



La Bussola dell'Economia Italiana

Research Department

Giugno 2024



La bussola dell'economia italiana

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Il testimone della crescita è atteso passare dal Superbonus al PNRR	2
Sintesi della previsione macroeconomica	2
Produzione industriale ancora in contrazione	7
Le indagini manifatturiere non segnalano una ripresa imminente	8
Rimbalza (riteniamo, temporaneamente) la produzione nelle costruzioni	9
I servizi restano pressoché l'unico motore di crescita	10
Consumi in lenta ripartenza dopo la flessione a sorpresa di fine 2023	11
Il tasso di disoccupazione torna sotto il 7% per la prima volta dal 2008	12
Quest'anno un ampio contributo alla crescita del PIL viene dall'export netto	13
Inflazione ancora ben al di sotto della media europea	14

Tendenze del settore bancario

Ad aprile, tornano in leggera crescita i nuovi mutui alle famiglie	15
Depositi in miglioramento e obbligazioni sempre in forte crescita	16

Giugno 2024

2	
2	
7	
8	
9	Nota Mensile
10	
11	Research Department
12	
13	
14	
15	Paolo Mameli Economista Macro Italia
16	Andrea Volpi Economista Macro Italia
16	
19	Elisa Coletti Economista Banche

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Il testimone della crescita è atteso passare dal Superbonus al PNRR

Confermiamo le nostre stime di crescita per il PIL italiano (a 0,7% quest'anno e 1,2% nel 2025), che paiono soggette a rischi al rialzo in caso di piena implementazione del PNRR. La maggiore sfida per i prossimi mesi sarà rappresentata dall'esigenza di trovare coperture per rifinanziare i tagli fiscali in scadenza a fine anno.

Paolo Mameli

L'economia italiana ha continuato a mostrare una maggiore resilienza del previsto anche a inizio 2024, crescendo dello 0,3% t/t (in linea con la media dell'Eurozona). **Pensiamo però che nei mesi primaverili possa essersi registrato un rallentamento su base congiunturale**, a 0,1% t/t, in quanto l'espansione a inizio anno era stata trainata da due fattori che dovrebbero essersi invertiti nel trimestre in corso: il completamento delle ristrutturazioni edilizie finanziate dal Superbonus e il crollo dell'import (nel 1° trimestre, gli investimenti in costruzioni hanno dato un contributo al PIL t/t di +0,2%, il calo delle importazioni ha fornito un apporto di +0,5%). **I rischi sulla stima sono a nostro avviso verso il basso perché sia le costruzioni che l'industria dovrebbero aver frenato la crescita in primavera**; dal lato della domanda, si dovrebbe vedere una flessione degli investimenti e un contributo negativo delle esportazioni nette, in un quadro in cui i consumi dovrebbero mostrare un tasso di crescita non molto diverso da quello (modesto) visto a inizio anno.

L'economia ha iniziato bene il 2024, anche se è possibile vi sia stato un rallentamento nei mesi primaverili

Continuiamo a pensare però che il ciclo possa riaccelerare gradualmente a partire dal secondo semestre. Infatti, lo shock inflazionistico sembra essere stato "assorbito" (il potere d'acquisto delle famiglie ha cominciato a evidenziare un recupero già dal 4° trimestre 2023, dopo 7 trimestri consecutivi di contrazione, e tale trend è destinato a continuare sulla scia di redditi da lavoro che ancora per qualche trimestre sono attesi crescere più dell'inflazione); **gli effetti della stretta monetaria probabilmente non si sono ancora dispiegati appieno, ma anche in questo caso il picco dell'impatto potrebbe essere alle spalle** (dovrebbe essere stato nella prima metà del 2024, secondo i nostri modelli).

Il venir meno degli effetti dello shock inflazionistico e della stretta monetaria prelude a una riaccelerazione a partire dal secondo semestre

Rispetto allo Scenario Macroeconomico di marzo, **lasciamo invariate le stime sul PIL italiano nel biennio in corso, a 0,7% nel 2024 e 1,2% nel 2025. Tuttavia, i rischi su queste stime sono a nostro avviso oggi al rialzo**. La nostra previsione sconta appieno il recupero in corso di potere d'acquisto delle famiglie (che sarà in ogni caso moderato quest'anno – pari a 0,7% – e più significativo l'anno prossimo, stimiamo a 2,1%) e la graduale riaccelerazione del commercio mondiale, ma non assume (per prudenza, vista la limitata visibilità dei progressi su questo fronte) una piena implementazione del PNRR: **nel caso in cui vi fosse una significativa accelerazione nei flussi di spesa effettiva** (in teoria, per centrare gli obiettivi, occorrerebbe spendere circa 50 miliardi l'anno nel triennio 2024-26, dai poco più di 20 miliardi del 2023, ovvero oltre due punti di PIL all'anno), ne deriverebbero significativi rischi al rialzo sulle nostre stime di crescita (a nostro avviso, tale eventualità è più probabile nel 2025 rispetto al 2024); al momento, l'evidenza aneddotica sembra mostrare un'accelerazione nei bandi e negli appalti, anche a livello di enti locali, che sembra preludere a un avvio più vicino per le opere infrastrutturali previste dal PNRR.

Lasciamo invariate le stime di crescita per il biennio in corso, ma i rischi sono ora al rialzo

Nel 2024, la crescita verrà a nostro avviso soprattutto dal contributo delle esportazioni nette, visto che ci attendiamo un calo (per il secondo anno consecutivo) delle importazioni a fronte di una accelerazione per l'export. Anche la domanda domestica dovrebbe contribuire positivamente al PIL quest'anno, ma assai meno che nel 2023 per via di un rallentamento sia dei consumi (a 0,4% da 1,2% l'anno scorso) che degli investimenti (a 2,1% da 4,9%). **Mentre la spesa delle famiglie è attesa riaccelerare il prossimo anno**, crescendo più del PIL (di 1,5%, nel nostro scenario di base) grazie al recupero dei redditi reali, e nonostante una risalita del tasso di risparmio, **viceversa gli investimenti sono visti rallentare ulteriormente l'anno prossimo** (a 0,9%), per effetto di una contrazione delle costruzioni. **In ogni caso, l'accelerazione prevista per il 2025 dipende in buona parte dalla domanda domestica** e soprattutto dai consumi. Il contributo delle scorte, assai

La direzione della crescita nel 2024-25 sarà determinata soprattutto dai consumi, in rallentamento quest'anno e in riaccelerazione nel 2025

negativo nel biennio 2023-24 (per le minori esigenze di fronteggiare problematiche di approvvigionamento rispetto al 2021-22), dovrebbe azzerarsi nel 2025, così come pure l'apporto degli scambi con l'estero (l'anno prossimo ci aspettiamo una crescita del 2,6% sia per le esportazioni che per le importazioni). In ogni caso, **l'export italiano sta evidenziando una performance migliore di quella di Germania e Francia**, grazie a una specializzazione geografica e settoriale più favorevole, a una maggiore integrazione verticale della produzione e a progressi nella competitività di costo grazie alla maggiore moderazione salariale.

Dal lato dell'offerta, l'industria resta in una fase di contrazione, anche se le evidenze in termini di valore aggiunto sono assai meno sfavorevoli rispetto a quelle relative alla produzione, anche per l'intensificarsi di strategie volte a ridurre la dipendenza da input esterni; la graduale ripresa del commercio mondiale gioverà alle tendenze dell'industria, ma la domanda di beni a livello globale ancora stenta e il ciclo degli investimenti in Europa non mostra segnali convincenti di ripartenza, il che segnala che **i rischi sulla ripresa dell'industria nel 2025 restano al ribasso. Per quanto concerne le costruzioni, l'effetto negativo della stretta sul Superbonus sarà almeno in parte compensato dagli effetti delle opere infrastrutturali previste dal PNRR, ma ciò non dovrebbe impedire una contrazione del settore nel 2025**, prima di una possibile ripartenza nel 2026 (tuttavia, nel 2027, il venir meno del supporto dal PNRR potrebbe innescare una nuova contrazione). Insomma, **il principale motore di crescita nel 2024-25 dovrebbero restare i servizi** che, dopo l'inattesa frenata di fine 2023, sembrano essere tornati ad espandersi già da inizio 2024 (e il recupero di potere d'acquisto delle famiglie, che potrebbe riflettersi ancora in un aumento dei consumi di servizi più che di beni, dovrebbe continuare ad alimentare questa tendenza anche nella seconda metà del 2024 e nel 2025).

Il processo disinflazionistico è continuato anche nei primi mesi del 2024, ed è stato più accentuato rispetto a quello registrato nei principali partner europei. A nostro avviso, l'inflazione italiana rimarrà inferiore a quella europea per la maggior parte dell'anno, grazie sia a un persistente contributo deflattivo della componente energetica (già venuto meno per la media dell'area euro), sia a una dinamica più contenuta dell'inflazione sottostante (che per tutto l'ultimo decennio è stata inferiore alla media europea), spiegata verosimilmente dalla maggiore moderazione salariale. In ogni caso, l'evoluzione dell'inflazione è attesa in moderato ma progressivo aumento nella seconda metà del 2024, per via del graduale esaurirsi delle spinte deflative dall'energia. Stimiamo un IPCA all'1,4% in media d'anno nel 2024 e al 2,2% nel 2025.

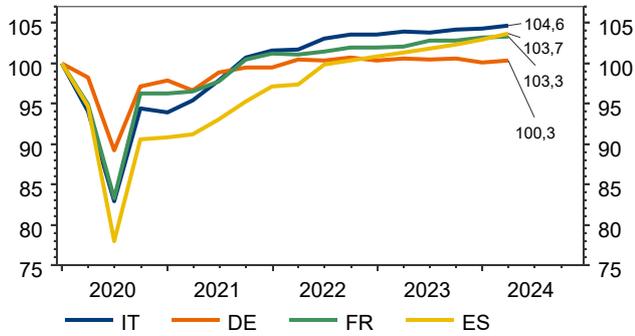
Sul fronte fiscale, il Governo dovrà presentare entro il 20 settembre il piano fiscale in accordo al nuovo quadro regolatorio UE, aggiornando i numeri contenuti nel DEF di aprile che rappresentavano proiezioni a legislazione invariata. All'Italia, in quanto paese sottoposto a EDP, dovrebbe essere chiesta una correzione di almeno mezzo punto sul deficit strutturale, un aggiustamento coerente con il quadro a legislazione vigente presentato nel DEF di aprile (+0,6%), rispetto al quale anzi potrebbero esservi spazi di allentamento vista la possibilità di detrarre dalla stretta la maggiore spesa per interessi (almeno un decimo di PIL). Il punto però è che, **per confermare i numeri del DEF, il Governo dovrebbe trovare copertura integrale per misure in scadenza pari a quasi 20 miliardi**, ovvero lo 0,9% del PIL (si tratta in gran parte di tagli fiscali per 15 miliardi), che l'esecutivo ha già annunciato di voler prorogare: ove non fosse individuata piena copertura, il target sul deficit 2025 (fissato nel DEF al 3,7% del PIL) potrebbe salire di qualche decimo. A nostro avviso, **un disavanzo al 3,9% del PIL potrebbe configurare una compliance di massima con il nuovo quadro regolatorio UE, il che limiterebbe a circa 15 miliardi l'entità delle coperture richieste (un'operazione comunque sfidante). Sul fronte del debito, non sarà possibile evitare una risalita a partire da quest'anno**, almeno sino al 2026 compreso, per effetto sia dell'impatto del Superbonus (che stimiamo all'1,8% del PIL all'anno in media nel 2024-26) sia di un differenziale tra crescita del PIL nominale e costo del debito assai meno favorevole che nel 2021-23 (anzi negativo dal 2025). In questo contesto, **appare imprescindibile un ritorno in tempi brevi almeno ai livelli di surplus primario antecedenti la pandemia** (vicini al 2% del PIL).

I servizi dovrebbero restare trainanti, in una fase di persistente debolezza dell'industria e di accentuata volatilità per le costruzioni

L'inflazione è più bassa che nell'Eurozona, grazie a un persistente contributo negativo dall'energia, e alla maggiore moderazione salariale

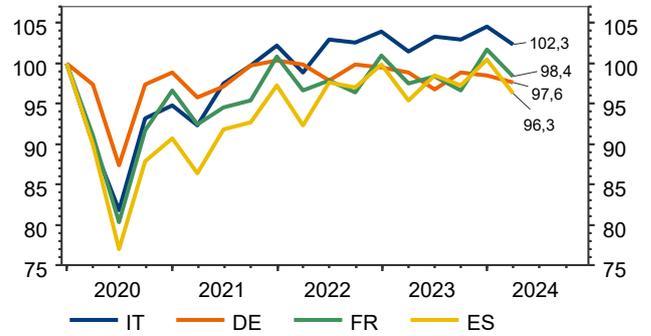
La maggiore sfida per i prossimi mesi sarà rappresentata dall'esigenza di trovare coperture per rifinanziare i tagli fiscali in scadenza a fine anno

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



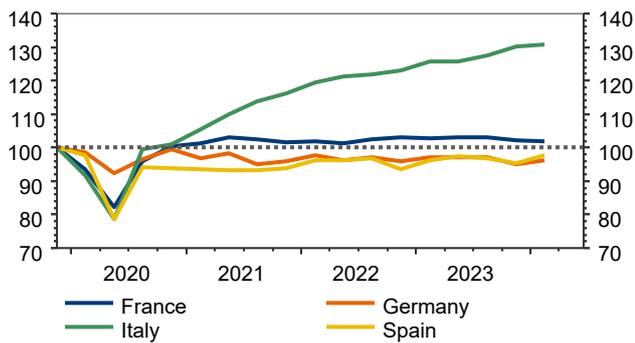
Nota: PIL 4° trimestre 2019 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 2 – ...specie ove si consideri l'andamento del PIL pro-capite



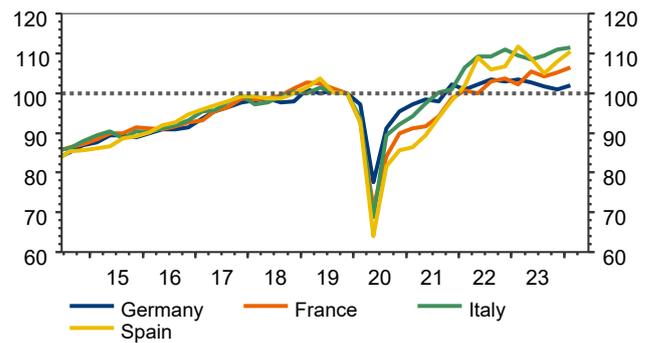
Nota: PIL pro-capite 4° trimestre 2019 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 3 – La sovraperformance è dovuta agli investimenti...



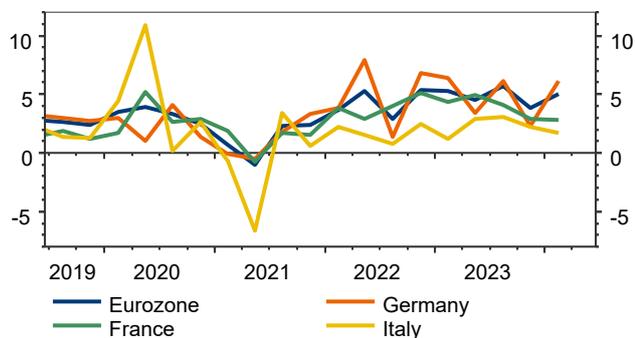
Nota: Investimenti Fissi 4° trimestre 2019 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 4 – ...e all'export



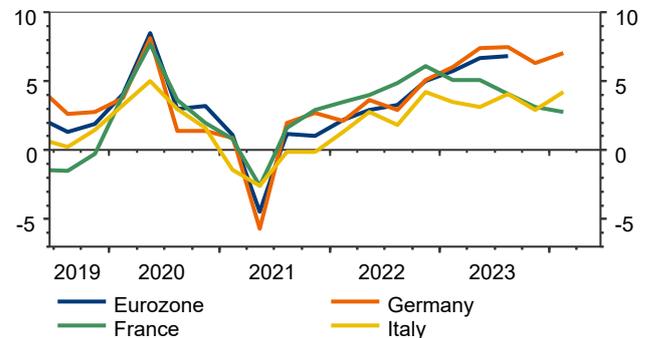
Nota: Export 4° trimestre 2019 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 5 – I guadagni di competitività sono almeno in parte spiegati da una crescita più contenuta del costo del lavoro...



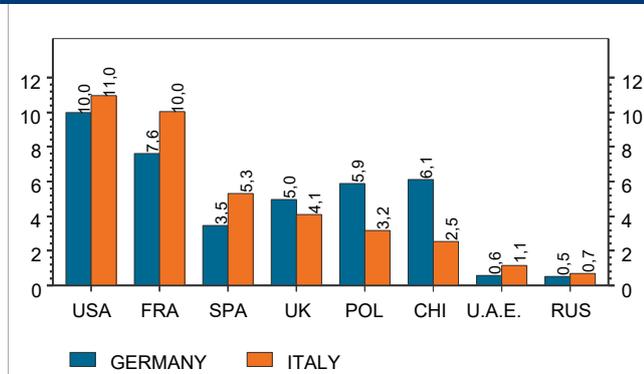
Nota: var. % a/a costo del lavoro. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 6 – ...non solo in termini nominali ma anche di costo unitario del lavoro per occupato



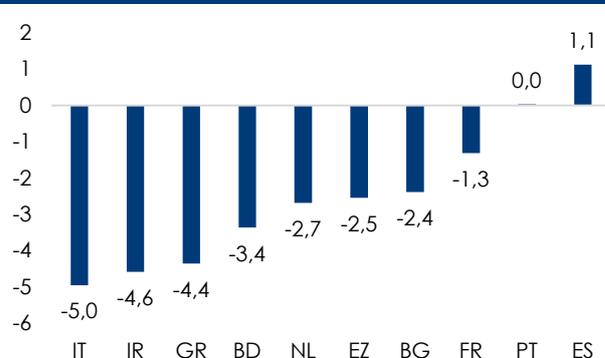
Nota: var. % a/a costo del lavoro unitario per occupato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 7 – La migliore performance dell'export italiano rispetto alla Germania si spiega anche con una maggiore esposizione a USA e Paesi OPEC, e con una minore dipendenza da Cina ed Est Europa



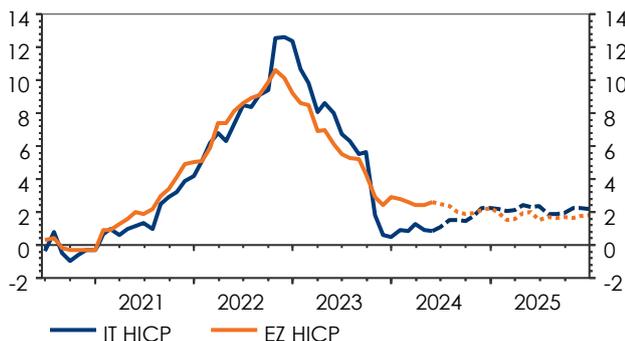
Nota: export verso le singole aree geografiche in % dell'export totale. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 8 – Tuttavia, parte della migliore performance dell'economia italiana è spiegata anche da un maggiore stimolo fiscale (principalmente attraverso il Superbonus)



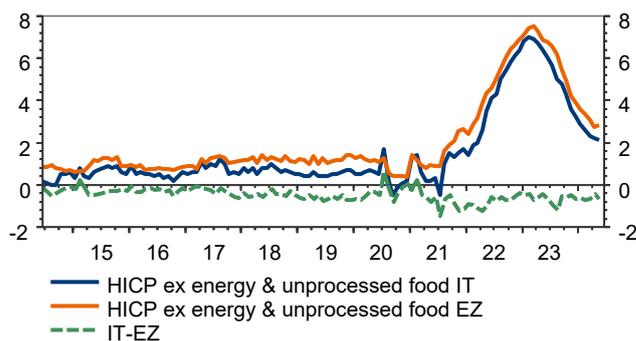
Nota: variazione del saldo primario corretto per il ciclo, media 2020-2023 vs 2019 (% del PIL potenziale). Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati AMECO

Fig. 9 – L'inflazione italiana è inferiore alla media europea, e dovrebbe restarlo per la maggior parte del 2024



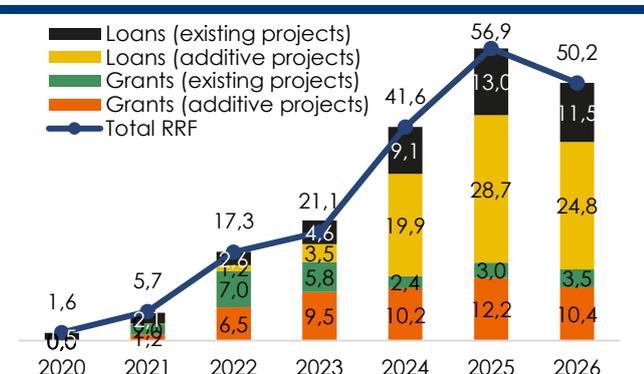
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Eurostat

Fig. 10 – L'inflazione core in Italia è da un decennio inferiore alla media europea (per via di una maggiore moderazione salariale)



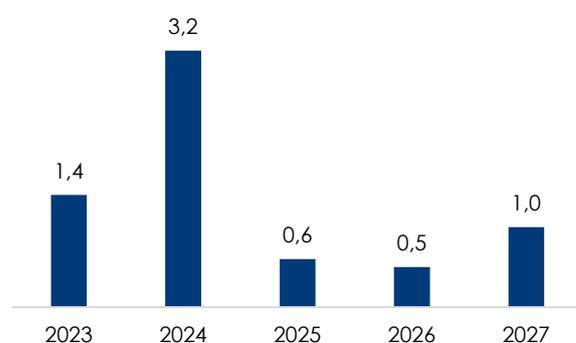
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Eurostat

Fig. 11 – Il Governo punta a una significativa accelerazione della spesa effettiva finanziata da PNRR sia nel 2024 che nel 2025



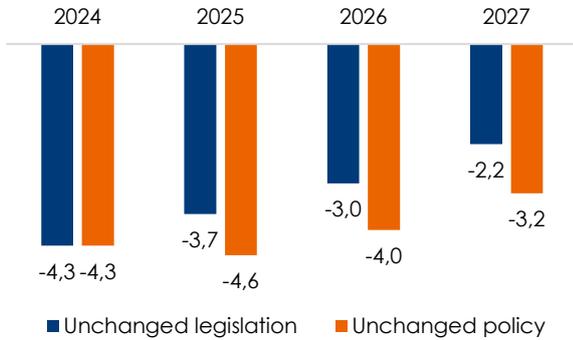
Nota: miliardi di euro. Fonte: elaborazioni e stime Intesa Sanpaolo su dati Governo, UPB

Fig. 12 – In teoria la correzione strutturale proposta nel DEF di aprile per il 2025 è già coerente con quanto richiesto per paesi sotto EDP (aggiustamento di almeno mezzo punto l'anno)



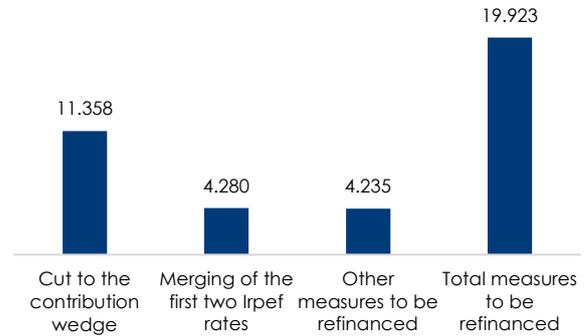
Nota: variazione del saldo strutturale (in % del PIL potenziale). Fonte: DEF 2024

Fig. 13 – In pratica però, l'andamento dei saldi a politiche invariate, nelle stesse stime del Governo, non è coerente con le regole UE



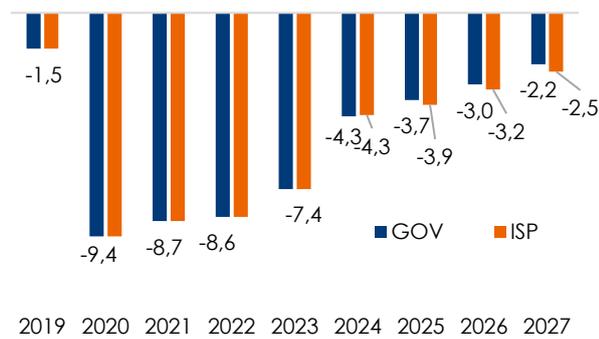
Fonte: DEF 2024

Fig. 14 – Il Governo, per confermare i numeri del DEF a legislazione invariata, deve trovare copertura per 20 miliardi di misure finanziate solo sino a fine 2024



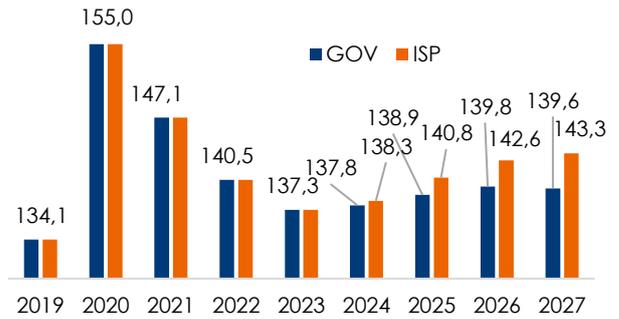
Nota: milioni di euro. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo italiano

Fig. 15 – Deficit/PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e quadro tendenziale Governo



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, DEF 2024

Fig. 16 – Debito/PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e quadro tendenziale Governo



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, DEF 2024

Sintesi della previsione macroeconomica

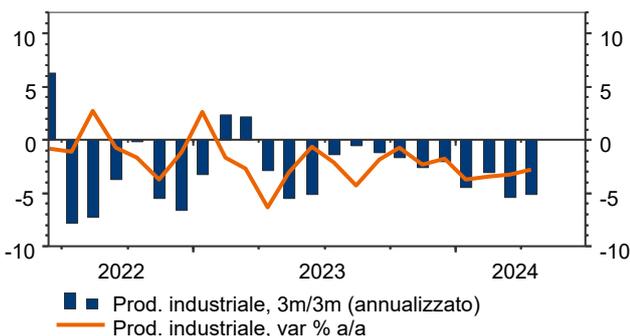
	2023	2024p	2025p	2023		2024				2025			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PII (prezzi costanti, a/a)	1.0	0.7	1.2	0.6	0.7	0.6	0.8	0.6	0.9	1.0	1.2	1.3	1.2
- var.ne % t/t				0.4	0.1	0.3	0.1	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
Consumi delle famiglie	1.2	0.4	1.5	0.8	-1.4	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
Consumi pubblici	1.2	0.6	0.3	0.1	0.6	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1
Investimenti fissi, di cui:	4.9	2.1	0.9	1.4	2.0	0.5	-0.6	-0.4	0.2	0.4	0.4	0.5	0.5
- in macchinari e altro	4.1	0.1	3.0	-1.1	1.1	-1.1	0.2	0.7	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
- in mezzi di trasporto	23.4	6.2	2.1	6.8	-0.2	1.4	0.4	0.8	0.7	0.4	0.4	0.5	0.5
- in costruzioni	3.5	3.3	-1.1	3.0	3.1	1.7	-1.5	-1.5	-0.5	0.0	0.2	0.3	0.4
Esportazioni	0.5	2.5	2.6	1.1	1.2	0.6	0.7	-0.2	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5
Importazioni	-0.2	-1.1	2.6	-2.0	0.1	-1.7	1.3	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Contributo % al PIL													
Commercio estero	0.2	1.2	0.1	1.0	0.4	0.7	-0.2	-0.3	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0
Domanda finale interna	2.0	0.8	1.1	0.8	-0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Var. scorte	-1.2	-1.3	0.0	-1.4	0.0	-0.7	0.1	0.3	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0
Attività produttiva													
Produzione industriale	-2.1	-2.8	1.2	-0.3	-0.5	-1.4	-1.1	0.4	0.3	0.5	0.3	0.5	0.1
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	5.6	1.3	2.1	5.6	1.0	0.9	0.9	1.4	2.0	2.1	2.4	1.9	2.1
- escl. alimentari, energia (a/a)	5.1	2.2	2.0	4.8	3.6	2.5	2.1	2.2	2.2	2.0	1.9	1.9	2.0
PPI (a/a)	-5.6	-4.8	-0.9	-12.2	-12.8	-10.4	-4.5	-2.3	-1.5	-1.0	-0.9	-0.7	-0.8
Disoccupazione (%)	7.6	7.1	7.0	7.6	7.4	7.2	6.9	7.1	7.1	7.1	7.0	7.0	7.0
Occupati totali	2.0	1.8	1.0	0.3	0.7	0.3	0.7	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
Salari contrattuali	2.9	2.5	2.2										
Reddito disponibile reale	-0.5	0.7	2.1										
Tasso di risparmio (%)	6.3	6.8	7.2										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	1.3	0.8	1.7										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-7.4	-4.3	-3.9										
Debito (% Pil)	137.3	138.3	140.8										
Variabili finanziarie													
3-mths Euribor	3.94	3.22	2.53	3.88	3.94	3.92	3.69	3.50	3.22	2.70	2.46	2.52	2.53
Long term (10Y) rate (%)	4.15	3.75	4.23	4.18	4.19	3.74	3.86	3.78	3.63	3.80	4.03	4.43	4.65
BTP/Bund spread	1.70	1.34	1.34	1.60	1.67	1.44	1.32	1.30	1.30	1.30	1.30	1.34	1.40

Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Produzione industriale ancora in contrazione

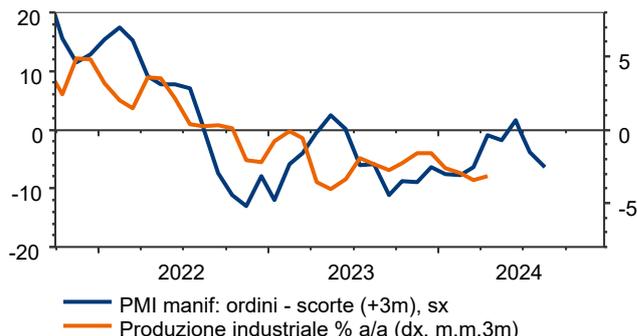
La produzione industriale è scesa ancora inaspettatamente ad aprile, di -1% m/m (-2,9% a/a) da un precedente -0,5%, lasciando il settore industriale in rotta per la quinta contrazione trimestrale consecutiva. L'output non cresce ormai da quattro mesi, e la variazione tendenziale è da 15 mesi in territorio negativo. Il livello di produzione risulta ora inferiore del -8,8% rispetto al picco raggiunto ad aprile 2022. Il calo mensile è stato generalizzato: l'energia è scesa di -2,1% m/m (-3,6% a/a) dopo essere cresciuta di 1,5% il mese precedente; la produzione di beni intermedi è diminuita per il secondo mese (-1,2% m/m da -0,2%; -2,1% a/a), e i beni strumentali sono calati di -0,1% m/m (-3,1% a/a) da -3,5%. La produzione di beni di consumo è rimasta invariata dopo tre cali mensili consecutivi: i beni durevoli sono scesi ulteriormente (-1,6% m/m da -0,8%; -8,5% a/a), mentre i non durevoli hanno registrato un modesto rimbalzo (0,3% m/m da -0,5%; -2,9% a/a). Mentre ad aprile la produzione industriale è rimbalzata nelle altre principali economie, quella italiana è scesa ulteriormente ed è ora in rotta (ipotizzando una stagnazione nei due mesi successivi) per un calo di -1,4% t/t nel 2° trimestre. La recente sottoperformance potrebbe essere in parte dovuta alla debolezza della domanda dalla Germania, ma potrebbero esserci anche ragioni di natura domestica: ad esempio, i ritardi nella pubblicazione dei decreti attuativi del piano Transizione 5.0 potrebbero aver frenato la produzione di beni strumentali. Non escludiamo un maggiore dinamismo nei prossimi mesi, quando gli incentivi fiscali entreranno pienamente in vigore, ma è improbabile una riaccelerazione significativa nel breve termine.

Non si interrompe la fase recessiva per l'industria: probabile una contrazione anche nel 2° trimestre



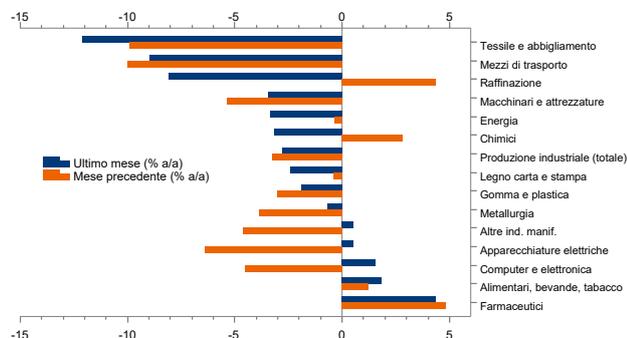
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le componenti più anticipatorie delle indagini non mostrano segnali di recupero, anzi sono tornate a indebolirsi



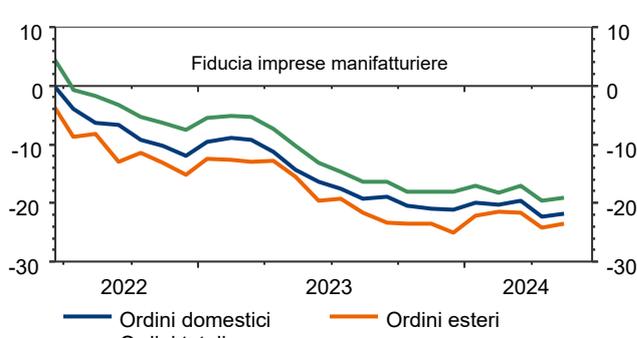
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

In termini tendenziali la debolezza della produzione industriale risulta diffusa alla maggior parte dei settori



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le indicazioni delle imprese sugli ordinativi non mostrano segnali di ripartenza della domanda

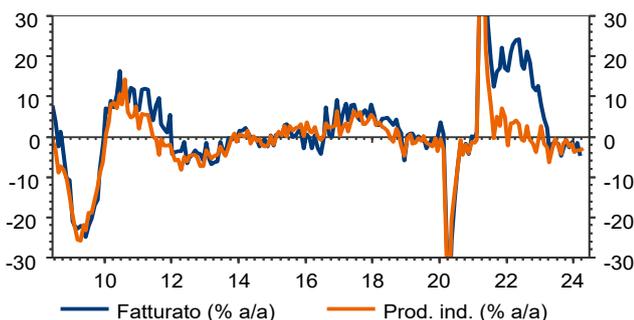


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le indagini manifatturiere non segnalano una ripresa imminente

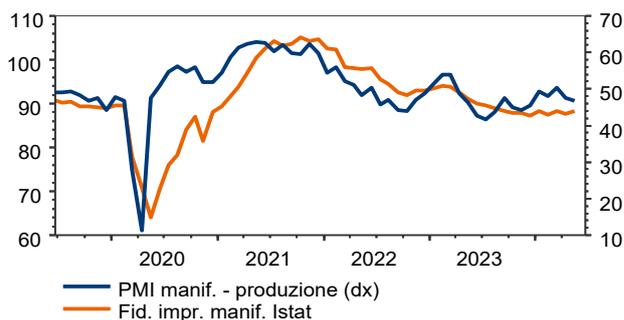
Le indagini di fiducia restano coerenti con un'attività industriale poco vivace anche nei prossimi mesi. **A maggio l'indice PMI manifatturiero è calato per il secondo mese, da 47,3 a 45,6 (un minimo da dicembre 2023), con segnali di deterioramento diffusi a tutte le principali componenti dell'indagine.** Accelera al ribasso la tendenza discendente di ordinativi e produzione, le imprese non sembrano ancora intenzionate a ricostituire le scorte nonostante il progressivo svuotamento dei magazzini, e i tempi di consegna sono ormai tornati ben al di sotto della media storica. Soprattutto, nemmeno le componenti più anticipatorie offrono segnali di ripartenza per i prossimi mesi. **L'indagine Istat dipinge un quadro solo marginalmente più ottimistico, ma anche in questo caso il livello del morale rimane su livelli recessivi, pur rimbalzando a maggio a 88,4 da un precedente 87,7.** Il recupero è guidato da maggiori aspettative di ripresa sia per gli ordini che per la produzione, mentre le valutazioni correnti vedono un saldo lievemente meno negativo per gli ordinativi ma indicazioni ancor più pessimistiche sull'output (ai minimi dal 2020). Una parte del miglioramento dell'indice sintetico deriva anche da un saldo meno positivo sulle scorte di magazzino, che, pur rimanendo superiori alla media storica, frenano ai minimi da quasi due anni (potrebbe essere non un segnale di forza della domanda ma l'effetto delle tensioni sul sistema dei trasporti globale). Non migliorano le attese delle aziende sulla situazione economica prospettica (ancora su livelli molto negativi), e tornano a rallentare, dopo la risalita del mese scorso (pur restando sopra la media storica), le intenzioni di assunzione.

A marzo il fatturato industriale è calato di -2,9% m/m (-5,1% a/a) in valore e di -2,3% m/m in volume (-3,8% a/a)



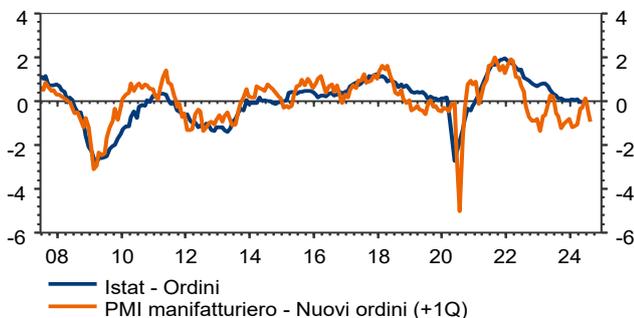
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

PMI e indagini Istat non anticipano ancora una ripartenza dell'attività industriale



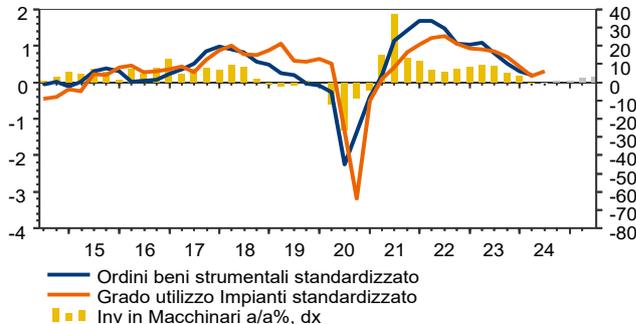
Nota: la serie Istat è interpolata a causa della mancanza di dati per aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

La componente ordinativi del PMI manifatturiero è risultata molto volatile negli ultimi mesi, ma gli ultimi dati non sono incoraggianti



Nota: la serie Istat è interpolata a causa della mancanza di dati per aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Il grado di utilizzo di capacità produttiva è salito leggermente nel 2° trimestre, ma rimane su bassi livelli



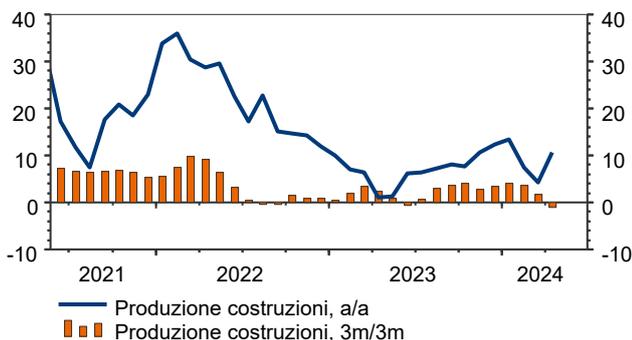
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Rimbalza (riteniamo, temporaneamente) la produzione nelle costruzioni

La produzione nelle costruzioni è tornata a salire ad aprile, di 2,3% m/m; il rimbalzo non è però sufficiente per compensare il calo cumulato di -4,5% registrato nei due mesi precedenti. Ipotizzando un output invariato in maggio e giugno, il settore potrebbe risultare sostanzialmente stagnante nel 2° trimestre, dopo il balzo d'inizio anno. Tuttavia, riteniamo che la produzione potrebbe tornare a calare già da maggio, complici anche condizioni metereologiche sfavorevoli; soprattutto, pesa il crollo delle richieste di bonus edilizi, assieme al sostanziale esaurimento dei lavori arretrati da completare. Le costruzioni potrebbero quindi tornare a frenare la formazione del valore aggiunto durante la primavera, come suggerito dal calo dell'indice Istat sul morale delle aziende del settore, sceso per il secondo mese a maggio, a 101,6 da 103,3. Sostanzialmente esaurito il supporto fornito dagli incentivi fiscali, i fondamentali di domanda sembrano compatibili con una contrazione degli investimenti residenziali nei prossimi trimestri.

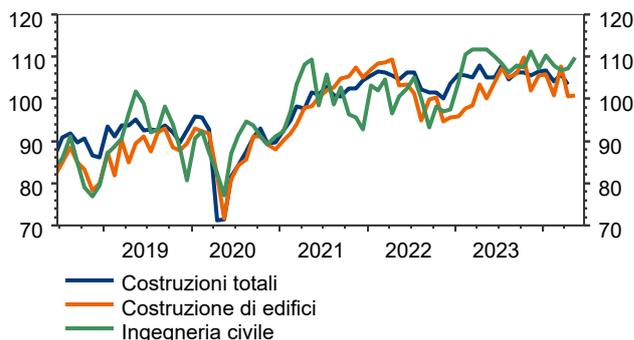
In un recente studio la Banca d'Italia ha stimato che a fronte di una spesa complessiva per quasi 200 miliardi di euro (circa il 3% del PIL in media all'anno), gli incentivi fiscali potrebbero aver contribuito per circa tre quarti alla crescita del valore aggiunto nelle costruzioni tra il 2020 e il 2023, ma l'apporto agli altri comparti sarebbe stato limitato: il moltiplicatore fiscale dovrebbe quindi essere risultato inferiore all'unità. Soprattutto, solo un quarto degli investimenti sussidiati sarebbe stato comunque effettuato. In sintesi, i vantaggi in termini di valore aggiunto potrebbero essere stati inferiori rispetto ai costi sostenuti.

La produzione nelle costruzioni è risalita ad aprile, ma potrebbe tornare a scendere nei prossimi mesi



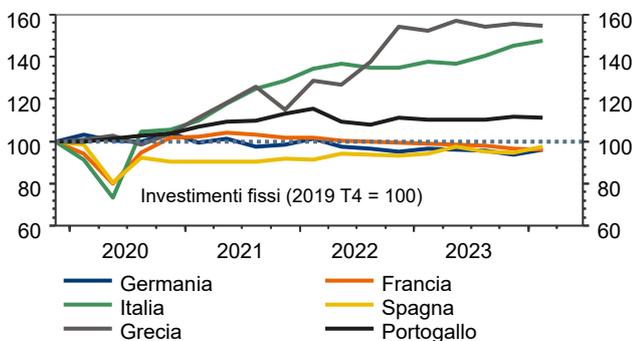
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La fiducia dei costruttori rimane superiore alla media storica, ma dovrebbe aver superato il picco



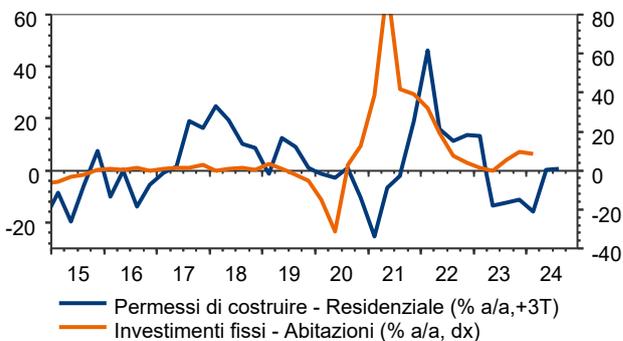
Nota: le serie sono interpolate a causa della mancanza di dati per aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Gli incentivi fiscali spiegano la sovraperformance delle costruzioni italiane dopo la pandemia rispetto alle altre principali economie



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Il calo dei permessi di costruzione segnala una possibile contrazione degli investimenti residenziali nei prossimi trimestri

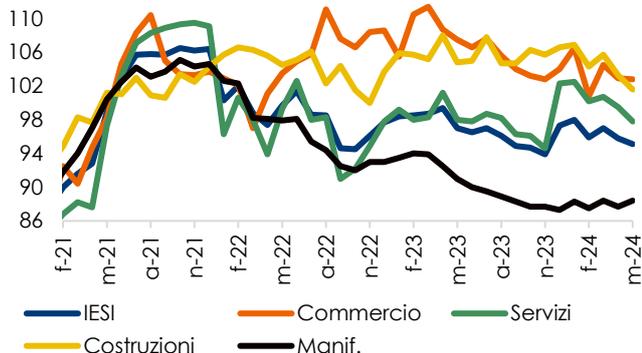


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I servizi restano pressoché l'unico motore di crescita

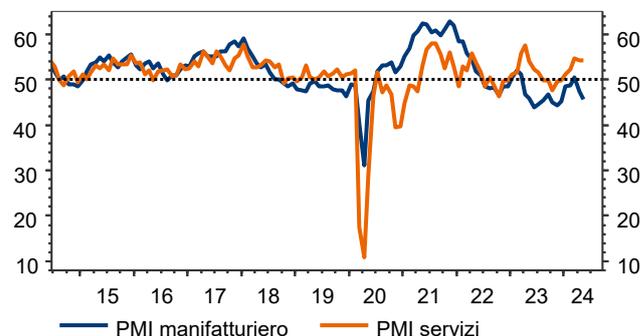
Nel 1° trimestre il valore aggiunto nei servizi ha registrato un'espansione di 0,3% t/t (0,8% a/a). Lo spaccato per settore evidenzia come siano state le attività artistiche e di intrattenimento (2,8% t/t; 2% a/a) a mostrare il maggior dinamismo, seguite da finanza e assicurazioni (2,2% t/t; 1,9% a/a) e dai servizi professionali e di supporto (1,2% t/t; 1,5% a/a). Al contrario, flette il valore aggiunto nell'immobiliare (-0,2% t/t; 0,9% a/a) e nella pubblica amministrazione (-0,4% t/t; -0,4% a/a), e si registra una sostanziale stagnazione nel commercio, trasporto, alloggio e ristorazione (-0,1% t/t; 0,5% a/a). **Le indagini congiunturali suggeriscono che i servizi sono rimasti trainanti anche nel 2° trimestre, e nei prossimi mesi saranno probabilmente in grado di compensare la persistente debolezza dell'industria e la frenata delle costruzioni.** A maggio l'indice PMI servizi è rimasto sostanzialmente invariato su livelli ampiamente espansivi e superiori alla media registrata nei primi tre mesi dell'anno (54,2 da 54,3). Le imprese hanno evidenziato un rallentamento nel ritmo di crescita dei nuovi ordini per il secondo mese consecutivo, ma non si arresta la tendenza rialzista delle aspettative per l'attività futura, che toccano un massimo da oltre 2 anni. Accelera anche la crescita occupazionale (il comunicato stampa sottolinea la prevalenza di assunzioni con contratti a tempo indeterminato). Offrono uno scenario meno favorevole le **indagini Istat**, che a maggio registrano il secondo calo consecutivo del morale delle imprese dei servizi (97,8 da 99,5), che si riporta sul livello medio registrato nel 2° semestre dello scorso anno (quando il settore aveva comunque contribuito positivamente alla formazione del valore aggiunto). I segnali di maggiore debolezza provengono dai comparti più esposti alla debolezza manifatturiera come trasporto e magazzinaggio.

Nei servizi le indagini Istat forniscono segnali meno positivi ma non ancora preoccupanti rispetto ai PMI



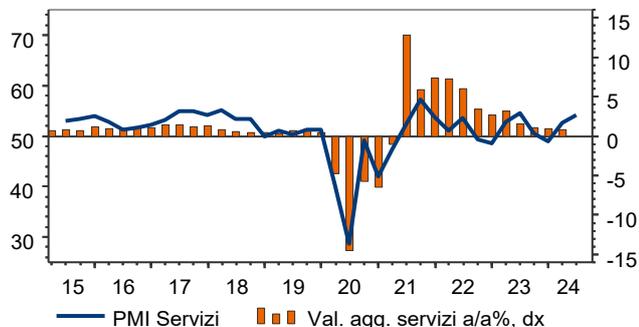
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

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



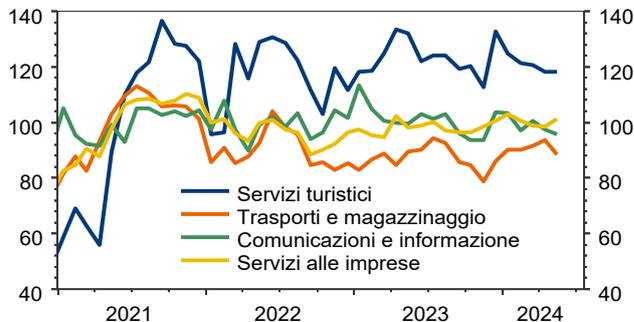
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

I servizi dovrebbero continuare a contribuire positivamente al PIL anche nei prossimi trimestri



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Il morale delle imprese nel settore del trasporto e magazzinaggio risente della debolezza industriale



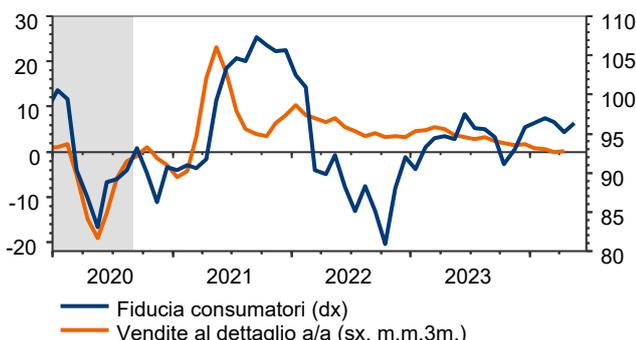
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Consumi in lenta ripartenza dopo la flessione a sorpresa di fine 2023

Nel 1° trimestre le spese dei nuclei familiari sono cresciute di 0,3% t/t (0,1% a/a). Il dato non è sorprendente dopo l'ampia flessione di -1,4% t/t di fine 2023, ma è il dettaglio per macro-settore a risultare inatteso. Nonostante i segnali di debolezza provenienti dai dati mensili sulle vendite al dettaglio e le immatricolazioni di auto, si registra un robusto incremento dei consumi di beni durevoli (1,3% t/t, da 0,9% precedente) e non durevoli (1,7% t/t da zero), a fronte della seconda contrazione consecutiva per i servizi (-0,6% t/t da -2,2%) - un comparto per il quale, al contrario, le indagini di fiducia e i dati sul fatturato avevano mostrato segnali incoraggianti. I dati definitivi non sono ancora disponibili ma **secondo le nostre stime il reddito reale delle famiglie dovrebbe essere tornato a salire a inizio 2024, dopo la flessione su base congiunturale vista nel 4° trimestre.**

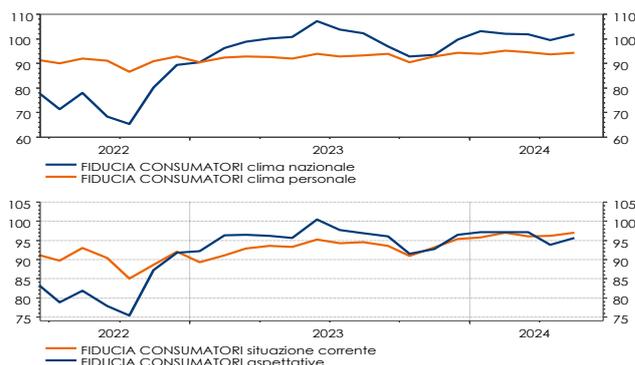
Riteniamo che il recupero del potere d'acquisto perduto negli ultimi anni possa proseguire nei prossimi trimestri nonostante la probabile risalita dell'inflazione, grazie alla prosecuzione della fase di crescita sia dell'occupazione che delle retribuzioni. **Ci aspettiamo perciò che i consumi privati possano continuare a crescere nei prossimi trimestri, anche se la riaccelerazione verrà mitigata da un probabile aumento del tasso di risparmio.** A maggio **la fiducia dei consumatori è risalita a 96,4 da 95,2 di aprile.** Il miglioramento è dovuto al clima nazionale più che alla condizione personale degli intervistati, e alle aspettative per il futuro in misura maggiore rispetto alle valutazioni sulla situazione corrente. Si nota un miglioramento generalizzato di valutazioni correnti e attese sulla situazione finanziaria degli intervistati e sulle possibilità di risparmio, tranne che per i giudizi sul bilancio familiare corrente.

Torna a crescere la fiducia dei consumatori



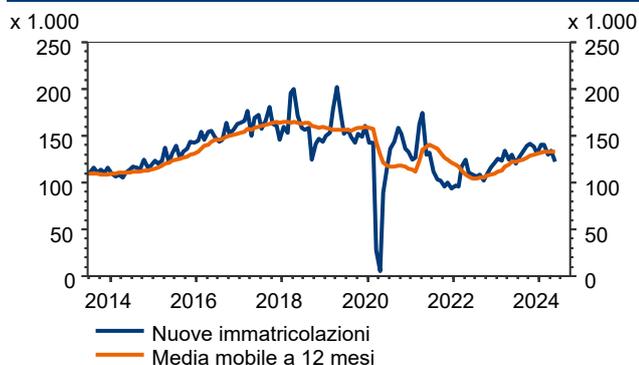
Nota: la serie sulla fiducia dei consumatori è interpolata a causa della mancanza di dati ad aprile 2020; aree ombreggiate = recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il miglioramento del morale delle famiglie a maggio è dovuto soprattutto al clima nazionale e alle aspettative per il futuro



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Immatricolazioni di auto in calo a maggio, ma da giugno si dovrebbe vedere l'effetto dei nuovi incentivi fiscali



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

L'inflazione risalirà lievemente nei prossimi mesi, ma la ripresa del potere d'acquisto dovrebbe proseguire



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

Il tasso di disoccupazione torna sotto il 7% per la prima volta dal 2008

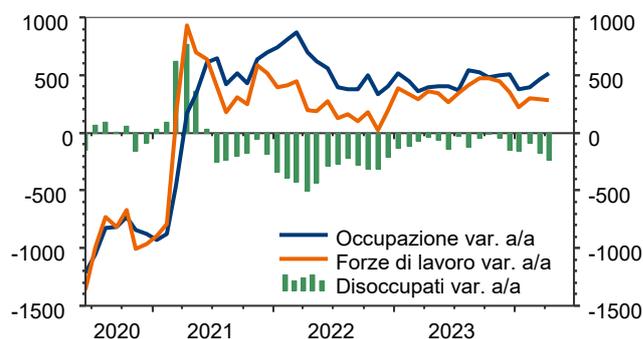
Ad aprile il tasso di disoccupazione è calato per il secondo mese portandosi al 6,9% da un precedente 7,1%: si tratta di un nuovo minimo da dicembre 2008. Nel mese si registra il terzo aumento consecutivo degli occupati, di 84mila unità (+0,4% m/m), che, a fronte di una sostanziale stagnazione per gli inattivi (+5 mila unità), determina il secondo calo di fila per i disoccupati (-55 mila unità). **Il tasso di occupazione ha toccato un nuovo massimo storico, al 62,3%** da un precedente 62,1%, a fronte di un tasso di attività invariato per il terzo mese al 67% (solo un decimo al di sotto del precedente record raggiunto lo scorso ottobre). I progressi degli ultimi mesi riguardano sia gli uomini che le donne e risultano diffusi a tutte le fasce d'età, compresi i più giovani. Il tasso di disoccupazione tra le persone con età compresa tra i 15 e i 24 anni si attesta infatti al 20,2%, il livello più basso da inizio 2008 e solo un punto al di sopra del minimo storico di febbraio 2007. Anche i **dati trimestrali relativi a inizio 2024** confermano il quadro di un mercato del lavoro in buona salute. La **crescita delle ore lavorate (0,6% t/t)** è trainata dalle costruzioni (1,9%), un dato che molto probabilmente riflette la necessità di concludere i lavori finanziati da Superbonus; si registrano comunque incrementi anche per industria (0,3%) e servizi (0,7%). La **rilevazione sull'occupazione dipendente (0,8% t/t)** mostra che sono i servizi non di mercato ad essere trainanti nelle assunzioni (1,2%), seguiti da servizi di mercato e costruzioni (1%) e industria in senso stretto (0,2%). Infine, lo spaccato sui **motivi di non partecipazione degli inattivi** evidenzia un calo di scoraggiati e pensionati mentre aumentano gli inattivi per motivi di studio e le persone in attesa di risultati di precedenti ricerche di lavoro.

Disoccupazione in calo al 6,9% ad aprile, stabile al 20,2% il tasso dei senza-lavoro per i più giovani (poco sopra il minimo storico)



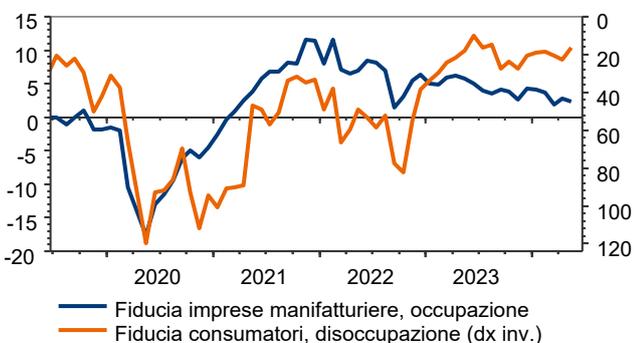
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Riaccelera la crescita degli occupati, su ritmi superiori a quella delle forze di lavoro



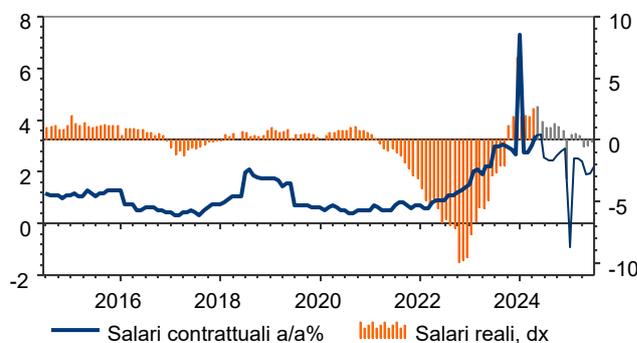
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le intenzioni di assunzione delle imprese manifatturiere rallentano ma restano in territorio espansivo, più ottimiste le famiglie



Nota: le serie sono interpolate a causa della mancanza di dati per aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La crescita dei salari negoziali ha superato il picco, ma la dinamica delle retribuzioni reali rimarrà positiva nei prossimi mesi

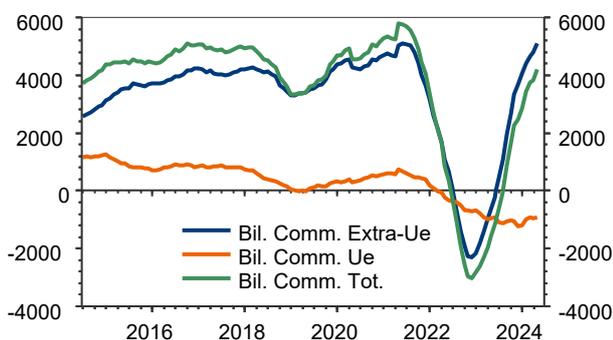


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Quest'anno un ampio contributo alla crescita del PIL viene dall'export netto

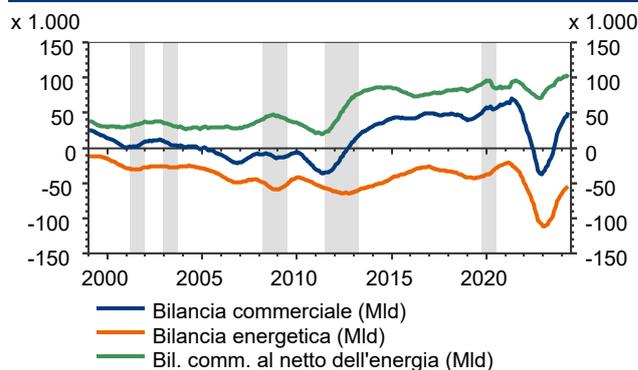
Per il terzo trimestre consecutivo, anche a inizio 2024 la domanda estera netta ha contribuito positivamente alla crescita del PIL, per 0,7 punti percentuali, grazie al calo di -1,7% t/t delle importazioni a fronte di una crescita dell'export di 0,6% t/t. I primi dati mensili sul commercio internazionale di beni, relativi al mese di **aprile**, sembrano confermare questa tendenza. **L'export è infatti cresciuto di 2,3% m/m a fronte di un calo di -1,1% m/m per l'import.** Ad aprile si registra un avanzo commerciale di 4,8 miliardi di euro, in miglioramento rispetto al dato di un anno prima (0,4 miliardi) grazie a un ridimensionamento del disavanzo energetico (-3,8 miliardi da -5,7) e a un miglioramento del surplus nell'interscambio di prodotti non energetici (8,6 miliardi da 6,1). **Il dato sulle vendite estere è però condizionato da movimentazioni occasionali ad elevato impatto nella cantieristica navale al di fuori dell'UE.** Lo spaccato geografico dell'export mostra comunque i primi segnali di ripartenza della domanda europea: i flussi verso la Germania tornano a crescere in termini tendenziali per la prima volta dopo un anno di flessione ininterrotta. **Le importazioni, al contrario, risentono del calo degli acquisti di energia, beni intermedi e strumentali**, a fronte di un incremento per i beni di consumo. I dati sui prezzi all'import suggeriscono che la flessione dell'import non sembra dipendere più da una diminuzione dei valori medi unitari, ma da una contrazione dei volumi. Nei prossimi mesi, ci aspettiamo che il miglioramento della domanda estera possa sostenere l'export. Questi progressi dovrebbero però essere compensati dalla ripartenza della domanda interna, attesa riflettersi in una riaccelerazione dell'import. **Il contributo degli scambi con l'estero al PIL, pur rimanendo molto positivo in media d'anno nel 2024, potrebbe essere negativo nei trimestri centrali del 2024.**

Iniziano ad emergere i primi segnali di stabilizzazione del disavanzo commerciale verso il resto della UE



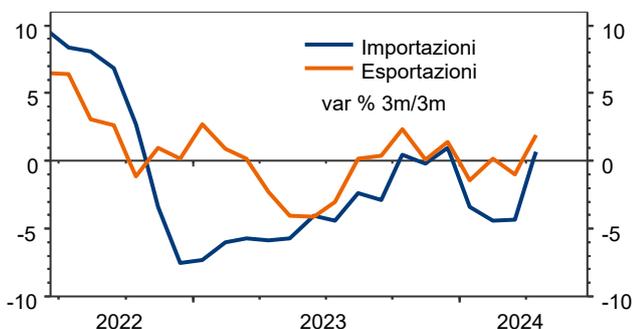
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il surplus commerciale al netto dell'energia è ai massimi storici



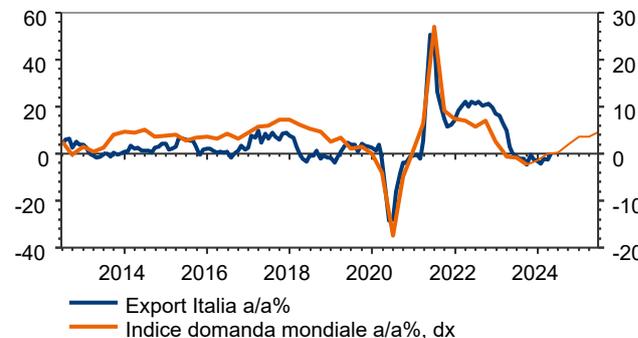
Nota: aree ombreggiate = recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Negli ultimi mesi le esportazioni sono cresciute più delle importazioni



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Per l'export è attesa una graduale accelerazione sulla scia della maggiore domanda estera

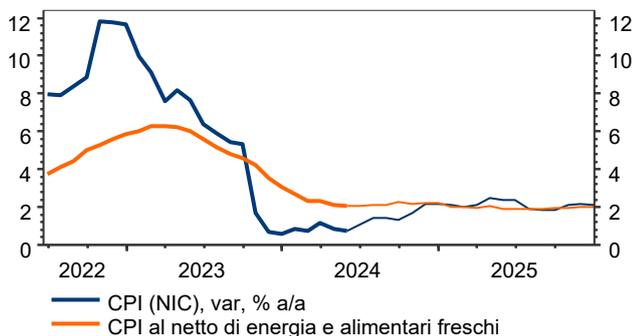


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

Inflazione ancora ben al di sotto della media europea

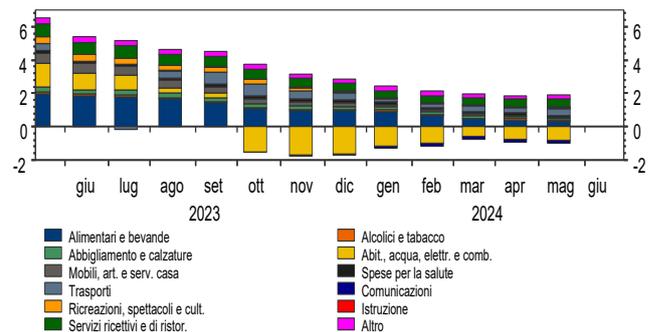
A maggio, l'inflazione annua si è stabilizzata allo 0,8% a/a sull'indice nazionale, mentre è scesa di un decimo allo 0,8% sulla misura armonizzata UE. I dettagli del NIC mostrano che l'inflazione è scesa nel settore dei beni industriali non energetici (a 0,6% da 0,7% a/a) mentre è rimasta invariata per i servizi (al 2,9%). È l'accelerazione dei servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (in salita a 4,3% da 3,8%) la componente che continua a mostrare la maggiore vivacità, mentre decelera o si stabilizza la crescita annua dei prezzi negli altri comparti: abitazione (2,6% da 2,8%); trasporti (2,4% da 2,7%), comunicazioni (0,7%) e altri servizi (1,8%). L'inflazione alimentare è scesa al 2,2% a/a da un precedente 2,4%, grazie al rallentamento dei prodotti lavorati (1,8% a/a da 2,5%); stabile invece l'inflazione annua per gli alimentari freschi (al 2,2% a/a). **L'inflazione di fondo (al netto di alimentari freschi ed energia) ha toccato un minimo da marzo 2022, al 2% a/a dal 2,1% di aprile**, mentre è rimasta invariata al 2,1% a/a l'inflazione al netto di alimentari, energia, alcool e tabacco. Il calo annuo dei prezzi dell'energia si è ridimensionato (-11,7% a/a da -12,1%) per via di effetti base e dell'aumento delle tariffe regolamentate. Queste ultime sembrano aver ormai esaurito le spinte deflative (0,7% a/a a maggio, da -1,3% di aprile; +1,9% m/m); ci aspettiamo che la componente energetica possa tornare a contribuire positivamente all'inflazione già dai prossimi mesi. **In discesa a maggio anche l'inflazione per i prodotti ad alta frequenza d'acquisto** (2,5% a/a da 2,6%) e per il "carrello della spesa" (1,8% a/a da 2,3%). Ci aspettiamo che l'inflazione italiana torni a crescere già a partire da giugno, per chiudere l'anno intorno al 2,1% a/a; la componente di fondo dovrebbe stabilizzarsi al 2%.

L'inflazione è attesa tornare a salire gradualmente nei prossimi mesi, l'indice di fondo è visto stabilizzarsi attorno al 2%



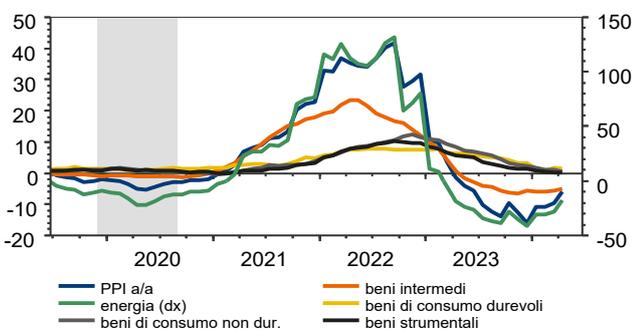
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

Va riducendosi il contributo negativo all'inflazione delle spese per la casa (che dipendono in gran parte dalle tariffe energetiche)



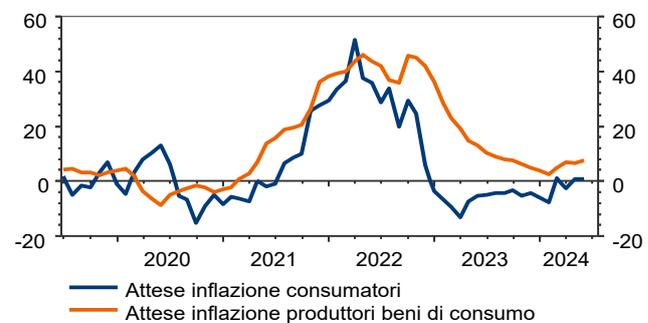
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il PPI è ancora in territorio negativo, sia pure meno che a fine 2023



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

Le attese sui prezzi di consumatori e imprese hanno smesso di scendere



Nota: le serie sono interpolate a causa della mancanza di dati per aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Tendenze del settore bancario

Ad aprile, tornano in leggera crescita i nuovi mutui alle famiglie

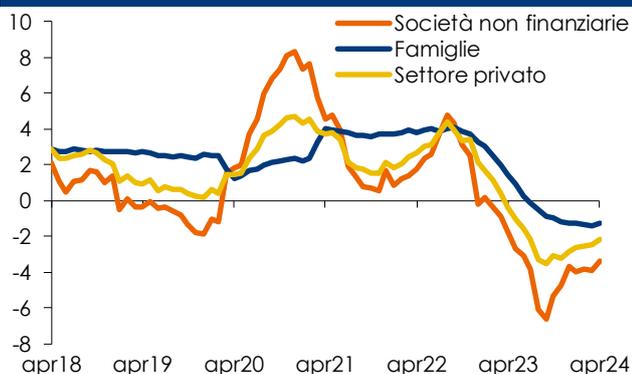
I prestiti bancari confermano un trend di riduzione poco diverso rispetto ai mesi precedenti. Ad aprile l'aggregato dei prestiti a famiglie e imprese ha mostrato un leggero miglioramento, con un minor calo del -2,2% a/a, confermato a maggio dalle anticipazioni ABI, dopo tre mesi a -2,6%. In dettaglio, ad aprile i prestiti alle società non-finanziarie hanno riportato una riduzione del -3,4%, moderatamente meno intensa rispetto al -3,9% del 1° trimestre. Per i prestiti alle famiglie, è proseguita la lenta discesa dello stock, con una variazione del -1,25%. Lo stock di mutui è rimasto in stallo (-0,1%). In un quadro generalmente poco variato, spicca il dato positivo dei flussi di nuovi prestiti per acquisto abitazioni, tornati in crescita, del +4,4%, che fa seguito a una serie continua di cali da settembre 2022. All'opposto, le rinegoziazioni sono rimaste in riduzione. Le erogazioni sono state ancora una volta prevalentemente a tasso fisso, pari all'86% del totale operazioni.

Elisa Coletti

L'andamento dei prestiti bancari continua a non mostrare particolari novità. Secondo i dati di aprile e le anticipazioni ABI per maggio, la riduzione dei finanziamenti al settore privato è proseguita circa in linea con i mesi precedenti, a un ritmo moderato pari a -2,2% in entrambi i mesi, leggermente meglio rispetto al -2,4% di marzo. Più in dettaglio, anche l'aggregato dei prestiti a famiglie e imprese ha segnato una variazione identica ad aprile e a maggio, del -2,3%, un calo leggermente meno intenso rispetto al -2,6% dei tre mesi precedenti (-2,5% a dicembre).

In particolare, **i prestiti alle società non-finanziarie hanno riportato una contrazione del -3,4% a/a**, evidenziando un andamento moderatamente migliore rispetto al -3,9% medio del 1° trimestre. Guardando i prestiti distinti per durata, il leggero recupero emerso ad aprile risulta spiegato dai **finanziamenti a breve termine, il cui calo è passato da -5% a marzo a -1% ad aprile** anche per effetto del confronto con l'avvio della fase di riduzione un anno prima. Tuttavia, **la flessione dei prestiti a medio-lungo termine è rimasta intensa**, del -5,0% ad aprile dal -4,6% di marzo.

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



Fonte: Banca d'Italia

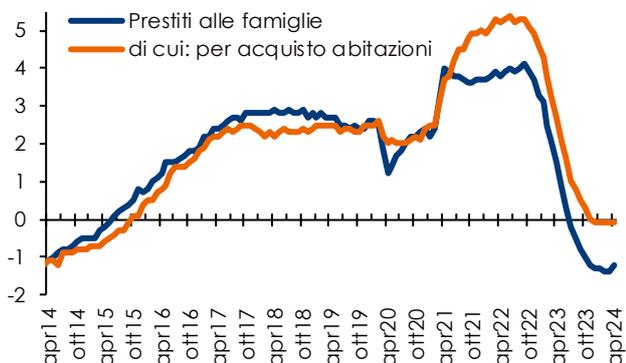
Andamento dei prestiti a società non-finanziarie per durata, dati non corretti per le cartolarizzazioni (var. % a/a)



Fonte: BCE

Per i prestiti alle famiglie, è continuata la lenta discesa dello stock, anch'essa in lieve miglioramento dal -1,4% a marzo al -1,25% di aprile, dopo tre rilevazioni a -1,3%. In particolare, **lo stock di mutui è rimasto in stallo** per il 6° mese consecutivo, con il -0,1% a/a. **Il credito al consumo, invece, ha proseguito la crescita a un buon ritmo, che da fine 2023 oscilla tra il +3,5% e il +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)

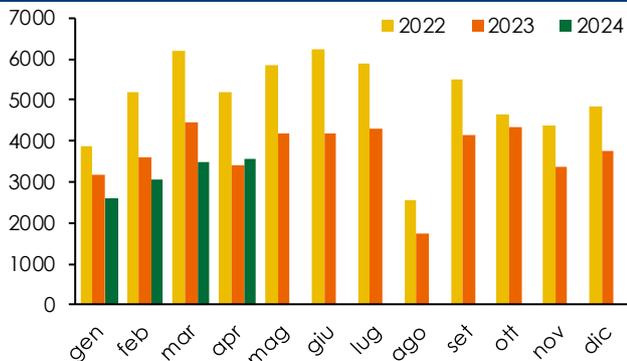


Fonte: BCE

In questo quadro poco variato, spicca il dato positivo dei **flussi di nuovi prestiti per acquisto abitazioni, tornati a registrare una crescita, del +4,4%, che fa seguito a una serie continua di cali** da settembre 2022. Già nei mesi precedenti il trend negativo a due cifre era risultato a tratti meno intenso, ma con discontinuità. Le prossime rilevazioni diranno se il recupero di aprile è destinato a proseguire.

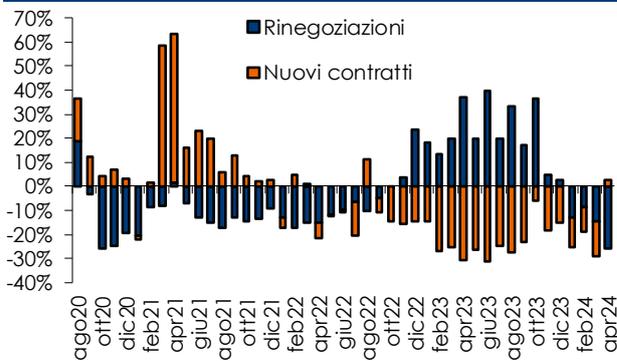
In parallelo, **le rinegoziazioni sono rimaste in forte calo, peggiorato rispetto al 1° trimestre dell'anno** (del -58,6% ad aprile dal -45,7% di marzo e -38,9% nel 1° trimestre), all'opposto rispetto alla notevole ripresa registrata nel 2023. Ad aprile, le rinegoziazioni hanno rappresentato il 24% del totale delle operazioni (in linea con marzo, dal 26% 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 ha continuato a spostarsi verso il tasso fisso, seguendone la discesa**, arrivata ad aprile a 3,45%, -56pb su fine 2023, a fronte di una sostanziale invarianza del tasso variabile tra il 4,9% e il 5% (4,94% ad aprile da 4,99% a inizio anno). Di conseguenza, **il differenziale negativo tra tasso fisso e variabile si è ampliato ulteriormente, portandosi a -149pb, un livello mai toccato in precedenza** (-99pb e -1,3% nel 1° trimestre).

Perciò, ad aprile **le erogazioni a tasso fisso sono tornate in aumento, del +7,5% a/a**, dopo una pausa a -3,5% a/a a marzo che aveva interrotto una forte crescita durata otto mesi (la voce include nuovi contratti, surroghe e sostituzioni). All'opposto, per il decimo mese consecutivo **è proseguita la notevole riduzione delle operazioni a tasso variabile, del -75% a/a**, in linea con il 1° trimestre. **L'incidenza dei mutui a tasso fisso sul totale delle operazioni**, in salita da gennaio

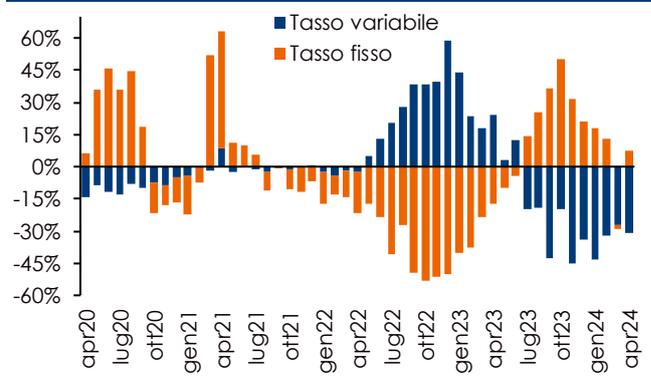
quando ha raggiunto il 78%, **si è mantenuta all'86% registrato a marzo, una quota mai segnata in precedenza** (64,5% medio nel 2023, incluse le rinegoziazioni).

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

Depositi in miglioramento e obbligazioni sempre in forte crescita

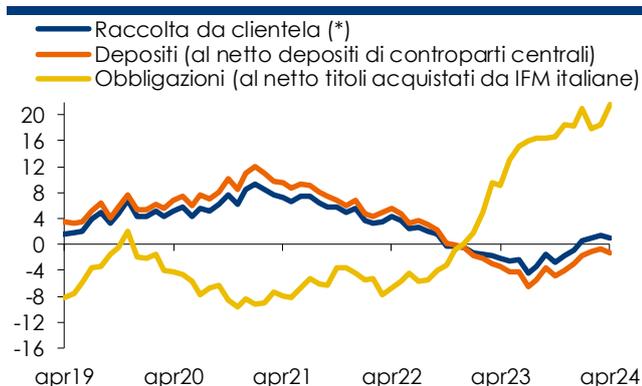
L'andamento dei depositi si conferma migliore rispetto al 2023, con un calo moderato ad aprile seguito da un altro rimbalzo sull'intorno dello zero a maggio, secondo informazioni preliminari, come già registrato a marzo. Accanto al graduale recupero dei depositi, prosegue la forte dinamica delle obbligazioni, che ad aprile hanno segnato una variazione del +21,7%, seguita da un +18,2% a maggio secondo le stime ABI. Si rafforza, quindi, la crescita della raccolta complessiva da clientela, in atto da inizio anno, con il +1,1% ad aprile e il +1,9% a maggio secondo le anticipazioni ABI. Continua, ma con meno vigore rispetto al 2023, la ricomposizione dei portafogli dei risparmiatori verso i titoli di debito.

Elisa Coletti

L'andamento dei depositi bancari si conferma migliore rispetto al 2023, sebbene con tassi di variazione altalenanti. Dopo il risultato particolarmente positivo di marzo, con l'arresto del calo, **ad aprile si è registrato un altro segno negativo, ancorché moderato, del -1,6% a/a** da zero il mese precedente e -1,2% a febbraio. Secondo informazioni preliminari e parziali, **a maggio la variazione annua è risalita sullo zero**, a -0,1% da -1,4% ad aprile e -0,8% a marzo sulla base di dati omogenei di fonte ABI.

Accanto al graduale recupero della dinamica dei depositi, continua la **forte crescita delle obbligazioni**, che ad aprile hanno segnato un rimbalzo della variazione dello stock dal +18,5% di marzo al +21,7%, seguito da un +18,2% a maggio secondo le stime ABI. Pertanto, **è proseguito l'aumento della raccolta totale da clientela, iniziato con il +0,5% a gennaio e rafforzatosi via via, con il +1,1% ad aprile e il +1,9% a maggio** secondo le anticipazioni ABI che, se confermato dalle statistiche di sistema, **sarebbe il miglior risultato da agosto 2022**.

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)



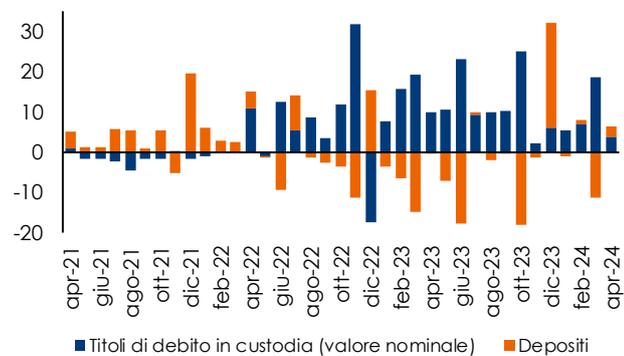
Fonte: Banca d'Italia

Includendo il rifinanziamento BCE e i depositi di non residenti, **la raccolta complessiva resta tuttavia in calo**, del -6,3% ad aprile dal -5,6% a marzo. L'andamento risente della riduzione del rifinanziamento BCE a seguito del rimborso delle TLTRO III. Diversamente, **per i depositi di non residenti è proseguita la crescita a due cifre, del +19,6%**, in linea con marzo (+22,8% la media del 1° trimestre), lungo un trend positivo avviatosi a inizio 2022.

Continua, ma con meno vigore rispetto al 2023, la ricomposizione dei portafogli dei risparmiatori verso i titoli obbligazionari. Ad aprile i **titoli di debito in custodia presso le banche per conto delle famiglie consumatrici hanno registrato un afflusso netto relativamente moderato**, pari a 3,8 miliardi, il secondo più basso da inizio 2023, che però fa seguito a un incremento mensile di ben 18,5 miliardi a marzo, determinati dalla sottoscrizione della terza emissione di BTP Valore. Si osserva, inoltre, un **continuo aumento dei titoli di debito a custodia anche dal lato delle imprese**,

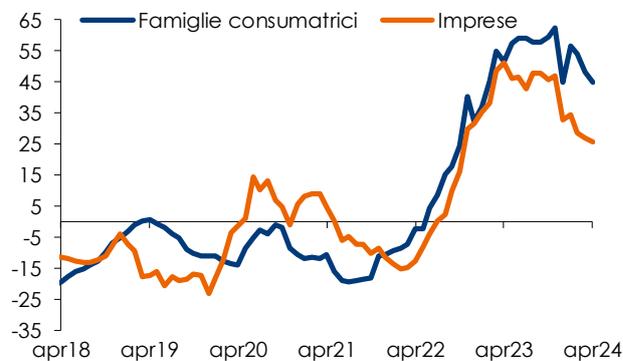
pari a 7,5 miliardi nei primi quattro mesi dell'anno, anch'esso più contenuto rispetto ai 12,7 miliardi dello stesso periodo del 2023.

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.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

Carlo Ruoti

carlo.ruoti@intesasnpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasnpaolo.com