



La Bussola dell'Economia Italiana

Research Department

Settembre 2024

IMI | CORPORATE &
INVESTMENT
BANKING

La bussola dell'economia italiana

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Verso una moderata ripresa nel 2025, trainata dalla domanda domestica

Sintesi della previsione macroeconomica

Torna a contrarsi la produzione industriale a luglio

Le indagini manifatturiere non segnalano un recupero imminente per il settore

Le costruzioni sinora hanno tenuto, ma risentiranno dei minori incentivi fiscali

Prosegue la tendenza espansiva nei servizi

Consumi ancora fiacchi: pesa l'incertezza e il non pieno recupero dei redditi

Disoccupazione ai minimi dal 2008 (anche per via di un aumento degli inattivi)

In questa fase, gli scambi con l'estero stanno frenando il PIL

Torna a calare l'inflazione ad agosto

Tendenze del settore bancario

Prosegue la ripresa dei mutui, con erogazioni in crescita a due cifre a luglio

Depositi bancari di nuovo in aumento

Settembre 2024

2

2

7

8

9

Nota Mensile

10

Research Department

11

12

13

14

Paolo Mameli

15

Economista Macro Italia

16

Andrea Volpi

16

Economista

19

Elisa Coletti

Economista Banche

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Verso una moderata ripresa nel 2025, trainata dalla domanda domestica

Confermiamo le nostre stime di crescita per il PIL italiano a 0,7% quest'anno e 1,2% nel 2025. La moderata ripresa che ci attendiamo l'anno prossimo è interamente trainata dalla domanda interna, specie per consumi e investimenti in macchinari. Cruciale sarà la tenuta delle costruzioni al venir meno del sostegno offerto dagli incentivi fiscali, e l'accelerazione attesa della spesa effettiva finanziata dal PNRR.

Dopo un periodo di crescita a ritmi superiori a quelli dell'Eurozona, l'economia italiana è ora in una fase di moderata espansione circa in linea con quella che si riscontra per l'area euro nel suo complesso. Negli ultimi 4 trimestri, il PIL italiano è cresciuto in media di 0,2% t/t, un ritmo che è stato registrato anche nei mesi primaverili (in rallentamento rispetto allo 0,3% t/t d'inizio anno). A livello settoriale, l'economia è ancora spinta dai servizi, in presenza di un freno significativo dall'industria in senso stretto: tale dinamica, a nostro avviso, potrebbe caratterizzare anche la parte restante del 2024, e verosimilmente almeno i primi mesi del 2025.

Le costruzioni hanno sinora sorpreso al rialzo, in quanto nel 1° semestre 2024 l'attesa contrazione della componente residenziale, sulla scia del venir meno del sostegno offerto dagli incentivi fiscali (Superbonus), è stata compensata dall'ulteriore espansione della parte non residenziale (forse trainata dall'accelerazione degli investimenti pubblici previsti dal PNRR): anche in questo caso, tale dinamica è attesa continuare nei prossimi trimestri, ma **è verosimile che, nel breve termine, possa prevalere l'effetto negativo del sostanziale esaurirsi del Superbonus.** In sintesi, pensiamo che gli investimenti in costruzioni, dopo l'inattesa accelerazione stimata per il 2024 (a 4,6%), possano contrarsi nel 2025 (nostra stima: -0,6%), prima di tornare ad aumentare nel 2026 (ad almeno 1,5%, sulla scia del completamento delle opere infrastrutturali finanziate dal PNRR).

Sul fronte del PNRR, permangono ritardi nell'implementazione, visto che nel 1° semestre 2024 sono stati spesi solo 9 miliardi mentre le più recenti previsioni per l'intero anno vedevano una spesa complessiva superiore ai 40 miliardi. Un cambio di passo è ancora possibile, perché l'evoluzione della spesa non è lineare, ma, per rispettare i tempi previsti, è necessario che tale accelerazione sia imminente. **Segnali incoraggianti vengono dai dati sull'assegnazione delle risorse** (che è stata completata per un totale di 165 miliardi ovvero l'85% della dotazione complessiva del piano), ma il rispetto anche solo "formale" delle condizioni da raggiungere per ottenere le prossime rate semestrali si farà via via più sfidante. In ogni caso, **anche nel caso di implementazione parziale, la spinta al PIL sarà assai significativa nel 2025-26,** visto che tra la seconda metà del 2024 e il 2026 devono essere spesi oltre 140 miliardi (oltre due punti e mezzo di PIL all'anno).

Gli investimenti al netto delle costruzioni hanno sinora deluso nel 2024, soprattutto a causa dei ritardi nel varo degli incentivi fiscali del pacchetto "Transizione 5.0" (che amplia il precedente "Transizione 4.0"), a sostegno della trasformazione digitale ed energetica delle imprese, i cui decreti attuativi sono stati emanati soltanto a inizio agosto. A nostro avviso, la possibilità di aderire a tali incentivi (che valgono 6,3 miliardi nel 2024-25, portando la dotazione complessiva dei due pacchetti a 12,7 miliardi nel biennio) è coerente con una **ripresa di tali investimenti a partire dalla parte finale del 2024.** Nel complesso, ci aspettiamo un ritorno alla crescita per gli investimenti al netto di costruzioni e mezzi di trasporto su ritmi vicini al 3% annuo nel 2025-26, dopo la pausa nel ciclo degli investimenti vista nel 2024.

Il principale motivo che spiega la (moderata) riaccelerazione del PIL che ci aspettiamo nel 2025 è il ritorno alla crescita dei consumi (stimiamo a un ritmo dell'1,5%), dopo la sostanziale stagnazione attesa nel 2024. **I progressi però saranno ancora una volta guidati dai servizi** (visti su ritmi superiori al 2%), **mentre la ripresa per i consumi di beni sarà moderata** (è attesa rafforzarsi solo negli anni successivi). La spinta principale alla ripartenza attesa dei consumi arriva dal

Paolo Mameli

Economia in espansione moderata in linea con l'Eurozona, ancora trainata dai servizi

Le costruzioni residenziali saranno frenate dall'esaurirsi del sostegno fiscale...

...ma, nella componente non residenziale, saranno sostenute dalle opere infrastrutturali incluse nel PNRR

Gli investimenti in macchinari sono attesi ripartire grazie all'adesione ai nuovi incentivi fiscali

La ripresa (moderata) del PIL che ci aspettiamo nel 2025 è legata soprattutto alla ripartenza dei consumi...

recupero di potere d'acquisto delle famiglie, che è già in atto e che, con ritardo, dovrebbe riflettersi in una maggiore spesa da parte dei consumatori. Il reddito disponibile reale delle famiglie consumatrici, già nel 1° trimestre 2024, è tornato a crescere (di oltre il 3%) rispetto sia al trimestre precedente che a un anno prima; tale dinamica è spiegata soprattutto dal reddito da lavoro, visto che attualmente le retribuzioni di fatto crescono su ritmi al di sopra del 3% a fronte di un'inflazione di poco superiore all'1%. Tale recupero di potere d'acquisto sinora non si è riflesso in una decisa ripartenza dei consumi (il tasso di risparmio è balzato al 9,5% nel 1° trimestre, un massimo da due anni), e anche le indagini di fiducia dei consumatori hanno dato segnali meno positivi di recente, suggerendo che il miglioramento della situazione economica delle famiglie sia ancora poco diffuso; tuttavia, nell'ipotesi di tenuta del mercato del lavoro, riteniamo che sia solo questione di tempo prima che la ripresa dei redditi reali si traduca in maggiori consumi.

La prospettiva di ripresa dei consumi è legata al permanere su livelli contenuti sia del tasso di disoccupazione che del tasso di inflazione. Il tasso dei senza-lavoro ha toccato un nuovo minimo dal 2008 lo scorso luglio, a 6,5%. Pensiamo che esso possa gradualmente risalire, ma che rimarrà storicamente basso, in quanto la domanda di lavoro potrebbe rallentare ma rimanere sostenuta, a fronte di un trend di contrazione dell'offerta dovuto alle dinamiche demografiche (pur attenuato da una tendenza di risalita del tasso di partecipazione, specie delle coorti più anziane e della popolazione femminile). Vediamo un rallentamento della crescita occupazionale a 0,6% nel biennio 2025-26, ma la risalita della disoccupazione sarà modesta (stimiamo al 7% nel 2025, con rischi al ribasso). **L'inflazione dovrebbe nei prossimi mesi mantenere un trend di graduale risalita, riallineandosi alla media dell'Eurozona (attorno al 2% sull'indice armonizzato UE) nel 2025.**

La (moderata) ripresa che ci attendiamo per il PIL nel 2025 è interamente trainata dalla domanda interna, mentre il commercio estero, dopo aver contribuito positivamente alla crescita del PIL quest'anno (ma per via di un crollo delle importazioni assai più marcato di quello delle esportazioni), **potrebbe dare un apporto sostanzialmente nullo nel prossimo biennio**. I flussi commerciali sono visti in ripresa, che però sarà modesta (su ritmi di poco superiori all'1,5% l'anno prossimo) e soggetta a rischi verso il basso: **le difficoltà strutturali in cui versa la Germania** (verso cui nei primi 7 mesi dell'anno si è diretto l'11,6% dell'export italiano) **e il rallentamento della domanda dagli Stati Uniti** (il secondo partner commerciale dell'Italia, destinatario del 10,4% delle vendite all'estero), **assieme al recente apprezzamento del tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro, configurano dei rischi al ribasso** sulla ripresa attesa per le esportazioni. D'altro canto, **l'export italiano ha mostrato negli ultimi anni una maggiore elasticità alla domanda estera rispetto al passato** (che ha consentito al Paese di superare il Giappone, attestandosi al quarto posto tra le economie che più esportano nel mondo nel 1° semestre dell'anno, dopo Cina, Stati Uniti e Germania), il che lascia sperare in una maggiore resilienza agli shock rispetto al passato. La domanda estera rivolta verso l'Italia, nello scenario di base, è attesa passare dalla contrazione di -1,2% registrata nel 2024 a un +1,3% nel 2025 e a un +3,5% nel 2026.

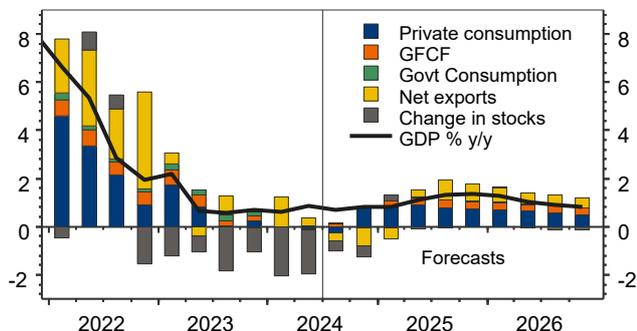
Al momento in cui scriviamo, **non è ancora stato diffuso il "Piano Strutturale di Bilancio di medio termine"** che definirà le linee guida della politica fiscale nei prossimi anni, e su cui sarà basata la manovra di bilancio per il 2025 (il documento sarà trasmesso alle Camere nei prossimi giorni, in modo da incorporare la revisione al rialzo della stima sul PIL degli anni scorsi annunciata dall'Istat, che avrà un impatto al ribasso sul livello stimato del rapporto debito/PIL). Il Governo ha ribadito **l'impegno a riportare il deficit sotto il 3% del PIL entro il 2026**, e a varare un piano di investimenti e riforme che consentirà una correzione su un arco di 7 (anziché 4) anni. L'esecutivo intende approvare una **manovra 2025 da circa 25 miliardi**, non solo confermando ma anzi estendendo i tagli fiscali in scadenza. Una possibile revisione al rialzo delle stime di PIL (a 1,3-1,5% nello scenario programmatico), e un eventuale anticipo di spese dal 2025 al 2024, potrebbero "alleggerire" a **circa 10 miliardi (dai 15 previsti in precedenza) l'entità delle coperture richieste in modo da contenere il disavanzo 2025 non oltre il 4% del PIL**, il che dovrebbe configurare una compliance minima delle nuove regole fiscali UE.

...grazie al permanere su livelli contenuti sia del tasso di disoccupazione che del tasso di inflazione

Il commercio estero non sarà decisivo per la crescita nel 2025-26, e i rischi sull'export sono al ribasso

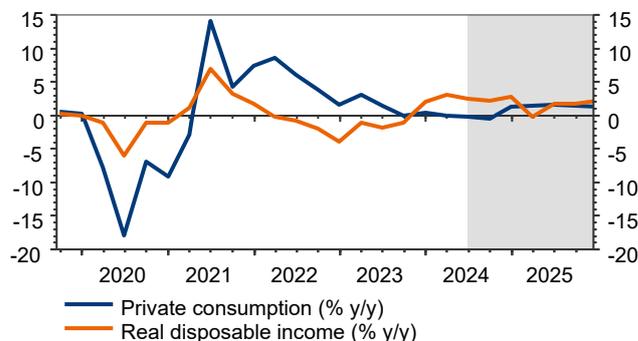
Il Governo intende "alleggerire" la correzione fiscale attesa nel 2025

Fig. 1 – La moderata ripresa attesa nel 2025 è legata soprattutto a una ripartenza dei consumi



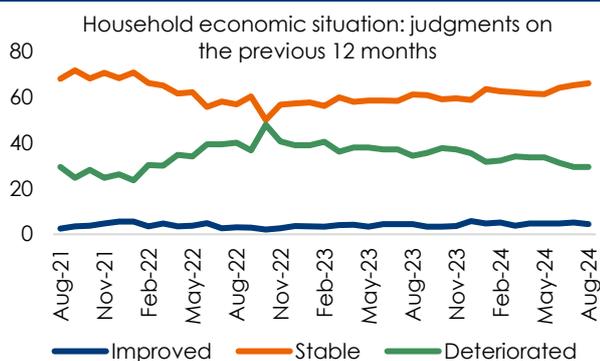
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 2 – La spesa delle famiglie al momento è stagnante, ma è attesa riallinearsi alla crescita del reddito reale nel 2025



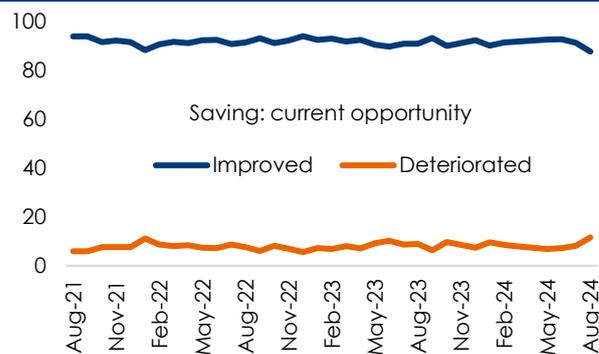
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 3 – Il dettaglio dell'indagine Istat di fiducia dei consumatori non mostra per ora un sensibile aumento di coloro che ritengono la propria situazione economica in miglioramento...



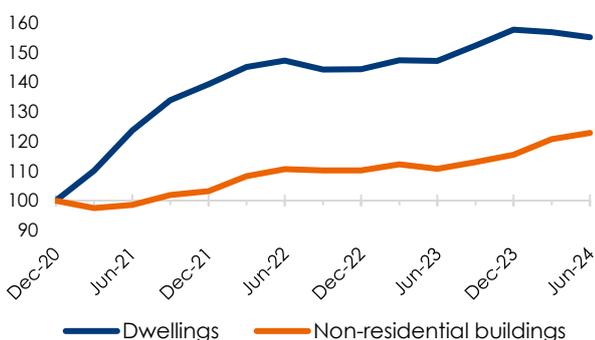
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 4 – ...ed è anzi in crescita la percentuale di coloro che vedono minori opportunità attuali di risparmio



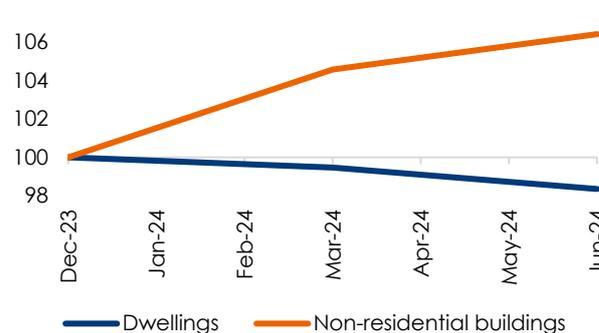
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 5 – A partire dal 2020, il Superbonus ha causato una crescita degli investimenti in abitazioni assai più vivace rispetto al resto degli investimenti in costruzioni



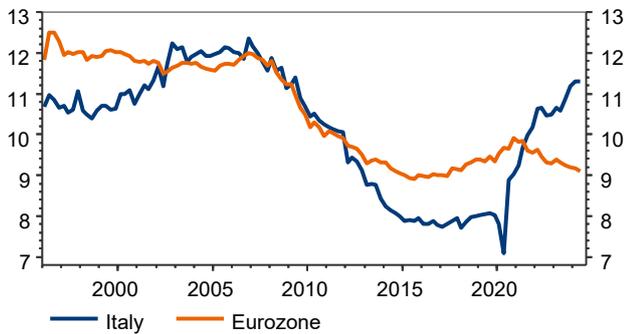
Nota: 4° trimestre 2020 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 6 – Tale divergenza sembra però essersi invertita da fine 2023 (e tale trend a nostro avviso continuerà nei prossimi trimestri)



Nota: 4° trimestre 2023 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 7 – Il Superbonus ha fatto salire la quota di investimenti in costruzioni sul PIL al di sopra della media dell'Eurozona...



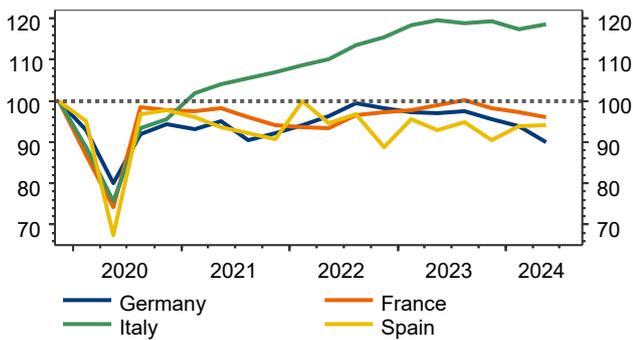
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat e Istat

Fig. 8 – ...ma il sostanziale esaurirsi del ricorso al Superbonus fa presagire una correzione degli investimenti residenziali



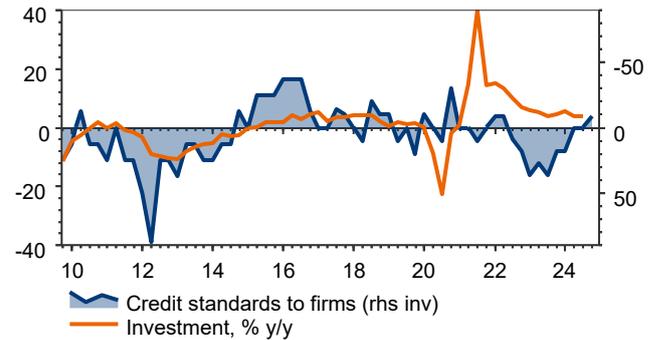
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ENEA

Fig. 9 – Anche gli investimenti al netto delle costruzioni, nella fase post-pandemica, sono cresciuti, in controtendenza rispetto a quanto avvenuto negli altri grandi Paesi dell'Eurozona



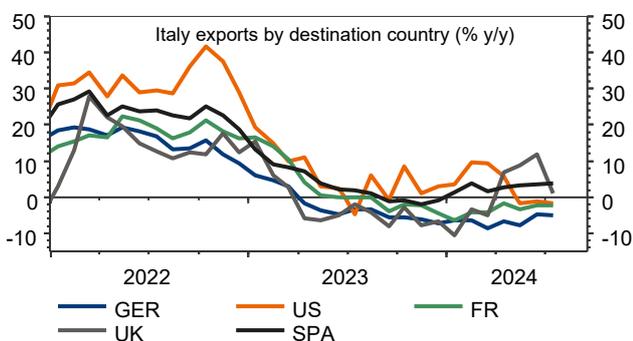
Nota: 4° trimestre 2019 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat e Istat

Fig. 10 – Gli investimenti saranno favoriti, oltre che dai nuovi incentivi fiscali, anche dal rientro della restrizione creditizia



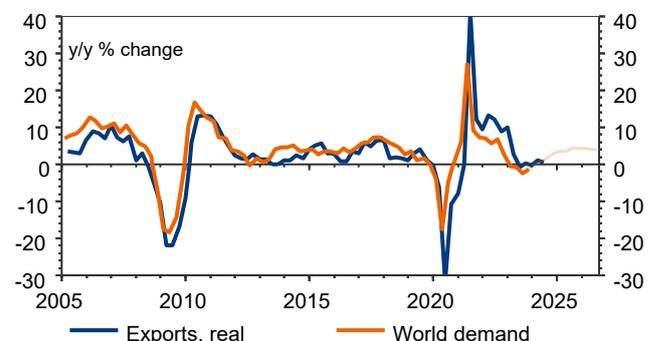
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Istat, BCE

Fig. 11 – L'export è in rallentamento verso tutti i principali partner commerciali...



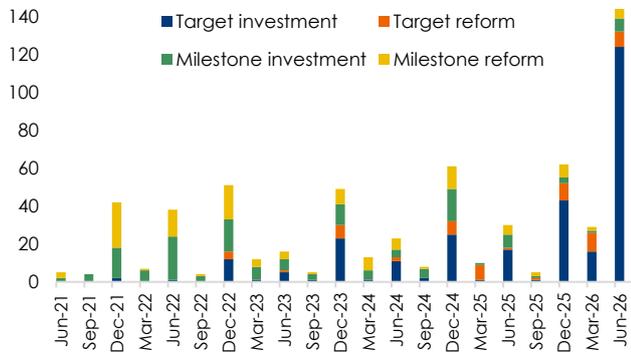
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 12 – ...ma la ripresa attesa per la domanda mondiale, in un quadro in cui le esportazioni di recente sono cresciute più della domanda rivolta all'Italia, fa sperare in un recupero dell'export



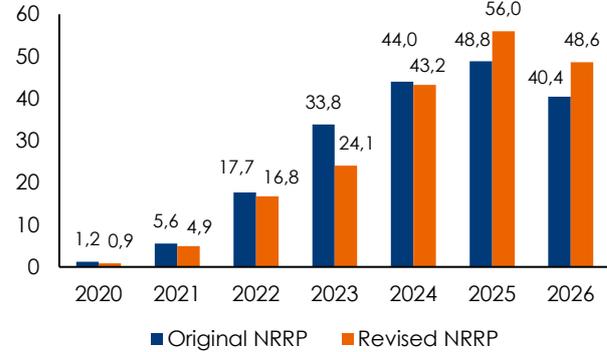
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, OEF

Fig. 13 – Dopo le revisioni del PNRR, il numero di condizioni da rispettare è ancor più concentrato nella parte finale dell'orizzonte, specie per quanto riguarda i target sugli investimenti



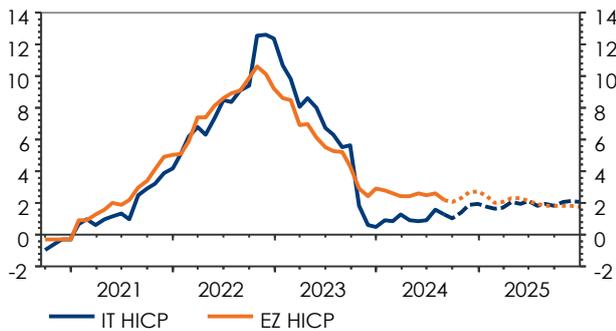
Fonte: Intesa Sanpaolo, ReGiS

Fig. 14 – Permangono ritardi nella spesa effettiva: nel 1° semestre sono stati spesi solo 9 miliardi mentre le previsioni per l'intero 2024 vedevano una spesa complessiva superiore ai 40 miliardi



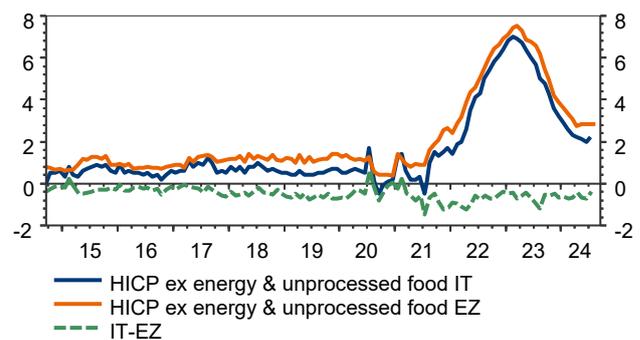
Fonte: Intesa Sanpaolo, ReGiS

Fig. 15 – L'inflazione italiana è inferiore alla media europea, ma dovrebbe riallinearsi all'Eurozona nel 2025



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

Fig. 16 – L'inflazione core in Italia è da un decennio inferiore alla media europea (per via di una maggiore moderazione salariale)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Eurostat

Sintesi della previsione macroeconomica

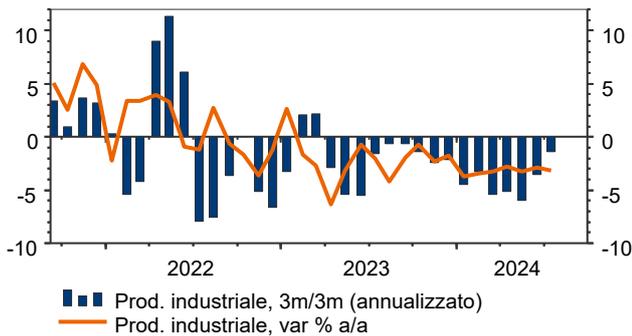
	2023	2024p	2025p	2023		2024				2025			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.0	0.7	1.2	0.6	0.7	0.6	0.9	0.7	0.8	0.8	1.1	1.3	1.4
- var.ne % t/t				0.3	0.1	0.3	0.2	0.1	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3
Consumi delle famiglie	1.2	0.2	1.4	0.8	-1.4	0.3	0.2	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
Consumi pubblici	1.2	0.1	0.2	0.1	0.7	0.0	-0.5	0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1
Investimenti fissi, di cui:	4.9	2.7	1.0	1.3	2.0	0.4	0.3	-0.1	-0.1	0.4	0.4	0.5	0.5
- in macchinari e altro	4.1	0.3	2.8	-1.1	1.3	-1.0	0.3	0.5	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
- in mezzi di trasporto	23.4	5.1	1.6	6.3	-0.6	0.7	1.7	-0.8	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
- in costruzioni	3.5	4.6	-0.6	2.9	3.0	1.5	0.1	-0.5	-1.0	0.0	0.2	0.3	0.4
Esportazioni	0.5	-0.4	1.6	0.9	1.1	0.0	-1.5	-1.0	0.8	0.8	0.8	0.6	0.5
Importazioni	-0.2	-4.2	1.6	-2.0	-0.1	-2.7	-0.6	-0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Contributo % al PIL													
Commercio estero	0.2	1.2	0.0	0.9	0.4	0.9	-0.3	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
Domanda finale interna	2.0	0.7	1.1	0.8	-0.3	0.3	0.1	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Var. scorte	-1.2	-1.2	0.0	-1.4	0.0	-0.8	0.4	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
Attività produttiva													
Produzione industriale	-2.1	-3.0	0.7	-0.2	-0.5	-1.4	-0.9	-0.4	0.2	0.4	0.3	0.4	0.1
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	5.6	1.1	1.8	5.6	1.0	0.9	0.8	1.1	1.6	1.5	1.9	1.7	1.9
- escl. alimentari, energia (a/a)	5.1	2.1	1.8	4.8	3.6	2.5	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7	1.8	2.0
PPI (a/a)	-5.6	-4.5	1.1	-12.2	-12.8	-10.4	-4.0	-1.3	-1.7	1.0	2.0	0.7	0.7
Disoccupazione (%)	7.7	6.8	7.0	7.7	7.4	7.1	6.8	6.6	6.7	6.9	7.0	7.1	7.1
Occupati totali	2.0	1.6	0.6	0.3	0.6	0.3	0.5	0.3	0.1	0.0	0.2	0.2	0.2
Salari contrattuali	2.9	3.1	2.7										
Reddito disponibile reale	-0.5	2.6	1.4										
Tasso di risparmio (%)	6.3	8.5	8.5										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	0.5	1.4	1.1										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-7.2	-4.3	-3.9										
Debito (% Pil)	134.6	137.0	139.5										
Variabili finanziarie													
3-mths Euribor	3.94	3.19	2.46	3.88	3.94	3.92	3.73	3.45	3.19	2.94	2.68	2.51	2.46
Long term (10Y) rate (%)	4.15	3.70	3.83	4.18	4.19	3.74	3.86	3.66	3.53	3.50	3.70	3.93	4.19
BTP/Bund spread	1.70	1.39	1.41	1.60	1.67	1.44	1.36	1.38	1.40	1.40	1.40	1.40	1.44

Nota: i dati annui su PIL (e componenti) sono corretti per i giorni lavorativi. Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Torna a contrarsi la produzione industriale a luglio

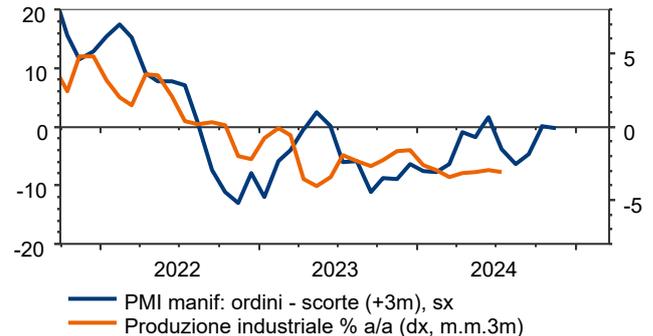
La produzione industriale italiana ha registrato una correzione più ampia del previsto a luglio, di **-0,9% m/m**, dopo l'incremento di mezzo punto percentuale visto in ciascuno dei due mesi precedenti. Su base annua (corretta per gli effetti di calendario), la contrazione si è accentuata, da -2,6% a -3,3%. Nel mese, la flessione è diffusa a tutti i principali macro-gruppi, con la sola eccezione dell'energia (2,3% m/m da -1,4% a giugno). **In caduta in particolare i beni di consumo**, che calano per il secondo mese (-2,3% m/m), appesantiti soprattutto dai non durevoli (-2,8% m/m). **Anche su base annua, tutti i principali gruppi di prodotti non energetici sono in flessione**, soprattutto i beni di consumo non durevoli (-5,4% a/a) e i beni di investimento (-4,2% a/a). **Il calo della produzione nel manifatturiero è più marcato di quello dell'indice generale (-1,2% m/m)**. Si nota una flessione significativa soprattutto per il tessile (-6,3% m/m, -18,3% a/a), per legno, carta e stampa (-4% m/m, -5,1% a/a), per gomma e plastica (-3,2% m/m, -2,9% a/a) e per i mezzi di trasporto (-3% m/m, -11,4% a/a). Gli unici comparti in progresso su base annua sono l'industria chimica (3,9%), quella alimentare (2,5%), il settore elettronico (1,2%) e le altre industrie manifatturiere (0,5%). In sintesi, **la correzione di luglio conferma la nostra idea che il rimbalzo di maggio e giugno fosse episodico. L'output è in rotta per una contrazione di -0,4% t/t nel 3° trimestre** (da -0,9% precedente): **sarebbe il sesto calo consecutivo**. A meno di un rimbalzo significativo in agosto e settembre, l'industria dovrebbe ancora frenare il valore aggiunto nel trimestre corrente, come accade in sostanza da oltre due anni.

La produzione industriale resta in territorio negativo sia su base trimestrale che su base annua



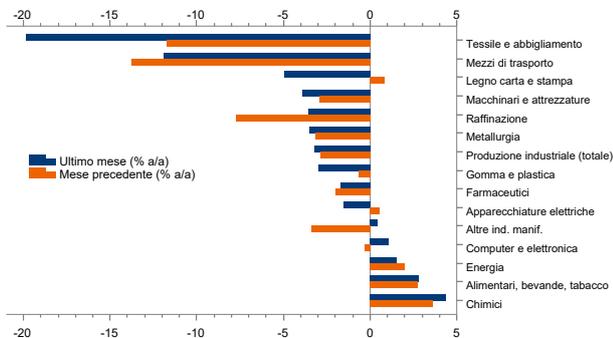
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le componenti più prospettive delle indagini mostrano qualche segnale di recupero, ma piuttosto debole



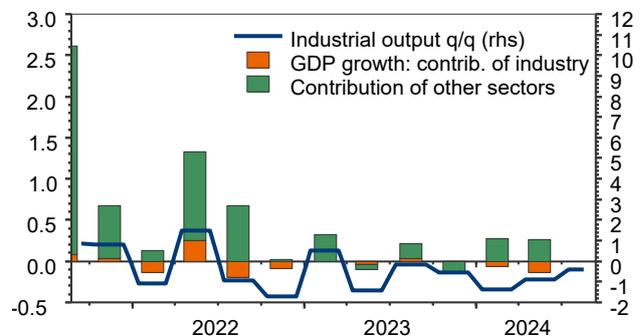
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

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



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'industria in senso stretto con ogni probabilità frenerà il PIL anche nel trimestre in corso

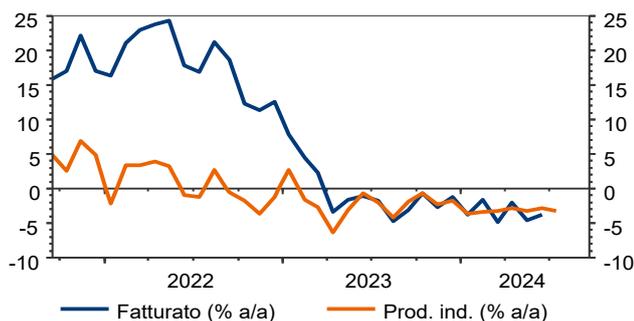


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le indagini manifatturiere non segnalano un recupero imminente per il settore

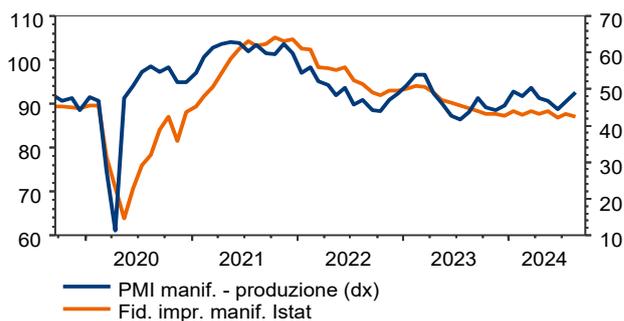
La persistente debolezza dei consumi di beni, e del commercio mondiale, sono i principali ostacoli che dovrebbero impedire un ritorno alla crescita dell'attività produttiva nell'industria, almeno in un orizzonte di 3-6 mesi. A conferma delle difficoltà del settore, ad agosto l'indice Istat di fiducia delle imprese manifatturiere è sceso a 87,1 da un precedente 87,6, ancora al di sopra del minimo di giugno ma su livelli inferiori rispetto a quelli registrati in media nel 1° semestre. L'indagine ha fatto segnare un netto deterioramento del morale tra i produttori di beni di consumo e, in minor misura, di quelli di beni strumentali, con un peggioramento dei giudizi sugli ordini e un minor ottimismo circa la produzione futura. Al contrario il PMI manifatturiero, nello stesso mese, è risalito a 49,4 da 47,4, su livelli però ancora (moderatamente) recessivi. Si evidenzia in particolare un rallentamento del ritmo di contrazione dell'attività produttiva e degli ordini, compresi quelli dall'estero. Anche le intenzioni di assunzione delle imprese sono tornate a crescere per la prima volta dopo tre mesi (durante i quali segnalavano una possibile riduzione degli organici). Sebbene l'indice PMI sia tipicamente volatile, e in passato abbia offerto alcuni "falsi segnali" di riaccelerazione per il manifatturiero, i rischi restano al ribasso: la frenata dell'industria tedesca si sta progressivamente trasferendo alle imprese italiane dell'indotto (per esempio nell'automotive) e, sul fronte interno, i ritardi nell'avvio degli incentivi del pacchetto "Transizione 5.0" potrebbero posticipare la ripresa della domanda di beni capitali.

Fatturato e produzione industriale continuano a contrarsi in termini tendenziali



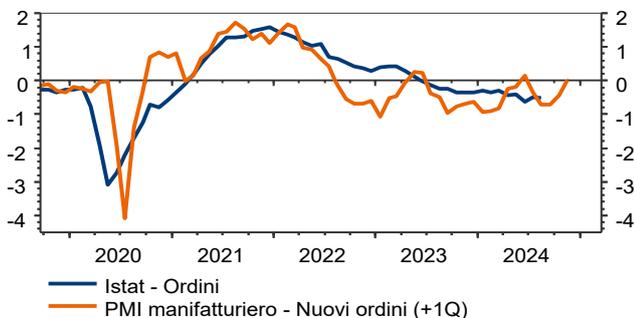
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Nella manifattura sia gli indici Istat che i PMI restano su livelli compatibili con una contrazione dell'attività



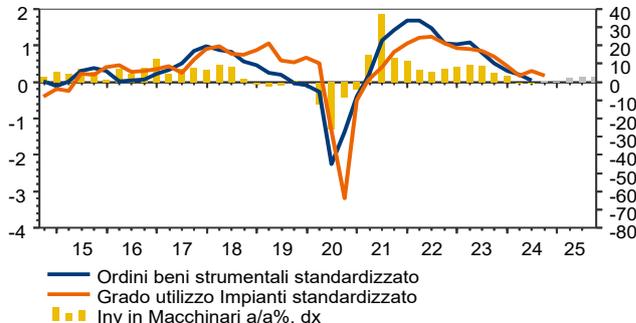
Nota: la serie Istat è interpolata a causa della mancanza di dati per aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Speranze di recupero vengono da indicazioni meno negative sugli ordini da parte delle imprese (che però in passato avevano offerto diversi "falsi segnali")



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

La discesa degli ordinativi e il minor utilizzo della capacità produttiva segnalano che gli investimenti potrebbero rimanere deboli sino a fine anno

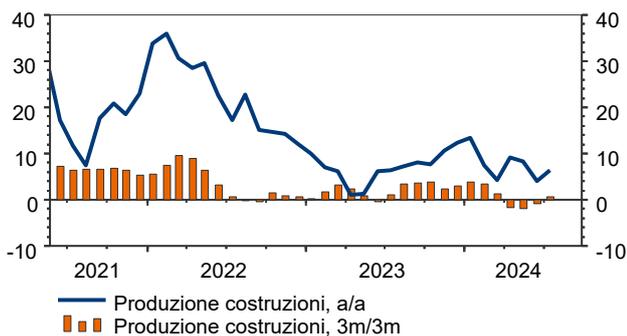


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le costruzioni sinora hanno tenuto, ma risentiranno dei minori incentivi fiscali

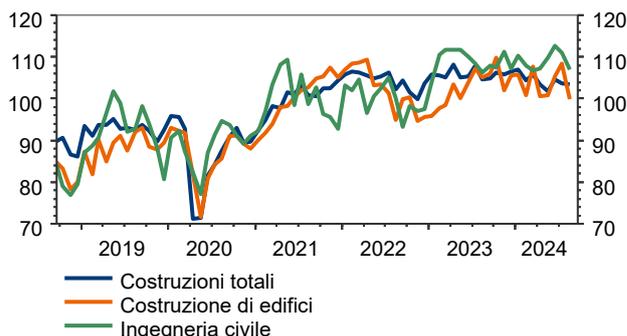
Nel 2° trimestre il valore aggiunto nel settore delle costruzioni è cresciuto dello 0,6% t/t (+10,6% a/a): si tratta del quarto incremento consecutivo, seppur a ritmi ben inferiori a quelli (superiori al 2% t/t) registrati in media nei trimestri precedenti. I dati sul conto delle risorse e degli impieghi mostrano però una **divergenza all'interno degli investimenti edilizi** (poco variati nel trimestre): **si accentua la flessione degli investimenti in abitazioni (-1,1% t/t da -0,5%)**, che risentono della rimodulazione degli incentivi per le ristrutturazioni (il ricorso ai bonus edilizi si è praticamente azzerato dalla primavera), mentre **crescono per il quarto trimestre di fila gli investimenti in fabbricati non residenziali e altre opere (+1,8% t/t da +4,6% t/t precedente; +11% a/a)**. L'ulteriore espansione degli investimenti non residenziali non sembra coerente con i dati (sia pur ritardati) sui permessi di costruzione: si tratta di un indizio del fatto che essa potrebbe essere dovuta all'avvio delle opere pubbliche previste dal PNRR. **In attesa che la spesa finanziata dai fondi NGEU guadagni spinta (soprattutto nel biennio 2025-26), gli investimenti in abitazioni dovrebbero continuare a frenare l'attività edilizia nella seconda metà dell'anno**. Il quadro appare però meno sfavorevole rispetto ad altri Paesi: i dati sui mutui stanno mostrando i primi timidi segnali di risalita, e il mercato immobiliare evidenzia una lieve ripresa dei volumi di compravendita nel 2° trimestre (1,2% a/a da -7,2%), con un aumento dell'indice dei prezzi delle case acquistate dalle famiglie per fini abitativi o per investimento del 3,2% t/t (2,9% a/a).

Dopo che i trimestri precedenti sono risultati piuttosto vivaci, le costruzioni potrebbero contrarsi durante l'estate



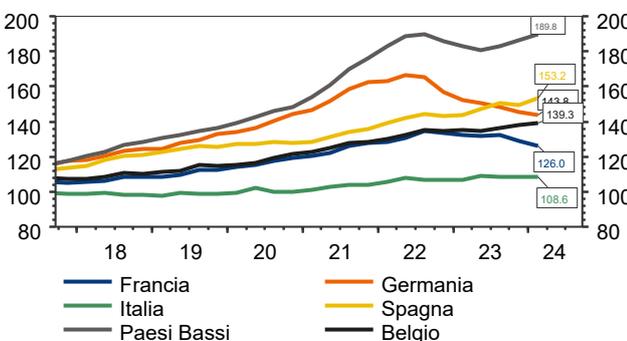
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

In questa fase, il settore dell'ingegneria civile mostra un clima di fiducia delle imprese più alto di quello della costruzione di edifici



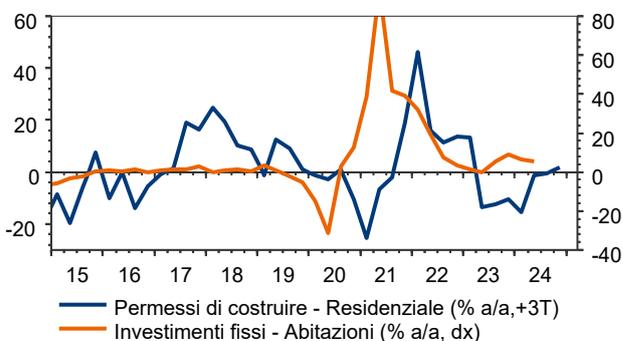
Nota: le serie sono interpolate a causa della mancanza di dati per aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I prezzi immobiliari in Italia non stanno subendo la correzione che si vede in altri Paesi a seguito non solo della restrizione monetaria ma anche di un "surriscaldamento" precedente



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

I permessi di costruzione stanno tornando a crescere, seppur a ritmi modesti

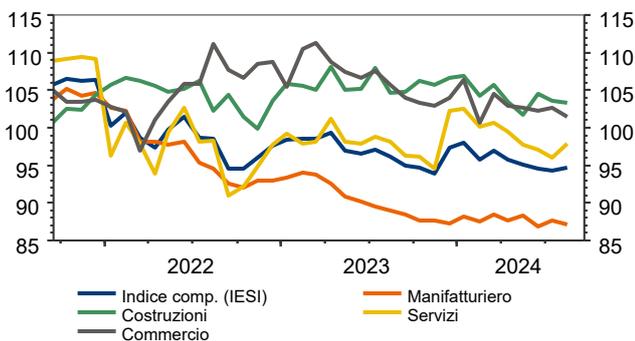


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Prosegue la tendenza espansiva nei servizi

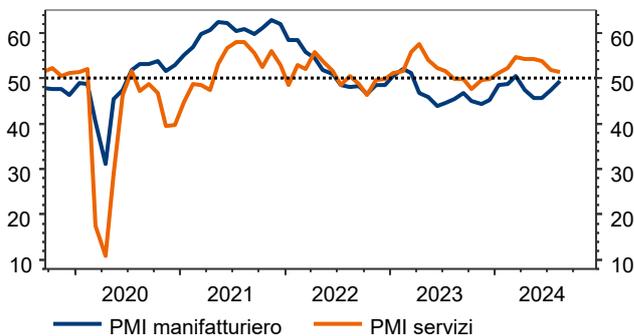
Nel 2° trimestre il valore aggiunto nei servizi è cresciuto dello 0,4% t/t (0,9% a/a), in lieve accelerazione rispetto allo 0,3% registrato nei tre mesi precedenti. Tutti i principali comparti, ad eccezione delle attività professionali (in stagnazione), mostrano incrementi congiunturali dell'attività, ma i progressi sono trainati dall'immobiliare (0,8% t/t da 0,1% precedente) e dai servizi di informazione e comunicazione (0,6% t/t da 0,2%; in questo caso, l'espansione prosegue ininterrottamente da ben quattro anni). In prospettiva, **le indagini di fiducia sembrano suggerire che i servizi possano restare in espansione anche nel resto dell'anno, seppur su ritmi leggermente meno vivaci**. Il PMI servizi rimane al di sopra della soglia d'invarianza ma ad agosto è calato per il quinto mese (a 51,4 da 51,7), su livelli compatibili con una crescita del valore aggiunto nel settore intorno allo 0,2% t/t (e non vi sono segnali di riaccelerazione a fine anno). Le imprese hanno infatti riportato una contrazione dei nuovi ordini per la prima volta da fine 2023, e hanno ridimensionato le proprie aspettative sull'attività futura (ai minimi dallo scorso ottobre). L'indagine Istat ha al contrario registrato il primo incremento mensile in quattro mesi, balzando a 97,9 ad agosto da 96 a luglio, in sostanza tornando sui livelli di maggio e mostrando progressi diffusi ai giudizi sugli ordini, sull'andamento degli affari e sulle aspettative per il futuro. Il morale delle aziende dei servizi rimane comunque al di sotto della media registrata nel 1° semestre, e lo spaccato settoriale evidenzia come il progresso sia stato trainato soprattutto dagli ampi rialzi di turismo (109,7 da 98,9) e comunicazione e informazione (101,4 da 93,7), a fronte di un lieve calo per gli altri comparti.

L'indagine Istat sulla fiducia delle imprese mostra una risalita del morale nei servizi ad agosto, ma su livelli inferiori rispetto al 1° semestre



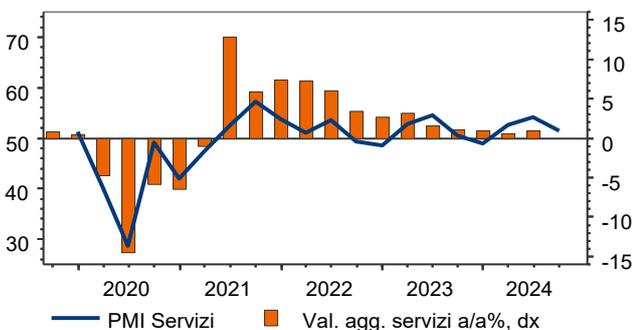
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il PMI servizi resta in territorio espansivo ma segnala un rallentamento dell'attività nel 3° trimestre



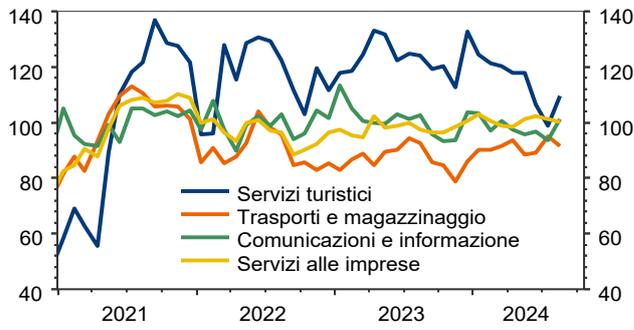
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

La crescita del valore aggiunto nel terziario dovrebbe essere proseguita nel 3° trimestre, ma su ritmi meno vivaci



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Il progresso del morale ad agosto è trainato da turismo e ICT

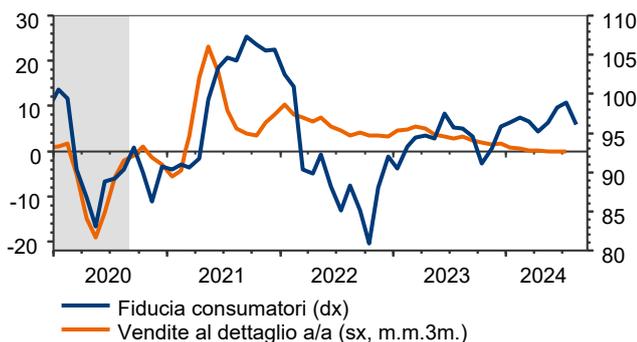


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Consumi ancora fiacchi: pesa l'incertezza e il non pieno recupero dei redditi

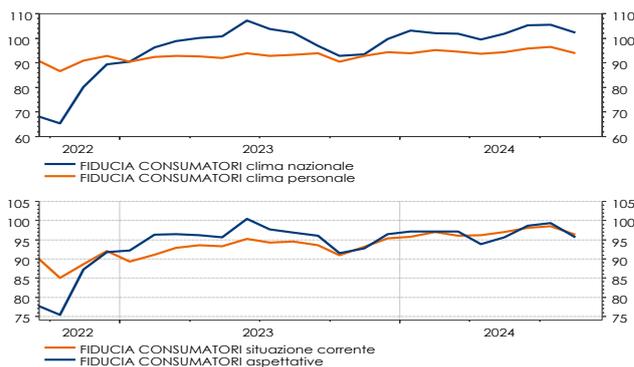
Il ritmo di crescita della spesa delle famiglie sul territorio nazionale si è stabilizzato allo 0,3% t/t nel trimestre primaverile (che si riduce a 0,2% t/t se si considera la spesa all'estero dei residenti al netto di quella effettuata in Italia dai non residenti). **Due trimestri di modesta espansione non sono però sufficienti per un pieno recupero dopo il brusco calo registrato a fine 2023:** la ripresa dei consumi, come nel resto dell'Eurozona, rimane infatti assai fiacca nonostante la risalita del potere d'acquisto sia in atto da qualche trimestre. Nella prima metà dell'anno la crescita delle retribuzioni per occupato è proseguita a ritmi superiori all'inflazione (3,5% a/a nel 2° trimestre, da 3,7% precedente), trainando la ripresa dei redditi da lavoro che, in termini reali, sono in espansione di oltre il 4% rispetto ad un anno prima. Tuttavia, **i recenti progressi non sono ancora sufficienti a recuperare il potere d'acquisto eroso dall'inflazione nell'ultimo biennio:** a spiegare la persistente debolezza dei consumi sono livelli di reddito reale ancora inferiori rispetto a quelli registrati nel 2021, incertezza sul ciclo e condizioni finanziarie restrittive. Inoltre, **ad agosto la fiducia dei consumi è tornata a calare,** da 98,9 a 96,1 (minimo da aprile), con una nuova flessione delle intenzioni di acquisto, specie di beni durevoli. **I dati di agosto sulle immatricolazioni di auto sono stati molto deboli (-13,4% a/a), mentre a luglio le vendite al dettaglio sono cresciute** (0,3% m/m in volume e 0,5% m/m in valore), anche si tratta di un rimbalzo dopo la flessione del mese precedente, che non costituisce un'evidenza forte di imminente ripartenza degli acquisti.

Vendite al dettaglio in sostanziale stagnazione nel corso del 2024



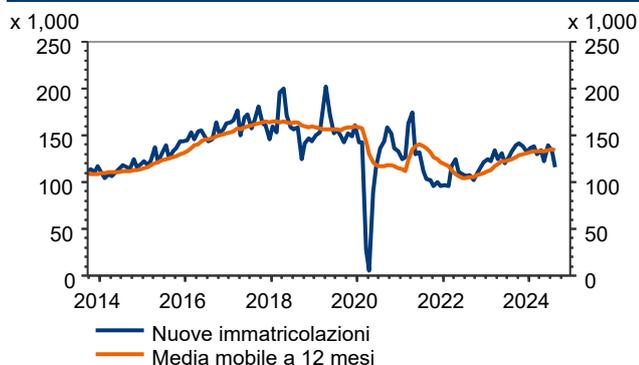
Nota: la serie sulla fiducia dei consumatori è interpolata a causa della mancanza di dati ad aprile 2020; aree ombreggiate = recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il calo della fiducia dei consumatori è diffuso a situazione corrente e aspettative, al clima nazionale e a quello personale



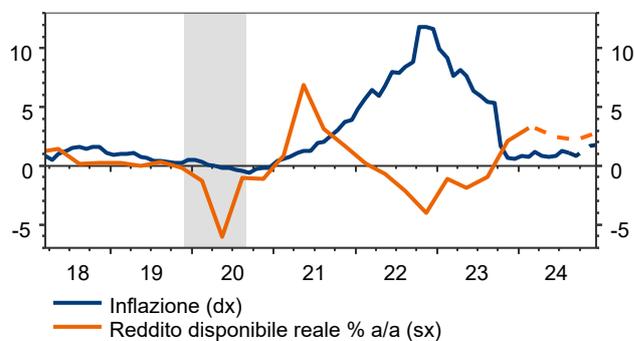
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le immatricolazioni di auto restano deboli, il sostegno offerto dagli incentivi sembra già svanito



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

Inflazione sotto il 2% e crescita dei redditi ancora sostenuta stanno favorendo la ripresa del potere d'acquisto, attesa continuare nei prossimi trimestri



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

Disoccupazione ai minimi dal 2008 (anche per via di un aumento degli inattivi)

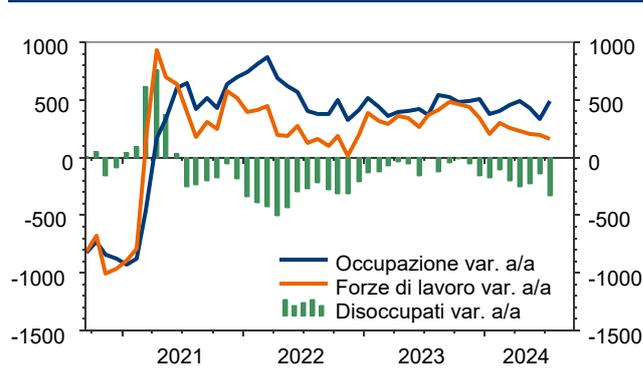
A luglio il tasso di disoccupazione è sceso al 6,5% da un precedente 6,9%: si tratta di un minimo dal marzo del 2008. Si registra un aumento degli occupati (+56 mila unità, +0,2% m/m) e un calo, di maggiore entità, dei disoccupati (-107 mila, -6,1% m/m). Escludendo i mesi del primo lockdown nella primavera del 2020, il calo percentuale mensile delle persone in cerca di occupazione è il più ampio da quando sono disponibili serie storiche mensili, ovvero da 20 anni: esso, tuttavia, è in parte dovuto a un aumento degli inattivi (+73 mila, +0,6% m/m), che potrebbe essere stato anche viziato da problematiche nella destagionalizzazione dei dati. Già a partire dal mese di agosto potremmo quindi assistere ad una risalita del tasso di disoccupazione. In ogni caso, al netto della volatilità mensile, il tasso di occupazione si conferma su livelli elevati (62,3% a luglio, un nuovo massimo storico) mentre sembra essersi interrotta la tendenza alla risalita del tasso di attività, che, dopo aver toccato un massimo storico lo scorso ottobre al 67,1%, è sceso leggermente e si è stabilizzato su livelli di poco inferiori (66,7% a luglio, ai minimi dalla scorsa estate). Nei prossimi mesi, ci sembra probabile un rallentamento della crescita occupazionale: i rischi al ribasso sul ciclo e la mancata riaccelerazione dell'attività manifatturiera stanno iniziando a riflettersi sulle intenzioni di assunzione delle imprese. Il ridimensionamento della domanda di lavoro, soprattutto nel settore industriale, si è riflesso anche in un calo del tasso di posizioni vacanti, al 2% nel 2° trimestre (da 2,1% nei primi tre mesi dell'anno).

Il tasso di disoccupazione è calato al 6,5% a luglio (un minimo dal marzo del 2008)



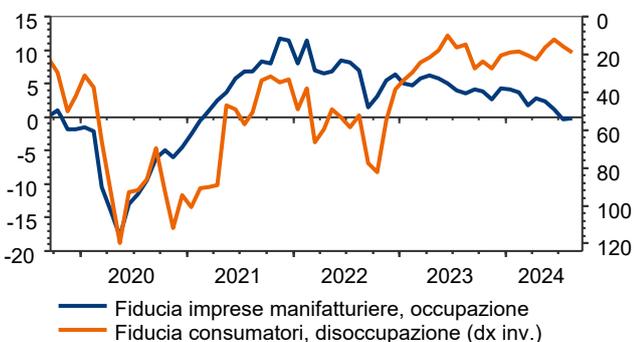
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il calo dei disoccupati è favorito dalla minore crescita dell'offerta di lavoro



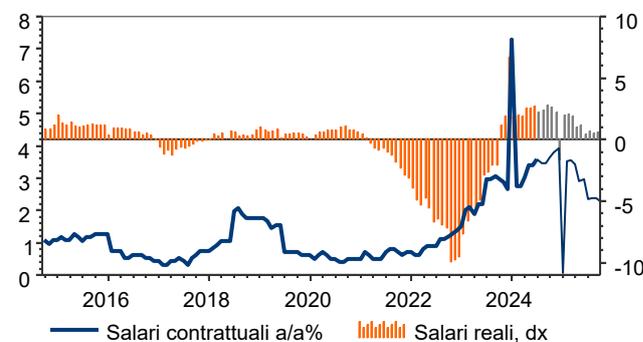
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le famiglie restano ottimiste sull'occupazione, ma le intenzioni di assunzione da parte delle imprese industriali sono appiattite in territorio lievemente negativo



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

La crescita dei salari contrattuali è attesa rimanere in positivo anche nei prossimi trimestri

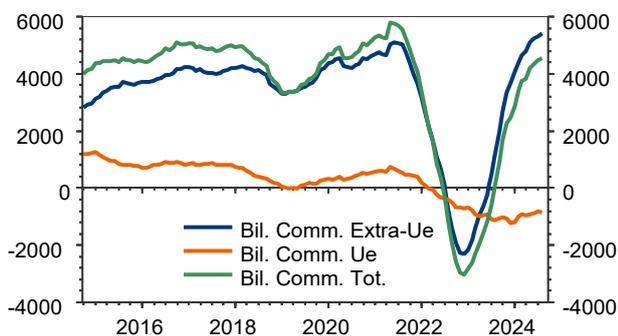


Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

In questa fase, gli scambi con l'estero stanno frenando il PIL

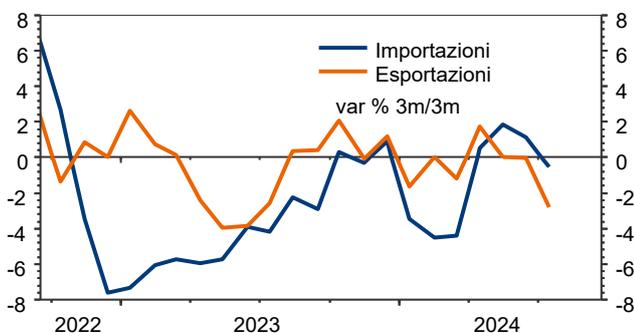
Nel 2° trimestre il canale estero netto è tornato a frenare la crescita del PIL, dopo tre trimestri in cui aveva contribuito positivamente. In verità, però, già a inizio anno l'apporto positivo del commercio internazionale era dovuto interamente al crollo dell'import a fronte di una stagnazione per l'export (che si è poi contratto di -1,5% t/t durante la primavera). **I dati di luglio sul commercio estero, nonché i rischi al ribasso sulla domanda dal resto del mondo e in particolare dal principale partner commerciale (la Germania), segnalano la possibilità che la flessione delle esportazioni si sia estesa anche al trimestre in corso.** A luglio, infatti, i dati mensili sul commercio di beni hanno evidenziato un **calo delle vendite all'estero di -0,5% m/m** (dopo il progresso della stessa entità visto il mese precedente) e un **aumento dell'1,1% m/m delle importazioni**. La flessione dell'export è diffusa sia al mercato UE (-0,2% m/m) che a quello extra-UE (-0,7% m/m). **La variazione tendenziale delle esportazioni rimane positiva (+6,8% a/a in valore e +4,3% a/a in volume a luglio), ma è sostanzialmente stagnante se si guarda all'andamento complessivo nei primi sette mesi dell'anno rispetto allo stesso periodo del 2023.** Su base settoriale, a fronte di **progressi per alimentari e farmaceutica** (che confermano l'accresciuta competitività internazionale delle aziende di tali comparti), si registrano **flessioni piuttosto ampie per metallurgia, macchinari, autoveicoli, trasporti e componentistica**. Tra i principali partner europei, si conferma la **debolezza delle vendite verso Germania, Austria e, in minor misura, Francia**, a fronte di una crescita nei primi sette mesi dell'anno per Regno Unito e Spagna. **Più toniche le esportazioni extra-UE**, trainate da Turchia e paesi OPEC, nonché da Stati Uniti e Giappone.

La debolezza della domanda tedesca si riflette in un saldo ancora negativo della bilancia commerciale verso il resto dell'UE



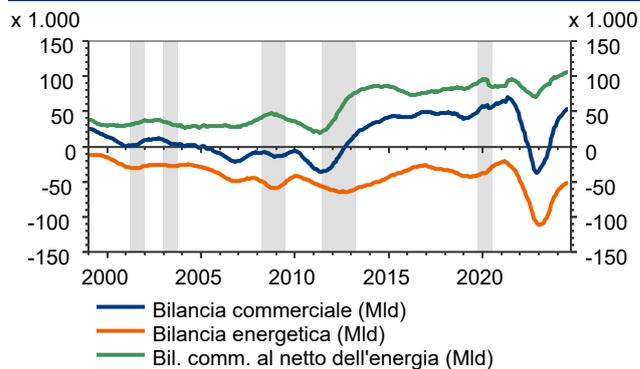
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

In questa fase, entrambi i flussi commerciali sono deboli, ma la flessione dell'export è più accentuata di quella dell'import



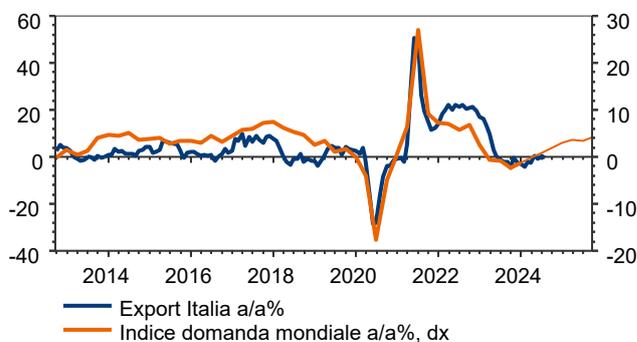
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La tenuta della domanda extra-UE traina la risalita del saldo commerciale al netto dell'energia, che ha raggiunto nuovi massimi



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

Le domanda estera diretta all'Italia è attesa in graduale ripresa, ma i rischi sono al ribasso

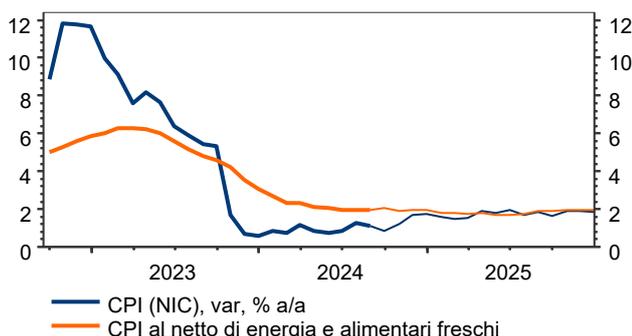


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

Torna a calare l'inflazione ad agosto

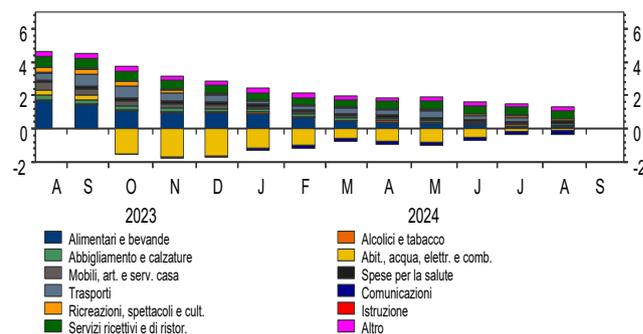
Ad agosto, i prezzi al consumo sono cresciuti di 0,2% m/m sull'indice nazionale, mentre sono calati di -0,2% m/m su quello armonizzato. La differenza tra il NIC e l'IPCA è dovuta all'impatto dei saldi estivi di cui l'indice nazionale non tiene conto. Sull'indice nazionale, sono calati i prezzi energetici (-0,6% m/m), con i ribassi dei carburanti che hanno compensato il rialzo dei beni energetici regolamentati (in particolare del gas); poco mossi i listini alimentari (+0,1% m/m). Per quanto riguarda i beni industriali non energetici, anche escludendo l'effetto dei saldi, i prezzi sono rimasti invariati rispetto al mese precedente. **Più sostenuto l'aumento registrato dai servizi (+0,4% m/m, un decimo in più rispetto all'incremento registrato un anno prima)**, trainati dai trasporti (+1,9% m/m), che risentono dei rincari stagionali di tariffe aeree e traghetti. Su base annua, **l'inflazione è tornata a rallentare ad agosto, all'1,1% a/a da 1,3% sull'indice NIC, e all'1,2% a/a da 1,6% su quello armonizzato**. Il calo tendenziale è spiegato dall'ampliamento della flessione dei prezzi energetici (-6,1% da -4%) e dalla moderazione di alimentari (0,8% a/a da 0,9%) e beni non energetici (0,1% a/a da 0,3%). L'accelerazione registrata dai servizi (3,2% a/a da 3%) impedisce però un calo dell'**indice core** che (sempre sul NIC) **sale di un decimo al 2,1%; stabile all'1,9% a/a l'inflazione "di fondo" (che esclude energia e alimentari freschi)**. Ci aspettiamo che l'inflazione possa tornare a salire a partire da ottobre, per via del ridimensionamento della contrazione tendenziale dei listini energetici. La riaccelerazione sarebbe però temporanea: nel nostro scenario l'inflazione si stabilizzerà su livelli di poco inferiori al 2% nel 2025.

L'inflazione potrebbe calare anche a settembre, prima di tornare a salire nei mesi successivi e chiudere l'anno poco sotto il 2%



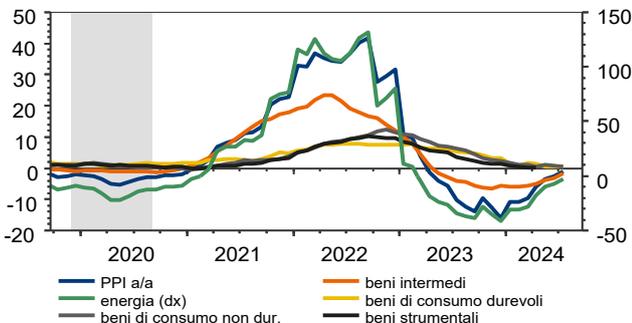
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

Sono i servizi ricettivi e di ristorazione a fornire il maggior contributo all'inflazione



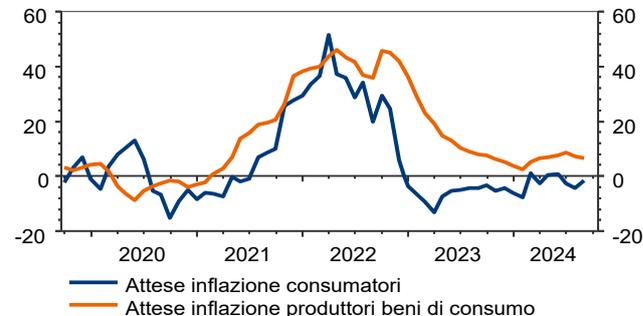
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La fase di calo tendenziale dei prezzi alla produzione sembra essere quasi terminata



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

Anche le aspettative sui prezzi dei produttori di beni di consumo stanno tornando a salire, sia pure su livelli non certo preoccupanti



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

Tendenze del settore bancario

Prosegue la ripresa dei mutui, con erogazioni in crescita a due cifre a luglio

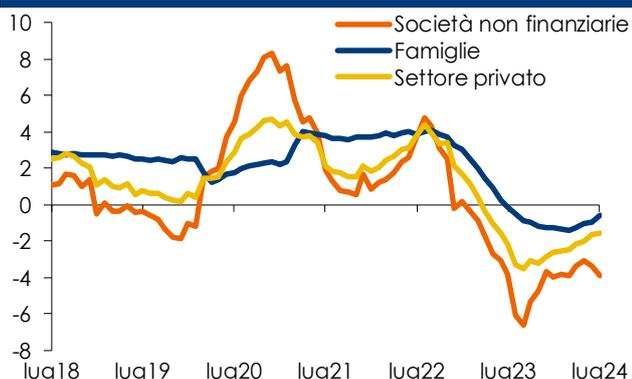
A luglio i prestiti alle società non-finanziarie hanno segnato variazioni più negative rispetto ai tre mesi precedenti, del -3,9% come nel 1° trimestre, mentre nel 2° trimestre l'andamento negativo era risultato meno intenso (-3,3%). Il peggioramento è stato determinato dai finanziamenti a medio-lungo termine, il cui tasso di variazione è sceso a -5,3% a luglio, da -4,5% nel 1° semestre. Diversamente, i prestiti alle famiglie hanno proseguito nella tendenza di graduale miglioramento riportando, nel complesso, un calo dello 0,6%, dal -1,0% dei due mesi precedenti. In particolare, è continuata la ripresa dello stock di mutui, con una crescita dello 0,5% a luglio, trainata dalla dinamica delle erogazioni di nuovi finanziamenti, tornate in crescita da aprile e con un forte balzo a luglio, del +29,6% a/a, dopo un aumento moderato nel 2° trimestre (+3,1%). All'opposto, è proseguita la riduzione delle rinegoziazioni. Le erogazioni a tasso fisso sono state di gran lunga prevalenti, pari al 90,6% del totale, in linea con i due mesi precedenti.

Elisa Coletti

A luglio, i prestiti bancari hanno registrato un calo in linea con quello di giugno (-1,6% a/a) risultante da andamenti misti dei prestiti alle famiglie, in miglioramento, e di quelli alle società non-finanziarie che invece hanno segnato variazioni più negative rispetto ai tre mesi precedenti. Le anticipazioni ABI per agosto indicano una lieve attenuazione del calo del complesso dei prestiti, con un **-2,0% per l'aggregato relativo a famiglie e imprese, dal -2,2% di giugno e luglio.**

I prestiti alle società non-finanziarie hanno mostrato un ulteriore indebolimento a luglio, tornando a segnare un calo del 3,9% come quello già riportato nel 1° trimestre mentre nel 2° trimestre l'andamento negativo era risultato meno intenso (-3,3% in media). **Il peggioramento è stato determinato dai finanziamenti a medio-lungo termine, il cui tasso di variazione è sceso a -5,3%** a luglio, da -4,2% a giugno e -4,5% nel 1° semestre. Diversamente, i finanziamenti a breve termine hanno confermato un calo ridimensionato rispetto al primo trimestre, del -1% a luglio, in linea con la media dei tre mesi precedenti (-1,3%, -4,9% nel 1° trimestre).

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 e BCE

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

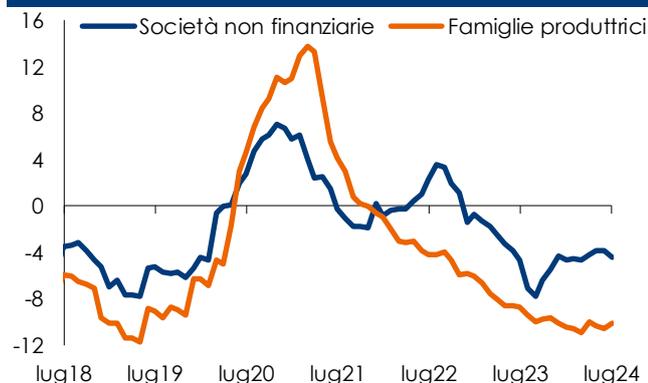


Fonte: BCE

I prestiti alle famiglie hanno proseguito nella tendenza di graduale miglioramento riportando, nel complesso, un calo dello 0,6%, dal -1,0% dei due mesi precedenti e dal minimo del -1,4% osservato in questo ciclo, segnato a febbraio-marzo. La variazione leggermente negativa risente della **contrazione ancora molto significativa dei prestiti a famiglie produttrici, al ritmo costante del -10% da settembre 2023** (-10,1% a luglio 2024).

All'opposto, è continuata la **ripresa dello stock di mutui, con una crescita modesta ma in graduale recupero, del +0,5% a luglio** dal +0,2% di giugno. **Il credito al consumo ha confermato la buona dinamica, riportando a luglio un +4,1%** dopo il +3,7% nel 1° semestre.

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



Fonte: BCE

Andamento dei prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni e del credito al consumo (var. % a/a corrette per le cartolarizzazioni)

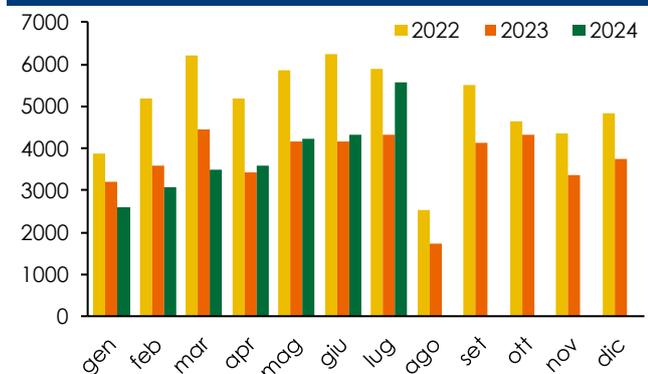


Fonte: BCE

Il recupero dello stock di mutui è trainato dalla **ripresa delle erogazioni di nuovi finanziamenti, in atto da aprile e con un forte balzo a luglio, del +29,6% a/a**, dopo essere risultata moderata nel 2° trimestre (+3,1% i nuovi volumi nel periodo). Tale miglioramento ha interrotto una serie continua di cali registrati da settembre 2022.

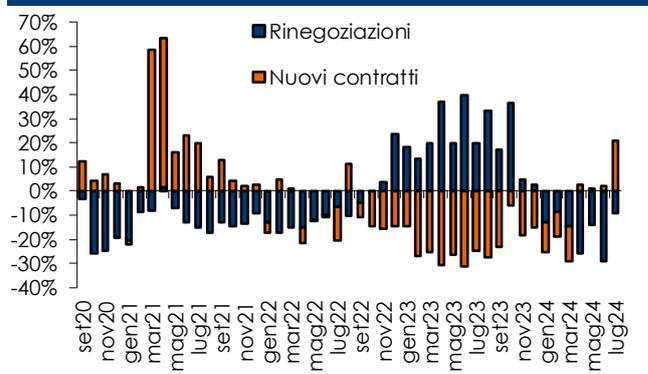
Diversamente, **le rinegoziazioni sono rimaste in forte riduzione**, proseguendo nella tendenza emersa da gennaio 2024 (-31,7% a luglio, -51,0% nel 1° semestre) rispetto alla crescita notevole registrata nel 2023. A luglio, le rinegoziazioni hanno rappresentato soltanto il 17,8% del totale delle operazioni, in linea con giugno, la percentuale più bassa da ottobre 2022, dal 25,7% del 1° trimestre 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 (%)

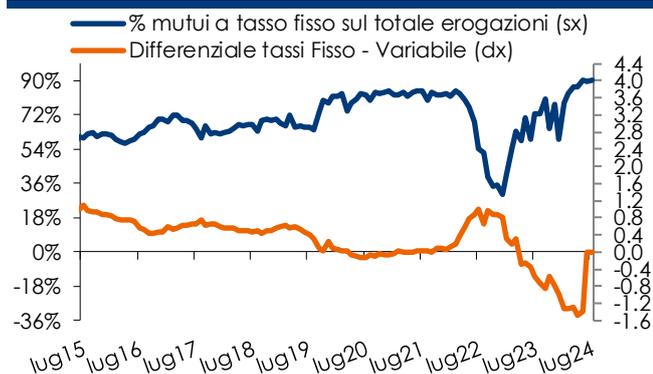


Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Anche a luglio, **le erogazioni a tasso fisso sono state di gran lunga prevalenti, pari al 90,6% del totale**, in linea con i due mesi precedenti, una quota record mai registrata prima (64,5% medio nel 2023, incluse le rinegoziazioni). Questa netta preferenza si riconduce alla **rapida discesa del tasso fisso già nel 1° trimestre, mentre il tasso variabile è rimasto più resistente, fino a maggio**, per poi registrare una riduzione marcata a giugno e luglio. In dettaglio, a luglio il tasso fisso è risultato pari a 3,38%, dopo una stabilità sul livello di 3,44% nel 2° trimestre e in calo di circa 0,93 punti percentuali dal massimo di 4,31% della recente fase rialzista raggiunto a novembre 2023. Il tasso variabile, invece, è sceso nel complesso di 1 punto percentuale dal massimo di 4,10% a novembre, un calo concentrato tra giugno e luglio, con il passaggio dal 4,83% di maggio al 4,10% (-73pb). **Il tasso fisso resta quindi più basso del variabile, ma la distanza record dei primi 5 mesi dell'anno (fra 1,3pp e 1,5pp) si è ridotta a 72pb a luglio.**

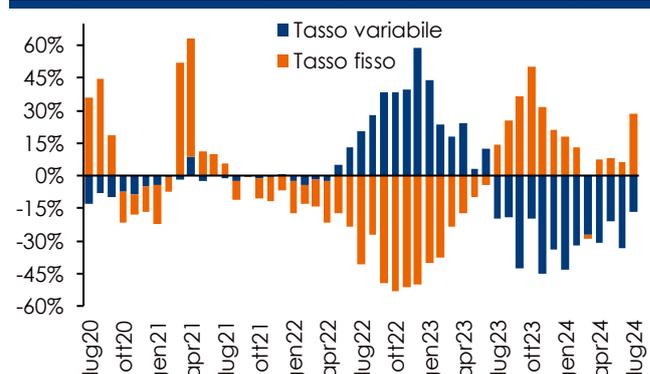
In questo quadro, **le erogazioni a tasso fisso sono rimaste in aumento, con un'accelerazione a +39,1% a luglio, dopo due mesi su una variazione del +11% circa** (il dato in questione include nuovi contratti, surroghe e sostituzioni). Diversamente, per il tredicesimo mese consecutivo **è proseguita la notevole riduzione delle operazioni a tasso variabile**, nell'ordine del -74% nel primo semestre e del -61,3% a luglio.

Erogazioni di prestiti per acquisto abitazioni: a tasso fisso in % sul totale e differenziale tassi, tra fisso e variabile



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Contributo dei flussi a tasso fisso e a tasso variabile alla crescita delle operazioni mensili di prestiti per acquisto abitazioni (%)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

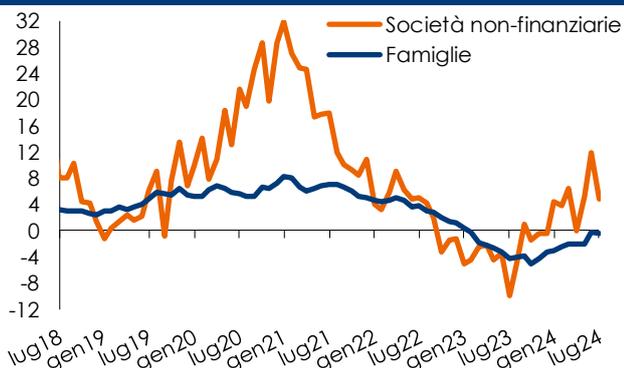
Depositi bancari di nuovo in aumento

Nei mesi estivi è proseguito il miglioramento della dinamica dei depositi che a giugno hanno segnato una crescita del 2,9% seguita da un +1,1% a luglio. Secondo dati preliminari, la crescita è continuata ad agosto. L'andamento ha continuato a essere sostenuto dalla dinamica dei depositi delle società non-finanziarie, in aumento del 4,8% a luglio. Anche i depositi delle famiglie hanno registrato un miglioramento, con una variazione annua prossima allo zero, del -0,4% a/a a luglio. E' continuata la crescita robusta delle obbligazioni, che però da giugno hanno riportato una variazione dello stock progressivamente più moderata, del 13,3% a luglio, seguito da un +12,2% ad agosto secondo le stime ABI. È comunque proseguito l'aumento della raccolta totale da clientela, con il +2,7% a luglio, seguito dal +3,2% ad agosto secondo le anticipazioni ABI.

Elisa Coletti

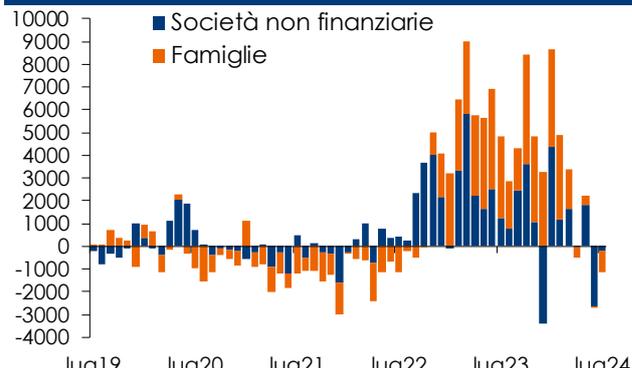
Nei mesi estivi i depositi bancari sono tornati in crescita, uscendo dal trend di riduzione durato circa un anno e mezzo, connesso alla fase di restrizione monetaria. In dettaglio, a giugno lo stock dei depositi ha segnato un aumento del 2,9% seguita da un +1,1% a luglio, una tendenza che risulta proseguita ad agosto, secondo informazioni preliminari (del 2,0% a/a dal +1,2% di luglio sulla base di dati omogenei di fonte ABI). L'andamento ha continuato a essere sostenuto dalla dinamica dei depositi delle società non-finanziarie, tornati in crescita da gennaio e in aumento del 4,8% a luglio, una variazione ridimensionata rispetto al dato eccezionale di giugno del +12%. Alla base di ciò vi è un deflusso di liquidità a luglio per circa 37 miliardi che ha più che compensato l'afflusso record di giugno, pari a 28 miliardi. Il dato cumulato dei sette mesi è rimasto migliore rispetto a quanto registrato nello stesso periodo del 2023, con un deflusso decisamente inferiore (-13 miliardi quest'anno rispetto a -34 miliardi nei primi sette mesi del 2023).

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



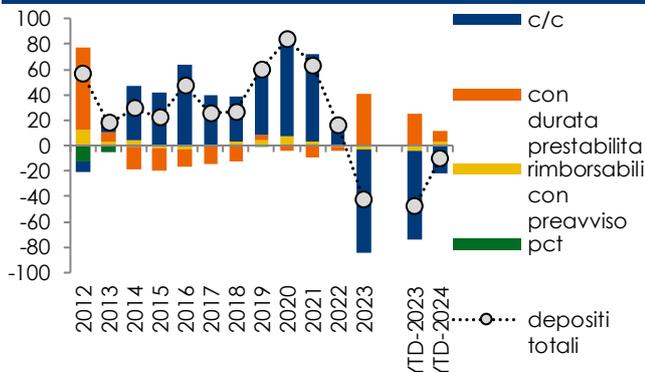
Fonte: BCE

Flussi mensili di depositi con durata prestabilita (EUR mln)



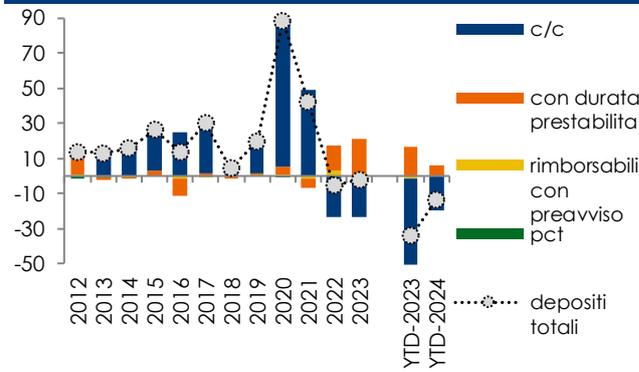
Fonte: BCE

Flussi netti verso i depositi delle famiglie, dati annui e primi 7 mesi 2023-24 (EUR mld)



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department

Flussi netti verso i depositi delle società non-finanziarie, dati annui e primi 7 mesi 2023-24 (EUR mld)



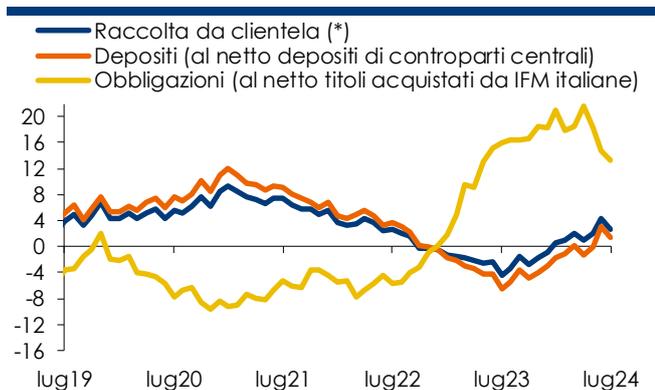
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department

Anche i depositi delle famiglie hanno registrato un miglioramento, con una variazione annua prossima allo zero, del -0,4% a/a a luglio dopo la risalita a -0,2% a giugno, rispetto al -2% da marzo a maggio. In analogia con i depositi delle società non-finanziarie, anche quelli delle famiglie hanno registrato un deflusso a luglio, opposto rispetto al dato positivo di giugno (-3,5 e +5,3 miliardi rispettivamente). **Il risultato cumulato dei primi sette mesi dell'anno vede un contenimento del deflusso dai depositi delle famiglie a -10 miliardi**, decisamente ridimensionato rispetto ai -48 miliardi dello stesso periodo del 2023.

Guardando alle forme dei depositi, a luglio i conti correnti sono tornati a segnare una variazione annua negativa, sebbene modesta, del -1,2% rispetto al +0,7% di giugno che rifletteva il temporaneo ed eccezionale introito di liquidità, successivamente rientrato a luglio.

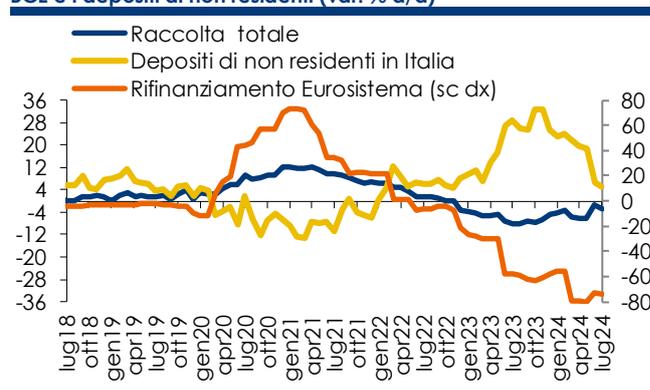
I depositi con durata prestabilita di famiglie e imprese hanno mostrato un indebolimento anche a luglio, che segue quello del secondo trimestre. A luglio si è registrato un deflusso complessivo pari a 1,1 miliardi di cui 900 milioni dal lato delle famiglie e oltre 200 milioni dalle società non-finanziarie.

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

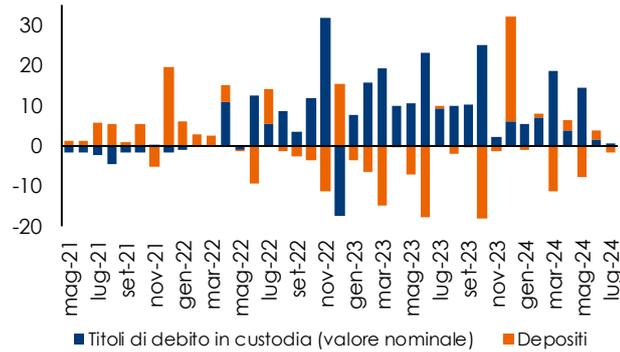
Accanto al graduale recupero della dinamica dei depositi, è continuata la **crescita robusta delle obbligazioni**, che però da giugno hanno riportato una variazione dello stock progressivamente più moderata rispetto ai mesi precedenti, del +13,3% a luglio, seguito da un +12,2% ad agosto secondo le stime ABI. È comunque **proseguito l'aumento della raccolta totale da clientela, iniziato a gennaio e rafforzatosi successivamente, con il +2,7% a luglio, seguito dal +3,2% ad agosto** secondo le anticipazioni ABI.

Anche la raccolta complessiva ha iniziato a segnare un miglioramento del trend, con un calo più contenuto rispetto ai mesi precedenti, del -2,8% a luglio dal -6% circa tra marzo e maggio. Diversamente, **per i depositi di non residenti, la crescita ha rallentato significativamente, scendendo a 6,8% a giugno e 5,2% a luglio**, dopo circa un anno e mezzo di forte dinamica con punte del +33% circa nei mesi autunnali del 2023.

Infine, il periodo estivo ha messo in luce un **rallentamento della riallocazione dei portafogli dei risparmiatori verso i titoli di debito**. La raccolta amministrata è rimasta in crescita a due cifre ma a giugno e luglio il trend è risultato leggermente meno intenso rispetto ai mesi precedenti. In particolare, i **titoli di debito delle famiglie in custodia presso le banche hanno segnato un incremento contenuto**, pari a quasi 1,5 miliardi a giugno e a circa 400 milioni a luglio, a confronto con gli oltre 14 miliardi di maggio, connessi alla sottoscrizione per 11 miliardi della quarta

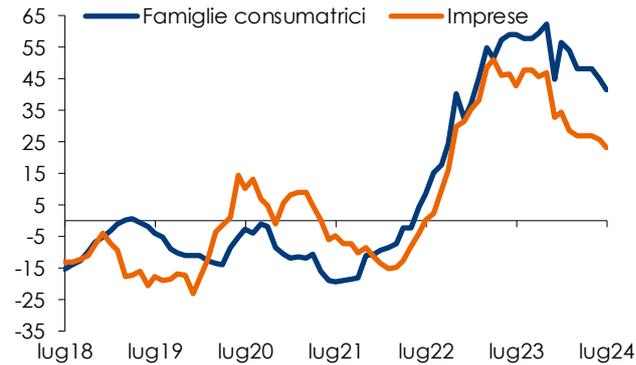
emissione del BTP Valore sul mercato retail. I dati di giugno e luglio hanno portato il totale dei primi sette mesi dell'anno a quasi 51 miliardi, un importo più contenuto rispetto a quello eccezionale registrato nello stesso periodo del 2023, pari a oltre 95 miliardi. Nei due mesi estivi si osserva, invece, un **apporto più elevato verso i titoli di debito a custodia delle imprese**, pari a 3,7 miliardi nel complesso a giugno-luglio, che portano a 12,2 miliardi il dato cumulato da inizio anno, anch'esso più contenuto rispetto ai quasi 19 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.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

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 15a-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 – in accordo con 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 società del loro 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>.

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 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