

Focus Area euro

L'incognita dei consumi

La ripresa dei consumi sull'onda del recupero del potere d'acquisto delle famiglie rappresenta il principale elemento di supporto per le previsioni di ripartenza del PIL in Eurozona nel 2025. In un contesto di domanda estera (in particolare quella rivolta al settore manifatturiero) più debole delle attese, e di investimenti frenati da una politica monetaria ancora restrittiva, è cruciale per la ripresa del ciclo chiedersi se i presupposti alla base del recupero delle spese private siano ancora validi. Una serie di fattori contribuisce a spiegare come mai la ripresa dei consumi non si sia ancora pienamente concretizzata: tra questi, la disuguaglianza nella distribuzione del recupero dei redditi, l'incertezza gravante sullo scenario prospettico, la necessità di ricostituire adeguati buffer di liquidità, livelli dei prezzi ancora elevati nonostante il rientro dell'inflazione dai picchi di due anni fa. Inoltre, tassi d'interessi più elevati rispetto al passato potrebbero giustificare una propensione al risparmio strutturalmente più elevata. Lo scenario non è privo di rischi verso il basso, legati soprattutto ad un possibile deterioramento del mercato del lavoro. Tuttavia, continuiamo a ritenere che a partire dal prossimo anno la ripresa dei redditi reali possa iniziare a riflettersi, sia pur con ritardo, in una più significativa ripartenza dei consumi, che potrebbe materializzarsi da metà 2025.

Nel nostro scenario di base, le dinamiche reddituali aggregate appaiono coerenti con una ripartenza dei consumi privati ma, data la persistente cautela delle famiglie, è probabile che questa ripresa sia rimandata a 2025 inoltrato. La crescita dei salari dovrebbe aver superato il picco ma i redditi da lavoro sono attesi continuare a trainare la risalita del potere d'acquisto. Nel breve termine le spese potrebbero restare fiacche e il tasso di risparmio elevato, determinando una crescita del PIL ancora inferiore al potenziale nei prossimi 6 mesi. Solo da metà 2025 ci aspettiamo una accelerazione dei consumi verso la media storica di 0,4-0,5% t/t.

14 novembre 2024

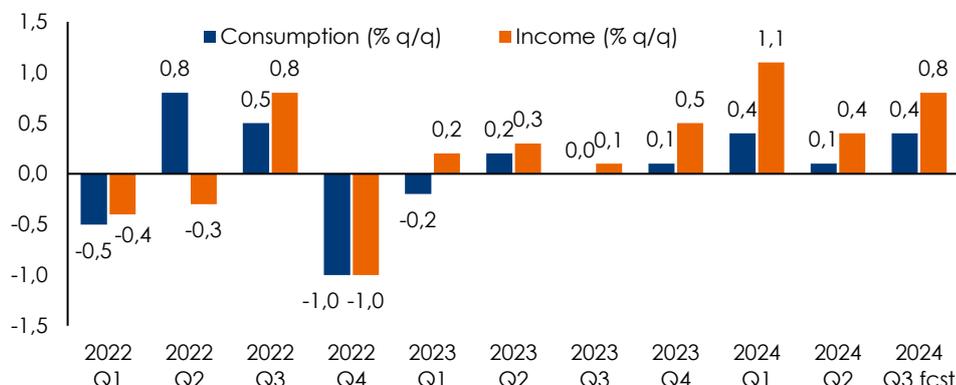
Research Department

Macroeconomic Research

Andrea Volpi

Economista - Area euro

Negli ultimi 3 anni i consumi sono cresciuti a ritmi inferiori rispetto ai redditi

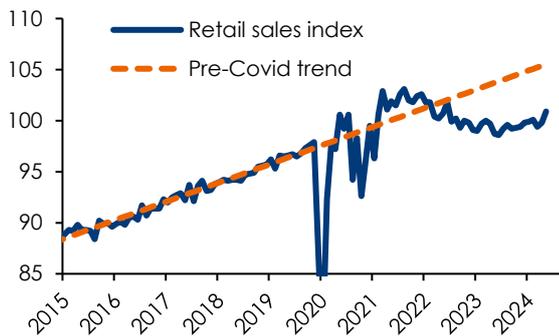


Nota: i dati relativi al 3° trimestre del 2024 sono previsioni Intesa Sanpaolo. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

## Consumi privati ancora deboli nonostante la ripresa dei redditi

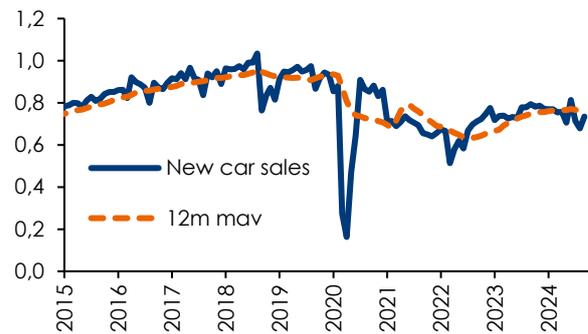
**Nonostante la recente risalita del potere d'acquisto, la ripresa della spesa delle famiglie fatica a concretizzarsi.** Nel 2° trimestre, a fronte di una espansione del PIL di 0,2% t/t, i consumi privati sono cresciuti solo marginalmente mentre nel 3° trimestre, sulla base delle nostre stime, è probabile che siano saliti ad un ritmo più sostenuto ma ancora inferiore rispetto a quello dei redditi, e tale riaccelerazione potrebbe essere temporanea (per esempio in Francia l'effetto-Olimpiadi dovrebbe aver giocato un ruolo rilevante). Anche nei trimestri precedenti i consumi si erano attestati su ritmi inferiori sia alla media registrata nel quinquennio pre-pandemico (0,4% t/t) sia alla crescita dei redditi disponibili.

**Fig. 1 - Vendite al dettaglio in ripresa ma ancora su un trend inferiore alla tendenza pre-Covid**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

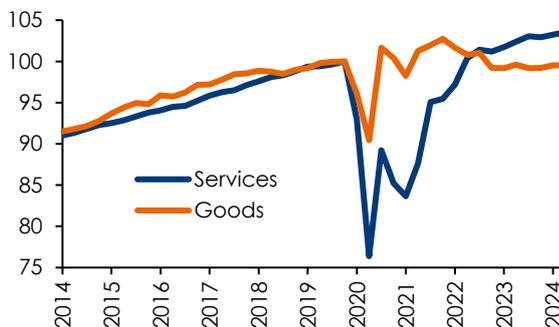
**Fig. 2 - La ripresa delle immatricolazioni di auto sembra essersi interrotta**



Nota: dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi espressi in milioni di unità. Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

I dati mensili sulle **vendite al dettaglio**, dopo sette trimestri consecutivi di contrazione, hanno cominciato a mostrare qualche segnale di stabilizzazione a partire da fine 2023, e iniziano a evidenziare una tendenza di moderata ripresa, pur restando su livelli ben inferiori al trend pre-pandemico (Fig. 1). Deboli anche le **immatricolazioni di auto**, la cui tendenza discendente era in verità iniziata già prima del Covid, che restano ancora al di sotto del picco toccato nel 2018 e durante l'estate si sono contratte per il quarto trimestre consecutivo (Fig. 2), penalizzate dall'elevata incertezza circa le politiche di transizione energetica (oltre che dai tassi elevati sul credito al consumo).

**Fig. 3 - Dal 2022 i consumi di servizi hanno sovraperformato quelli di beni**



Nota: 2019 T4 = 100. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

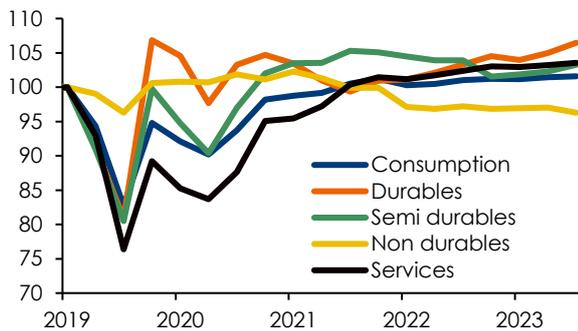
**Fig. 4 - Nonostante la recente moderazione, i prezzi dei beni restano strutturalmente più elevati rispetto a quelli dei servizi**



Nota: rapporto tra i deflatori dei consumi di beni e di servizi. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

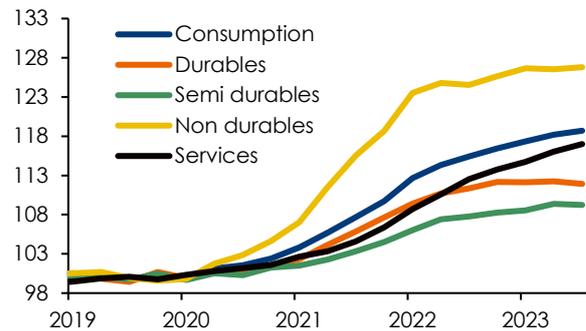
Lo spaccato per componenti mostra che, se i consumi di beni da fine 2022 sono tornati al di sotto dei livelli di fine 2019, i servizi invece mostrano una maggiore tenuta. La **divergenza tra beni e servizi** (Fig. 3) continua ad ampliarsi e potrebbe essere dovuta a prezzi dei beni ancora più elevati rispetto a quelli dei servizi (Fig. 4). In particolare, sono stati proprio i beni che hanno subito i maggiori rincari (quelli **non durevoli** come alimentari ed energia) a registrare la maggiore debolezza (Fig. 5-6). Al contrario gli acquisti di beni durevoli, di norma più sensibili ai tassi di interesse, si sono rivelati più resilienti (è possibile che, nonostante il deciso calo delle immatricolazioni auto, lo spostamento verso veicoli elettrificati a maggior valore aggiunto abbia sostenuto i dati sui consumi di contabilità nazionale).

**Fig. 5 – La debolezza dei consumi di beni è spiegata soprattutto dal calo degli acquisti di beni non durevoli...**



Nota: 4° trimestre 2019 = 100. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

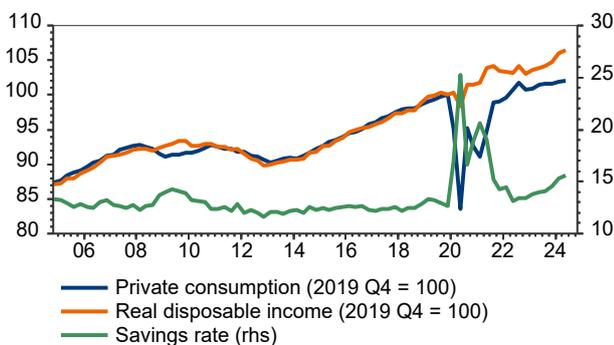
**Fig. 6 – ...ovvero dei beni che hanno registrato i maggiori rincari**



Nota: deflatori dei consumi. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

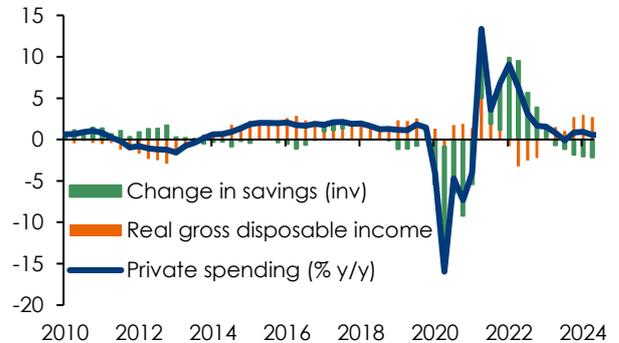
In sintesi, il forte aumento dei prezzi potrebbe spiegare il diverso comportamento di alcuni elementi di spesa; in ogni caso, la dinamica recente dei consumi nel loro insieme appare comunque debole alla luce della ripresa in corso del potere d'acquisto delle famiglie (Fig. 7). Difatti, anche tenendo conto dell'effetto depressivo proveniente dal rialzo dei tassi, **l'aumento dei redditi si è tradotto prevalentemente in un incremento dei risparmi e non in maggiori consumi** (Fig. 8). Dopo la salita forzata registrata durante la pandemia, il tasso di risparmio si è riavvicinato alla media storica a inizio 2022 per poi tornare progressivamente a risalire. Nei due anni intercorsi dalla primavera del 2022 al 2° trimestre del 2024, a fronte di una crescita del potere d'acquisto di circa il 3%, le spese sono salite di un più modesto 1,5% ed il tasso di risparmio è aumentato di oltre 2pp.

**Fig. 7 – La ripresa post-pandemica dei consumi è stata assai più debole di quella del potere d'acquisto delle famiglie**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, BCE

**Fig. 8 – La crescita dei redditi si è riflessa in maggiori risparmi**



Nota: contributi di risparmi e redditi alla crescita % a/a dei consumi. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, BCE

Le **ragioni** che potrebbero spiegare il disallineamento tra redditi reali e consumi sono varie. Alcune potrebbero rivelarsi temporanee, mentre altre potrebbero risultare più persistenti:

- Tassi d'interesse più alti implicano un **maggior costo opportunità dei consumi** sia da parte dei debitori che dei creditori netti, e di conseguenza giustificano un tasso di risparmio di equilibrio superiore rispetto al passato.
- Secondo la teoria dei consumi "**buffer-stock**"<sup>1</sup> i consumatori hanno un livello obiettivo di ricchezza netta in rapporto al reddito, e tenderanno a risparmiare di più nel caso in cui tale rapporto dovesse scendere al di sotto del target, al fine di ricostituire i buffer di ricchezza desiderati. Durante la pandemia le dinamiche aggregate di reddito e ricchezza hanno registrato un'ampia volatilità ma è indubbio che l'inflazione più elevata ha contribuito ad erodere non solo il potere d'acquisto dei redditi ma anche il valore reale del patrimonio finanziario, spingendo i consumatori a ricostituire un adeguato stock di risorse al netto dell'inflazione. Inoltre, il maggior grado di incertezza da parte dei consumatori dopo i numerosi shock che hanno colpito l'economia dell'Eurozona negli ultimi anni potrebbe giustificare un livello obiettivo più elevato nel rapporto tra ricchezza e reddito.
- L'elevata **incertezza sullo scenario** e il basso livello della **fiducia dei consumatori** potrebbero infatti giustificare una minore propensione al consumo e l'aumento dei risparmi a scopo precauzionale (le componenti delle indagini relative alle intenzioni di risparmio per i prossimi 12 mesi hanno toccato un massimo storico durante l'estate e restano tuttora su livelli storicamente elevati). Una recente analisi della BCE<sup>2</sup> ha stimato come uno shock negativo di una deviazione standard dall'indice di fiducia dei consumatori (il crollo registrato nel 1° semestre del 2022 è stato pari a circa 3 deviazioni standard) si traduca in un aumento di quasi un punto del tasso di risparmio dopo 6 trimestri.
- Un ruolo potrebbe essere stato giocato dai **maggiori ritardi nel trasferimento degli effetti della politica monetaria ai bilanci delle famiglie**. Il maggior ricorso a mutui a tasso fisso rispetto al passato ha inizialmente protetto i consumatori dal rialzo dei tassi ma l'anticipazione, per i prossimi mesi, di nuove accensioni o il rifinanziamento dei prestiti a costi più elevati rispetto alla media pre-pandemica potrebbe avere incoraggiato l'accumulo di risparmio. Se tale fattore fosse determinante, potrebbe agire da freno ai consumi anche nella fase di allentamento della politica monetaria<sup>3</sup>. La stessa BCE, nella più recente Financial Stability Review, ha segnalato che, nonostante il debt-service-ratio abbia ormai superato il picco, si è registrato un aumento della vulnerabilità finanziaria dei nuclei famigliari indebitati.
- **I nuclei famigliari meno abbienti, ovvero quelli con la maggiore propensione al consumo, sono stati quelli maggiormente colpiti non solo dalla crisi energetica e dai forti rincari dei beni alimentari** (vista la maggiore rilevanza dei consumi di beni energetici e alimentari sul totale della spesa delle famiglie più povere), **ma anche dalla stretta monetaria** (le famiglie più *liquidity-constrained* sono state maggiormente colpite dall'aumento dei tassi sui mutui e sul credito al consumo). Non sono disponibili dati aggiornati abbastanza granulari sulla distribuzione di redditi e risparmio, ma **è possibile che il recupero successivo dei redditi da lavoro non sia stato equamente distribuito tra classi di reddito** e che quindi i lavoratori nei decili inferiori non abbiano ancora completamente recuperato il potere d'acquisto perduto (una possibile evidenza di ciò deriva dal fatto che i contratti collettivi nazionali vengono aggiornati con scadenze diverse a seconda dei comparti economici, generando una certa eterogeneità nella distribuzione settoriale della crescita salariale). È inoltre possibile che il recente rallentamento dell'inflazione non sia stato ancora pienamente apprezzato dai **consumatori** che, al contrario, **potrebbero continuare a percepire i livelli dei prezzi come eccessivamente elevati**.

<sup>1</sup> Carroll, Christopher D. "Buffer-stock saving and the life cycle/permanent income hypothesis", The Quarterly journal of economics 112.1 (1997)

<sup>2</sup> ECB Macroeconomic Projections for the euro area – September 2024

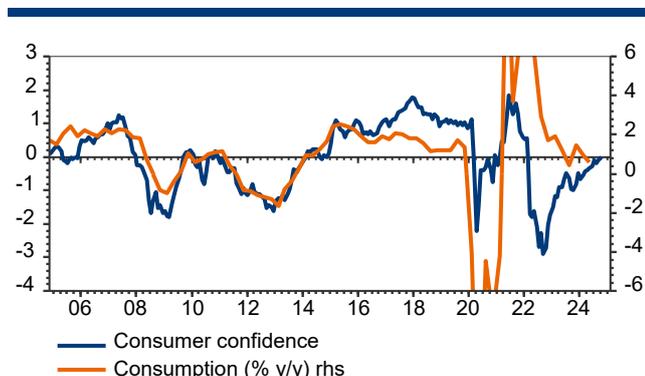
<sup>3</sup> Greene M., "Who's buying? The outlook for consumption in a rate cutting cycle", Bank of England, Speech given at the North East Chamber of Commerce, 25 September 2024

- Di norma **la dinamica delle spese è più sensibile all'evoluzione dei redditi da lavoro** che ad altre tipologie di entrate o alla ricchezza netta<sup>4</sup>. Nel 2022 la ripresa del potere d'acquisto è stata trainata soprattutto dalla componente dei redditi extra-lavorativi (per esempio le entrate da capitale e gli interessi finanziari netti), tipicamente concentrati tra i nuclei familiari più benestanti, fattore che potrebbe quindi spiegare la debolezza relativa dei consumi. Tuttavia, dal 2023 i redditi da lavoro sono tornati trainanti e, anche confinando a questi ultimi l'analisi, i consumi sono risultati molto più deboli rispetto a quanto coerente con la crescita del monte-salari aggregato. Inoltre, soprattutto lo scorso anno e in alcuni Paesi come la Germania, i guadagni salariali sono stati spesso erogati sotto forma di bonus *una tantum*, che, per motivi di **consumption smoothing** in un contesto di elevata incertezza, potrebbero non essere stati immediatamente utilizzati per finanziare maggiori spese.
- La **propensione al consumo di norma reagisce maggiormente a shock negativi sul reddito rispetto a quelli positivi**<sup>5</sup>, dinamiche che vengono amplificate, come nel caso degli effetti della politica monetaria, per i nuclei familiari con vincoli di liquidità o se le variazioni siano permanenti o transitorie, inattese o previste.

### La fiducia dei consumatori è in graduale risalita

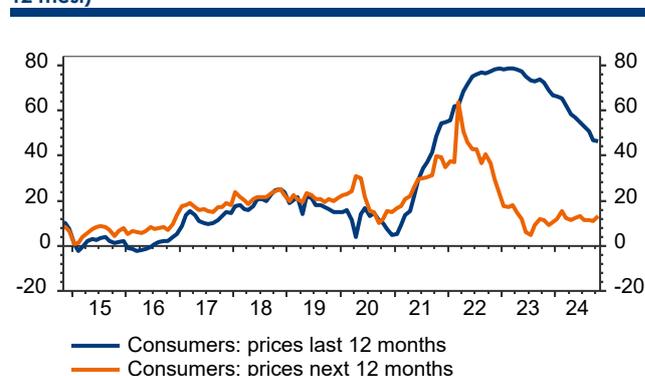
L'**indice di fiducia dei consumatori** della Commissione Europea, dopo aver toccato un minimo storico nel settembre del 2022, è risalito progressivamente ma, ad ottobre 2024, **non è ancora tornato al di sopra della media di lungo periodo**, rimanendo al di sotto dei livelli toccati prima dell'invasione russa dell'Ucraina (Fig. 9). **È probabile che**, nonostante la normalizzazione dei prezzi energetici e la tenuta del mercato del lavoro, **il morale dei nuclei familiari continui a risentire di un'inflazione che, seppur in graduale discesa, viene percepita come ancora molto elevata** (Fig. 10) **nonché degli effetti ritardati del passato rialzo dei tassi** che continuano a frenare la propensione all'acquisto<sup>6</sup>.

**Fig. 9 - La fiducia delle famiglie sta risalendo ma resta compatibile con consumi ancora fiacchi**



Nota: indice di fiducia standardizzato. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, EU Commission DG Ecofin

**Fig. 10 - Inflazione percepita e attesa in normalizzazione, ma ancora su livelli elevati (soprattutto per quanto riguarda gli ultimi 12 mesi)**



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

<sup>4</sup> De Bondt, G., Gieseck, A., Herrero, P. and Zekaite, Z., "Disaggregate income and wealth effects in the largest euro area countries", Working Paper Series, No 2343, ECB, December 2019.

<sup>5</sup> Jappelli T., Pistaferri L., "The consumption response to income changes", Annu. Rev. Econ. 2010  
Bunn P. et al., "The consumption response to positive and negative income shocks". Journal of Monetary Economics, 2018.

Christelis, Dimitris, et al. "Asymmetric consumption effects of transitory income shocks." The Economic Journal, 2019.

<sup>6</sup> Bobasu A et al. "Why are euro area households still gloomy and what are the implications for private consumption?", ECB Economic Bulletin, Issues 6/2024.

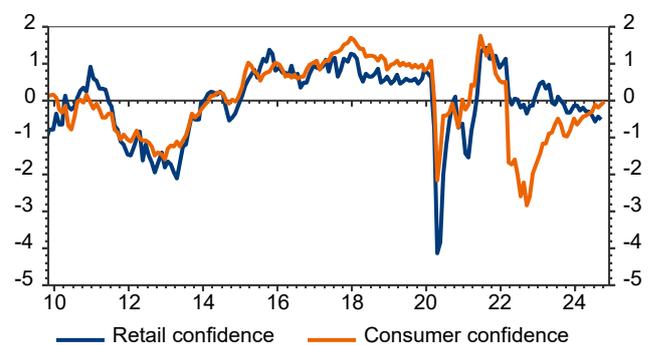
Le più recenti rilevazioni mostrano un **quadro ancora compatibile con una certa cautela da parte dei consumatori**. Se da un lato le intenzioni di acquisto stanno finalmente risalendo e le valutazioni del contesto economico e finanziario si stanno anch'esse facendo meno pessimistiche, la propensione al risparmio rimane elevata e le preoccupazioni circa la disoccupazione, seppur ancora su livelli storicamente contenuti, hanno superato il punto di minimo (Fig. 11). Inoltre, il calo del morale nel commercio al dettaglio, che di norma mostra una correlazione piuttosto forte con quello dei consumatori, sembra suggerire una certa dose di **scetticismo da parte degli esercenti circa una riaccelerazione dei consumi di beni nel breve termine** (Fig. 12).

**Fig. 11 - Restano contenute le preoccupazioni delle famiglie sulla disoccupazione, in miglioramento le aspettative sulla situazione finanziaria e sugli acquisti**



Nota: media mobile a 3 mesi, indici di fiducia standardizzati. Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

**Fig. 12 - Gli esercenti appaiono scettici circa una riaccelerazione delle vendite al dettaglio, almeno nel breve termine**



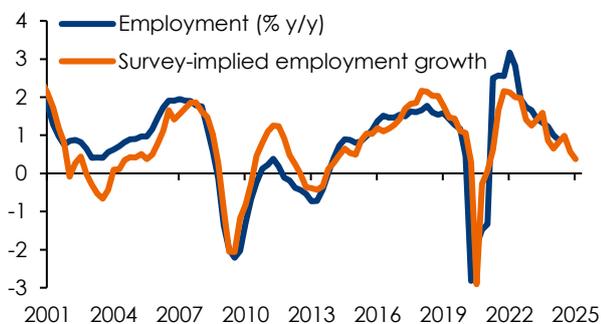
Nota: indici di fiducia standardizzati. Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

In sintesi, al momento, le indagini offrono segnali incoraggianti ma non sono ancora coerenti con un'imminente riaccelerazione dei consumi privati. Tuttavia, **nell'ipotesi di un proseguimento del calo dei tassi e delle pressioni inflattive, nonché di tenuta del mercato del lavoro, il recupero della fiducia potrebbe continuare, e tradursi in una graduale ripartenza delle spese** nel medio termine.

### I rischi vengono da una eventuale caduta dell'occupazione

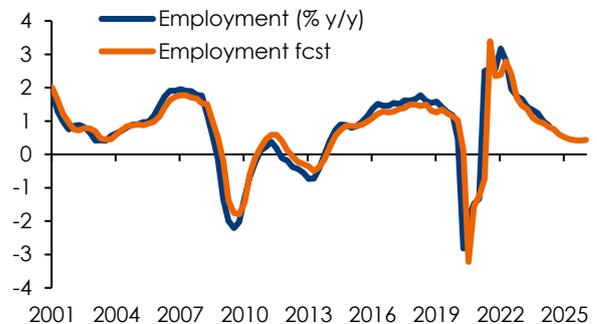
Nel 3° trimestre dell'anno l'occupazione è cresciuta dello 0,2% t/t mentre il tasso di disoccupazione a settembre si è attestato al 6,3%, un minimo storico dall'introduzione dell'euro.

**Fig. 13 - Le indagini di fiducia anticipano un rallentamento della crescita occupazionale tra fine 2024 e inizio 2025**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global, EU Commission DG Ecofin

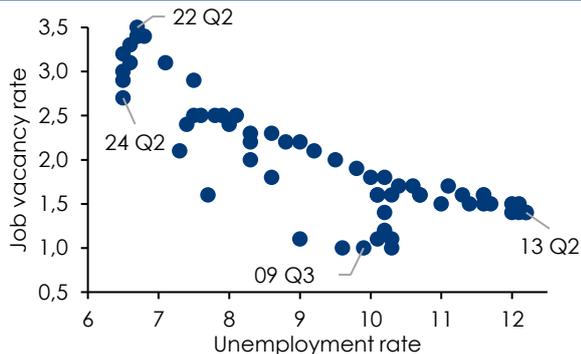
**Fig. 14 - Nel nostro scenario centrale la crescita occupazionale dovrebbe comunque rimanere in territorio positivo**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

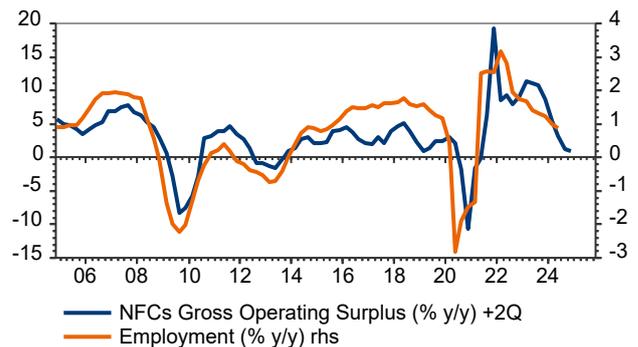
Le più recenti indagini di fiducia mostrano però **minori intenzioni di assunzione da parte delle imprese**, anche nel settore dei servizi che aveva finora compensato la frenata industriale, **anticipando un più sensibile rallentamento delle assunzioni tra fine 2024 e inizio 2025** (Fig. 13). A meno di nuovi shock esogeni, non vediamo però una contrazione degli occupati nei prossimi trimestri: seppur con rischi al ribasso, prevediamo sia nel 2024 che nel 2025 una crescita dell'occupazione in media annua più modesta rispetto agli anni precedenti, ma ancora positiva (Fig. 14).

**Fig. 15 - Curva di Beveridge: il tasso di disoccupazione potrebbe risalire in caso di ulteriore calo delle posizioni vacanti**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

**Fig. 16 - Il ridimensionamento dei profitti aziendali rappresenta un rischio al ribasso per l'occupazione nei prossimi trimestri**



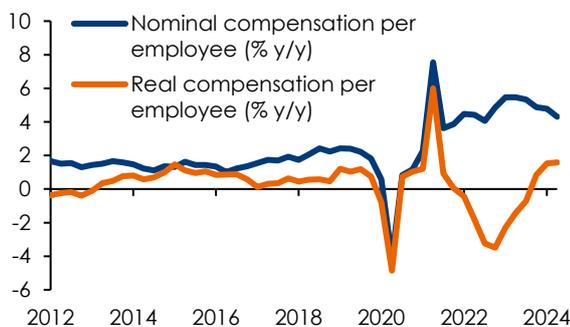
Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Nel 1° semestre il ribilanciamento del mercato del lavoro si è riflesso soprattutto in una chiusura delle posizioni aperte e non in un aumento della disoccupazione (Fig. 15). Al momento il tasso di posizioni vacanti, pur ancora elevato, si sta riavvicinando alla media storica e, nell'ipotesi di un ulteriore deterioramento della domanda di lavoro, la progressiva chiusura delle posizioni vacanti potrebbe riflettersi anche in un aumento del tasso dei senza-lavoro. Il calo dei profitti aziendali riduce inoltre lo spazio a disposizione delle imprese per proteggere gli organici con strategie di *labour hoarding* (Fig. 16). Anche il progressivo aumento del costo del lavoro renderebbe meno conveniente per le imprese conservare i livelli occupazionali in assenza di una significativa ripartenza del ciclo.

### I salari dovrebbero continuare a crescere a ritmi superiori all'inflazione

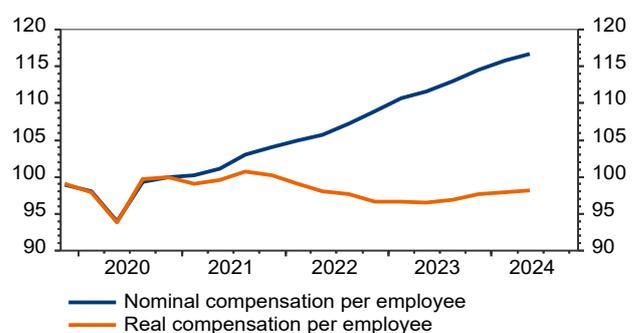
A partire dalla seconda metà dello scorso anno le retribuzioni pro-capite sono tornate a crescere a ritmi superiori all'inflazione (Fig. 17) ma non hanno ancora completamente recuperato il terreno perduto negli anni precedenti, quando avevano subito l'erosione derivante dall'aumento dell'inflazione. A metà 2024 i salari pro-capite reali si trovavano ancora al di sotto dei livelli di fine 2020 di circa il 2%, a fronte di un aumento di oltre il 15% dei salari nominali (Fig. 18).

**Fig. 17 - Le retribuzioni pro-capite sono tornate a crescere anche in termini reali...**



Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE, Eurostat

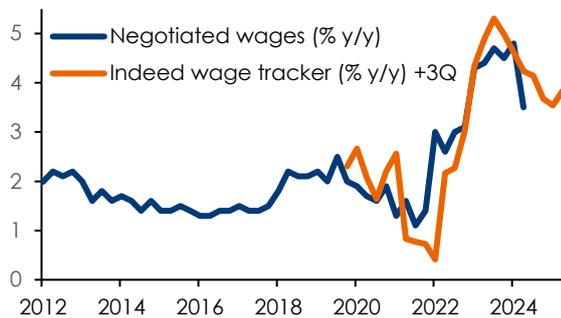
**Fig. 18 - ... ma non hanno ancora recuperato i livelli di fine 2020**



Nota: 4° trimestre 2020 = 100. Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE, Eurostat

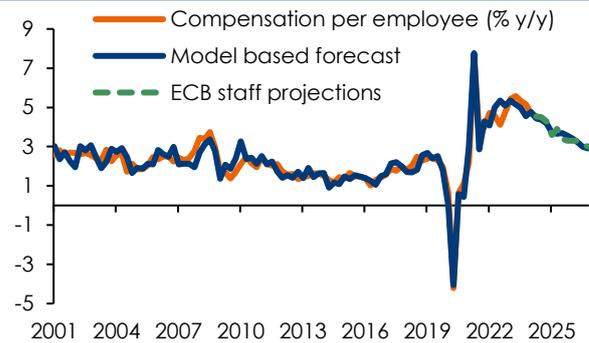
Nel 2° trimestre la crescita dei salari negoziati ha rallentato al 3,5% da un precedente 4,8% a/a. Le retribuzioni contrattuali dovrebbero riaccelerare nel 3° trimestre ma e i dati ad alta frequenza Indeed, che misurano le retribuzioni offerte nei portali di ricerca di lavoro, sembrano suggerire che il rientro dell'eccesso di domanda stia iniziando anche a trasferirsi sugli stipendi (Fig. 19). Pensiamo perciò che **la crescita del costo del lavoro abbia toccato un picco e possa risentire nei prossimi trimestri di un mercato del lavoro meno robusto, ma che mantenga ritmi superiori all'inflazione**. Crediamo infatti che nel biennio 2024-25 a guidare le retribuzioni non saranno tanto i fondamentali del mercato del lavoro ma ancora il tentativo di recuperare i livelli retributivi erosi dall'inflazione attraverso il rinnovo ritardato dei contratti collettivi.

**Fig. 19 - Salari negoziati (% a/a) e Indeed wage tracker**



Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE, Indeed Hiring Lab

**Fig. 20 - Retribuzioni per occupato (% a/a)**



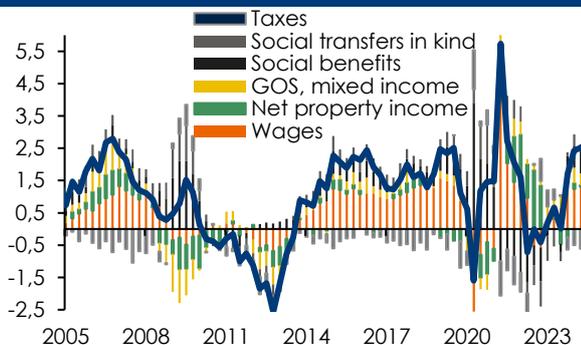
Fonte: Eurostat, BCE, previsioni Intesa Sanpaolo

Sulla base di un modello ECM che stima la crescita delle retribuzioni pro-capite sulla base di inflazione passata e attesa, produttività e una misura di slack nel mercato del lavoro (il rapporto tra il tasso di posizioni vacanti e quello di disoccupazione) **prevediamo una crescita dei salari intorno al 4,4% nel 2024 e al 3,6% nel 2025, con un ritorno sotto la soglia del 3% entro la seconda metà del 2026** (Fig. 20). Nella specificazione del modello abbiamo cercato di tenere in considerazione il processo di riallineamento delle retribuzioni all'inflazione passata attraverso un termine di correzione. **Sulla base delle nostre stime, il pieno recupero dei livelli reali di retribuzione per occupato di fine 2020 avverrebbe solo a 2025 inoltrato.**

### Prosegue la risalita del potere d'acquisto

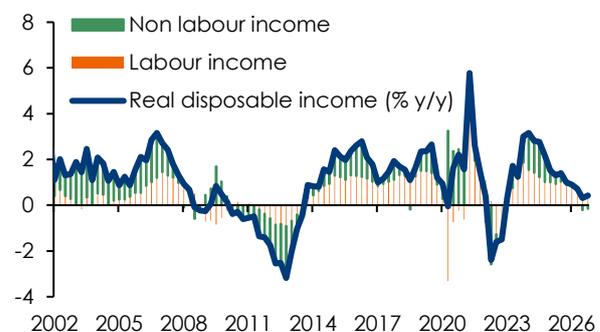
A differenza dei salari pro-capite, l'aggregato dei redditi da lavoro reali, grazie alla solida crescita occupazionale degli ultimi anni, ha già recuperato i livelli precedenti lo shock inflattivo. Sulla base delle nostre previsioni sulla crescita dell'occupazione e dei salari, stimiamo che i redditi da lavoro possano continuare a crescere nei prossimi trimestri.

**Fig. 21 - Prima che i salari tornassero ad accelerare, la tenuta dei redditi non da lavoro ha sostenuto il potere d'acquisto**



Nota: contributi alla crescita % a/a del potere d'acquisto delle famiglie.  
Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

**Fig. 22 - La crescita dei redditi disponibili dovrebbe rallentare ma restare positiva anche in termini reali nei prossimi anni**



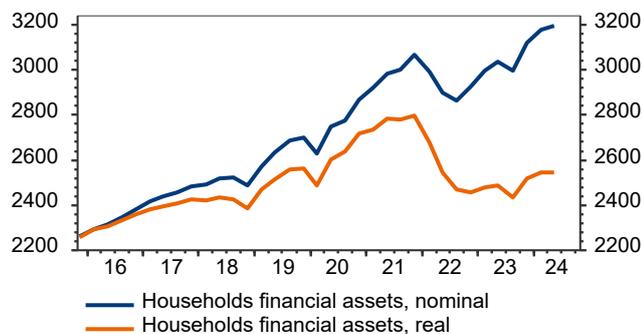
Nota: contributi alla crescita % a/a del potere d'acquisto. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

Ipotizzando che in prospettiva il ritmo di crescita congiunturale dei redditi non da lavoro converga verso la media storica, **ci aspettiamo che siano i redditi da lavoro a continuare a sostenere il potere d'acquisto dei nuclei famigliari nei prossimi anni. Prevediamo un progressivo rallentamento del reddito disponibile reale dal 2,7% nel 2024 verso lo 0,6% nel 2026** (Fig. 21-22).

### Il tasso di risparmio potrebbe restare relativamente elevato

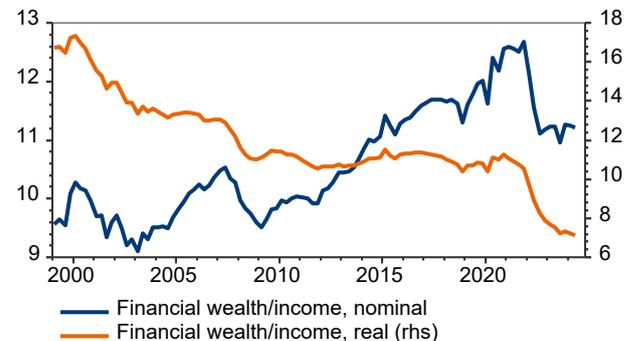
Nei prossimi trimestri la riduzione dei tassi di interesse dovrebbe contribuire al calo della propensione al risparmio dopo che l'incremento potrebbe aver spiegato circa un punto dell'aumento cumulato registrato a partire dal 2022<sup>7</sup>. Tuttavia, lo stock di ricchezza finanziaria espresso in termini reali è tornato a risalire solo da fine 2023 e, seppur ancora superiore ai livelli di fine 2019, si trova ancora ben al di sotto del picco toccato a fine 2021 (Fig. 23). Perciò, come argomentato in precedenza, il **rapporto tra la ricchezza finanziaria e il reddito disponibile** (Fig. 24) **potrebbe essere inferiore rispetto al livello desiderato** e spingere i nuclei famigliari a ricostituirlo attraverso l'accumulo di risparmio.

**Fig. 23 – La ricchezza finanziaria dei consumatori è stata erosa dall'inflazione e non ha ancora recuperato i livelli di fine 2021**



Nota: dati espressi in miliardi di euro. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

**Fig. 24 – Il rapporto tra ricchezza finanziaria e reddito dei consumatori potrebbe essere inferiore rispetto a quello desiderato**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Perciò non si può escludere che anche in un contesto di calo dei tassi d'interesse la propensione al risparmio possa rimanere elevata. Inoltre, il nostro scenario non prevede un ritorno dei tassi ufficiali sui livelli prossimi allo zero visti nel decennio pre-pandemico: di conseguenza, il tasso di risparmio di equilibrio sarebbe più elevato rispetto al passato.

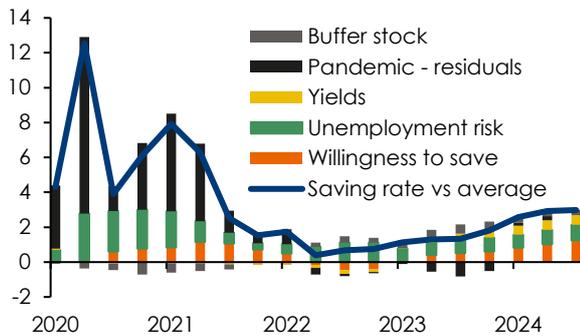
Ipotizzando che il deposit facility rate della BCE converga al 2% nel 2025, che le preoccupazioni per la disoccupazione tornino verso la media storica e che le intenzioni di risparmio, correnti ed attese, si normalizzino su livelli superiori rispetto al passato, **il tasso di risparmio d'equilibrio potrebbe essere stimato in un intervallo tra il 13,5% e il 14%**, ovvero al di sopra della media (di poco superiore al 12%) registrata nei cinque anni precedenti la pandemia (Fig. 26).

**Il tasso di risparmio potrebbe salire ancora nel 2° semestre del 2024**, sull'onda del tentativo di ricostituire i buffer di liquidità desiderati. Un'ulteriore condizione che riteniamo necessaria perché i consumi possano riguadagnare spinta e tornare a crescere in linea con i redditi è che i progressi salariali si facciano più omogenei: ipotizziamo che questo avvenga nella seconda metà del 2025, quando ci attendiamo che il livello reale delle retribuzioni per occupato recuperi i livelli precedenti lo shock inflattivo.

<sup>7</sup> Mezzomo L., "Cambio di passo per l'allentamento monetario BCE?", Focus area euro Intesa Sanpaolo, 10 ottobre 2024

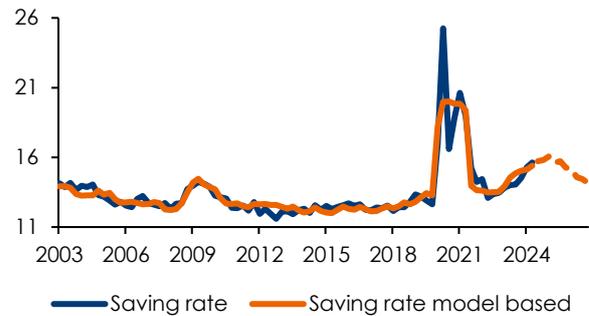
A partire da metà 2025 il tasso di risparmio potrebbe intraprendere una graduale discesa per attestarsi intorno al 14% entro fine 2026. I consumi privati potrebbero stabilizzarsi su ritmi di crescita di 0,2-0,3% t/t tra fine 2024 e inizio 2025, prima di tornare in area 0,4-0,5% t/t a partire dai trimestri centrali dell'anno prossimo.

Fig. 25 – Determinanti della deviazione del tasso di risparmio rispetto alla media storica



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 26 – Il tasso di risparmio potrebbe salire ancora prima di convergere verso il 14% entro fine 2026



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

La ripartenza delle spese potrebbe configurarsi con un ribilanciamento dai servizi ai beni sulla scia della normalizzazione dei prezzi relativi. Tuttavia, per via della natura dei beni coinvolti (quelli non durevoli), sarà più probabile assistere ad un ritorno a trend e non ad un periodo di sovraperformance per colmare il terreno perduto.

I consumi privati pesano per quasi il 55% del PIL, perciò, in un contesto di debolezza per le altre componenti di domanda (gli effetti dei tagli dei tassi sugli investimenti dovrebbero iniziare a manifestarsi non prima della prossima primavera), è **probabile che la crescita economica rimanga su ritmi inferiori al potenziale almeno tra fine 2024 e inizio 2025**. Tuttavia, **riteniamo che i presupposti alla base di previsioni di ripresa dei consumi siano ancora validi e pensiamo siano compatibili con una crescita più vigorosa a partire da metà 2025**.

## 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.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di 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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo 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)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com

andrea.volpi@intesasanpaolo.com