/a). **In prospettiva, l'inflazione italiana è destinata, a nostro avviso, a mantenere un trend di graduale risalita nel corso del 2024**, guidata principalmente dagli effetti base sull'energia, mentre l'indice core è ormai da anni inferiore alla media dell'Eurozona (anche per via di una maggiore moderazione salariale). La risalita potrebbe accentuarsi nei mesi finali del 2024. **Vediamo una media annua all'1,4% nel 2024 e di qualche decimo al di sopra del 2% l'anno prossimo**.

#### Continuiamo ad aspettarci una tendenza rialzista per l'inflazione nei prossimi mesi, destinata ad accentuarsi a fine anno



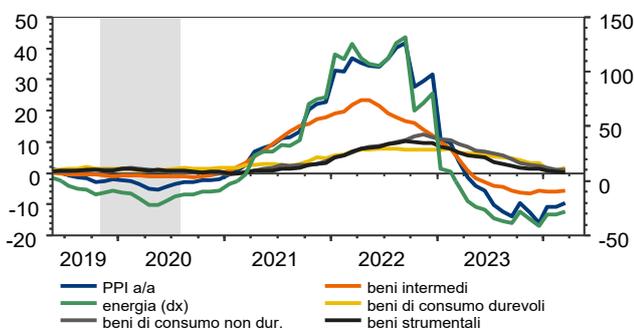
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

#### Rimane negativo il contributo dell'energia alla crescita dei prezzi, in attenuazione anche l'apporto degli alimentari



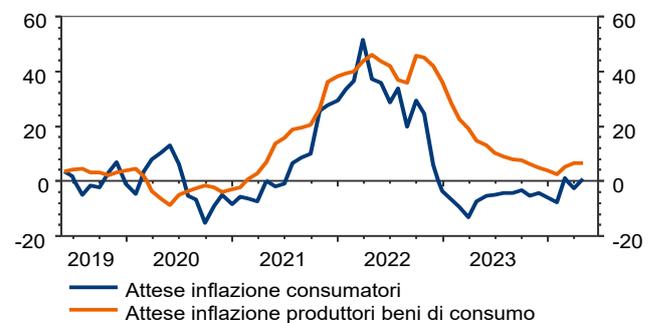
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### I prezzi alla produzione restano in territorio ampiamente negativo



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

#### Le aspettative d'inflazione di consumatori e imprese sono in lieve risalita



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

## Tendenze del settore bancario

### Prestiti ancora deboli

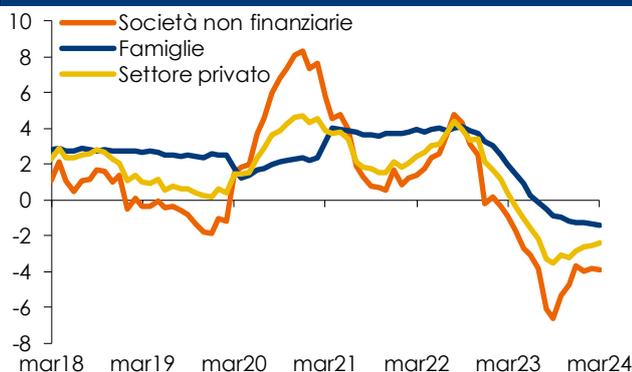
Il mercato dei prestiti conferma un trend di riduzione in linea con i mesi precedenti, determinato dal calo di domanda, presumibilmente anche per le attese di un prossimo taglio dei tassi di politica monetaria. A marzo l'aggregato dei prestiti a famiglie e imprese ha confermato il -2,6% a/a dei due mesi precedenti, proseguendo nel segno della debolezza ad aprile, con il -2,5% secondo le anticipazioni ABI. In dettaglio, i prestiti alle società non-finanziarie hanno registrato un calo del -3,9%, in linea con i tre mesi precedenti. Per i prestiti alle famiglie, prosegue la lenta discesa dello stock, con una variazione di -1,4%. Lo stock di mutui è rimasto in stallo (-0,2%). Le erogazioni di nuovi mutui hanno confermato un calo a due cifre (-21,4% a marzo). Si è indebolito anche l'interesse per le rinegoziazioni, che nel 1° trimestre hanno segnato flussi in forte riduzione. La composizione delle erogazioni si è spostata sempre più verso il tasso fisso. L'incidenza dei mutui a tasso fisso sul totale operazioni ha raggiunto l'86%, una quota mai segnata in precedenza. Tuttavia, a marzo, dopo otto mesi di forte crescita, le erogazioni a tasso fisso sono risultate in calo.

Elisa Coletti

Ancora una volta, **l'andamento dei prestiti a famiglie e imprese non ha mostrato cenni di miglioramento, ma nemmeno di peggioramento**. Il quadro di marzo e le prime anticipazioni su aprile mostrano un trend di riduzione che prosegue in linea con i mesi precedenti, condizionato dal calo di domanda, presumibilmente anche per le attese di un prossimo taglio dei tassi di riferimento della politica monetaria. **Il totale dei prestiti al settore privato ha continuato a segnare una contrazione moderata**, del -2,4% a marzo, dal -2,5% di febbraio, seguiti dal -2,1% ad aprile secondo le anticipazioni ABI. In particolare, **l'aggregato dei prestiti a famiglie e imprese, a marzo ha confermato il -2,6% dei due mesi precedenti** (-2,5% a dicembre), **proseguendo nel segno della debolezza anche ad aprile, con il -2,5%** (stime ABI).

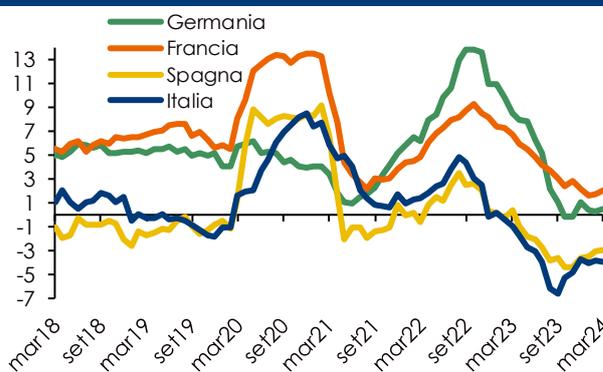
In dettaglio, **a marzo i prestiti alle società non-finanziarie hanno riportato un calo del -3,9%** a/a, poco diverso dal -3,8% di febbraio e -4,0% di gennaio. **Nel confronto europeo, la situazione italiana rimane fra quelle più impattate dalla stretta monetaria**, accanto alla Spagna dove però si scorgono cenni di miglioramento (-2,9% dal -3,5% di inizio 2024). Tra i mercati del credito che mostrano una miglior tenuta, pur avendo conosciuto anch'essi un rallentamento molto forte, in Germania si confermano variazioni appena sopra lo zero e in Francia una crescita moderata (rispettivamente +0,5% a/a e +2,1%). Nel complesso dell'area euro da settembre 2023 si è registrata una stagnazione (+0,1% a marzo e zero in media nei sette mesi da settembre).

**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)**

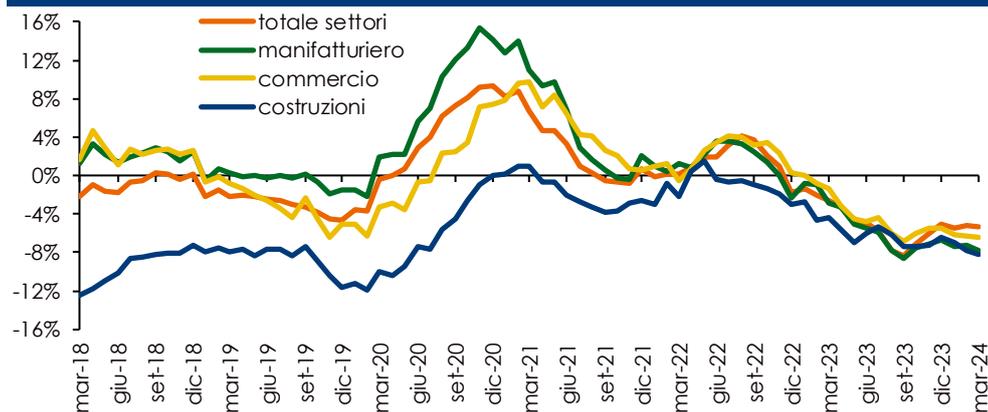


Fonte: BCE

I dati del **credito per macrosettori di attività economica** nell'insieme confermano il quadro generale (-5,3% a/a a marzo sulla base dei dati al netto delle sofferenze, come in media nei tre mesi precedenti), ma evidenziano un **indebolimento per i prestiti al settore manifatturiero e a**

**quello delle costruzioni.** Entrambi continuano a segnare un calo considerevole, del **-7,8% a marzo nel caso dei prestiti alle imprese manifatturiere**, dal -7,3% medio dei due mesi precedenti, e del **-8,2% per i prestiti alle costruzioni**, che toccano il minimo del trend da maggio 2020, dopo aver riportato un calo del 7,8% a febbraio, dal -6,9% di gennaio. I prestiti al commercio si sono ridotti circa in linea con i due mesi precedenti (-6,4% a marzo, -6,3% a febbraio e -6,2% a 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, si conferma la lenta discesa dello stock, che segna un calo del -1,4% a marzo dopo tre mesi a -1,3%.** In particolare, **i mutui sono rimasti in stallo per il 5° mese consecutivo**, con il -0,2% a/a a marzo dopo il -0,1% dei mesi precedenti. **Il credito al consumo, che invece continua a crescere a un buon ritmo, è tornato al +3,5% segnato a fine 2023** dopo un primo bimestre al passo costante di +3,7%.

**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)**



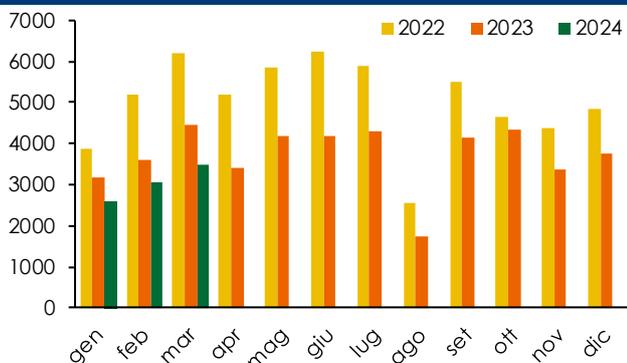
Fonte: BCE

**I flussi di nuovi prestiti per acquisto abitazioni hanno continuato a segnare un calo a due cifre, meno intenso rispetto al 2023 ma il dato di marzo ha deluso**, riportando un -21,4% che interrompe il percorso di rallentamento del trend negativo evidenziato nei mesi precedenti, soprattutto a febbraio e gennaio (-14,6% dal -18,6% rispettivamente dal -22,6% di dicembre 2023). Nel trimestre, sono stati erogati mutui per il 18,4% in meno rispetto allo stesso periodo del 2023.

**Si è indebolito anche l'interesse per le rinegoziazioni, che nel 1° trimestre hanno segnato flussi in forte calo** (-45,7% a marzo, -38,9% nel trimestre), **all'opposto rispetto alla ripresa registrata nel**

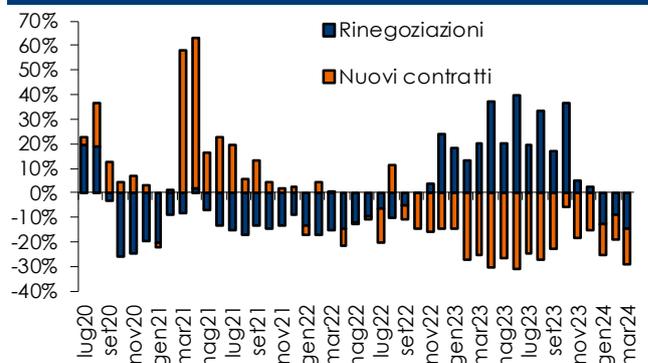
**2023.** A marzo, le rinegoziazioni hanno rappresentato circa un quarto del totale delle operazioni (24,4%, dal 26% medio del 1° bimestre e 34,8% dell'intero 2023).

**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 si è spostata sempre più verso il tasso fisso**, che da inizio anno è sceso significativamente, portandosi a 3,59% (-42pb su fine 2023), a fronte di una moderata riduzione del tasso variabile a marzo dopo tre mesi di sostanziale stabilità sul livello del 5% (4,88% da 4,97% a febbraio). Pertanto, **il differenziale negativo tra tasso fisso e variabile è rimasto molto ampio, pari a -129pb in linea con i due mesi precedenti, su livelli che mai si erano visti in precedenza** (-99pb a fine 2023).

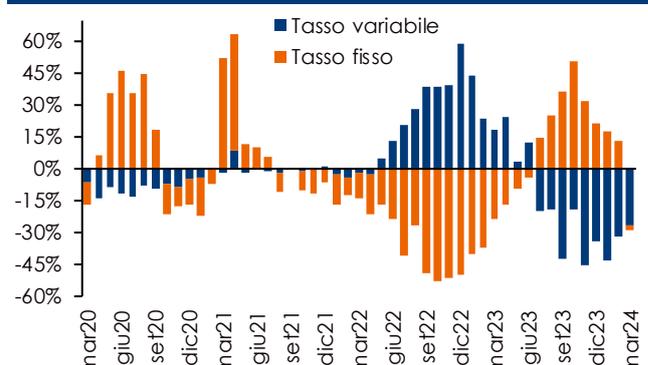
Tuttavia, **a marzo, dopo otto mesi di forte crescita, le erogazioni a tasso fisso sono risultate in calo, sebbene soltanto del -3,5% anno su anno**, dal +24% di febbraio che già aveva riportato una variazione più contenuta rispetto ai sette mesi precedenti (+44% a gennaio, la voce include nuovi contratti, surroghe e sostituzioni). Inoltre, per il nono mese consecutivo **è proseguita la notevole riduzione delle operazioni a tasso variabile**, del -73,6% a/a, in linea con il 1° bimestre. **L'incidenza dei mutui a tasso fisso sul totale delle operazioni**, in salita da gennaio quando ha raggiunto il 78%, **è aumentata a 86% a marzo, una quota mai segnata in precedenza** (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

### A marzo, eccezionale flusso di liquidità sui depositi di società non-finanziarie

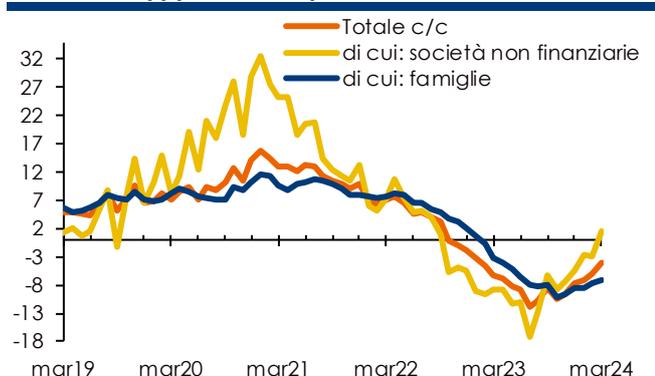
Elisa Coletti

I depositi hanno registrato un andamento positivo a marzo, con un arresto del calo che tuttavia non risulta confermato il mese successivo, secondo informazioni preliminari. Il quadro resta comunque migliore rispetto al 2023, soprattutto dal lato dei depositi delle società non-finanziarie, che a marzo, con il +6,4% a/a, sono risultati in crescita per il 3° mese consecutivo. In particolare, i conti correnti sono aumentati di ben 22,8 miliardi m/m, con un ritorno alla crescita, del +1,5% a/a, dopo 17 mesi di riduzioni. Miglioramenti più gradualsi si registrano per i depositi delle famiglie, interessati da 11 miliardi di uscite dai conti correnti, meno di quanto ci si poteva attendere in relazione alla sottoscrizione per 18 miliardi della terza emissione di BTP Valore. Inoltre, è proseguita la forte dinamica delle obbligazioni bancarie e la raccolta totale da clientela è rimasta in crescita, del +2,1%, seguito da un più modesto +0,9% ad aprile, secondo le anticipazioni ABI.

I **depositi bancari** hanno registrato un **andamento particolarmente positivo a marzo, con un arresto del calo che tuttavia non è stato confermato il mese successivo**, secondo informazioni preliminari. Il quadro resta comunque decisamente migliore rispetto al 2023. In dettaglio, dopo sette mesi di **rallentamento del calo, a marzo i depositi hanno registrato una variazione nulla, dal -1,2% di febbraio** e -2,0% di gennaio. Ad aprile, la rapida uscita dalla fase negativa si è interrotta, con il ritorno in riduzione, in linea con febbraio (-1,4% a/a secondo le stime ABI). Il buon andamento registrato a marzo dall'aggregato dei depositi è il risultato di un eccezionale afflusso di liquidità sui conti correnti delle società non-finanziarie, a fronte di un deflusso da quelli delle famiglie che, in concomitanza con un collocamento di BTP riservato al segmento retail, appare relativamente più moderato rispetto ad analoghe situazioni osservate nel 2023.

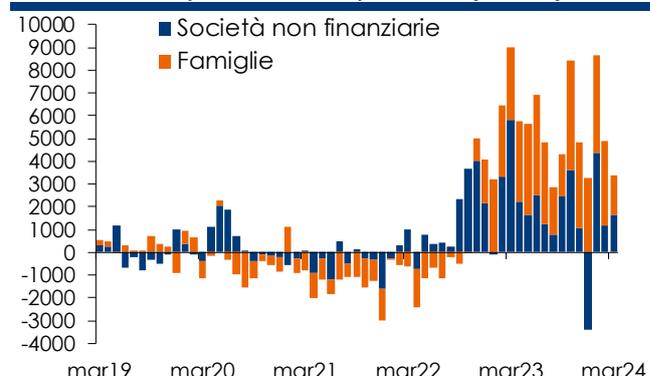
Il miglioramento si conferma particolarmente evidente per i **depositi delle società non-finanziarie, che a marzo, con il +6,4% a/a, sono risultati in crescita per il 3° mese consecutivo**. Infatti, i conti correnti hanno registrato un aumento mensile di ben 22,8 miliardi, segnando il ritorno alla crescita, del +1,5% a/a, dopo 17 mesi di continue riduzioni. Nel 1° trimestre il deflusso dai depositi delle società non-finanziarie è stato pari a soli 5 miliardi, decisamente più contenuto rispetto allo stesso trimestre del 2023 (-32 miliardi). E' presumibile che la battuta d'arresto del trend di miglioramento del totale dei depositi emersa ad aprile sia da ricondurre alla variabilità dei conti correnti delle società non-finanziarie. **Miglioramenti più gradualsi ma significativi si registrano dal lato dei depositi delle famiglie**, che a marzo hanno subito un deflusso complessivo per 9,8 miliardi, dovuto a 11 miliardi usciti dai conti correnti, un importo più contenuto di quanto ci si poteva attendere in relazione alla sottoscrizione per 18 miliardi della terza emissione di BTP Valore offerto sul mercato retail. Il cumulato trimestrale del flusso dei depositi è pari a -8,3 miliardi, un terzo del deflusso osservato nello stesso trimestre del 2023. Il risultato è una leggera attenuazione del calo dello stock dei depositi delle famiglie a -2,1% a/a dal -2,4% di febbraio (-3,1% a gennaio).

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)

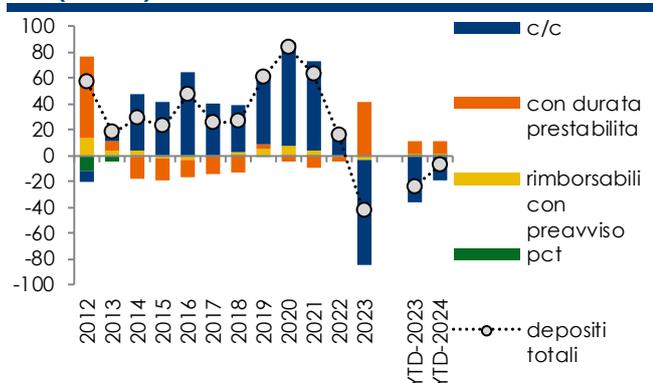


Fonte: BCE

Quanto alle forme tecniche dei depositi, **il totale dei conti correnti ha riportato un afflusso pari a 12,2 miliardi a marzo**, tutto spiegato dai 22,8 miliardi entrati nei conti a vista delle società non-finanziarie. **La variazione percentuale annua resta negativa, ma meno intensa dei mesi precedenti**: il complesso dei conti correnti si è ridotto del 4,1% a/a dal -6,0% di febbraio, risentendo del **calo ancora forte di quelli delle famiglie, pari a -7,2%** da -7,7% di febbraio. Diversamente, **i conti correnti delle società non-finanziarie sono tornati in crescita**, del +1,5%.

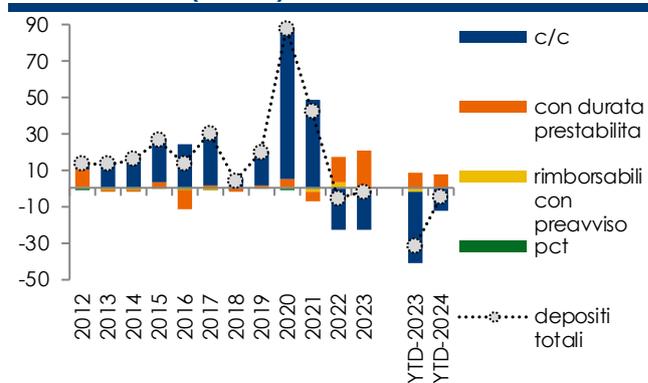
**I depositi con durata prestabilita di famiglie e imprese continuano ad attrarre flussi in entrata**, registrando a marzo un apporto di 3,4 miliardi e di 16,9 miliardi nel trimestre. Famiglie e società non-finanziarie hanno contribuito in misura analoga al risultato di marzo (1,7 e 1,6 miliardi circa rispettivamente). Gli stock restano in crescita a due cifre: +54% circa per le società non-finanziarie e +77% per le famiglie.

**Flussi netti verso i depositi delle famiglie, dati annui e 1° trimestre 2024 (EUR mld)**



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department

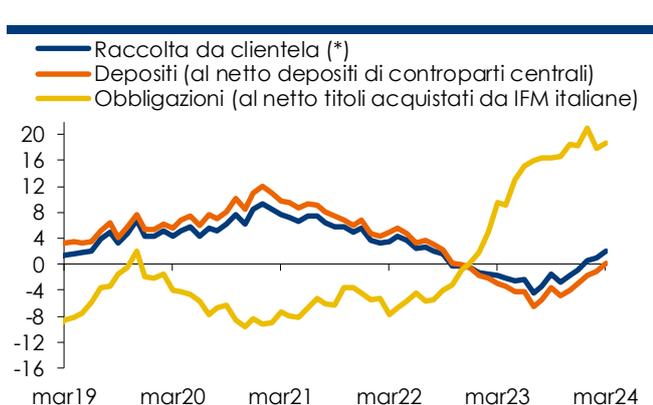
**Flussi netti verso i depositi delle società non-finanziarie, dati annui e 1° trimestre 2024 (EUR mld)**



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department

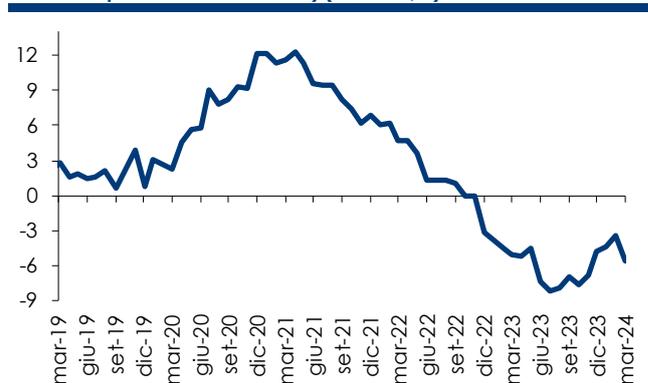
Continua anche **la forte crescita delle obbligazioni**, che a marzo hanno segnato una variazione dello stock del 18,8%, seguito da un +20,4% ad aprile secondo le stime ABI. Pertanto, **la raccolta totale da clientela è risultata in aumento per il 3° mese consecutivo, del +2,1% a/a** dallo 0,9% di febbraio. **Ad aprile la crescita sarebbe rallentata rispetto a marzo**, tornando al ritmo di +0,9% visto a febbraio (fonte ABI).

**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)**

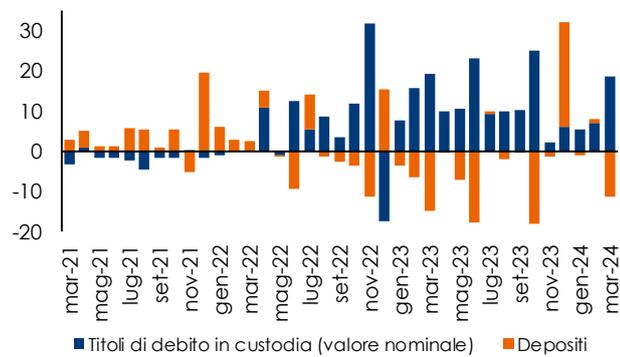


Fonte: Banca d'Italia

Includendo il rifinanziamento BCE e i depositi di non residenti, **la raccolta complessiva resta tuttavia in calo**, del -5,5% a marzo dal -3,5% a febbraio. L'andamento risente della riduzione del rifinanziamento BCE a seguito del rimborso delle TLTRO III. Diversamente, i **depositi di non residenti sono rimasti in crescita a due cifre, del +21,4% a marzo**, dopo tre mesi su una media del +24% a/a.

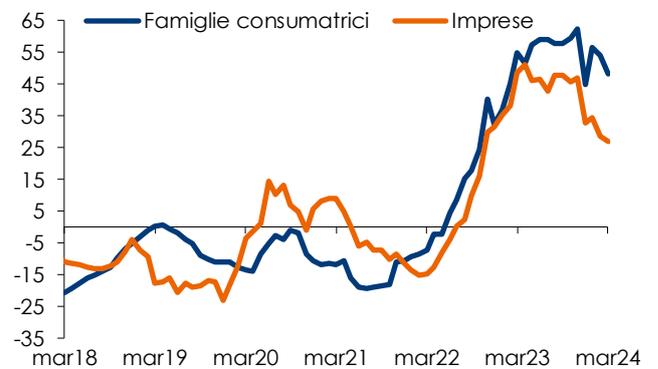
Prosegue anche la **ricomposizione dei portafogli dei risparmiatori**. A marzo i **titoli di debito in custodia presso le banche per conto delle famiglie consumatrici sono risultati di nuovo in considerevole aumento**, con una dinamica a due cifre molto forte. In volumi, a marzo l'incremento mensile dei titoli di debito a custodia di famiglie consumatrici è stato di 18,4 miliardi, determinati dalla citata sottoscrizione della terza emissione di BTP Valore.

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



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department

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



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department

## 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.intesasanpaolo.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 separatezza 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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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@intesasanpaolo.com

Alessio Tiberi

alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

#### Banking Research

Elisa Coletti (Responsabile)

elisa.coletti@intesasanpaolo.com

Valentina Dal Maso

valentina.dalmaso@intesasanpaolo.com

Carol Salvadori

maria.salvadori@intesasanpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

Carlo Ruoti

carlo.ruoti@intesasanpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasanpaolo.com