

# La Bussola dell'Economia Italiana

**Research Department**

Luglio 2024

**IMI**

CORPORATE &  
INVESTMENT  
BANKING

## La bussola dell'economia italiana

### Indice

#### L'evoluzione dello scenario congiunturale

L'inverno demografico allunga la sua ombra su PIL e spesa pubblica	2
Sintesi della previsione macroeconomica	2
L'industria continua a frenare la crescita	13
Le indagini manifatturiere non mostrano ancora segnali di ripartenza	14
La produzione nelle costruzioni registra un'inattesa tenuta nei mesi primaverili	15
I servizi restano pressoché l'unico motore di crescita	16
La ripresa del potere d'acquisto sosterrà i consumi nei prossimi trimestri	17
Il mercato del lavoro rimane solido	18
Battuta d'arresto per l'export a maggio	19
L'inflazione resta ben inferiore alla media dell'Eurozona	20

#### Tendenze del settore bancario

Si conferma una modesta ripresa dei nuovi mutui alle famiglie	21
Prosegue la crescita dei depositi delle imprese	22

### Luglio 2024

2
2
13
14
15
16
17
18
19
20
21
22
22
25

### Research Department

**Paolo Mameli**  
Economista Macro

**Carlo Ruoti**  
Economista Macro

**Andrea Volpi**  
Economista Macro

**Elisa Coletti**  
Economista Banche

## L'evoluzione dello scenario congiunturale

### L'inverno demografico allunga la sua ombra su PIL e spesa pubblica

Il tema dell'invecchiamento della popolazione sarà di importanza crescente nei prossimi decenni: esso peserà sia sul PIL potenziale che sulla spesa pubblica relativa alla previdenza, alla sanità e all'assistenza di lungo termine in tutti i Paesi UE, probabilmente anche in misura maggiore rispetto alle proiezioni di base contenute nell'Ageing Report 2024 della Commissione. L'Italia è, tra i Paesi occidentali, quello dove il problema si è manifestato più precocemente, ma ha dalla sua la sostenibilità di lungo termine del sistema pensionistico.

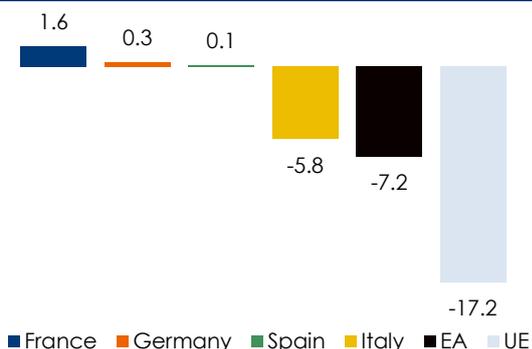
Paolo Mameli  
Carlo Ruoti

### Gli effetti dei trend demografici su popolazione, forze di lavoro e occupazione

Le proiezioni demografiche utilizzate dalla Commissione Europea nell'*Ageing Report 2024* mostrano un **calo della popolazione UE pari a oltre 17 milioni di abitanti entro il 2070** (da 449 milioni nel 2022 a meno di 432 milioni nel 2070; Fig. 1). Tale evoluzione si declina in modi diversi tra Paesi: mentre le altre maggiori nazioni occidentali (Germania, Francia, Spagna) vedono aumentare, seppur lievemente, la propria popolazione, **un ampio contributo alla contrazione della popolazione europea viene dall'Italia, che perderà 5,8 milioni di abitanti da qui al 2070**, scendendo dai circa 59 milioni di individui attuali a 53 milioni. Tra i paesi UE, solo la Polonia subirà un calo demografico più ampio (-6,2 milioni). Assai significativa è anche la flessione della popolazione prevista in Romania (-4 milioni).

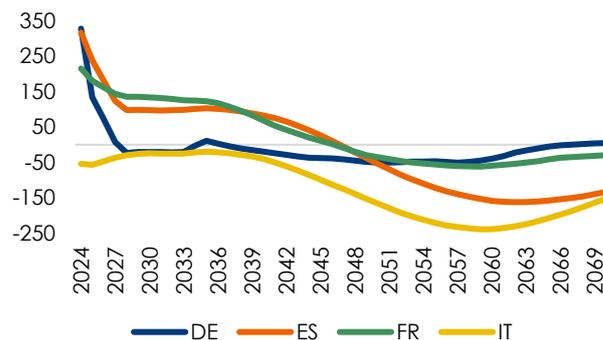
L'Italia è, tra i 4 maggiori Paesi UE, l'unico che vedrà una contrazione della popolazione da qui al 2070...

Fig. 1 – Variazione della popolazione tra il 2022 e il 2070 (milioni di abitanti)



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Variazione annua della popolazione (in migliaia di abitanti) nei principali Paesi UE



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

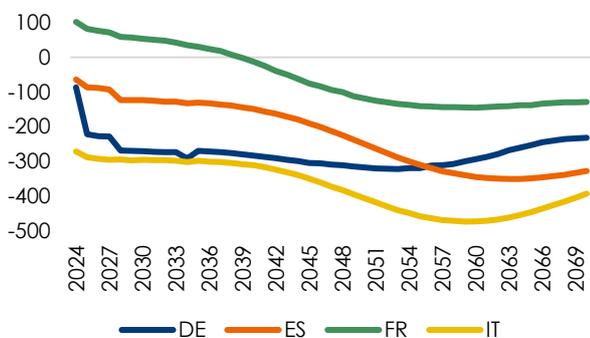
Come evidenziato dalle Figg. 2-8, **l'Italia è, tra i Paesi occidentali, quello dove il problema dell'invecchiamento si è manifestato più precocemente, ma il tema diverrà di importanza crescente anche per gli altri Paesi dell'Eurozona. Infatti, la popolazione è prevista iniziare a calare in Germania già a partire dal 2028**, in Francia e Spagna dal 2047-48. L'unico Paese tra questi in cui il saldo naturale (differenza tra nascite e decessi) nel 2024 è previsto rimanere positivo è la Francia, che però vedrà anch'essa un graduale rallentamento sino ad approdare in territorio negativo nel 2039. **Tutte e quattro le nazioni avranno un saldo naturale ampiamente negativo nel lungo termine**: l'Italia toccherà un minimo a oltre -470 mila nel 2059, la Spagna a -360 mila nel 2064, la Germania a oltre -320 mila nel 2053, la Francia a -145 mila nel 2060. **L'afflusso migratorio (sotto ipotesi non particolarmente aggressive<sup>1</sup>) sarà tale da compensare il saldo naturale**

...ma il saldo demografico peggiorerà significativamente in tutti i Paesi

<sup>1</sup> Nell'Ageing Report, le ipotesi sull'andamento dell'immigrazione sono modellate nel seguente modo: per il periodo 2023-2027 i valori sono ottenuti tramite interpolazione lineare tra il dato del 2022 e la stima per il 2027, ottenuta tramite la media dei flussi nel 2003-2022 (2013-2022 per i Paesi entrati nella UE dal 2004); dal 2027 in avanti, i dati derivano da un'interpolazione lineare tra la media di lungo periodo e il valore di immigrazione pro-capite nella UE nel 2027.

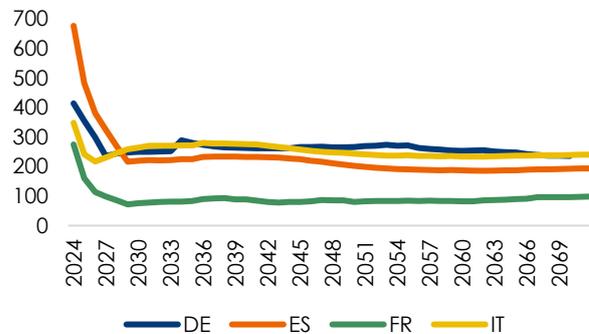
**negativo solo nella prima parte del periodo, mentre nel lungo termine, in tutti i Paesi, potrà solo attenuare il calo della popolazione** indotto dalla dinamica domestica negativa.

**Fig. 3 – Saldo naturale (differenza tra nascite e morti, in migliaia) nei principali Paesi UE**



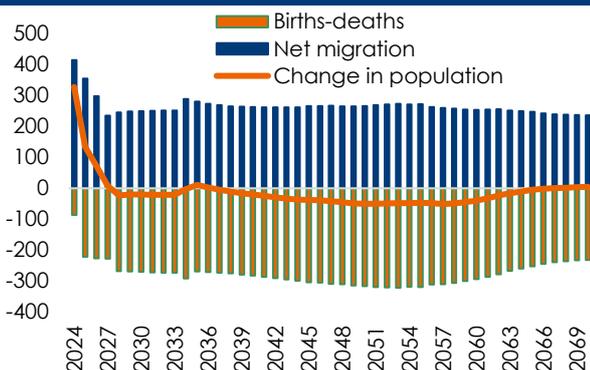
Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 4 – Saldo migratorio (in migliaia) nei principali Paesi UE**



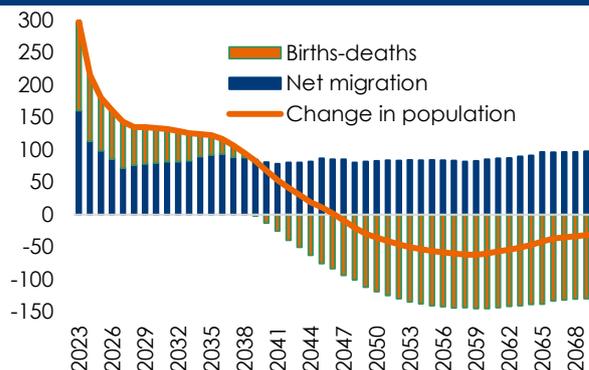
Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 5 – Germania: saldo naturale e saldo migratorio**



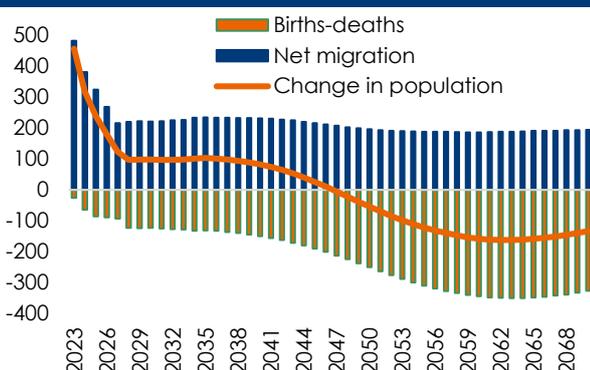
Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 6 – Francia: saldo naturale e saldo migratorio**



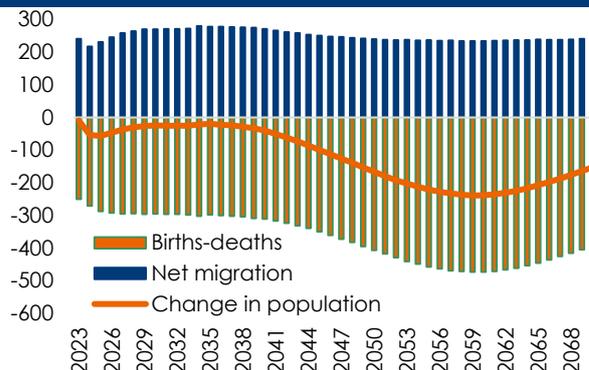
Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 7 – Spagna: saldo naturale e saldo migratorio**



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 8 – Italia: saldo naturale e saldo migratorio**



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

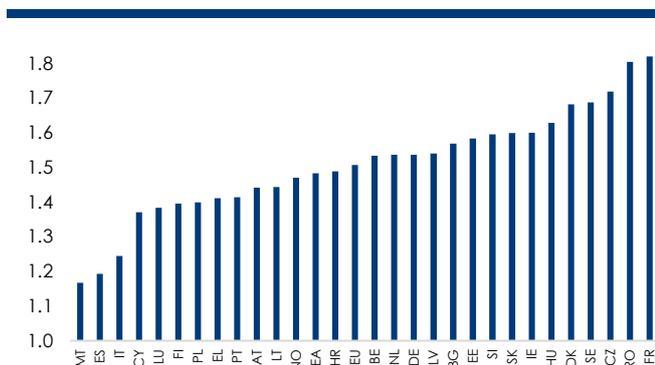
La diminuzione attesa della popolazione italiana è da ricondurre principalmente al **calo del tasso di fertilità** (numero di nascite per donna). Come emerge dai [dati Istat](#), dopo un picco nel 2008 pari a 1,43, l'indice è calato costantemente negli anni successivi (eccetto che nel biennio pandemico 2020-2021), fino ad attestarsi a 1,24 nel 2022-23. Il 2023 ha segnato un nuovo minimo storico (l'undicesimo di fila) nel numero di nascite (379 mila). Di conseguenza, nonostante la flessione del numero di decessi, **il saldo naturale è risultato ampiamente negativo** (-281 mila individui nel 2023).

**Il tasso di fertilità in Italia è tra i più bassi d'Europa, e le ipotesi prospettiche della Commissione appaiono molto ottimistiche**

**Il tasso di fertilità in Italia è tra i più bassi fra i Paesi UE** (1,24 nel 2023: solo a Malta e in Spagna si registrano valori più contenuti: Fig. 9), ben lontano dal tasso di sostituzione naturale (2,1). **Le proiezioni della Commissione ipotizzano un'inversione di tendenza già nei prossimi anni**, con una risalita sino a 1,45 nel 2070. È importante notare, però, che **tale evoluzione non è basata su analisi fondamentali ma su una mera (e discutibile) ipotesi tecnica di "convergenza"** verso gli Stati UE con la fertilità più alta, che tra l'altro implica un aumento prospettico più ampio negli Stati che attualmente hanno i tassi di fertilità più bassi come l'Italia.

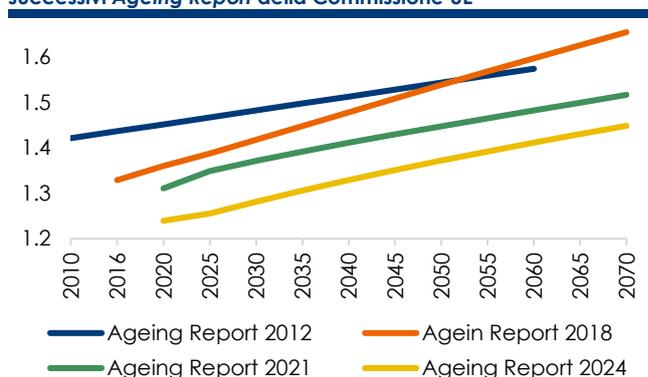
**Il confronto con le proiezioni contenute nei precedenti Ageing Report fa emergere l'inadeguatezza di questa ipotesi** (Fig. 10): nel Rapporto sull'invecchiamento del 2012, la previsione sul tasso fertilità nel 2020-2025 era vicina a 1,5, un valore molto diverso da quello effettivamente verificatosi (1,24 nel 2023). A nostro avviso, **rispetto allo scenario centrale delineato dalla Commissione, appare più credibile lo scenario "di rischio", che vede un tasso di fertilità più basso del 20% rispetto al baseline.**

Fig. 9 – Tasso di fertilità nei Paesi UE (2023)



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – Proiezioni sul tasso di fertilità in Italia contenute in successivi Ageing Report della Commissione UE



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

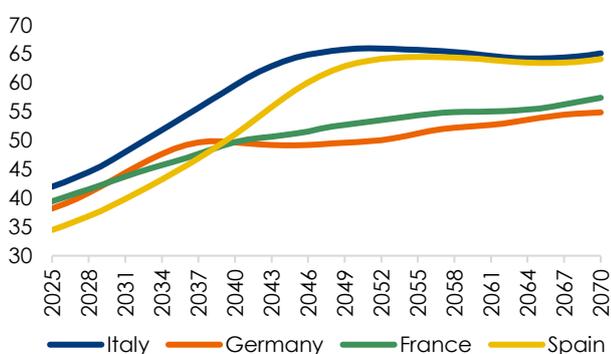
Ad oggi, l'apporto del saldo migratorio netto, che è risultato essere positivo di 241 mila unità nel 2023, consente di compensare quasi interamente il saldo naturale negativo. Lo scenario centrale descritto dalla Commissione Europea vede un saldo migratorio netto medio annuo pari allo 0,4% della popolazione, con un flusso medio pari a 250 mila unità all'anno (con un picco di 280 mila unità nel 2034, una stabilizzazione negli anni successivi e un calo dal 2050 in avanti). **Tali ipotesi, al contrario di quelle sulla natalità, non appaiono eccessivamente ottimistiche, anzi sembrano assai caute** (il saldo migratorio netto nel 2022 è stato ben superiore, pari a quasi 350 mila unità). A nostro avviso, **più credibile dello scenario di base delineato dalla Commissione è lo scenario alternativo che vede un'immigrazione più alta di un terzo rispetto al baseline. Peraltro, anche in questa ipotesi, non si eviterebbe una contrazione della popolazione in età lavorativa.**

**Viceversa, le ipotesi sui flussi migratori appaiono caute**

La popolazione italiana, oltre che più ristretta, diventa sempre più anziana a seguito dell'invecchiamento delle **generazioni del baby boom**, ovvero di coloro che sono nati tra il 1946 e 1964. Ciò implica evidentemente un progressivo spostamento di individui dalla popolazione in età lavorativa a quella in età da pensione. **L'indice di dipendenza degli anziani è visto in salita in tutti i Paesi UE.** In Italia tale indicatore sale dal 40,8% del 2022 al 65,5% del 2070 (la maggior parte dell'incremento è previsto entro il 2045, ed è trainato dagli over 85); da notare anche (Fig. 11) che tale indicatore per la Spagna, oggi significativamente inferiore a quello degli altri Paesi, convergerà verso quello italiano nel lungo termine). Il rapido aumento di questo indice è dovuto a diversi fattori, tra i quali il **miglioramento dell'aspettativa di vita media** (che dovrebbe passare da 78,4 a 86,1 anni per gli uomini e da 84 a 90,4 anni per le donne, a fine periodo) e la riduzione del numero di individui in età da lavoro (Fig. 12). Tale dinamica fa emergere uno squilibrio crescente tra pensionati e lavoratori, determinando un **impatto potenzialmente oneroso (a parità di legislazione) sulle voci di spesa pubblica correlate** (non solo la spesa pensionistica, ma anche la spesa sanitaria e quella dovuta alla Long-Term Care, LTC).

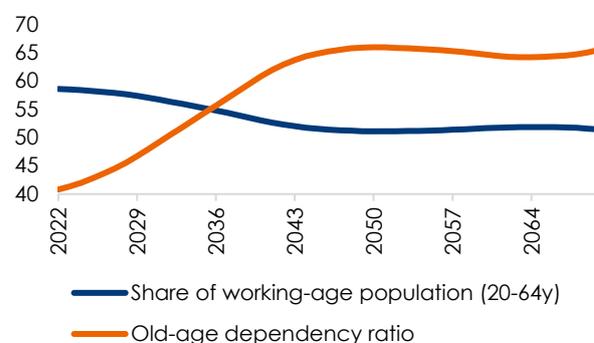
**In Italia l'indice di dipendenza degli anziani è stimato in aumento del 25% entro il 2070, e la maggior parte di tale incremento si verificherà già entro il 2045**

**Fig. 11 – Proiezioni indice di dipendenza degli anziani (65+ / 20-64)**



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 12 – Indicatori demografici in Italia**



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

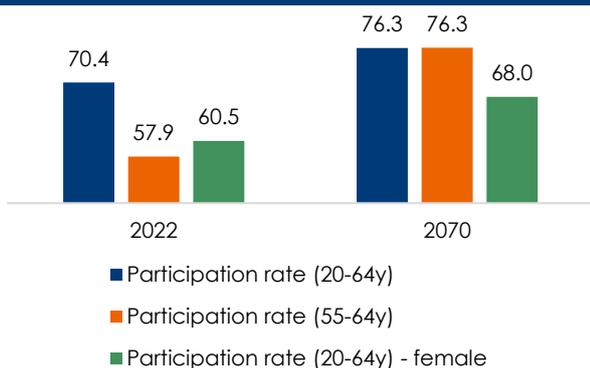
In Italia, le **forze di lavoro sono attese diminuire del 14% nel 2070 rispetto al 2022** (-3,5 milioni di individui), a causa dell'ampio calo della popolazione in età lavorativa, compensato solo parzialmente da un aumento del **tasso di partecipazione**, dal 60,3% del 2022 al 67,4% nel 2070. Tale incremento è spiegato dal contributo dei lavoratori più anziani, per via della salita dell'età media di uscita dal mercato del lavoro (da 64 a quasi 69 anni). In particolare, la partecipazione riferita alla classe 55-64 anni passa dal 57,9% al 76,3% (Fig. 13) mentre per la fascia di età 65-74 si passa dal 9,4% al 33%. **L'aumento del tasso di partecipazione è assai più marcato per la popolazione femminile** che per quella maschile (+7,4% contro +3,5% per la fascia d'età 20-64 anni): ciò non è dovuto solo alle fasce d'età più anziane, ma anche a un aumento sensibile della partecipazione per la fascia d'età centrale (25-54 anni), che per le donne sale di oltre tre punti nel periodo, a fronte di un lieve calo nel caso degli uomini. **Tali ipotesi di aumento della partecipazione al mercato del lavoro a nostro avviso sono credibili e non peccano di ottimismo:** in particolare, l'aumento atteso della partecipazione femminile è il risultato della graduale crescita del peso della popolazione oggi più giovane e che vanta un tasso di attività più alto rispetto a quello della popolazione femminile meno giovane.

**L'aumento del tasso di partecipazione, trainato dagli over 55 e dalle donne, compensa solo in parte il calo della popolazione in età da lavoro**

**L'aumento del tasso di partecipazione sarà accompagnato da un incremento del tasso di occupazione** (+6,5% per la fascia d'età 20-64 anni, +7,8% fino a 74 anni), anche in questo caso trainato dai lavori più anziani e dalle donne. Anzi, tale aumento sarà più cospicuo rispetto a quello del tasso di partecipazione (Fig. 14), e determinerà un calo del tasso di disoccupazione (-1,5% per la fascia d'età 20-64 anni, -1,8% fino a 74 anni). Tuttavia, **la diminuzione della popolazione in età lavorativa farà sì che, nonostante l'evoluzione favorevole della partecipazione e del tasso di occupazione, le ore lavorate totali si contraggano a partire dal**

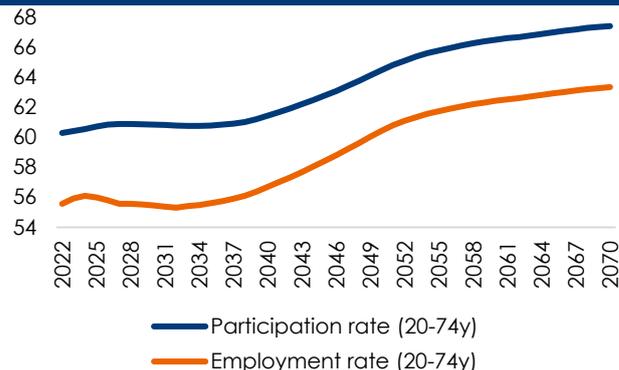
**2030** (di -0,15% all'anno in media nel periodo 2030-2070). Da notare che, nelle ipotesi della Commissione, le ore lavorate per occupato continuano ad aumentare nel 2024-26 sulla scia di quanto visto nel 2022-23, e poi si stabilizzano dal 2027; a nostro avviso, non si può escludere che, una volta superato il recupero post-pandemico, torni a materializzarsi un trend di calo delle ore lavorate pro-capite, che potrebbe rendere la flessione delle ore lavorate totali (e quindi dell'input di lavoro che costituisce una delle determinanti del PIL potenziale) ancor più marcata di quanto previsto dallo scenario base della Commissione.

**Fig. 13 – L'aumento del tasso di partecipazione è trainato dagli over 65 e dalle donne**



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 14 – Tasso di partecipazione e tasso di occupazione (20-74 anni)**



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### L'impatto sul PIL potenziale è negativo, ma è controbilanciato da ipotesi "tecniche" di convergenza soggette a molti rischi al ribasso

Nell'Ageing Report, la Commissione Europea proietta gli effetti degli scenari demografici sul PIL potenziale (Fig. 15-16). **La crescita del PIL potenziale è ottenuta dalla somma tra la crescita dell'input di lavoro, ossia le ore lavorate totali** (su cui impattano le proiezioni su popolazione in età da lavoro, tasso di partecipazione e tasso di occupazione), **e della produttività del lavoro – la quale, a sua volta, è data dalla somma di due componenti: la Total Factor Productivity (TFP, ovvero produttività totale dei fattori) e il contributo derivante dall'intensità di capitale (capital deepening).**

**L'impatto sul PIL potenziale del trend demografico sfavorevole sarà negativo.** Nonostante l'ottimismo delle proiezioni ufficiali, infatti, l'invecchiamento della popolazione ha un effetto negativo sul tasso di crescita del PIL potenziale, derivante dal minor contributo del fattore lavoro causato dal calo dell'occupazione, che, nelle ipotesi della Commissione (come già detto, a nostro avviso ottimistiche), è più che compensato, nel lungo termine, dall'aumento della produttività del lavoro derivante da una crescita sia della produttività totale dei fattori che del contributo dell'intensità di capitale. **Nel breve periodo (su un orizzonte a 10 anni) prevale il freno derivante dal minor input di lavoro** (che fa calare il PIL potenziale dai valori correnti, vicini all'1%, sino a un minimo di 0,5% nel 2031-33); **nel lungo termine, nelle ipotesi della Commissione, prevale l'effetto di crescita della produttività e del capital deepening, che fa risalire il PIL potenziale sino a una media di 1,4%** nel periodo 2040-2060 (successivamente, il PIL torna a rallentare, sino a raggiungere l'1,1% nel 2070). **Tuttavia, tale evoluzione è basata non su analisi fondamentali ma su un'ipotesi "tecnica" di convergenza:** sia la produttività totale dei fattori che il contributo dell'intensità di capitale convergono allo stesso valore per tutti i Paesi UE, ovvero 0,8% e 0,4% rispettivamente, nel 2070.

Tali ipotesi, almeno per l'Italia (ma non solo), sono a nostro avviso ottimistiche. Come mostra [una recente analisi della Banca d'Italia](#), **il motivo principale della sottoperformance del valore aggiunto in Italia rispetto all'Eurozona** negli ultimi vent'anni (0,3% contro 1,2% in media all'anno

nel periodo 2000-2022) **non deriva dall'input di lavoro**, che è diminuito in tutte le principali economie per via della riduzione delle forze di lavoro e delle ore lavorate per occupato, **ma da una dinamica più debole della produttività del lavoro**, che in Italia è stata poco più che stagnante (0,25%, anche si nota una tendenza crescente, da 0,1% nel periodo 2000-2007 a 0,2% nel 2007-2019, sino a 0,8% nel 2019-2022), a fronte di una dinamica più vivace nella media dell'area euro (0,84%). In particolare, tra le due componenti della produttività del lavoro, **la sottoperformance non è dovuta al contributo dell'intensità di capitale**, solo poco più basso che nell'Eurozona (0,31% contro 0,37% nel periodo 2000-2019), **ma alla produttività totale dei fattori, che in Italia ha registrato una variazione media annua negativa (-0,16%)** a fronte di un valore positivo nell'Eurozona (0,49%). **In tal senso, risulta ancor più discutibile l'ipotesi di convergenza dell'Italia a una crescita della produttività totale dei fattori sino a 0,8% nel 2070.** L'andamento più favorevole della produttività del lavoro negli ultimi anni e i possibili effetti del PNRR potrebbero giustificare un'ipotesi di accelerazione della produttività, ma è discutibile che lo scenario di base si fondi su ipotesi eccezionalmente favorevoli invece che prudenziali.

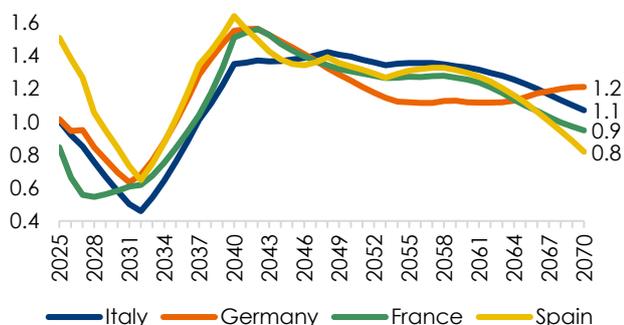
In effetti, **le stime della Commissione sembrano incorporare sì l'impatto dell'invecchiamento sulla consistenza della popolazione in età da lavoro, ma non quello sulla produttività, che con ogni probabilità sarà negativo, per diverse ragioni:** 1) l'aumento della quota di lavoratori anziani implica una minore propensione all'innovazione; 2) l'invecchiamento della popolazione potrebbe determinare un *mismatch* tra domanda e offerta sul mercato del lavoro, in particolare in settori che richiedono maggiore prestanza fisica; 3) l'aumento dell'importanza di settori dove i guadagni di produttività sono limitati, come quelli della cura alla persona e della Long-Term Care, potrebbe avere effetti negativi sulla produttività aggregata. Inoltre, la persistenza di un modello familistico di assistenza agli anziani non autosufficienti, e la scarsa copertura del welfare pubblico, potrebbero avere effetti negativi sia sulla partecipazione (in particolare femminile) che sulla produttività stessa. In tal senso, rispetto allo scenario di base delineato dalla Commissione (crescita della TFP che converge a 0,8% nel 2070), ci pare più credibile lo scenario alternativo che vede una convergenza a 0,6% (anzi, a nostro avviso, pure questa ipotesi rischia di essere ottimistica).

**Meno soggetta a rischi, viceversa, ci pare l'ipotesi di convergenza a una crescita annua dello 0,4% del contributo alla produttività del lavoro derivante dall'intensità del capitale.** Come detto, l'Italia negli ultimi 20 anni ha registrato un valore solo di poco più basso, pari a 0,3%, e la crescita dello stock di capitale fisso accumulata negli ultimi anni, oltre che l'accelerazione nei processi di digitalizzazione (anche indotta dai programmi di spesa finanziati dalla UE), potrebbero anzi autorizzare un cauto ottimismo al riguardo.

Nel complesso, per la media di tutto il periodo preso in considerazione (2022-2070), **se la produttività del lavoro fosse in linea con quella registrata nel periodo 2000-2022 (0,25%), il tasso di crescita medio annuo del PIL sarebbe pari a 0,2% nel 2022-2070 anziché 1,1%** come da stime della Commissione. Se si prendesse in considerazione l'evoluzione della produttività del lavoro solo nel periodo 2019-22 (decisamente più favorevole e pari a 0,81%), la stima del PIL potenziale nel periodo 2022-2070 salirebbe a 0,7% (ma considerazioni di prudenza suggeriscono che il periodo pandemico possa essere viziato da fattori *ad hoc*). Un altro esercizio di simulazione è il seguente: **se la produttività del lavoro non salisse nella seconda parte del periodo, per effetto delle ipotesi tecniche di "convergenza", ma restasse ferma ai valori che la Commissione ipotizza per il 2030 (0,7%), la crescita del PIL potenziale convergerebbe a 0,5% nel 2070**, e sarebbe pari a 0,6% in media nel periodo 2022-2070. Tali simulazioni suggeriscono che, per quanto ci siano motivi per pensare che la crescita della produttività sia più alta oggi di quella registrata negli ultimi vent'anni (come detto, appesantiti soprattutto dal periodo 2000-2007), le ipotesi di convergenza implicite nello scenario di base della Commissione, che implicano un PIL potenziale a 1,1% in media nel periodo 2022-2070, appaiono molto ottimistiche. Peraltro, con ogni

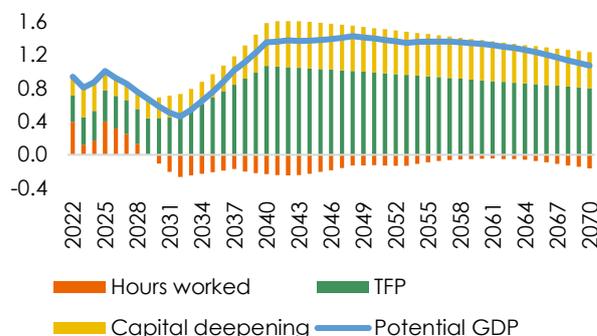
probabilità **tali considerazioni valgono non solo per l'Italia ma anche per gli altri Paesi dell'Eurozona con crescita della produttività inferiore alla media.**

**Fig. 15 – Evoluzione del PIL potenziale**



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 16 – Determinanti del PIL potenziale in Italia**



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Gli effetti sulla spesa pubblica sono con ogni probabilità sottostimati**

Nell'Ageing Report, la Commissione Europea analizza poi gli effetti degli scenari demografici sul bilancio pubblico. In base alle attuali proiezioni demografiche, a parità di legislazione, **la spesa pensionistica in rapporto al PIL in Italia, già la più alta nel confronto con tutti gli altri Paesi UE** (Fig. 17), **seguirà una traiettoria crescente nel prossimo decennio**, fino a raggiungere un picco del 17,3% nel 2036; in seguito, la spesa è attesa tornare a calare gradualmente, fino a raggiungere il 13,7% nel 2060 e stabilizzarsi su quei livelli negli anni successivi. Da notare (Fig. 18) che **le riforme effettuate a più riprese negli ultimi decenni hanno reso il sistema previdenziale in Italia più sostenibile di quello di altri Paesi**: la Commissione stima che la spesa per pensioni in rapporto al PIL in Spagna supererà quella italiana dal 2044 (e nel 2070, sarà più alta di quella italiana di 4 punti di PIL).

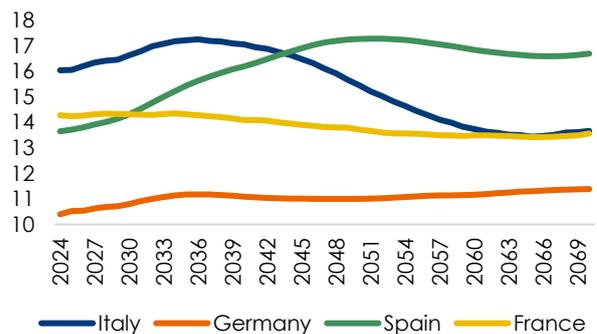
**La spesa pensionistica in Italia è la più alta tra i Paesi UE, ed è destinata a salire ancora nel prossimo decennio...**

**Fig. 17 – Spesa per pensioni in rapporto al PIL (2024)**



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 18 – Spesa per pensioni in rapporto al PIL**



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**L'andamento crescente nel prossimo decennio è dovuto al materializzarsi degli effetti negativi della transizione demografica**: il forte aumento dell'indice di dipendenza economica è legato al passaggio della generazione baby boom dall'età lavorativa all'età da pensione; tali effetti sono stati amplificati dalle manovre di bilancio 2022 e 2023, che hanno facilitato l'accesso al pensionamento anticipato.

**...ma nel medio termine le riforme normative determineranno un'inversione nella traiettoria di spesa...**

**Il calo del rapporto tra spesa pensionistica e PIL previsto dal 2036 in avanti è da ricollegare alla piena applicazione del regime contributivo, assieme alla graduale uscita della generazione del**

**baby boom dal sistema pensionistico.** L'effetto è rafforzato dalle riforme normative degli ultimi anni e, in particolare, dall'applicazione dell'adeguamento automatico dei requisiti di accesso alle pensioni alle variazioni della speranza di vita.

Si notano anche cambiamenti nella composizione della spesa pensionistica:

- **le pensioni di vecchiaia e anticipate**, che già rappresentano la parte più importante della spesa, vedranno crescere il loro peso sul totale della spesa pensionistica dall'83% nel 2022 all'86,2% nel 2070;
- **le pensioni di reversibilità** sono viste in calo dal 14,9% all'11,3% del totale;
- **le pensioni di invalidità** aumenteranno lievemente, dal 2,1% al 2,5% sul totale della spesa pensionistica.

La scomposizione della spesa pensionistica in rapporto al PIL (Tab. 1) mostra che **il balzo in alto dell'indice di dipendenza degli anziani esercita un impatto al rialzo sulla spesa pari all'8,3% nel periodo 2022-2070. Nonostante questo, a fine periodo (2070) si dovrebbe vedere un calo del rapporto spesa pensionistica/PIL per via dei seguenti fattori: 1) la riduzione del tasso di beneficio**, ovvero del rapporto tra l'importo della pensione media e il livello medio nazionale dei salari orari (approssimato dal rapporto tra PIL e ore lavorate), che dovrebbe dare un contributo negativo di -3,8% grazie al venir meno del sistema retributivo e dell'indicizzazione delle pensioni ai prezzi; **2) la diminuzione del tasso di copertura** (rapporto tra numero di pensionati e popolazione over 65), che riduce la spesa pensionistica di -3%, grazie alla graduale crescita dell'età effettiva di pensionamento; **4) l'effetto "mercato del lavoro"**, dato dal rapporto tra la popolazione in età lavorativa (20-64 anni) e le ore lavorate nella fascia d'età 20-74 anni, che dovrebbe dare un apporto negativo alla spesa pensionistica in rapporto al PIL pari a -2,8%, ancora grazie alla graduale crescita dell'età effettiva di pensionamento.

...grazie soprattutto alla riduzione degli importi pensionistici e all'estensione della vita lavorativa

**Tabella 1 - Determinanti della spesa per pensioni nel periodo 2022-2070 (% di PIL)**

	2022-2030	2030-2040	2040-2050	2050-2060	2060-2070	2022-2070
<b>SPESA PER PENSIONI/PIL</b>	<b>1.1</b>	<b>0.4</b>	<b>-1.6</b>	<b>-1.7</b>	<b>-0.1</b>	<b>-1.9</b>
<b>Effetto tasso di dipendenza</b>	<b>2.7</b>	<b>4.3</b>	<b>1.4</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.2</b>	<b>8.3</b>
<b>Effetto tasso di copertura</b>	<b>-1.0</b>	<b>-1.2</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.4</b>	<b>-3.0</b>
tasso di copertura old-age	-0.5	-0.4	0.1	-0.3	-0.4	-1.4
tasso di copertura early-age	-2.8	-4.1	-3.2	-1.4	-0.8	-12.3
cohort effect	-2.1	-5.4	-1.5	1.5	-0.1	-7.6
<b>Effetto tasso di beneficio</b>	<b>0.0</b>	<b>-1.3</b>	<b>-2.2</b>	<b>-0.9</b>	<b>0.6</b>	<b>-3.8</b>
<b>Effetto mercato del lavoro</b>	<b>-0.5</b>	<b>-1.0</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.4</b>	<b>-2.8</b>
effetto tasso di occupazione	-0.1	-0.7	-0.6	-0.1	-0.1	-1.6
effetto intensità del lavoro	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
effetto career shift	-0.4	-0.4	0.0	-0.2	-0.4	-1.3
<b>Residuo</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.5</b>

Fonte: Commissione UE

Nello scenario di base della Commissione, il tasso di sostituzione, che esprime il rapporto tra la nuova pensione media e il reddito medio lordo da lavoro al momento del pensionamento, resta su livelli elevati nel periodo 2023-2027, al 72% in media, per via della persistenza nel sistema di pensionati iscritti a regimi misti (che ricevono prestazioni relativamente più elevate). Tuttavia, **con la graduale introduzione dell'applicazione universale del sistema contributivo** (accompagnata, secondo la Commissione, da una ripresa della crescita della produttività), **il rapporto di sostituzione è atteso scendere sino a un minimo del 46% nel 2050** per poi risalire moderatamente, intorno al 52%, alla fine del periodo di previsione.

**Il tasso di sostituzione scenderà sotto il 50%**

Infine (Tab. 2), l'invecchiamento della popolazione ha effetti non solo sulla spesa previdenziale ma anche sugli altri capitoli di spesa pubblica legata all'età ovvero:

**Le conseguenze su spesa sanitaria, per LTC e per istruzione**

- **Spesa sanitaria.** In Italia, secondo lo scenario di base della Commissione, la spesa pubblica per la salute, che si è attestata al 6,3% del PIL nel 2022, è attesa calare al 5,8% quest'anno (contro l'8,4% della Francia e il 7,7% della Germania: Fig. 19). In questo contesto, l'invecchiamento della popolazione causerà un graduale aumento a partire dal 2029, sino a un picco al 6,5% di PIL nel 2048-2061. **Il rischio è che la percentuale di spesa sanitaria (e per LTC) a carico dei privati (già in Italia sensibilmente più alta che negli altri grandi Paesi UE) sia destinata ad aumentare** ulteriormente nei prossimi anni, visto il permanere di vincoli di bilancio stringenti per il settore pubblico.
- **Spesa per Long-Term Care** (gli interventi socio-assistenziali pagati dallo Stato che comprendono quelli sanitari, l'indennità di accompagnamento e altre prestazioni). In Italia, come in molti Paesi UE, la domanda legata a questa tipologia di servizi eccede già l'offerta, e tale carenza potrebbe essere ulteriormente amplificata dalla riduzione prevista della forza lavoro, soprattutto nelle professioni sanitarie; l'aumento della domanda deriva non solo dall'invecchiamento della popolazione, ma anche dal fatto che oggi un **vasto numero di anziani fa affidamento alla cura "informale" da parte dei propri familiari**, che appare irrealistica nei prossimi decenni, per diverse ragioni (il numero di famiglie senza figli sta aumentando; spesso la suddetta assistenza è svolta dalle donne, per le quali però è previsto un aumento della partecipazione alla forza lavoro; inoltre, la maggiore mobilità della forza lavoro ha portato sempre più giovani a risiedere in luoghi lontani dalla famiglia di origine). **La spesa pubblica per LTC è attesa salire dall'attuale livello pari all'1,6% del PIL sino a un picco di 2,2% nel 2052-2068.**
- **Spesa per istruzione.** Si tratta dell'unico capitolo di spesa che potrà giovare dei trend demografici, diminuendo **da 3,8% di PIL nel 2022-23 sino a 3,1% già entro il 2040** (e al 3% nel 2070): infatti, il numero di studenti è atteso ridursi di un quarto alla fine del periodo considerato.

Nel complesso, nello scenario base della Commissione (Fig. 20-21), in Italia **il trend demografico è atteso causare una diminuzione della spesa pubblica legata all'età nel periodo 2022-2070 pari a -2 punti percentuali**. Tuttavia, la flessione è dovuta alla seconda parte del periodo (la cui evoluzione è a nostro avviso maggiormente soggetta a incertezza), mentre nella prima parte del periodo previsionale si nota un aumento: **la spesa connessa all'età è attesa salire dal 27% del PIL l'anno scorso sino a un picco di 28,3% nel 2036-40**. L'aumento (+1,3%) è interamente dovuto alla spesa previdenziale (+1,5%).

**Tra i grandi Paesi UE, quello che vedrà crescere maggiormente la spesa pubblica per effetto dell'invecchiamento della popolazione, sull'orizzonte al 2070, è la Spagna, seguita dalla Germania** (Tab. 2 e Fig. 22).

**Tabella 2 – Costo totale dell'invecchiamento demografico (% PIL)**

	Pensions			Healthcare			LTC			Education		
	2022	2022-2045	2045-2070	2022	2022-2045	2045-2070	2022	2022-2045	2045-2070	2022	2022-2045	2045-2070
Italy	15.6	0.9	-2.8	6.3	0.1	0.0	1.6	0.3	0.2	3.8	-0.6	0.0
Germany	10.2	0.8	0.4	8.0	0.0	0.1	1.9	0.5	0.0	4.3	0.2	0.0
France	14.4	-0.5	-0.3	8.8	0.1	0.2	1.9	0.4	0.3	4.8	-0.7	0.0
Spain	13.1	3.8	-0.2	5.9	1.0	0.2	0.8	0.4	0.5	4.1	-0.7	0.1
EU	11.4	0.7	-0.3	6.9	0.2	0.2	1.7	0.5	0.3	4.4	-0.4	0.0

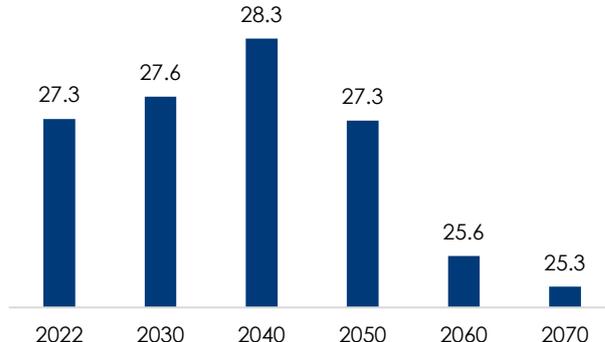
Fonte: Commissione UE, Ageing Report 2024

**Fig. 19 – Spesa sanitaria pubblica in rapporto al PIL (2024)**



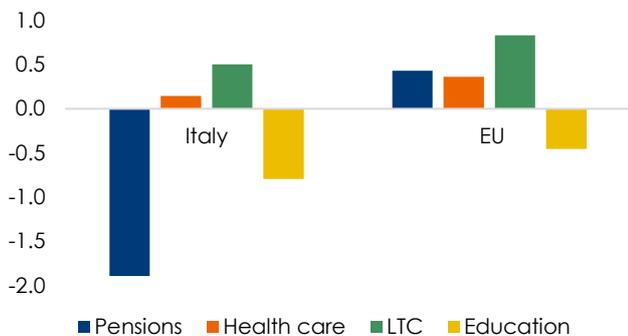
Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 20 – Spesa pubblica legata all'età in rapporto al PIL in Italia**



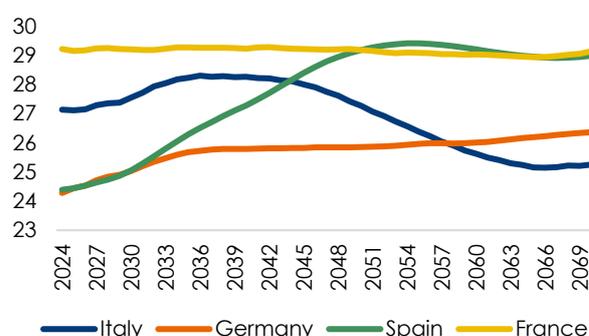
Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 21 – Evoluzione della spesa pubblica legata all'età (% di PIL) in Italia e nella UE**



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 22 – Evoluzione della spesa pubblica legata all'età (% di PIL) in Italia, Germania, Francia e Spagna**



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tra gli **scenari di rischio** delineati dalla Commissione, quelli che ci appaiono più credibili sono i seguenti:

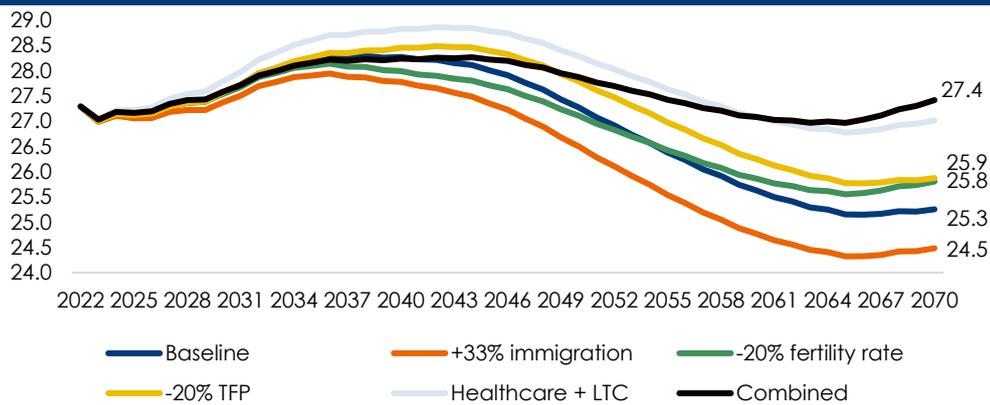
- **Tasso di fertilità.** A nostro avviso, l'ipotesi di immediata risalita del tasso di fertilità è poco realistica: nel caso in cui il tasso di fertilità fosse più basso del 20% rispetto al baseline (dunque rimanesse circa in linea con i valori attuali), l'effetto sulla spesa pubblica legata all'età sarebbe pari a +0,6% di PIL rispetto allo scenario di base (con effetti molto concentrati sulla seconda parte del periodo di previsione).
- **Flussi migratori.** A nostro avviso, le assunzioni della Commissione sui flussi migratori nei prossimi anni sono oltremodo caute (implicherebbero un calo rispetto al trend degli ultimi anni): nel caso in cui il saldo migratorio annuo fosse di un terzo superiore a quello incluso nel baseline, l'effetto sulla spesa age-related sarebbe pari a -0,8% di PIL rispetto allo scenario di base (con effetti percepibili già nel breve periodo);
- **Produttività.** Come detto, l'ipotesi "tecnica" di convergenza della produttività del lavoro, specie nella componente legata alla TFP, a un valore "virtuoso" comune per tutti i Paesi UE, ci pare per l'Italia (ma non solo) oltremodo ottimistica: se la produttività totale dei fattori convergesse non a 0,8% ma a 0,6% nel 2070, ne deriverebbe, oltre che un PIL potenziale più basso (0,9% anziché 1,1% in media nel periodo 2022-70), un aumento della spesa legata all'età pari a +0,6% in rapporto al PIL;
- **Spesa per sanità e LTC.** Nel caso in cui l'allungamento della vita si rifletta in un peggioramento della salute più sensibile rispetto a quello delineato nel baseline, lo scenario "di rischio"

**L'adozione di ipotesi più prudentiali rispetto allo scenario di base riduce i miglioramenti previsti nel sentiero della spesa dal 2040 in poi**

comporterebbe una spesa legata all'età più alta di ben +1,8% (in rapporto al PIL) rispetto al baseline, a fine periodo.

Nel complesso, combinando i 4 scenari alternativi che riteniamo più credibili (1 favorevole e 3 sfavorevoli), **il costo totale dell'invecchiamento in Italia sarebbe più alto di oltre due punti alla fine del periodo rispetto allo scenario di base** della Commissione (27,4% contro 25,3%: Fig. 23). Tali simulazioni suggeriscono che **gli effetti dei trend demografici sulla spesa pubblica** previsti dalla Commissione nello scenario di base dell'*Ageing Report 2024* **sono con ogni probabilità sottostimati**.

**Fig. 23 - Costo complessivo dell'invecchiamento in Italia (% di PIL): scenario di base della Commissione e scenari alternativi**



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tuttavia, **l'adozione di ipotesi più prudenti** incide più sull'entità del miglioramento previsto dopo il 2040 che sull'incremento della spesa legata all'età atteso fino al 2040. In altri termini, **non sembrerebbe implicare, nei prossimi quindici anni, la necessità di correttivi** superiori a quanto già stimato nello scenario di base.

## Sintesi della previsione macroeconomica

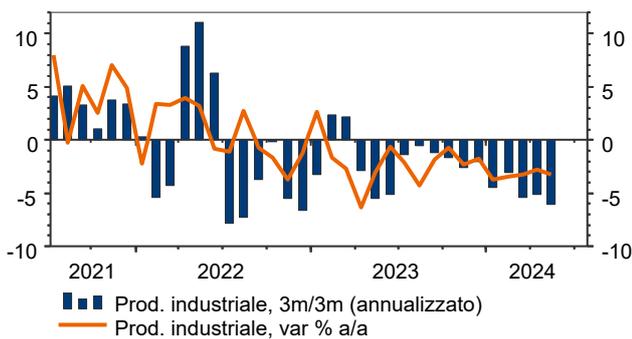
	2023	2024p	2025p	2023		2024				2025			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>PIL (prezzi costanti, a/a)</b>	<b>1.0</b>	0.7	1.2	<b>0.6</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	0.9	0.6	0.7	0.8	1.2	1.4	1.4
- var.ne % t/t				<b>0.4</b>	<b>0.1</b>	<b>0.3</b>	0.1	0.1	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
Consumi delle famiglie	<b>1.2</b>	0.4	1.5	<b>0.8</b>	<b>-1.4</b>	<b>0.3</b>	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
Consumi pubblici	<b>1.2</b>	0.6	0.4	<b>0.1</b>	<b>0.6</b>	<b>0.1</b>	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1
Investimenti fissi, di cui:	<b>4.9</b>	2.0	0.7	<b>1.4</b>	<b>2.0</b>	<b>0.5</b>	-0.6	-0.4	-0.1	0.4	0.4	0.5	0.5
- in macchinari e altro	<b>4.1</b>	0.1	3.0	<b>-1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>-1.1</b>	0.2	0.7	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
- in mezzi di trasporto	<b>23.4</b>	6.2	2.0	<b>6.8</b>	<b>-0.2</b>	<b>1.4</b>	0.4	0.8	0.6	0.4	0.4	0.5	0.5
- in costruzioni	<b>3.5</b>	3.2	-1.5	<b>3.0</b>	<b>3.1</b>	<b>1.7</b>	-1.5	-1.5	-1.0	0.0	0.2	0.3	0.4
Esportazioni	<b>0.5</b>	2.5	2.6	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>	<b>0.6</b>	0.7	-0.2	0.9	0.8	0.8	0.6	0.5
Importazioni	<b>-0.2</b>	-1.1	2.6	<b>-2.0</b>	<b>0.1</b>	<b>-1.7</b>	1.3	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>Contributo % al PIL</b>													
Commercio estero	<b>0.2</b>	1.2	0.1	<b>1.0</b>	<b>0.4</b>	<b>0.7</b>	-0.2	-0.3	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
Domanda finale interna	<b>2.0</b>	0.8	1.1	<b>0.8</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.3</b>	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Var. scorte	<b>-1.2</b>	-1.2	0.1	<b>-1.4</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.7</b>	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Attività produttiva</b>													
Produzione industriale	<b>-2.1</b>	-2.9	1.1	<b>-0.3</b>	<b>-0.5</b>	<b>-1.4</b>	-1.1	0.2	0.3	0.5	0.3	0.5	0.1
<b>Prezzi, salari e redditi</b>													
Prezzi al consumo (a/a)	<b>5.6</b>	1.2	1.9	<b>5.6</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	0.8	1.3	1.9	1.9	2.3	1.6	1.9
- escl. alimentari, energia (a/a)	<b>5.1</b>	2.1	2.0	<b>4.8</b>	<b>3.6</b>	<b>2.5</b>	2.0	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9	2.0
PPI (a/a)	<b>-5.6</b>	-4.3	-0.9	<b>-12.2</b>	<b>-12.8</b>	<b>-10.4</b>	-4.0	-1.5	-0.8	-0.8	-0.8	-1.0	-1.0
Disoccupazione (%)	<b>7.6</b>	7.0	7.2	<b>7.6</b>	<b>7.4</b>	<b>7.2</b>	6.8	7.0	7.1	7.1	7.2	7.2	7.2
Occupati totali	<b>2.0</b>	1.6	0.8	<b>0.3</b>	<b>0.7</b>	<b>0.3</b>	0.6	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
Salari contrattuali	<b>2.9</b>	2.5	2.2										
Reddito disponibile reale	<b>-0.5</b>	2.1	1.6										
Tasso di risparmio (%)	<b>6.3</b>	8.0	8.1										
<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>	-4.4	-3.9										
Debito (% Pil)	<b>137.3</b>	138.4	140.9										
<b>Variabili finanziarie</b>													
3-mths Euribor	<b>3.94</b>	3.23	2.53	<b>3.88</b>	<b>3.94</b>	<b>3.92</b>	3.73	3.52	3.23	2.71	2.46	2.52	2.53
Long term (10Y) rate (%)	<b>4.15</b>	3.75	4.23	<b>4.18</b>	<b>4.19</b>	<b>3.74</b>	3.86	3.78	3.63	3.80	4.03	4.43	4.65
BTP/Bund spread	<b>1.70</b>	1.34	1.34	<b>1.60</b>	<b>1.67</b>	<b>1.44</b>	1.32	1.30	1.30	1.30	1.30	1.34	1.40

Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

### L'industria continua a frenare la crescita

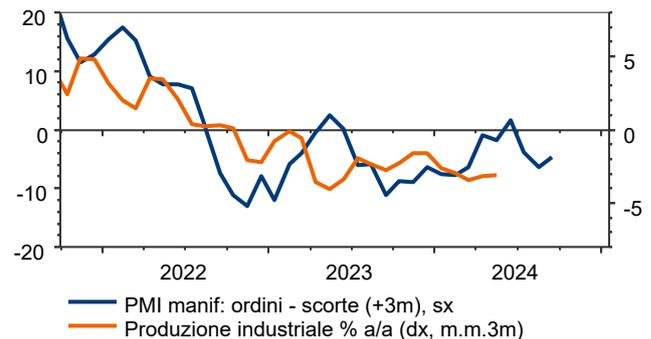
La produzione industriale italiana è rimbalzata più del previsto a maggio, di 0,5% m/m, dopo il calo di -1% registrato ad aprile. È il primo mese in cui si registra una crescita su base congiunturale quest'anno. Tuttavia, l'output resta in ampio calo su base annua (-3,3%, da -3% di aprile, sul dato corretto per gli effetti di calendario). Nel mese, il rimbalzo è guidato da energia (3% da -2,2% m/m ad aprile), beni intermedi (0,7% da -1,2%) e beni di consumo (0,7% dopo la stabilità del mese precedente), questi ultimi trainati in particolare dai durevoli (3,5% dopo il -1,6% di aprile), per i quali potrebbe aver inciso in senso positivo lo stanziamento degli incentivi per il settore auto; viceversa, la produzione di beni di investimento è calata per il terzo mese di fila (-1% m/m): in questo caso, potrebbero aver pesato i ritardi nel varo del pacchetto di incentivi "Transizione 5.0". L'energia è l'unico tra i principali raggruppamenti di industrie che torna in espansione su base annua (2,5% da -3,8% a/a precedente). La crescita della produzione nel solo settore manifatturiero è più contenuta di quella dell'indice generale (0,2% m/m), per via soprattutto del contributo della "fornitura di energia elettrica, gas, vapore ed aria" (2,5% m/m). Nel manifatturiero, si nota una crescita significativa nel mese di chimica, apparecchiature elettriche e tessile, a fronte di flessioni rilevanti per affinazione, farmaceutico, computer ed elettronica. In sintesi, il rimbalzo della produzione industriale a maggio è solo parziale, e lascia l'output in ampia flessione sia sull'anno (-3,3%) che nel trimestre (la produzione è in rotta per un calo di -1% t/t).

#### La produzione industriale rimbalza a maggio, ma resta in calo sia sull'anno che nel trimestre



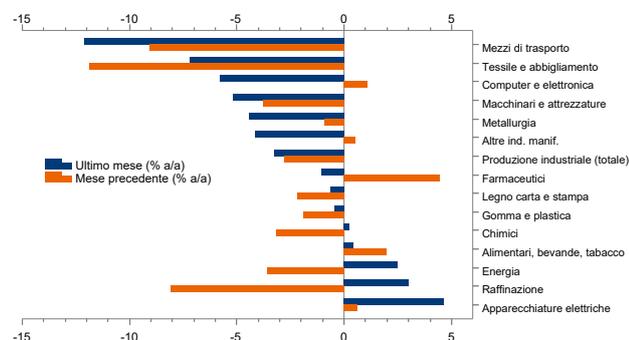
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

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



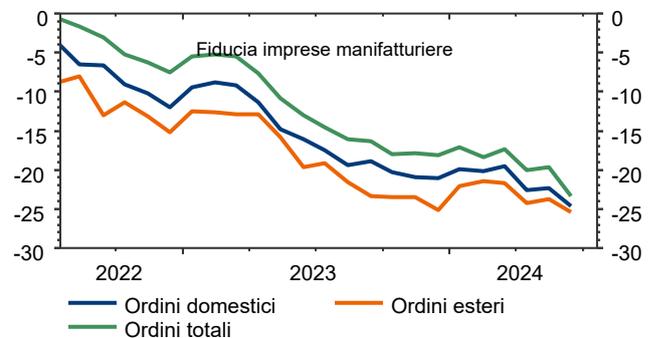
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

#### La maggior parte dei settori resta in calo su base annua



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Le indagini non mostrano segnali d'inversione per gli ordinativi

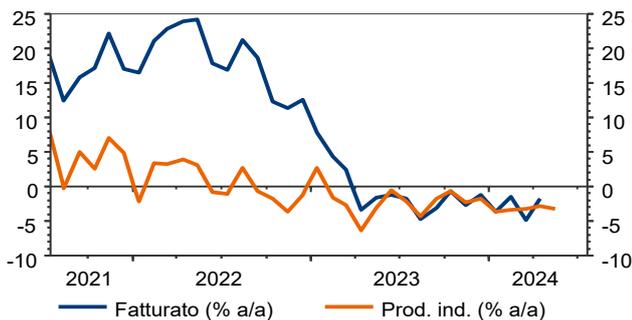


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Le indagini manifatturiere non mostrano ancora segnali di ripartenza

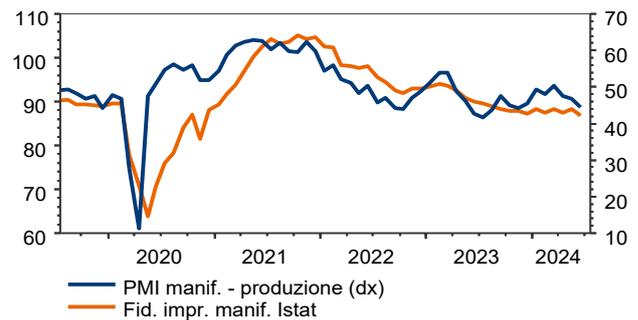
L'industria in senso stretto ha con ogni probabilità frenato il valore aggiunto anche nel trimestre primaverile, e difficilmente darà un contributo positivo anche nel trimestre in corso, come suggerito da indagini di fiducia ancora deboli. **A giugno l'indice Istat di fiducia manifatturiera è tornato a calare a sorpresa, a 86,8**, dopo essere rimbalzato a 88,2 il mese precedente: si tratta di un nuovo minimo da novembre del 2020. Il calo è diffuso a tutte le principali componenti: in particolare, peggiorano le valutazioni correnti su ordini e produzione, mentre le aspettative sia sugli ordinativi che sull'output sono lievemente meno ottimistiche. Si deteriorano anche le attese delle aziende sulle prospettive per l'economia e per l'occupazione. Nonostante la debolezza della domanda, i prezzi di vendita attesi sono risaliti per il secondo mese, da 4,6 a 5,8, un massimo da oltre un anno. La flessione del morale è guidata dai produttori di beni strumentali. **L'indice PMI manifatturiero è risultato poco variato, a 45,7 da un precedente 45,6, su livelli ancora recessivi.** Lo spaccato dell'indagine ha però registrato una decisa accelerazione al ribasso del ritmo di contrazione della produzione, sui minimi dallo scorso novembre; sono anche peggiorate le indicazioni sugli acquisti di beni intermedi, nonostante magazzini di prodotti finiti ormai ai livelli più bassi da oltre due anni. Da inizio anno l'indice relativo ai nuovi ordinativi ha registrato molti "falsi segnali" ma nel complesso, anche alla luce del messaggio che emerge dalle indagini Istat, non mostra ancora una chiara ripartenza. Nel complesso il messaggio definitivo sembra essere quello di una **domanda di beni ancora molto debole, senza evidenze di ripresa nel breve termine.**

#### Sia il fatturato industriale (-1,8%) che la produzione (-3,3%) restano in ampio calo su base annua



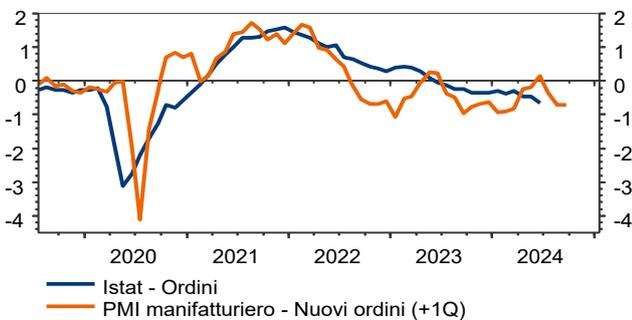
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Le componenti legate all'attività corrente suggeriscono che la produzione industriale rimarrà debole nel breve termine



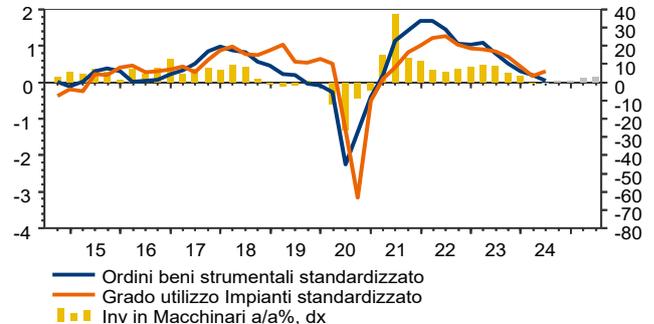
Nota: la serie Istat è interpolata a causa della mancanza di dati per aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

#### La componente relativa agli ordini delle indagini PMI è risultata volatile negli ultimi mesi ma resta su livelli recessivi



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

#### Nel 2° trimestre il grado di utilizzo della capacità produttiva ha mostrato un timido recupero



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### La produzione nelle costruzioni registra un'inattesa tenuta nei mesi primaverili

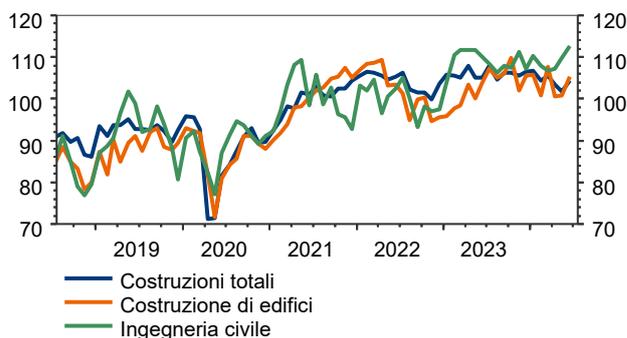
La produzione nelle costruzioni è cresciuta per il secondo mese a maggio, di 1,1% m/m da un precedente 1,6% m/m: il dato lascia l'output in rotta per una sostanziale stagnazione nel 2° trimestre dopo l'ampio incremento registrato a inizio anno. Nonostante la minore generosità dei bonus edilizi, gli investimenti in costruzioni sembrano mostrare quindi, almeno per ora, una tenuta migliore del previsto. **L'implementazione degli investimenti infrastrutturali previsti dal PNRR potrebbe rappresentare un elemento di sostegno già nei prossimi trimestri.** Nel più recente Bollettino Economico la Banca d'Italia, sulla base dei dati ANAC e delle casse edili, ha stimato che a fine 2023 i bandi relativi agli interventi del PNRR hanno assorbito complessivamente circa 56 miliardi di euro, poco più della metà delle assegnazioni che richiedevano la pubblicazione di una gara, e a giugno oltre due terzi risultavano aggiudicati. Inoltre, alcuni bandi, pur non risultando aggiudicati negli archivi dell'ANAC, sono associati nei dati delle Casse edili a cantieri già avviati ed è perciò possibile che la quota di bandi per opere pubbliche effettivamente aggiudicata sia in realtà più alta. Anche **i dati sulle autorizzazioni legate ai nuovi cantieri offrono segnali incoraggianti: nel 1° trimestre i permessi di costruzione residenziali sono cresciuti per il terzo trimestre consecutivo, di 4,3% t/t da un precedente 0,9%.** I dati espressi in superficie utile abitabile mostrano un incremento di 3,9% t/t per il comparto residenziale, a fronte di una contrazione di -8,5% t/t per l'edilizia non residenziale; tali incrementi appaiono ancora legati al completamento dei lavori finanziati da Superbonus, e l'evoluzione futura potrebbe essere al contrario sbilanciata verso il segmento non residenziale.

#### La produzione nelle costruzioni è in rotta per una sostanziale stagnazione nel 2° trimestre



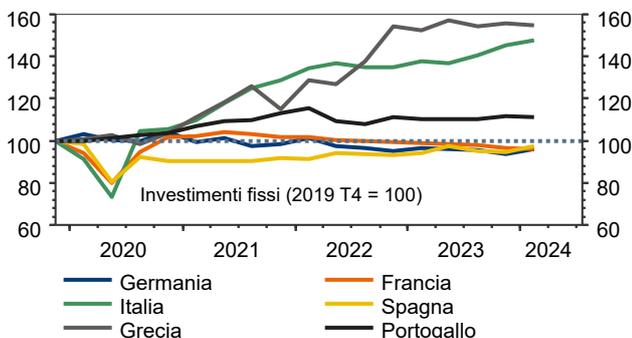
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Il morale dei costruttori nel settore dell'ingegneria civile ha toccato un massimo da oltre 16 anni (potrebbe essere un segnale di accelerazione delle opere finanziate da PNRR)



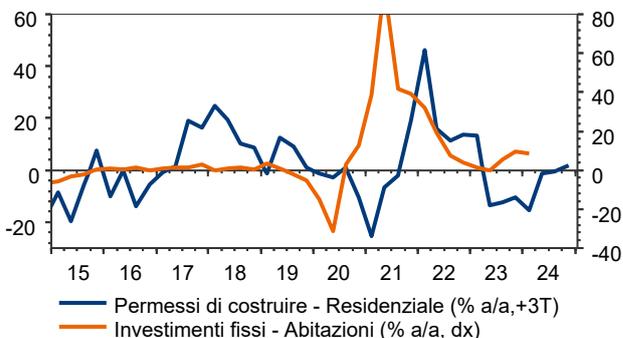
Nota: le serie sono interpolate a causa della mancanza di dati per aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### I bonus edilizi hanno trainato gli investimenti in costruzioni dopo la pandemia



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

#### Il recupero dei permessi di costruire non appare coerente con una brusca contrazione degli investimenti in costruzioni residenziali

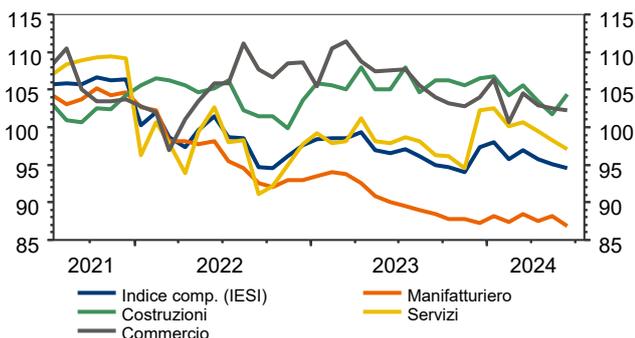


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### I servizi restano pressoché l'unico motore di crescita

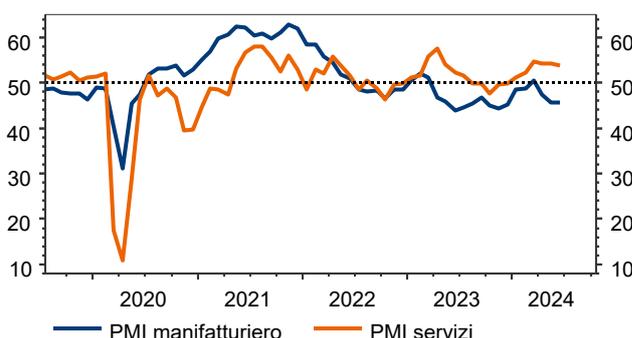
**Nel 2° trimestre l'industria dovrebbe aver frenato la crescita del PIL, ma tale apporto negativo dovrebbe essere più che compensato dai servizi.** Tuttavia, le indagini congiunturali, pur rimanendo in territorio espansivo, sembrano suggerire che la ripresa nel settore stia perdendo spinta. **A giugno l'indice PMI manifatturiero è calato per il terzo mese consecutivo portandosi a 53,7 da un precedente 54,2**, comunque su livelli ancora superiori alla media registrata nel 2023. **Lo spaccato dell'indagine rimane favorevole:** i nuovi ordini restano in territorio di espansione (sia pur moderata), le imprese continuano ad assumere e le aspettative sull'attività futura a giugno hanno toccato un massimo da oltre due anni. Le aspettative sui prezzi, sia pagati che ricevuti, non mostrano segnali d'inversione, rimanendo su un trend discendente. **Anche l'indice Istat di fiducia delle imprese dei servizi è calato per il terzo mese a giugno, a 97,1 da 97,8**, un minimo da novembre 2022, poco al di sotto della media storica. I giudizi sugli ordinativi sono tornati in territorio lievemente negativo, ma migliorano le aspettative, tornate sui massimi da inizio anno. Su base settoriale, **il calo dell'indice sintetico è dovuto esclusivamente al volatile comparto del turismo** (106,6 da 118), **a fronte di aumenti negli altri principali comparti** quali trasporto e magazzinaggio (89,3 da 88,6), informazione e comunicazione (96,8 da 95,7) e servizi alle imprese (102,5 da 101,5). In sintesi, nonostante il rallentamento della fiducia **lo scenario per il settore rimane complessivamente favorevole e tale da continuare a sostenere la crescita del PIL anche in estate.**

#### L'indagine Istat ha evidenziato un rallentamento della fiducia delle imprese dei servizi di recente



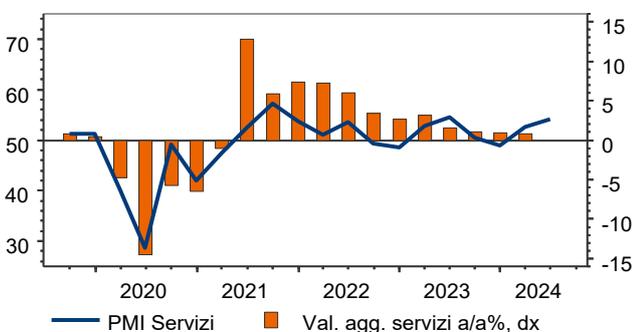
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### I PMI danno invece segnale di maggior vigore (a fronte di una persistente contrazione dell'attività nella manifattura)



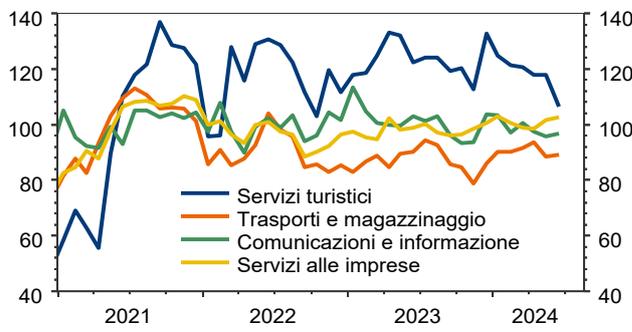
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

#### Il valore aggiunto nei servizi dovrebbe essere rimasto in territorio positivo non solo in primavera ma anche in estate



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

#### Il calo dell'indice Istat di fiducia nei servizi a giugno è dovuto esclusivamente al turismo, mentre migliora il morale negli altri settori

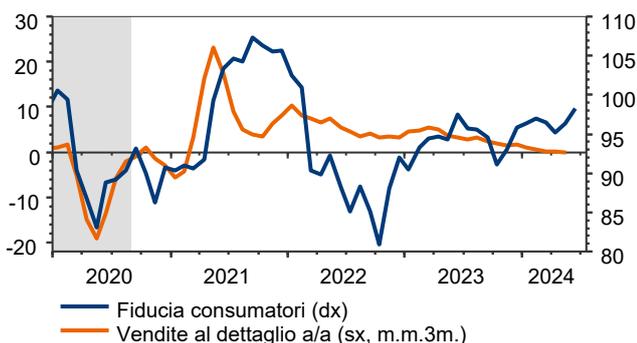


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### La ripresa del potere d'acquisto sosterrà i consumi nei prossimi trimestri

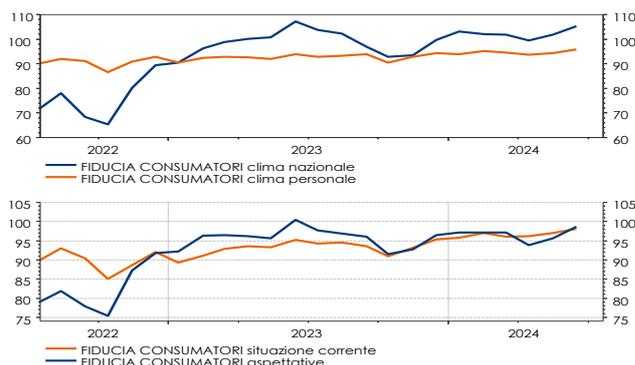
I più recenti sviluppi sul fronte del reddito disponibile delle famiglie offrono spunti incoraggianti. **A inizio anno, il potere d'acquisto è cresciuto di ben 3,3% t/t**; tale balzo del reddito, a fronte di un aumento ben più modesto per i consumi (0,3% t/t) e gli investimenti (0,9% t/t), si è tradotto in un ampio incremento del tasso di risparmio, al 9,5% da un precedente 6,9%. Al netto di una possibile flessione nel trimestre primaverile, la tendenza di ritorno alla crescita per il reddito disponibile reale delle famiglie dovrebbe essere confermata nei prossimi trimestri, sulla scia della tenuta dell'occupazione e dell'aumento delle retribuzioni. Ciò dovrebbe tradursi in una ripresa dei consumi privati, seppur su ritmi inferiori rispetto alla crescita dei redditi. **Già dal 2° trimestre ci aspettiamo un'accelerazione delle spese intorno allo 0,5% t/t. A maggio le vendite al dettaglio, sia in valore che in volume, sono tornate a crescere per la prima volta dopo due mesi di contrazione**, rispettivamente di 0,4% m/m e di 0,2% m/m, **e a giugno le immatricolazioni di auto sono aumentate del 15% a/a grazie al sostegno offerto dagli incentivi**. A giugno **la fiducia dei consumatori è salita per il secondo mese a 98,3 da 96,4 precedente**. 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. I timori di disoccupazione sono diminuiti per il secondo mese, al secondo valore più basso da quasi sei anni. **Si portano sui massimi da due anni i giudizi sulle opportunità di acquisto di beni durevoli**. Infine, tornano a calare sia i giudizi sull'inflazione corrente che le attese sull'inflazione futura.

#### Il miglioramento della fiducia dei consumatori non si è ancora tradotto in una ripartenza delle vendite al dettaglio



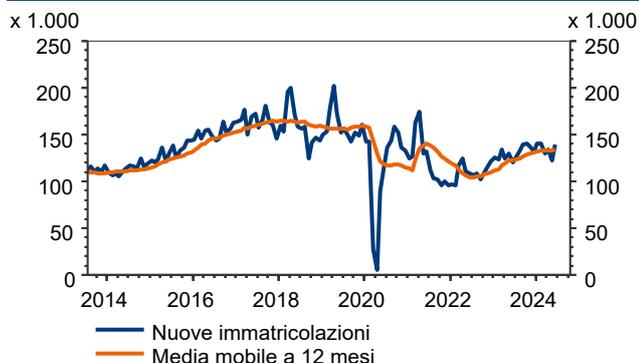
Nota: la serie sulla fiducia dei consumatori è interpolata a causa della mancanza di dati ad aprile 2020; aree ombreggiate = recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Il morale dei nuclei famigliari a giugno è stato trainato dal clima nazionale e dalle aspettative



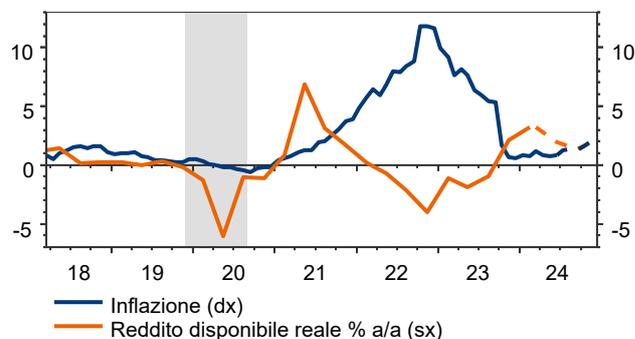
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Tornano a salire le immatricolazioni di auto a giugno, grazie all'introduzione degli ecoincentivi



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

#### La crescita annua del potere d'acquisto è attesa rimanere positiva nei prossimi trimestri



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

### Il mercato del lavoro rimane solido

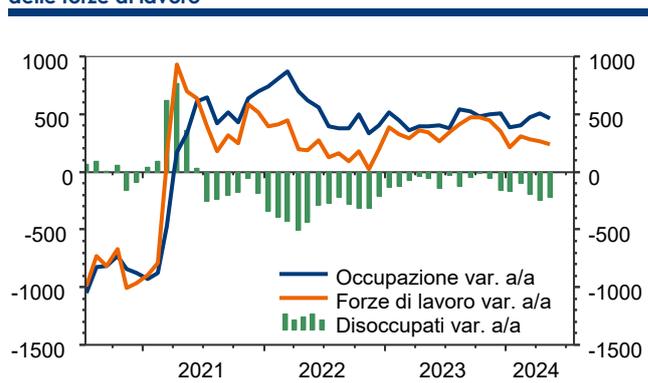
A maggio si registra un lieve calo degli occupati (-17 mila, -0,1% m/m) e un aumento solo lievemente più ampio degli inattivi (+34 mila, +0,3% m/m), con il risultato di una sostanziale stabilità per i disoccupati. Il tasso di occupazione e quello di attività scendono di un decimo rispettivamente al 62,2% e al 66,9%, dopo i massimi storici raggiunti nel mese precedente. Il tasso di disoccupazione rimane al contrario invariato al 6,8%, sui minimi da settembre 2008. La diminuzione degli occupati a maggio riguarda esclusivamente gli uomini (-27 mila, -0,2% m/m), a fronte di un aumento per le donne (+11 mila, +0,1% m/m); l'aumento degli inattivi riguarda ambo i sessi. Sul saldo occupazionale di maggio ha pesato l'ampio calo degli autonomi (-42 mila, -0,8% m/m), a fronte di un incremento per i dipendenti permanenti (+29 mila, +0,2% m/m); più modesta la flessione per i dipendenti a termine (-3 mila, -0,1% m/m). Rispetto a maggio 2023, tutte le categorie contrattuali mostrano un aumento degli occupati ad eccezione dei dipendenti con contratti precari (-77 mila, -2,6% a/a). La maggior parte dei guadagni sono però concentrati tra i dipendenti con contratti stabili (+498 mila, +3,2% a/a). Al netto della componente demografica, tuttavia, l'aumento degli occupati è complessivamente modesto tra le fasce d'età più giovani: +15 mila (+1,3% a/a) per i lavoratori tra i 15 e i 24 anni; +26 mila (+0,6% a/a) per quelli tra i 25 e i 34 anni; si tratta anche delle categorie che registrano un aumento degli inattivi. Per gli occupati tra i 35 e i 49 anni, l'incremento è pari a +136 mila unità (+1,5% a/a), e ancora una volta sono gli over-50 a registrare i maggiori progressi (+286 mila, +3,1% a/a).

#### Tasso di disoccupazione stabile al 6,8%, ai minimi dal 2008



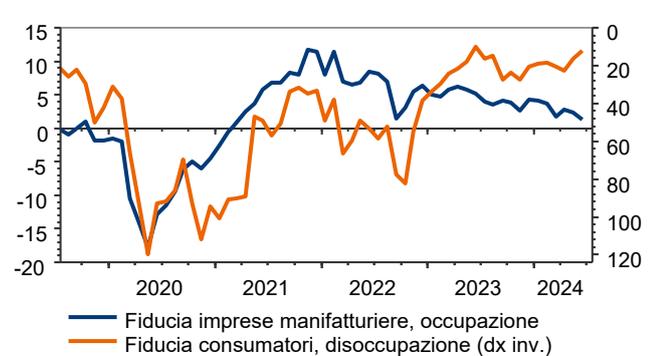
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### La dinamica dell'occupazione resta sostenuta e superiore a quella delle forze di lavoro



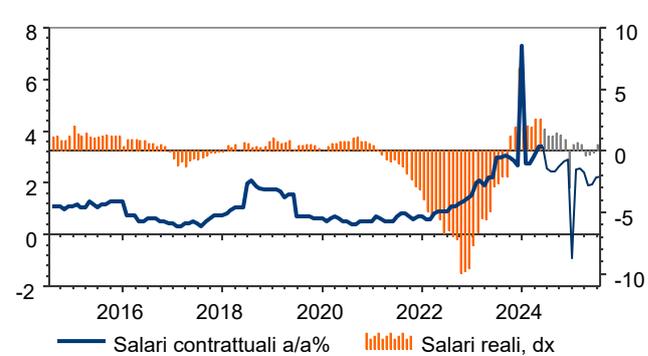
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Le valutazioni dei consumatori sul mercato del lavoro restano favorevoli, quelle delle imprese industriali sono meno ottimistiche



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

#### La crescita dei salari contrattuali dovrebbe rallentare nei prossimi mesi, ma è attesa rimanere superiore all'inflazione

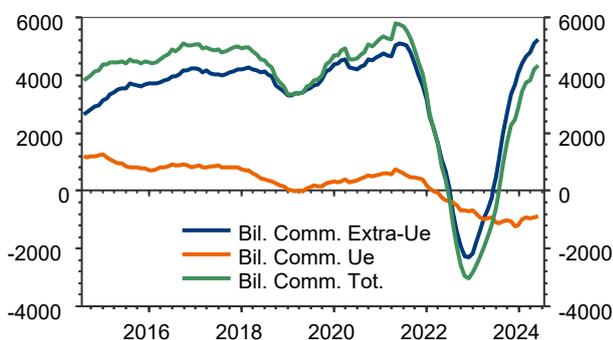


Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

### Battuta d'arresto per l'export a maggio

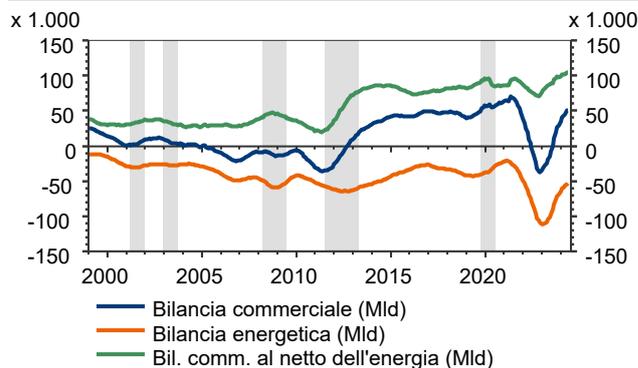
I dati sul commercio estero di maggio hanno registrato un calo più pronunciato per le esportazioni (-3,8% m/m, da 2,3% precedente) che per le importazioni, che sono però calate per il secondo mese (-0,5% m/m da -1,2%). La flessione delle vendite verso l'estero risulta diffusa ai mercati UE (-3,3% m/m) ed extra-UE (-4,4% m/m); quest'ultimo dato risente però della normalizzazione dei flussi dopo che la rilevazione del mese precedente era stata gonfiata da operazioni occasionali nella cantieristica navale. **In termini tendenziali le esportazioni sono in calo di -1,7% a/a, le importazioni di -5%.** La contrazione dell'export rispetto a maggio 2023 è spiegata da beni strumentali, energia e beni intermedi. A livello settoriale, sono mezzi di trasporto e metalli a registrare le contrazioni più ampie, a fronte di contributi positivi dagli altri settori manifatturieri, dalla farmaceutica e dalla filiera alimentare. La flessione delle importazioni è guidata dall'energia, anche per via del calo dei prezzi unitari: la contrazione più ampia si registra infatti tra gli acquisti di gas naturale, seguiti da apparecchi elettrici e metalli, mentre alimentari e farmaceutici contribuiscono positivamente alla crescita non solo dell'export ma anche dell'import. **A maggio il saldo commerciale si è attestato a 6,4 miliardi di euro da 4,8 miliardi un anno prima**, in miglioramento grazie al ridimensionamento del disavanzo energetico (-4 miliardi da -4,8 miliardi a maggio 2023) e all'incremento del surplus nell'interscambio di beni non energetici (10,5 miliardi da 9,6 miliardi). Assumendo una stabilità a giugno, **l'export risulta in rotta per un'espansione intorno a 0,5% t/t nel 2° trimestre, a fronte di un aumento più ampio, di 1,3% t/t per le importazioni**: l'export netto, per la prima volta da un anno, dovrebbe aver dato un contributo negativo al PIL nei mesi primaverili.

#### Il saldo commerciale nei confronti dei Paesi extra-UE ha superato i livelli toccati prima della crisi energetica



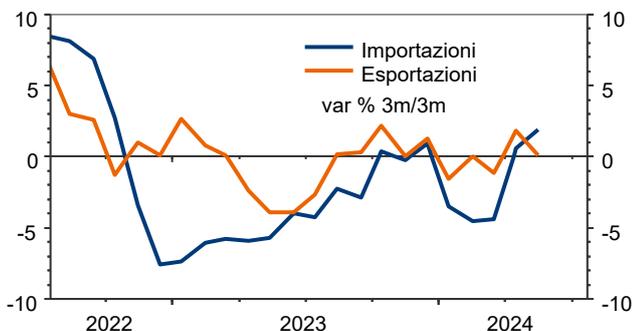
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### L'interscambio di beni energetici mantiene invece un disavanzo più ampio rispetto alla media storica



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

#### Importazioni nominali in rotta per una crescita a ritmi superiori all'export nel 2° trimestre



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Se confermata, la ripartenza della domanda globale nei prossimi mesi dovrebbe sostenere le esportazioni

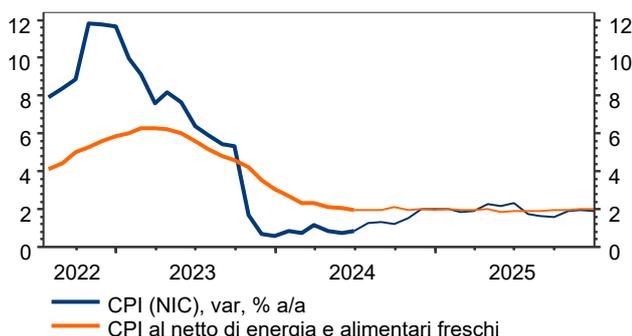


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

### L'inflazione resta ben inferiore alla media dell'Eurozona

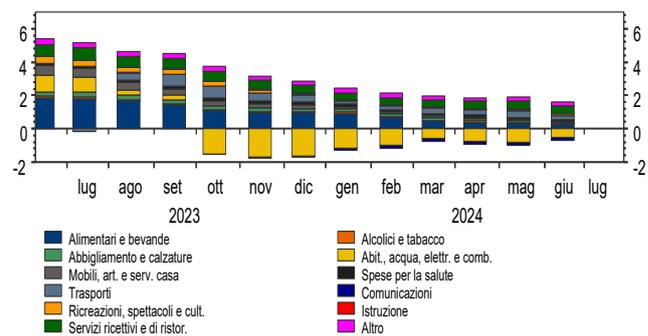
A giugno i prezzi al consumo sono cresciuti di 0,2% m/m e 0,9% a/a sull'indice armonizzato (in salita di un decimo rispetto al mese precedente), e di 0,1% m/m e 0,8% a/a sull'indice nazionale (stabile rispetto al mese precedente). Si attenua la flessione tendenziale dell'inflazione energetica (-8,6% da -11,6% a/a), soprattutto per la risalita dei prezzi degli energetici regolamentati (+2,3% m/m, +3,5% a/a); si nota un calo dei prezzi di -0,3% m/m per i beni durevoli (-1% a/a); i servizi fanno registrare uno 0,5% m/m (trainati da trasporti e spese per il tempo libero), per una variazione annua in calo marginale a 2,8% da 2,9% a/a. La componente "di fondo" (al netto di energia e alimentari freschi) aumenta di 0,3% m/m e scende di un decimo a 1,9% su base annua. **L'IPCA in Italia si mantiene su livelli ben inferiori alla media dell'Eurozona** (0,9% a/a vs 2,5%), per effetto sia di un contributo ancora negativo dell'energia (-8,6% la variazione tendenziale), sia di una componente di fondo più moderata (2,1% vs 2,8% a/a); beni industriali non energetici (a 0,5% vs 0,7%) e servizi (3,1% vs 4,1%) mostrano infatti una tendenza annua più bassa che nell'Eurozona. In prospettiva, **l'inflazione italiana è destinata a nostro avviso a mantenere una tendenza di graduale risalita nella seconda metà del 2024, guidata principalmente dagli effetti base sull'energia, mentre l'indice core è atteso rimanere al di sotto della media dell'Eurozona** soprattutto per via di una maggiore moderazione salariale. Tuttavia, la salita potrebbe rimanere molto graduale, e destinata ad accentuarsi solo nei mesi finali del 2024. **Stimiamo un'inflazione armonizzata all'1,3% in media d'anno nel 2024 e al 2,1% nel 2025.**

**L'inflazione potrebbe risalire nei prossimi mesi, ma l'indice core dovrebbe restare inferiore alla media dell'area euro**



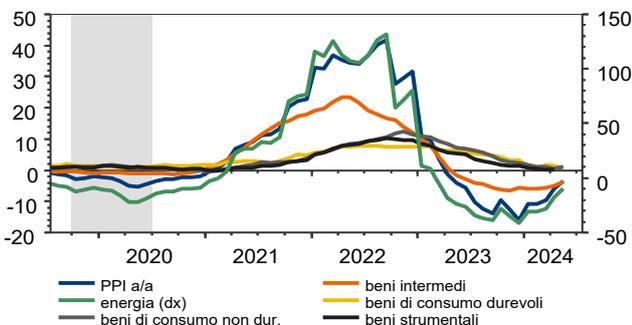
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

**A giugno, si attenuano le spinte deflazionistiche sulle spese per abitazione, acqua, elettricità e combustibili**



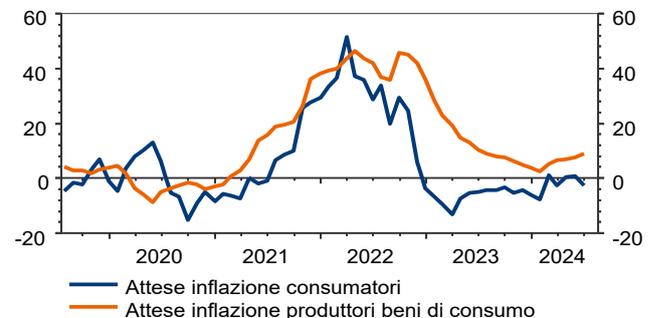
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

**La tendenza annua dei prezzi alla produzione resta negativa, ma sta gradualmente risalendo**



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

**La risalita, per quanto modesta, dei costi di produzione si riflette in un aumento delle aspettative dei prezzi delle imprese industriali**



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

## Tendenze del settore bancario

### Si conferma una modesta ripresa dei nuovi mutui alle famiglie

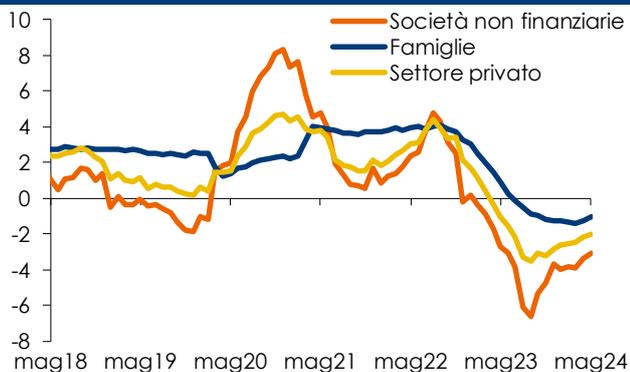
Nel 2° trimestre i prestiti hanno visto un calo lievemente più contenuto rispetto ai primi tre mesi dell'anno. A maggio l'aggregato dei prestiti a famiglie e imprese ha segnato un calo del -2,1% seguito dal -1,7% stimato da ABI per giugno, a confronto con il -2,6% dei primi tre mesi dell'anno. In dettaglio, i prestiti a società non-finanziarie hanno riportato una flessione del -3,1%, meno intensa rispetto al -3,9% del 1° trimestre. Per i prestiti alle famiglie, la lenta riduzione dello stock è risultata anch'essa in lieve miglioramento dal -1,4% di marzo al -1,0% di maggio. In particolare, lo stock di mutui è rimasto in stallo. In questo quadro, i flussi di nuovi prestiti per acquisto abitazioni hanno confermato il ritorno alla crescita, sebbene a un ritmo modesto, del +1,4% a maggio, il secondo dato positivo dopo il +4,5% di aprile, che faceva seguito a una serie di cali da settembre 2022. All'opposto, è proseguita la riduzione delle rinegoziazioni. Le erogazioni sono rimaste in massima percentuale a tasso fisso, pari al 90% del totale operazioni.

Elisa Coletti

**Nel 2° trimestre il calo dei prestiti bancari è risultato leggermente meno intenso rispetto al trimestre precedente.** Secondo i dati di maggio e le anticipazioni ABI per giugno, **la riduzione dei finanziamenti al settore privato è proseguita con variazioni rispettivamente del -2,0% e -1,9%**, lievemente meglio rispetto al -2,4% di marzo. Per l'aggregato più ristretto dei prestiti a famiglie e imprese il miglioramento risulta più evidente, con il -2,1% di maggio e il -1,7% stimato da ABI per giugno, a confronto con il -2,6% dei primi tre mesi dell'anno (-2,5% a dicembre).

Più in dettaglio, **i prestiti alle società non-finanziarie hanno registrato una riduzione del -3,1% a/a a maggio, moderatamente meno intensa del -3,9% medio del 1° trimestre.** Tale andamento risulta **spiegato dai finanziamenti a breve termine, il cui calo si è ridimensionato dal -5% di marzo al -0,8% di maggio.** Tuttavia, **la flessione dei prestiti a medio-lungo termine è rimasta intensa**, del -4,6% a maggio, la stessa 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

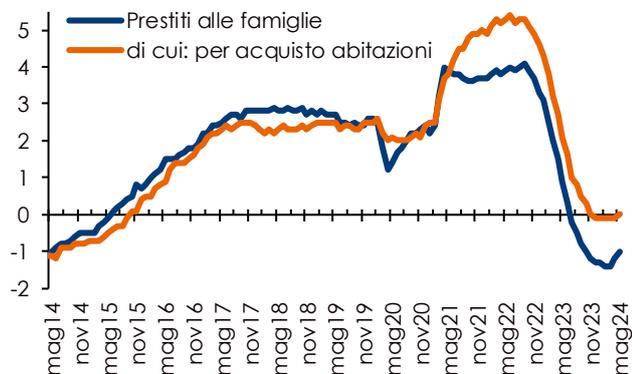
**Andamento dei prestiti a società non-finanziarie per durata, dati non corretti per le cartolarizzazioni (var. % a/a)**



Fonte: BCE

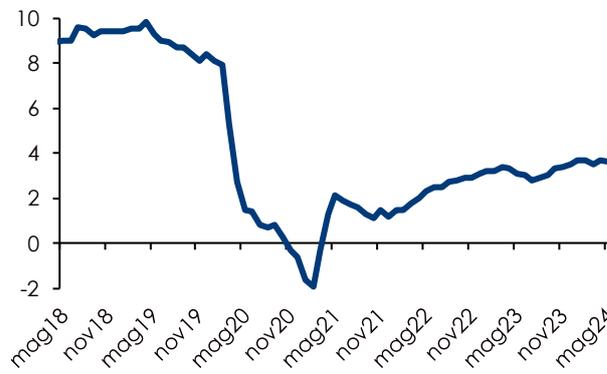
**Per i prestiti alle famiglie, la lenta riduzione dello stock è risultata anch'essa in lieve miglioramento dal -1,4% di marzo al -1,0% di maggio.** In particolare, **lo stock di mutui è rimasto in stallo** per il 7° mese consecutivo, con il -0,1% costante tra dicembre e aprile e una variazione nulla a maggio. **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% (+3,6% a maggio).

**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)**

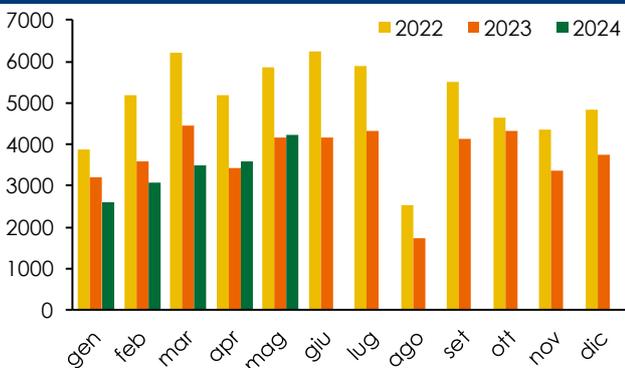


Fonte: BCE

Il quadro di cauto miglioramento è confermato dal **secondo dato positivo consecutivo dei flussi di nuovi prestiti per acquisto abitazioni che a maggio hanno riportato un altro aumento** su base annua, sebbene molto modesto, **pari a +1,4% a/a dopo essere tornati in crescita ad aprile, del +4,5%**, interrompendo una serie continua di cali da settembre 2022.

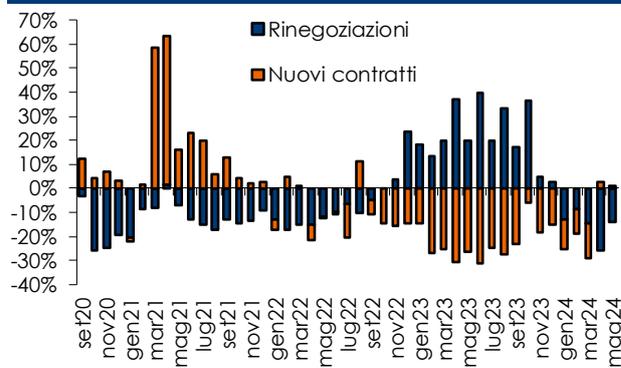
Diversamente, **le rinegoziazioni sono rimaste in forte calo, come emerso da gennaio 2024** (-44,6% a maggio, circa in linea con il -45,7% di marzo e -38,9% nel 1° trimestre) quando ha preso avvio una fase opposta rispetto alla crescita notevole registrata nel 2023. A maggio, le rinegoziazioni hanno rappresentato soltanto il 19,7% del totale operazioni, la percentuale più bassa da novembre 2022, dal 25,3% dei quattro mesi precedenti e il 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**, raggiungendo a maggio una quota record di 90% del totale erogazioni, mai registrata in precedenza (64,5% medio nel 2023, incluse le rinegoziazioni). Questa chiara preferenza si riconduce alla **netta discesa del tasso fisso**, attestatosi ad aprile e maggio a 3,45%, -56pb su fine 2023, mentre il tasso variabile è rimasto più resistente, su un livello tra il 5% e il 4,9% da gennaio ad aprile per portarsi a 4,83% a maggio, con un calo di 16,5 punti base rispetto a fine 2023. Di conseguenza, **il differenziale negativo tra tasso fisso e variabile è rimasto eccezionalmente ampio, pari a -138pb a maggio** dopo aver toccato i -149pb ad aprile, livello record nella storia (-1,3% nel 1° trimestre).

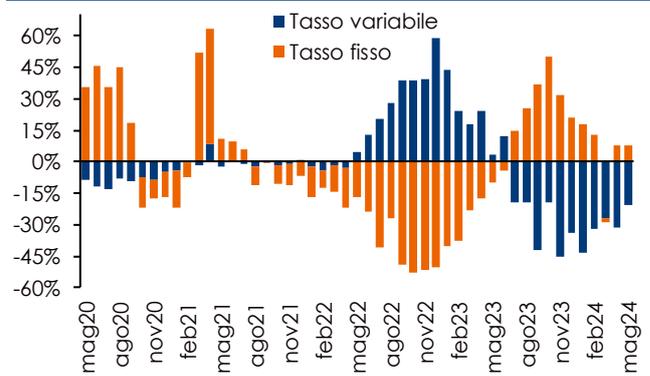
Non sorprende, quindi, che **le erogazioni a tasso fisso siano rimaste in aumento, dell'11,3% a/a a maggio** (la voce include nuovi contratti, surroghe e sostituzioni). Diversamente, per l'undicesimo mese consecutivo **è proseguita la notevole riduzione delle operazioni a tasso variabile**, nell'ordine del -70% da inizio anno (-71,2% a/a a maggio).

**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

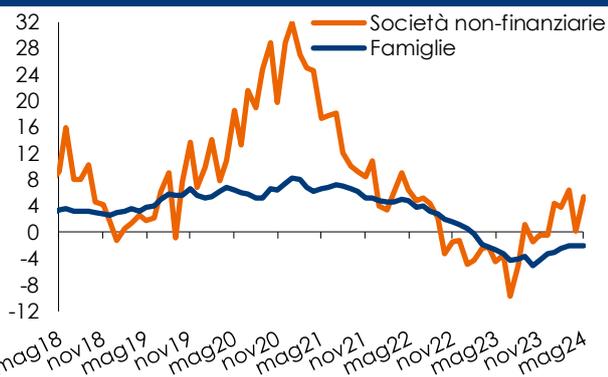
### Prosegue la crescita dei depositi delle imprese

Si rafforza il miglioramento della dinamica dei depositi che a maggio hanno segnato una variazione nulla e, secondo dati preliminari, a giugno sono tornati in crescita. L'andamento di maggio ha tratto vigore dai depositi delle società non-finanziarie che hanno segnato un aumento del 5,3% nel mese, mentre i depositi delle famiglie hanno registrato una minor flessione rispetto a inizio anno, ma in linea con i due mesi precedenti, del -2%. Prosegue anche la forte dinamica delle obbligazioni, che a maggio hanno riportato una crescita dello stock del 18,4%, seguita dal +14,9% a giugno secondo le stime ABI. È quindi proseguito l'aumento della raccolta totale da clientela, con il +1,4% di maggio e il +3% a giugno secondo le anticipazioni ABI.

Elisa Coletti

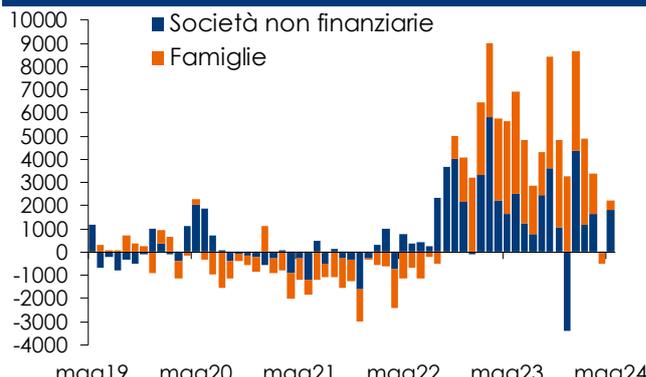
**Prosegue il miglioramento della dinamica dei depositi che a maggio hanno segnato una variazione nulla** (-0,1% da -1,6% ad aprile). Secondo informazioni preliminari, **a giugno il totale dei depositi è tornato in crescita**, del +1,4% a/a dal -0,8% di maggio sulla base di dati omogenei di fonte ABI. Se confermato dalle statistiche di sistema, sarebbe il miglior risultato da settembre 2022. L'andamento di maggio ha tratto vigore dalla **dinamica dei depositi delle società non-finanziarie che, tornati in crescita da gennaio, hanno segnato un aumento del 5,3%** e del 4% nei primi cinque mesi, mentre **i depositi delle famiglie hanno registrato una minor flessione, del -2%** a maggio, come ad aprile, dal -3,3% di fine 2023. In particolare, a maggio si è osservato un afflusso di 8 miliardi sui depositi delle società non-finanziarie, gran parte indirizzati sui conti correnti, per 6,3 miliardi, e di importo significativo anche verso i depositi a tempo, per 1,8 miliardi.

**Trend dei depositi di famiglie e società non-finanziarie (var. % a/a)**



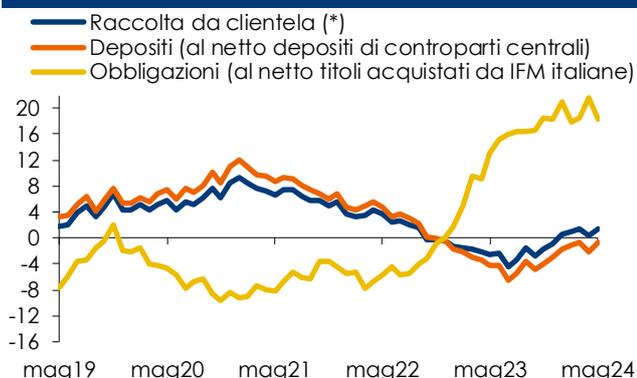
Fonte: BCE

**Flussi mensili di depositi con durata prestabilita (EUR mln)**



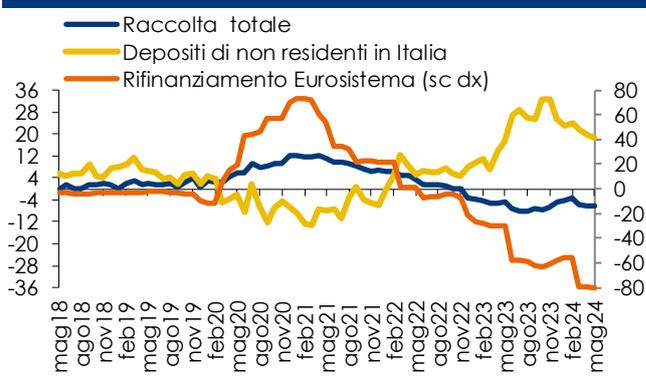
Fonte: BCE

**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, inclusi il rifinanziamento BCE e i depositi di non residenti (var. % a/a)**



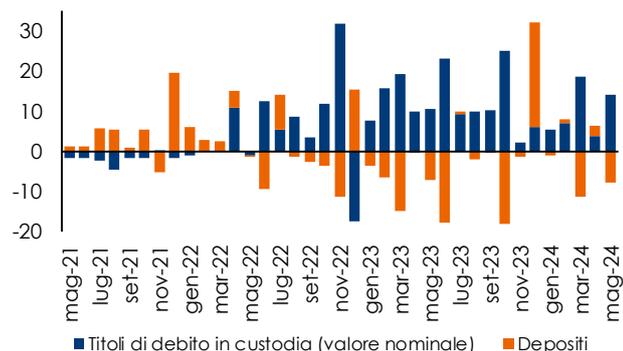
Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Research Intesa Sanpaolo

Oltre al recupero della dinamica dei depositi, continua la **forte crescita delle obbligazioni**, che a maggio hanno riportato una variazione dello stock del +18,4%, seguito da un +14,9% a giugno secondo le stime ABI. È quindi **proseguito l'aumento della raccolta totale da clientela, iniziato a gennaio e rafforzatosi nel corso del semestre, con il +1,4% di maggio e il +3% a giugno** secondo le anticipazioni ABI.

**La raccolta complessiva resta tuttavia in calo**, del -6,2% a maggio, in linea con aprile, risentendo della riduzione del rifinanziamento BCE a seguito del rimborso delle TLTROIII. Diversamente, **per i depositi di non residenti è proseguita la crescita a due cifre, del +18,7% a maggio**, dal 19,6% di aprile, lungo un trend positivo in atto da inizio 2022.

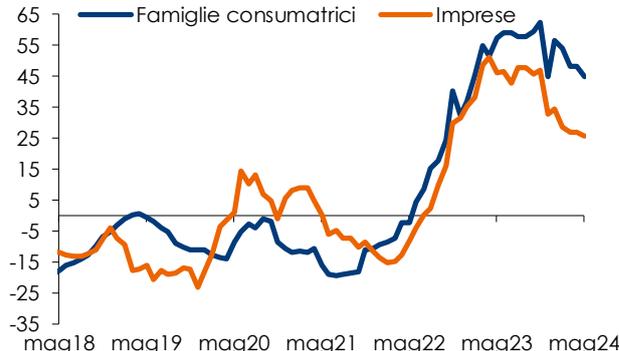
Per effetto del processo di riallocazione dei portafogli dei risparmiatori verso i titoli di stato domestici e le obbligazioni bancarie, **la raccolta amministrata è rimasta in forte crescita anche a maggio, confermando però un inizio di rallentamento. I titoli di debito delle famiglie in custodia presso le banche hanno segnato un incremento considerevole nel mese in esame**, pari a 14 miliardi connessi alla sottoscrizione per 11 miliardi della quarta emissione del BTP Valore sul mercato retail. Il dato di maggio ha portato il totale dei primi cinque mesi dell'anno a quasi 49 miliardi, un importo più contenuto rispetto a quello eccezionale registrato nello stesso periodo del 2023, pari a 63 miliardi. Si osserva, inoltre, un **continuo aumento dei titoli di debito a custodia anche dal lato delle imprese**, pari a 0,9 miliardi a maggio e a 8,5 miliardi nei primi cinque mesi dell'anno, anch'esso più contenuto rispetto ai 13,3 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

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasnpaolo.com