



La Bussola dell'Economia Italiana

Research Department

Novembre 2024

IMI

CORPORATE &
INVESTMENT
BANKING

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

PIL fermo nel 3° trimestre, la ripresa attesa nel 2025 sarà meno vigorosa
Sintesi della previsione macroeconomica
Torna a contrarsi la produzione industriale a settembre
Le indagini non mostrano segnali d'inversione per il manifatturiero
Rimbalza (riteniamo, temporaneamente) la produzione nelle costruzioni
Servizi ancora in espansione, ma su ritmi moderati
I consumi stentano a ripartire nonostante il recupero dei redditi
Disoccupazione ai minimi anche per via della risalita degli inattivi
In aumento i rischi al ribasso sull'export
Inflazione attesa in graduale e moderata risalita nei prossimi mesi

Tendenze del settore bancario

Mutui casa in aumento anche a settembre
Prosegue la crescita dei depositi

Novembre 2024

2
2
5
6
7
8
9
10
11
12
13
14
14
17

Nota Mensile

Research Department

Paolo Mameli
Economista Macro Italia

Andrea Volpi
Economista

Elisa Coletti
Economista Banche

L'evoluzione dello scenario congiunturale

PIL fermo nel 3° trimestre, la ripresa attesa nel 2025 sarà meno vigorosa

Anche a seguito del dato deludente sul PIL del 3° trimestre, abbiamo rivisto al ribasso di due decimi le nostre stime di crescita dell'economia italiana nel biennio corrente, a 0,5% quest'anno e 1% nel 2025. La revisione è motivata dal ritardo nella ripartenza dei consumi domestici, nonché dai maggiori rischi sulla domanda dall'estero.

Paolo Mameli

Nel 3° trimestre il PIL Italiano ha deluso le attese, mostrando una stagnazione dopo la crescita di 0,2% t/t nei tre mesi precedenti (e di 0,3% t/t a inizio anno). Il dettaglio delle componenti sarà diffuso il prossimo 2 dicembre, ma Istat ha comunicato che si registra una **diminuzione del valore aggiunto** sia nel comparto dell'agricoltura, silvicoltura e pesca, sia in quello dell'industria (riteniamo, soprattutto **nell'industria** in senso stretto), e viceversa un aumento nei servizi. Dal lato della domanda, il contributo positivo della componente nazionale al lordo delle scorte (a nostro avviso, dovuto in particolar modo ai consumi) è stato compensato dall'**apporto negativo degli scambi con l'estero** (stimiamo una flessione dell'export in presenza di una sostanziale stabilità dell'import). La crescita "acquisita" per il 2024 (in caso di stagnazione anche nell'ultimo trimestre dell'anno) è confermata allo 0,4%.

Anche a seguito della sorpresa negativa sul trimestre estivo, **abbiamo ridotto di due decimi la nostra previsione sul PIL nel biennio in corso**, da 0,7% a 0,5% per il 2024 e da 1,2% a 1% per il 2025. La revisione riguarda tutte le principali componenti di domanda:

■ I **consumi** continueranno ad essere, nelle nostre stime, il principale motore di crescita nel 2025, ma vediamo ora un aumento dell'1,3% anziché dell'1,5% come in precedenza (dopo la sostanziale stagnazione di quest'anno). Infatti (in Italia come altrove), il sensibile rimbalzo del potere d'acquisto delle famiglie (che già a metà 2024 aveva più che recuperato quanto perso in conseguenza dello shock inflazionistico) si è finora tradotto solo in un balzo del tasso di risparmio (salito al 10,2% nel 2° trimestre, ai massimi dal 1° trimestre 2022). Continuiamo a pensare che vi siano le condizioni per vedere una più apprezzabile ripartenza dei consumi (a meno di nuovi shock), ma essa avverrà con più ritardo rispetto a quanto preventivato. Tra le ragioni di questo ritardo:

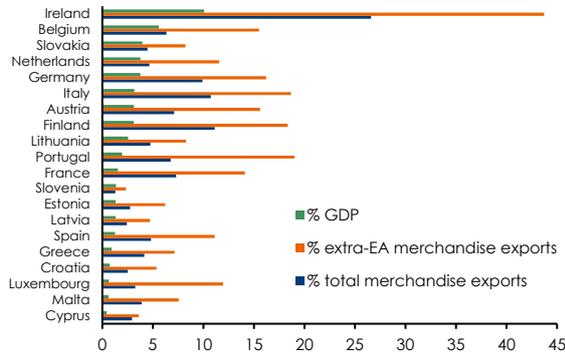
- la disuguaglianza nella distribuzione del recupero dei redditi;
- l'incertezza gravante sullo scenario prospettico;
- la necessità di ricostituire adeguati buffer di liquidità in termini reali;
- livelli dei prezzi ancora elevati nonostante il rientro dell'inflazione dai picchi di due anni fa;
- tassi d'interessi più alti rispetto al passato, che potrebbero giustificare una propensione al risparmio strutturalmente più elevata.

■ Gli **investimenti** sono visti in rallentamento nel 2025, e tale decelerazione potrebbe essere più accentuata di quanto stimavamo, a 0,6% anziché a 0,9% come atteso il mese scorso (dopo una crescita dell'1,1% stimata quest'anno). Le ragioni sono le seguenti:

- Comincia a diventare più visibile la frenata degli investimenti in **costruzioni**, che avevano tenuto nella prima parte dell'anno ma che inevitabilmente risentiranno del minor sostegno dai principali bonus edilizi, che l'anno prossimo si "normalizzeranno" verso uno standard di agevolazione fiscale del 50%, con abbattimento al 36% per le seconde case, tetti meno favorevoli per le detrazioni fiscali e possibilità di usare le detrazioni su un orizzonte più lungo (10 anni).
- Anche per gli investimenti **al netto delle costruzioni** le prospettive sono meno favorevoli, soprattutto perché l'adesione al pacchetto di incentivi "Transizione 5.0" è stata assai minore del previsto a causa sia della complessità normativa sia della restrittività dei requisiti di accesso (a tal proposito, sono possibili modifiche normative nella direzione di una semplificazione che renda più appetibile l'agevolazione).

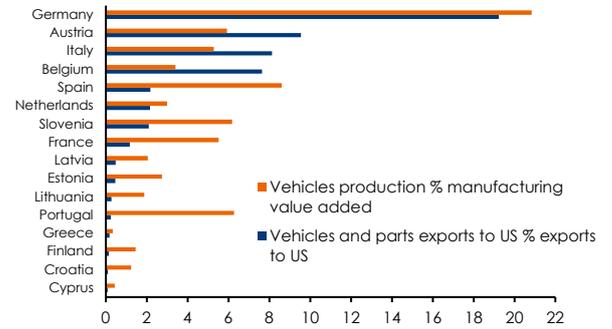
- Infine, sono in aumento anche i rischi al ribasso sulle **esportazioni**, che ora vediamo in crescita di appena l'1% nel 2025 (anziché dell'1,6% come atteso in precedenza), dopo la flessione di -0,7% stimata per quest'anno. I rischi derivano soprattutto dal rallentamento della domanda da due dei principali partner commerciali:
- La **Germania** (che resta il principale destinatario dell'export italiano, con una quota dell'11,6% nei primi 9 mesi di quest'anno) è vista tornare a crescere l'anno prossimo (dopo due anni di contrazione del PIL), ma su ritmi inferiori rispetto a quanto atteso in precedenza: ci aspettiamo ora un'espansione limitata a 0,7% da 0,9% da noi stimato due mesi fa. I rischi su questa previsione restano chiaramente orientati al ribasso, vista la portata delle sfide strutturali che l'economia teutonica si trova ad affrontare: modello di sviluppo incentrato sull'internazionalizzazione delle catene produttive, messo a dura prova dalla "deglobalizzazione" e dalla maggiore rilevanza di rischi geopolitici e shock idiosincratici; settore industriale sbilanciato verso comparti che risentono di prezzi dell'energia più elevati rispetto al passato (come il chimico), dei ritardi nella transizione ecologica nella filiera dell'automotive e dell'aggressiva politica commerciale cinese; scarsità cronica di investimenti pubblici; dinamiche demografiche via via meno favorevoli.
 - La **Francia** (destinataria nei primi 9 mesi dell'anno del 10,1% dell'export italiano) è vista rallentare in misura più accentuata di quanto precedentemente atteso, a 0,7% dall'1% stimato due mesi fa (dopo un biennio all'1,1%). La revisione è dovuta all'effetto della restrizione fiscale senza precedenti annunciata per l'anno prossimo, e i rischi sulla previsione di crescita, anche in questo caso, sono verso il basso.
 - Infine, non includiamo nel nostro scenario di base l'introduzione, da parte della nuova Amministrazione degli **Stati Uniti**, di una tariffa universale del 10-20% sull'import dai paesi UE (che peraltro avrebbe effetto, verosimilmente, solo a partire dal 2026). Non si possono escludere però dazi selettivi su alcuni gruppi di prodotti. L'export italiano verso gli USA nei primi 9 mesi di quest'anno è stato pari a quasi 48 miliardi di euro, il che è coerente con un possibile consuntivo 2024 a circa 64 miliardi, ovvero in calo dagli oltre 67 miliardi dello scorso anno: ceteris paribus, un incremento del 10% dei dazi su tutti i prodotti italiani costerebbe all'Italia un massimo di oltre 6 miliardi, ma l'effetto dipenderà da diversi fattori difficili da stimare ex ante, come il pricing power delle imprese, l'elasticità al prezzo della domanda, la possibilità di triangolazioni attraverso altri paesi e l'evoluzione del tasso di cambio: tutto ciò segnala che l'impatto effettivo potrebbe essere significativamente inferiore rispetto a quello massimo. I settori che potrebbero essere più colpiti, perché maggiormente esposti al mercato USA, sono il farmaceutico, i mezzi di trasporto (soprattutto gli autoveicoli), i mobili, l'alimentare e la meccanica (quest'ultima, particolarmente rilevante visto il suo peso sull'export totale). Tutto ciò configura uno scenario di rischio nel quale l'elevata esposizione agli USA (che è il secondo destinatario dell'export italiano, con una quota del 10,3% nei primi 9 mesi dell'anno), che è stato un vantaggio competitivo negli anni recenti (a confronto con economie, come quella tedesca, con una maggiore dipendenza da Asia ed Est-Europa), potrebbe tramutarsi in un fattore decisamente meno favorevole.

Fig. 1 - L'Italia è tra i paesi dell'Eurozona più esposti all'export verso gli USA...



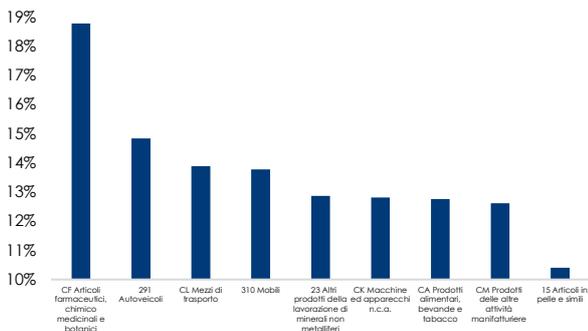
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 2 - ...e, in particolare, al settore automobilistico, che potrebbe essere oggetto di tariffe selettive



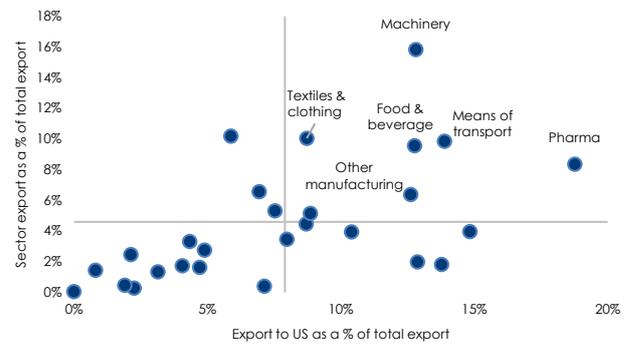
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 3 - Tra i settori italiani che hanno un'esposizione superiore alla media all'export verso gli USA ci sono, oltre a farmaceutico, mezzi di trasporto, mobili...



Nota: classificazione dei settori in base alla nomenclatura Ateco.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 4 - ...e la meccanica, che è il settore che pesa maggiormente in valore assoluto sul totale dell'export



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Sintesi della previsione macroeconomica

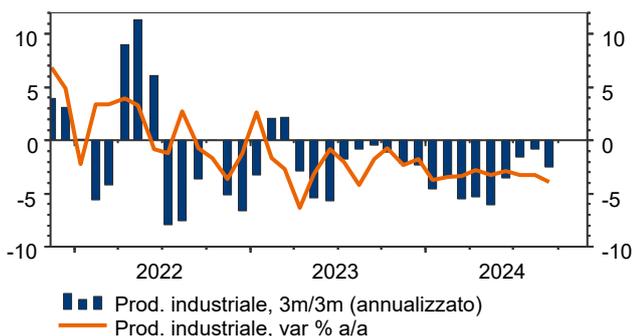
	2023	2024p	2025p	2023		2024				2025			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.8	0.5	1.0	0.1	0.3	0.3	0.6	0.4	0.6	0.7	0.8	1.2	1.2
- var.ne % t/t				0.2	0.0	0.3	0.2	0.0	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Consumi delle famiglie	1.0	0.1	1.3	0.9	-1.7	0.1	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Consumi pubblici	1.9	0.5	0.4	0.5	0.1	-0.7	1.0	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1
Investimenti fissi, di cui:	8.7	1.1	0.6	1.2	1.4	-0.5	-0.1	0.1	-0.3	0.2	0.3	0.4	0.4
- in macchinari e altro	0.9	-1.5	2.0	-1.4	0.5	-2.0	0.7	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
- in mezzi di trasporto	18.0	3.6	1.5	5.3	-0.8	0.4	1.4	-0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
- in costruzioni	14.9	2.9	-0.7	3.0	2.3	0.6	-0.8	0.0	-1.0	0.0	0.1	0.2	0.3
Esportazioni	1.1	-0.7	1.0	0.7	1.4	-0.6	-1.2	-1.0	0.4	0.6	0.6	0.6	0.5
Importazioni	0.0	-4.2	1.1	-2.4	-1.3	-2.3	0.2	0.3	-0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
Contributo % al PIL													
Commercio estero	0.4	1.0	0.0	0.9	0.8	0.5	-0.4	-0.4	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0
Domanda finale interna	2.7	0.4	0.9	0.9	-0.6	-0.2	0.4	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
Var. scorte	-2.3	-0.9	0.1	-1.6	-0.2	0.0	0.2	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.0
Affinità produttiva													
Produzione industriale	-2.1	-3.3	0.0	-0.1	-0.6	-1.4	-0.9	-0.6	-0.3	-0.1	0.5	0.8	0.5
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	5.6	1.0	1.6	5.6	1.0	0.9	0.8	1.0	1.2	1.5	1.6	1.5	1.7
- escl. alimentari, energia (a/a)	5.1	2.0	2.0	4.8	3.6	2.5	2.0	1.9	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0
PPI (a/a)	-5.6	-4.5	0.9	-12.2	-12.8	-10.4	-4.0	-1.3	-1.9	0.9	1.8	0.5	0.7
Disoccupazione (%)	7.7	6.5	6.6	7.7	7.4	7.1	6.7	6.2	6.2	6.4	6.6	6.7	6.8
Occupati totali	2.0	1.6	0.4	0.3	0.6	0.3	0.5	0.3	-0.1	0.0	0.1	0.2	0.1
Salari contrattuali	2.9	3.0	3.0										
Reddito disponibile reale	-0.2	2.5	1.1										
Tasso di risparmio (%)	7.8	9.8	9.6										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	0.5	1.4	1.1										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-7.2	-3.8	-3.4										
Debito (% PIL)	134.8	136.2	137.9										
Variabili finanziarie													
3-mths Euribor	3.94	2.91	1.99	3.88	3.94	3.92	3.73	3.43	2.91	2.34	2.02	1.97	1.99
Long term (10Y) rate (%)	4.15	3.66	3.60	4.18	4.19	3.74	3.86	3.61	3.45	3.50	3.51	3.54	3.86
BTP/Bund spread	1.70	1.33	1.22	1.60	1.67	1.44	1.36	1.33	1.20	1.20	1.20	1.20	1.27

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 settembre

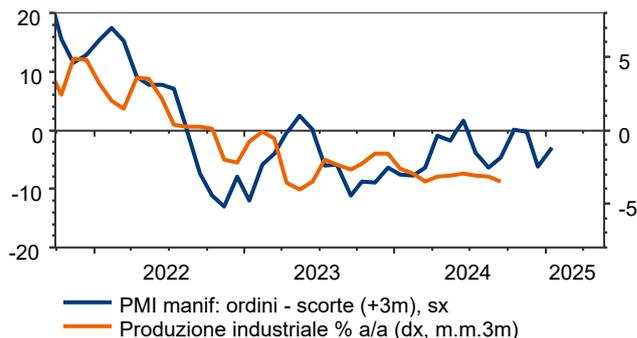
La produzione industriale è tornata a calare a settembre, di -0,4% m/m dopo la stabilità di agosto. Si è accentuata la contrazione su base annua (corretta per gli effetti di calendario), da -3,2% a -4%. Nel mese, la flessione è dovuta soprattutto ai beni di consumo, che hanno corretto dopo il rimbalzo del mese precedente (-2,5% m/m, da 2,9% di agosto), ed energia (-3,8% m/m da 2%), a fronte di un progresso per i beni di investimento (1,8% m/m da -2,2% precedente) e per i beni intermedi (1,9% m/m da -2,8%). Su base annua, tutti i principali gruppi di prodotti non energetici sono in flessione, soprattutto i beni capitali e intermedi (-5,1% e -4% rispetto a un anno prima). Il dettaglio settoriale mostra un rimbalzo della produzione nel solo settore manifatturiero (+0,7% m/m) dopo il calo del mese precedente. Gli unici comparti manifatturieri che mantengono un incremento su base annua sono le apparecchiature elettriche (+5,9%) e l'elettronica (+1,9%), oltre alle altre industrie manifatturiere (+0,9%), mentre flessioni a due cifre si registrano per mezzi di trasporto (-15,4%) e settore tessile (-10,7%). L'output si è contratto di -0,6% t/t nel 3° trimestre: è la sesta flessione trimestrale consecutiva. Le indagini di fiducia delle imprese continuano a non mostrare segnali di recupero per il settore, ancora frenato dalla mancata ripartenza dei consumi di beni e degli scambi commerciali su scala globale. Nel complesso, l'industria dovrebbe continuare a frenare il valore aggiunto nel trimestre corrente e almeno anche nella prima parte del 2025, come accade in sostanza da oltre due anni.

Si accentua la contrazione della produzione industriale



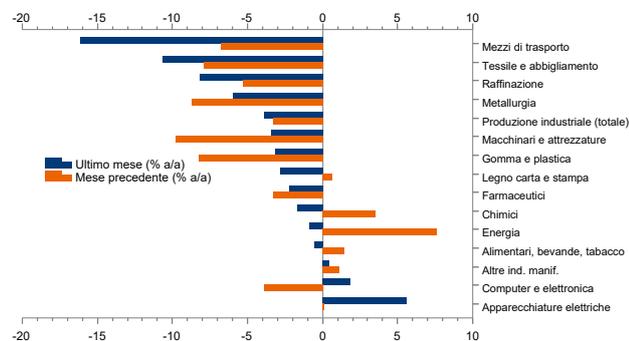
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le componenti più anticipatorie delle indagini ancora non mostrano chiari segnali di recupero



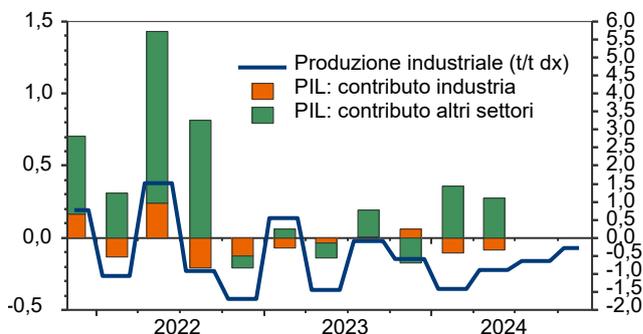
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

La contrazione tendenziale della produzione si è ampliata nella maggior parte dei settori



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'output industriale ha subito la sesta contrazione consecutiva nel 3° trimestre, e il settore dovrebbe frenare ancora il PIL a fine anno

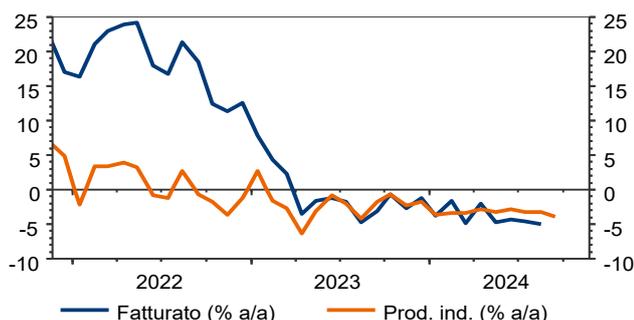


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le indagini non mostrano segnali d'inversione per il manifatturiero

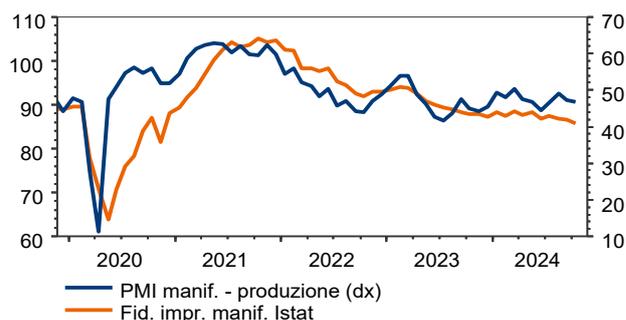
Nel settore manifatturiero, a ottobre l'indice di fiducia delle aziende è calato per il terzo mese consecutivo (più del previsto), a 85,8 da 86,6: si tratta di un nuovo minimo da novembre 2020. Peggiorano ulteriormente le valutazioni sugli ordini correnti, sia dall'estero sia soprattutto dall'interno (nel caso delle commesse dall'estero, il saldo torna sostanzialmente ai livelli di novembre 2020). Si fanno ancor più negative anche le valutazioni correnti sulla produzione. Le attese sia sugli ordinativi che sull'output sono meno ottimistiche rispetto al mese precedente. La flessione dell'indice composito sarebbe stata anche più ampia senza il rallentamento delle scorte di magazzino. Peggiorano anche le aspettative sull'economia (ai minimi da giugno), e soprattutto le intenzioni di assunzione, che tornano in territorio negativo (a -0,8 da 1,6 precedente), ai minimi da gennaio del 2021. I prezzi di vendita attesi sono tornati a rallentare, a 3 da 5,8, ai minimi da dicembre dello scorso anno. La flessione del morale è dovuta ai produttori di beni strumentali e intermedi, mentre è migliorata per il secondo mese la fiducia tra i produttori di beni di consumo. Anche l'indice PMI manifatturiero è sceso ancora a ottobre, a 46,9 da 48,3, in negativo da 19 mesi. L'indagine mostra segnali di debolezza diffusi alle principali componenti, con un calo piuttosto marcato degli indici relativi a ordini dall'estero e occupazione. In sintesi, le indagini non offrono segnali d'inversione della tendenza negativa per il settore industriale.

Nell'industria, sia il fatturato che la produzione sono in flessione tendenziale ininterrotta da oltre un anno



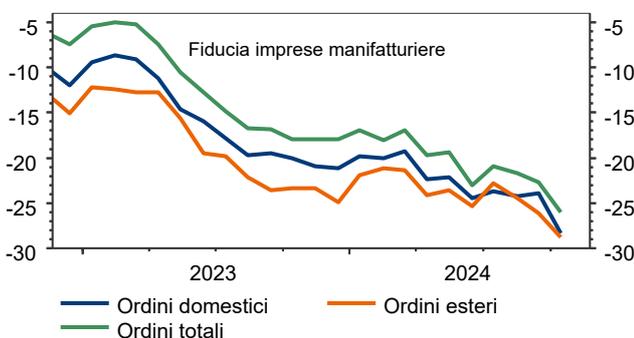
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Indagini Istat e PMI offrono chiari segnali di debolezza sia per la produzione industriale...



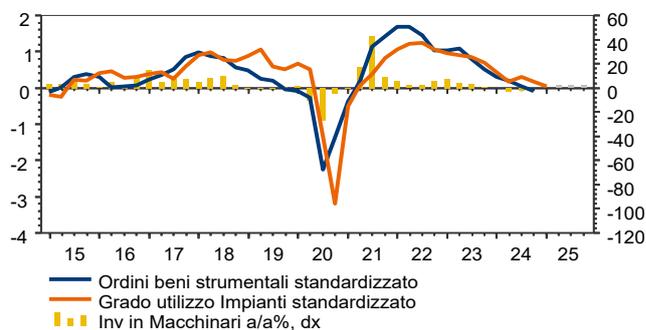
Nota: la serie Istat è interpolata a causa della mancanza di dati per aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

...che per gli ordinativi, specie dall'estero



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

I dati su ordini e utilizzo di capacità produttiva non offrono segnali incoraggianti per gli investimenti in macchinari

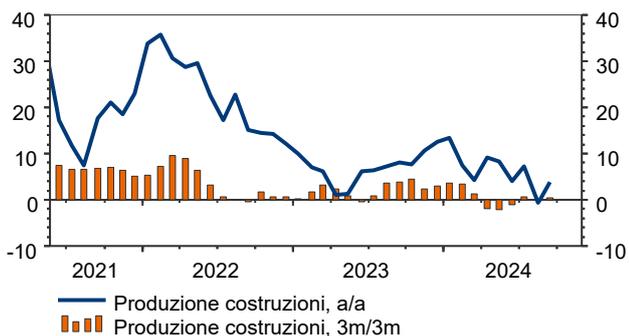


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Rimbalza (riteniamo, temporaneamente) la produzione nelle costruzioni

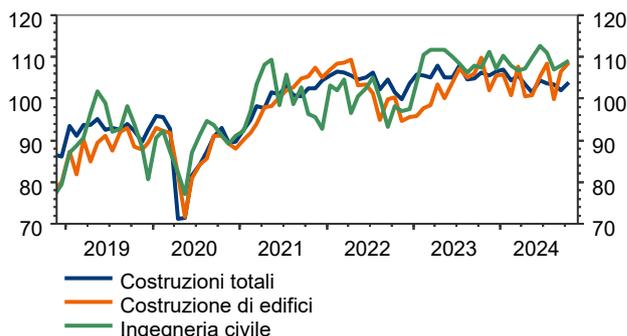
A settembre la produzione nelle costruzioni è rimbalzata di 2,2% m/m dopo la contrazione di -2% m/m ad agosto. Il 3° trimestre si chiude con un incremento dello 0,3% t/t (nel complesso dell'Eurozona si è registrata una flessione di -0,4% t/t). La variazione tendenziale torna in positivo a 3,9% da -0,7% di agosto. Tuttavia, pensiamo che il rimbalzo di settembre possa essere temporaneo: il venir meno del Superbonus, che ha contribuito in misura significativa alla sovraperformance delle costruzioni in Italia dopo la pandemia, si sta riflettendo in una frenata delle ristrutturazioni mentre dovrebbe essere necessario attendere almeno la seconda parte del 2025 prima che la ripresa della domanda di mutui inizi a riflettersi nei dati di attività. **Almeno fino ai mesi centrali del 2025 ci aspettiamo che la divergenza già vista durante il trimestre primaverile tra edilizia residenziale e non residenziale possa accentuarsi.** Il comparto non abitativo dovrebbe beneficiare **dell'implementazione delle opere pubbliche previste dal PNRR.** Tale ipotesi è comunque dipendente da un'effettiva accelerazione dei progetti, su cui la visibilità resta limitata. Per quanto riguarda il **mercato immobiliare, l'indagine della Banca d'Italia relativa al 3° trimestre** ha riportato un aumento dei giudizi di stabilità dei prezzi ed una riduzione della quota di operatori che segnalavano un calo. Lo sconto medio delle transazioni è sceso ai minimi storici e i tempi di vendita sono rimasti molto contenuti, con una domanda di abitazioni al momento ancora fiacca ma con segnali di ripresa.

Rimbalza (ma riteniamo temporaneamente) la produzione nelle costruzioni



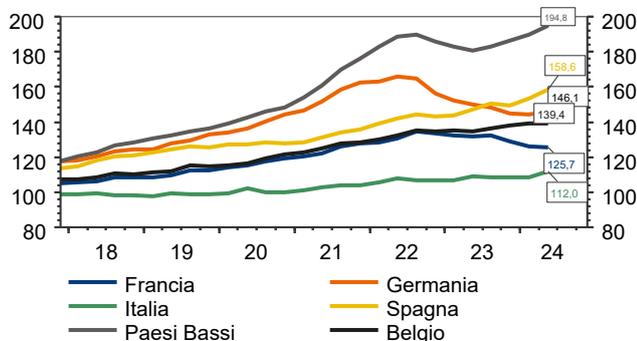
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La fiducia dei costruttori rimane al di sopra della media storica, specie per l'ingegneria civile



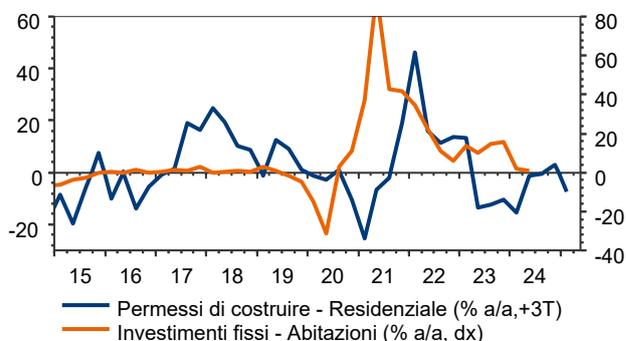
Nota: le serie sono interpolate a causa della mancanza di dati per aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Nel 2° trimestre i prezzi delle abitazioni sono cresciuti del 3,2% t/t (2,9% a/a)



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

I dati sui permessi di costruire sono coerenti con una contrazione degli investimenti in edilizia residenziale nei prossimi trimestri



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

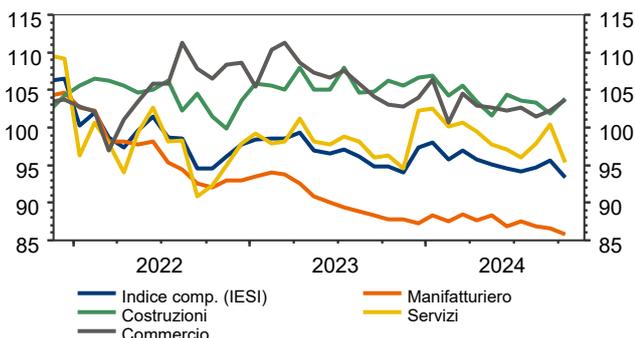
Servizi ancora in espansione, ma su ritmi moderati

A ottobre, l'indice IESI è sceso a 93,4 da 95,6 di settembre, registrando il livello più basso da aprile 2021. Il calo riflette un peggioramento marcato del morale delle imprese dei servizi, che passa da 100,4 a 95,3. Anche il dettaglio dell'indagine nei servizi è negativo, in quanto mostra che il deterioramento riguarda tutti i principali comparti: in particolare, **il morale nel trasporto e magazzinaggio, tra i più esposti al rallentamento industriale, crolla** a 80,9 da 95,5, per via di aspettative sugli ordini che passano da un saldo di +7,1 a uno di -12,9; più moderata la flessione nei servizi alle imprese e altri servizi (a 98,8 da 101,5) e nei servizi turistici (a 109 da 110,9). Le aziende segnalano giudizi meno positivi sia sugli ordini correnti e attesi sia sull'andamento degli affari.

In contrasto con il deterioramento dell'indagine Istat, **l'indice PMI servizi offre invece un quadro più favorevole, mostrando, sempre a ottobre, una risalita** a 52,4 da 50,5 precedente. L'afflusso di nuove commesse torna in terreno positivo e le aspettative restano su livelli favorevoli, pur iniziando a registrare segnali di minor vigore per la crescita occupazionale, con le intenzioni di assunzione delle imprese che calano sotto la soglia di invarianza, a 49,9 (minimo da un anno).

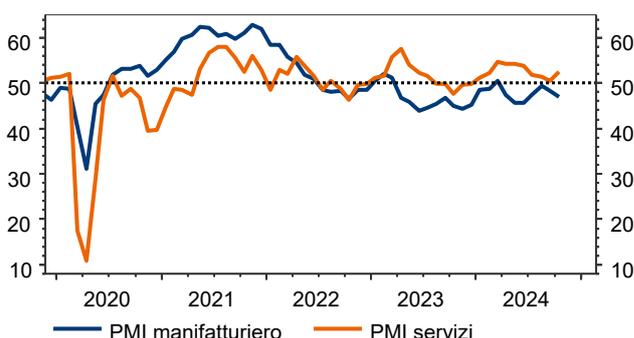
Nel complesso, **i servizi sembrano mantenersi in espansione**, compensando la contrazione del settore industriale, ma in media le indicazioni recenti segnalano un **minor vigore rispetto a qualche mese fa**.

Fiducia delle imprese dei servizi in netto calo a ottobre



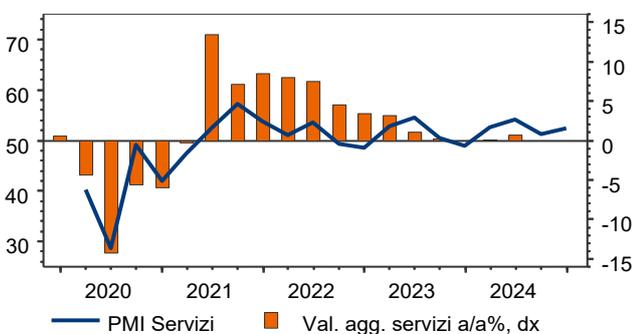
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Più favorevoli le indicazioni sui servizi dall'indagine PMI



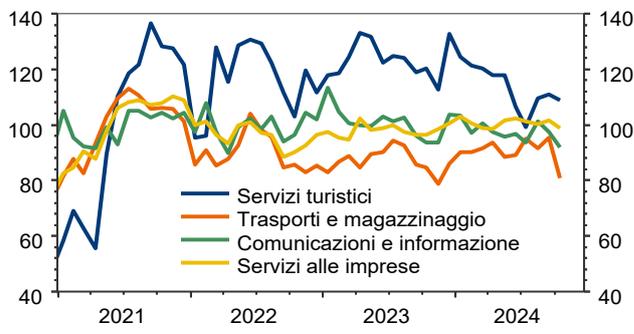
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

I PMI suggeriscono che i servizi restano in espansione, ma su ritmi moderati



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Il calo recente del morale delle imprese dei servizi è dovuto soprattutto a trasporti e magazzinaggio

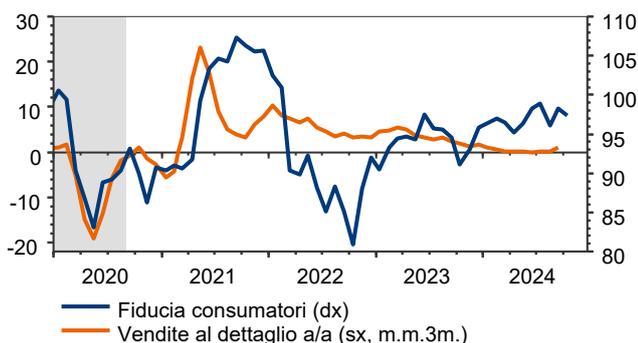


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I consumi stentano a ripartire nonostante il recupero dei redditi

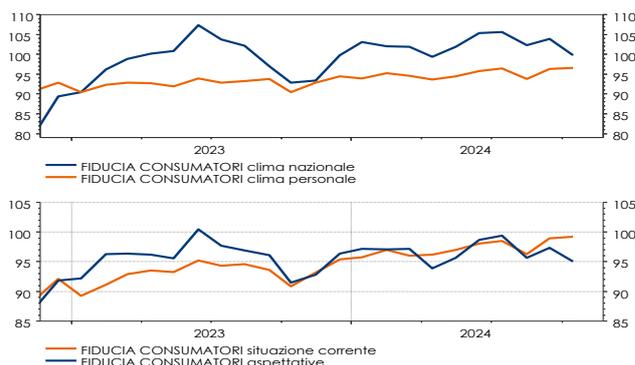
A settembre **le vendite al dettaglio sono aumentate sia in valore che in volume (1,2% m/m)**. Su base annua, le vendite sono cresciute in valore, mentre i volumi sono aumentati solo per i beni non alimentari. Per questi ultimi, si osservano variazioni tendenziali differenti tra i vari gruppi di prodotti: l'incremento più significativo riguarda elettrodomestici, radio, tv e registratori (+4,4% m/m), mentre il calo maggiore interessa cartoleria, libri, giornali e riviste (-2,5% m/m). **Il morale dei consumatori è calato a sorpresa a ottobre**, a 97,4 dopo il balzo a 98,3 di settembre. Il peggioramento è dovuto al clima nazionale e alle aspettative per il futuro, mentre la condizione personale degli intervistati e i giudizi sulla situazione corrente migliorano lievemente. Si notano anche timidi segnali positivi, come la ripresa dei giudizi sulla situazione economica delle famiglie e di quelli sul bilancio familiare, nonché delle opportunità attuali di risparmio e di acquisto di beni durevoli. Tuttavia, si registra un ulteriore aumento dei timori di disoccupazione (a 27,6 da 20,5 precedente: si tratta di un massimo da febbraio dello scorso anno). I giudizi sull'andamento dei prezzi tornano a rallentare (a 102 dopo la risalita a 104,5 il mese scorso), ma le attese sui prezzi risalgono a 9,7 da 0,4 (si tratta di un massimo da novembre 2022). In sintesi, **i consumi**, come peraltro nel resto dell'Eurozona, **faticano a ripartire**, probabilmente frenati anche dalla disuguaglianza nella distribuzione del recupero in corso del potere d'acquisto (che potrebbe essere non pieno per le famiglie meno abbienti). **Le nostre stime prevedono un graduale aumento delle spese nei prossimi trimestri, sulla scia (ritardata) della crescita dei redditi.**

Nonostante il miglioramento della fiducia, le vendite al dettaglio rimangono fiacche



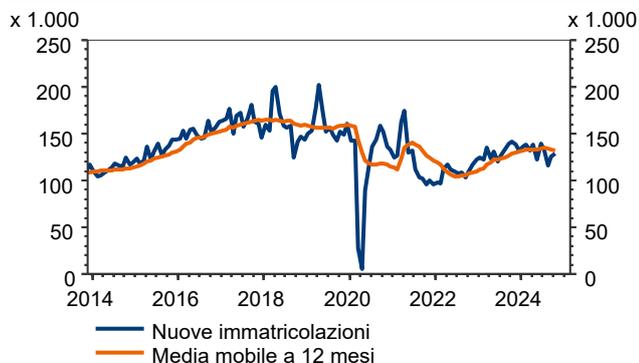
Nota: la serie sulla fiducia dei consumatori è interpolata a causa della mancanza di dati ad aprile 2020; aree ombreggiate = recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

In calo la fiducia dei consumatori a ottobre, per via di clima nazionale e aspettative per il futuro



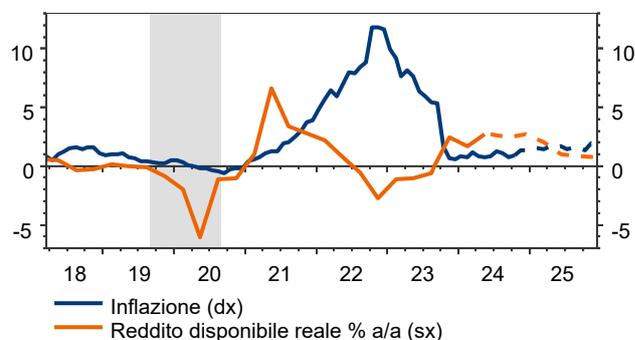
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le immatricolazioni di auto restano assai deboli



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

Il recupero del potere d'acquisto dovrebbe tradursi in un moderato rimbalzo dei consumi nei prossimi trimestri



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

Disoccupazione ai minimi anche per via della risalita degli inattivi

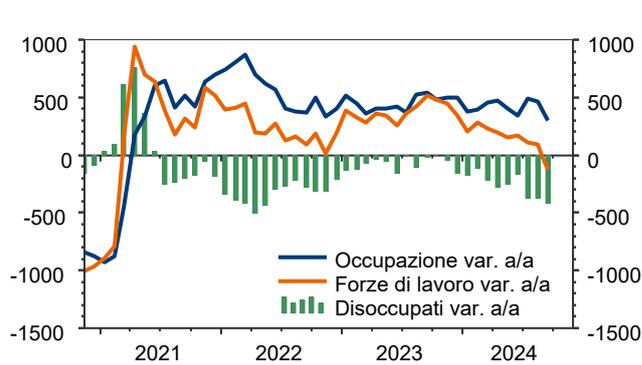
A settembre il tasso di disoccupazione è rimasto stabile al 6,1%, in quanto il calo degli occupati (-63 mila, -0,3% m/m) è stato compensato da un aumento all'incirca della stessa entità degli inattivi (+56 mila, +0,4% m/m). Sono scesi sia il tasso di occupazione (di un decimo a 62,1%) che il tasso di attività (di due decimi a 66,3%). La crescita degli occupati su base annua si attesta sull'1,3% a/a (+301 mila unità), guidata in gran parte dai dipendenti permanenti (+331 mila) ed autonomi (+81 mila); continua invece la diminuzione dei contratti a termine (-110 mila). Su base annua, la crescita dell'occupazione è trainata dagli under 35 e dagli over 50, mentre l'aumento degli inattivi è più concentrato nella classe di età intermedia. **Le recenti dinamiche della partecipazione sono piuttosto sorprendenti**, e l'eventuale inversione di questa tendenza potrebbe contribuire ad un aumento del tasso di disoccupazione nei prossimi mesi, quando il rallentamento del ciclo dovrebbe tradursi in un minor vigore delle assunzioni. **Ci attendiamo un aumento del tasso dei senza lavoro, sia pur graduale e moderato, nei prossimi trimestri. Nel 3° trimestre le retribuzioni contrattuali sono salite del 4,1% a/a nel settore privato** (in linea con i tre mesi precedenti) **e del 3,5% per l'intera economia** (da 3,4% precedente). Sulla base delle disposizioni definite dai contratti in vigore alla fine di settembre, le retribuzioni contrattuali orarie nel settore privato registrerebbero un incremento del 4,2% nel 4° trimestre 2024 e del 3,9% nel 1° trimestre 2025. La quota di lavoratori del settore privato in attesa di rinnovo è prevista salire dall'attuale 40,4% al 48,2% a inizio 2025, e gli eventuali rinnovi potrebbero causare pressioni al rialzo sulle retribuzioni nei prossimi mesi. Per i dipendenti pubblici gli aumenti sono imminenti, e faranno salire l'indice delle retribuzioni contrattuali nei prossimi mesi, più di quanto implicato dalle proiezioni a contratti vigenti.

Tasso di disoccupazione ai minimi dal 2007...



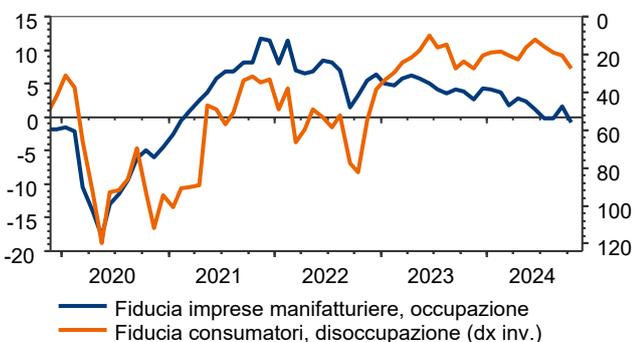
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

...anche per via di una contrazione delle forze di lavoro



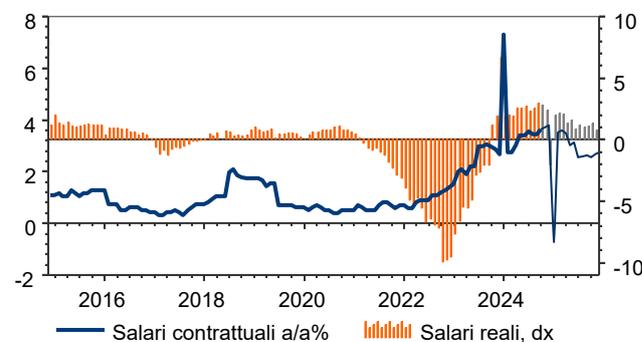
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Nonostante la debolezza dell'attività, le imprese manifatturiere non sembrano ancora intenzionate a tagliare gli organici



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

La crescita reale dei salari contrattuali dovrebbe restare positiva nei prossimi mesi

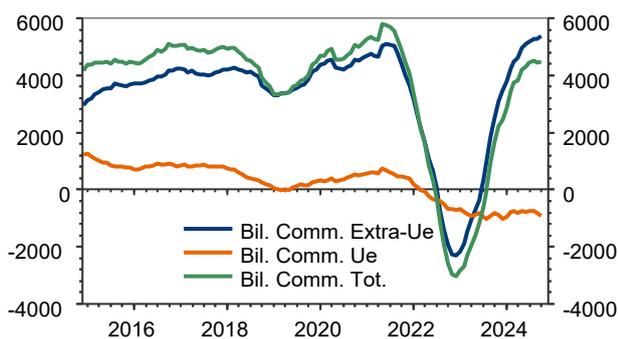


Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

In aumento i rischi al ribasso sull'export

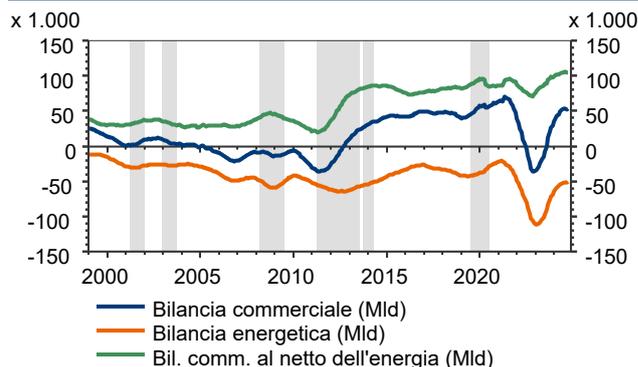
A settembre, le esportazioni hanno registrato una crescita dell'1,3% m/m, accompagnata da un aumento delle importazioni dell'1,2% m/m. L'incremento delle esportazioni è dovuto all'area UE (+2,4% m/m), in presenza di una sostanziale stabilità per i mercati extra-UE (+0,2% m/m). Tuttavia, nel complesso, il 3° trimestre ha mostrato una contrazione delle esportazioni (-0,6% t/t), a fronte di un aumento delle importazioni (+0,8% t/t). **Rispetto a un anno prima, a settembre le esportazioni diminuiscono di -2,2% a/a in valore e di -5,3% a/a in volume;** anche l'import è in calo, di -3,2% a/a in valore e di -3,7% a/a in volume. Sul fronte settoriale, la contrazione annua delle esportazioni è pressoché interamente dovuta a autoveicoli e prodotti petroliferi raffinati, mentre si conferma la buona performance del farmaceutico e dei mezzi di trasporto al netto degli autoveicoli. Su base geografica, si registrano incrementi a due cifre per Svizzera, Turchia e Paesi OPEC, mentre le flessioni più significative riguardano gli Stati Uniti (-13,4% a/a) e il Giappone (-11,7% a/a). Per quanto riguarda l'export verso gli altri Paesi europei, si nota una flessione particolarmente marcata verso Austria (-10,2% a/a), Germania (-4,6% a/a) e Paesi Bassi (-4,4% a/a); viceversa, Spagna e Regno Unito fanno segnare un moderato incremento rispetto a un anno prima. **In prospettiva, l'assenza di significativi segnali di ripartenza della domanda estera suggerisce che una riaccelerazione dell'export nel breve periodo è ancora poco probabile;** l'incertezza sulla politica commerciale statunitense rappresenta un rischio per i prossimi anni.

Il deficit commerciale nei confronti degli altri paesi UE risente della frenata della domanda dai principali partner (in primis la Germania)



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Dopo la crisi del gas il disavanzo nell'interscambio di prodotti energetici resta strutturalmente più ampio che in passato



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

In questa fase, l'export è in contrazione e l'import in ripresa, il che è coerente con un contributo negativo degli scambi con l'estero alla crescita del PIL



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La ripresa della domanda estera rivolta verso l'Italia è rimandata: i rischi sull'export sono al ribasso

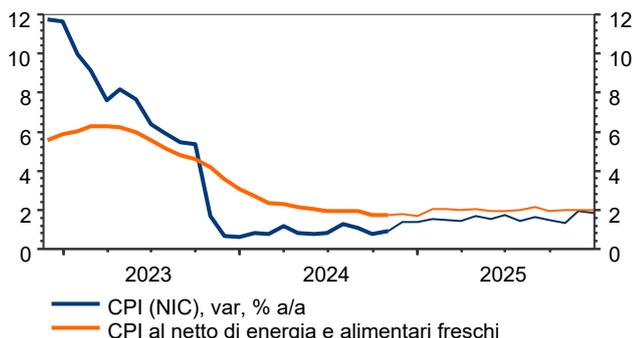


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

Inflazione attesa in graduale e moderata risalita nei prossimi mesi

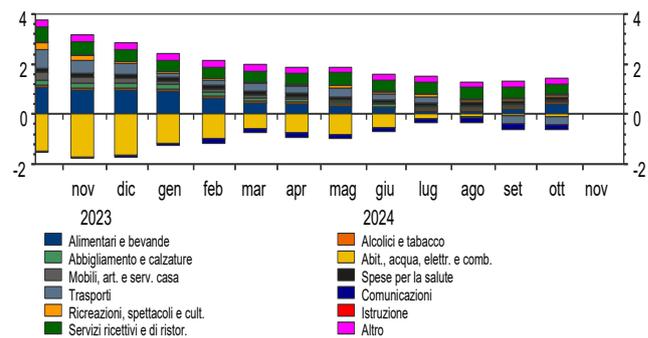
A ottobre i prezzi al consumo sono rimasti stabili sull'indice nazionale, mentre sono cresciuti dello 0,3% m/m (da 1,2% m/m precedente) sulla misura armonizzata UE. **L'inflazione annua è risalita a 0,9% a/a (da 0,7% a/a di settembre) sul NIC e a 1% a/a da 0,7% a/a sull'IPCA. L'accelerazione su base annua del NIC è dovuta prevalentemente alla componente alimentare** (2,4% da 1,1% a/a). In particolare, si registra una crescita dei prezzi di 1,2% m/m contro un calo di -0,1% m/m registrato a ottobre 2023, che risente dei rincari di frutta e verdura freschi. **Stabile** (a 0,1% a/a) **l'inflazione dei beni industriali non energetici**, che conferma la divergenza in atto tra i beni durevoli (-1,4% a/a) e i non durevoli/semidurevoli (0,9% a/a). **Si accentua il contributo negativo dell'energia** (che passa a -9% a/a da -8,7% a/a; -0,3% m/m). **Rallentano marginalmente i servizi**, a 2,7% a/a da 2,8% a/a di settembre: in particolare, si attenua la crescita dei prezzi dei servizi ricreativi e culturali (3,6% da 4% a/a) mentre quelli dei trasporti evidenziano una lieve accelerazione (3% da 2,4% a/a). **L'inflazione di fondo al netto di alimentari freschi ed energia risulta stabile nel mese** (all'1,8% sul NIC e all'1,9% a/a sull'IPCA). La tendenza core al netto di alimentari, energia, alcol e tabacco cala di un decimo sul NIC, all'1,7% a/a, mentre risale della stessa entità, all'1,9% a/a, sull'IPCA. **Ci aspettiamo che l'inflazione possa continuare a salire nei prossimi mesi, per tornare verso il 2% a/a a fine 2025** a causa del ridimensionamento dell'effetto statistico di confronto rispetto all'anno precedente. **Anche l'inflazione core potrebbe risalire leggermente ma continuare ad aggirarsi intorno alla soglia del 2% per tutto l'anno prossimo.**

L'inflazione potrebbe mostrare un trend di graduale risalita verso il 2% nei prossimi mesi



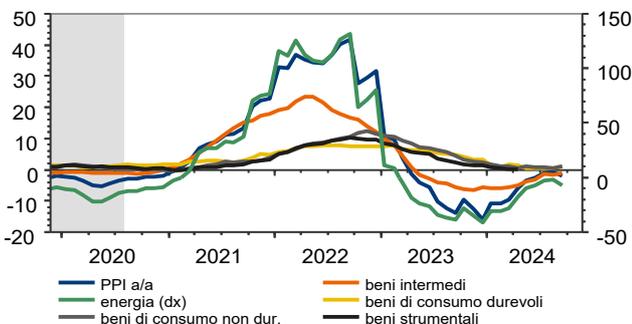
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

Alimentari e servizi ricettivi e di ristorazione forniscono il maggior contributo all'inflazione



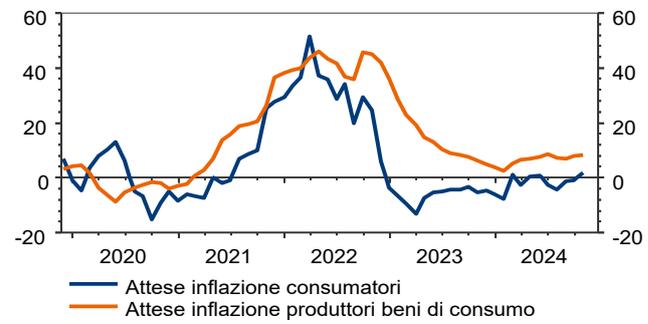
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I prezzi alla produzione risultano sostanzialmente stagnanti su base annua



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

Le aspettative di inflazione di famiglie e imprese sono in moderata risalita



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

Tendenze del settore bancario

Mutui casa in aumento anche a settembre

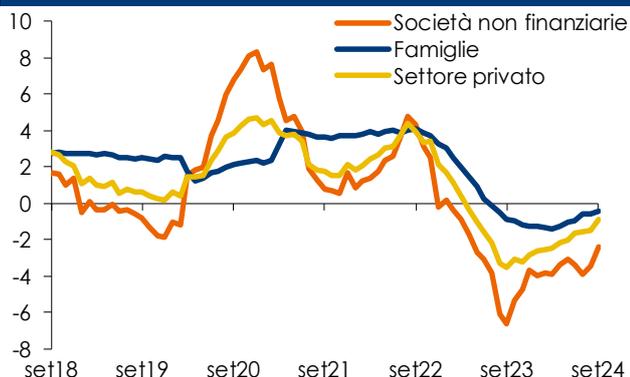
A settembre, la diminuzione dei prestiti è risultata più attenuata, del -1,4% per l'aggregato dei finanziamenti a imprese e famiglie, dal -2,0% del mese precedente. Tuttavia, secondo dati preliminari, a ottobre il calo è tornato in linea con quello di agosto. I prestiti alle società non-finanziarie hanno riportato una riduzione del -2,4% a settembre, meno marcata rispetto al -3,5% di agosto. L'attenuazione del calo riflette il rimbalzo dei prestiti a breve, cresciuti del 5,2%, in gran parte grazie a un flusso netto mensile considerevole, pari a 5,1 miliardi, e secondariamente per un effetto base, dovuto al confronto con l'andamento negativo di settembre 2023. I prestiti alle famiglie hanno confermato il miglioramento. In particolare, è proseguito il recupero dello stock di mutui, in crescita del +0,6% a settembre, sostenuto da erogazioni di nuovi finanziamenti in aumento del 13,4% nel mese e del 15,2% nel 3° trimestre. Anche a settembre, le operazioni a tasso fisso sono state del tutto prevalenti, salendo alla quota record del 93,4% del totale erogato.

Elisa Coletti

A settembre, la diminuzione dei prestiti bancari è risultata più attenuata. Tuttavia, secondo dati preliminari, a ottobre il calo è tornato in linea con quello di agosto. I prestiti al settore privato hanno riportato una variazione del -0,9% a/a a settembre, rispetto al -1,5% di agosto. Più in dettaglio, l'aggregato dei prestiti a famiglie e imprese ha segnato una riduzione del -1,4% a/a che, secondo le anticipazioni ABI, è stata di nuovo pari a -2,0% a ottobre, stessa flessione registrata ad agosto. L'andamento continua a riflettere la debolezza dei prestiti alle società non-finanziarie, mentre è confermato il graduale miglioramento del trend dei prestiti alle famiglie.

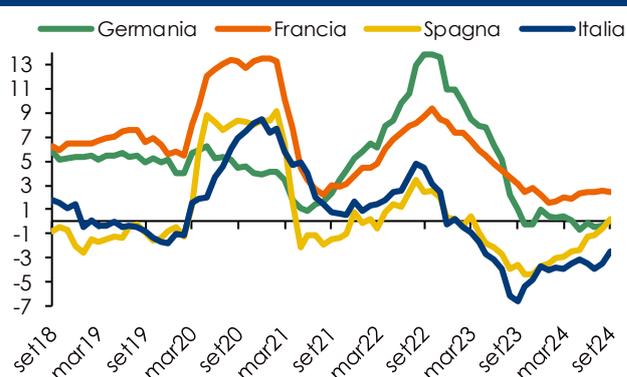
I prestiti alle società non-finanziarie hanno riportato una contrazione del -2,4% a settembre, meno marcata rispetto al -3,5% di agosto. L'attenuazione del calo riflette il rimbalzo in positivo dei prestiti a breve termine, in gran parte spiegato da un flusso netto mensile considerevole, pari a 5,1 miliardi, e secondariamente da un effetto base, dovuto al confronto con l'andamento molto negativo registrato a settembre 2023 quando il flusso netto mensile era stato pari a -2,8 miliardi e la variazione annua aveva toccato un minimo di -13,1% (si vedano i grafici a pagina successiva). A seguito dei due suddetti fattori, **i prestiti a breve hanno segnato un +5,2% a/a a settembre**, dal -0,5% di agosto dopo il -1% di luglio (-1,3% nel 2° trimestre). Diversamente, **la riduzione dei prestiti a medio-lungo termine è rimasta in linea con i mesi precedenti, del -4,4% a/a, la stessa di agosto** (-4,5% nel 1° semestre), con un flusso netto mensile negativo per quasi -2,7 miliardi.

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



Fonte: Banca d'Italia

Dinamica dei prestiti a società non-finanziarie nei principali paesi dell'area euro, dati corretti per le cartolarizzazioni (var. % a/a)

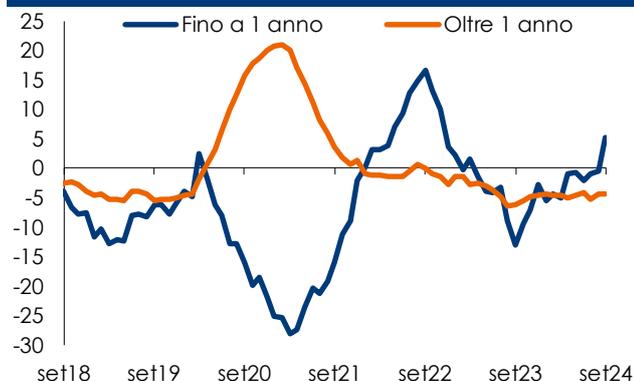


Fonte: BCE

A livello di area euro, l'andamento registrato in Italia si confronta con il continuo recupero osservato in Spagna, dove i prestiti alle società non-finanziarie a settembre hanno smesso di ridursi (+0,2% a/a, da -0,6% di agosto e -3,7% di fine 2023, lo stesso calo registrato allora in Italia), mentre in Germania il trend è rimasto circa piatto, sebbene con un segno di nuovo

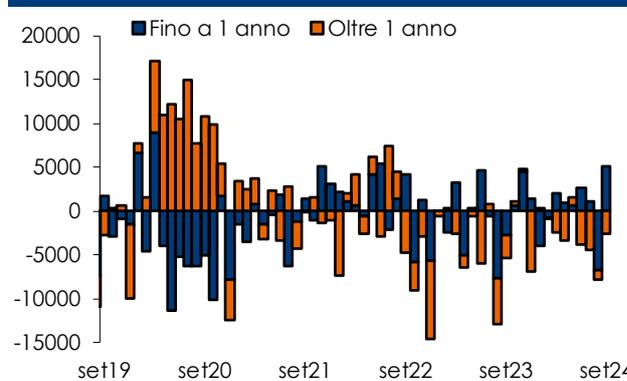
marginalmente positivo (+0,1% a/a a settembre da -0,3% ad agosto) e la Francia ha mantenuto il ritmo di crescita dei mesi precedenti (+2,4% a settembre).

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



Fonte: BCE

Flussi mensili di prestiti a società non-finanziarie per durata, dati non corretti per le cartolarizzazioni (EUR M)



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I prestiti alle famiglie hanno confermato la graduale risalita dal trend negativo, con un -0,4% a settembre, da -0,6% nei due mesi precedenti e dal minimo di -1,4% osservato a febbraio-marzo di quest'anno a seguito della stretta monetaria. Il dato ancora negativo risente della **flessione sempre molto marcata dei prestiti a famiglie produttrici, sebbene lievemente attenuata a -9,7%, dopo nove mesi sul -10%** (-10,4% ad agosto).

In positivo, è proseguito il **recupero dello stock di mutui, in crescita per il 4° mese consecutivo, del +0,6% a settembre**, dopo aver registrato un +0,5% nei due mesi precedenti. Inoltre, il **credito al consumo ha mantenuto la buona dinamica, del 4,0% a settembre come ad agosto**, dopo il +4,1% di luglio e il +3,7% nel 1° semestre.

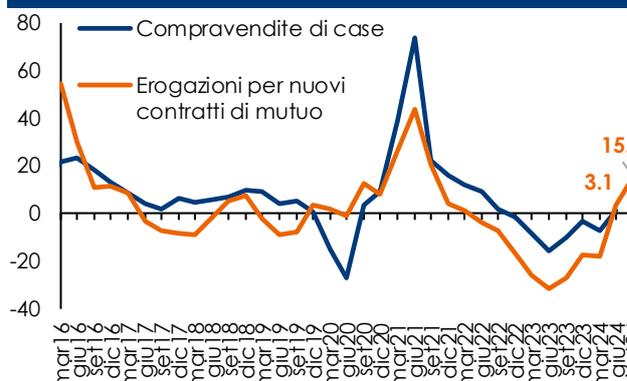
Alle base del recupero dello stock di mutui, **a settembre le erogazioni di nuovi finanziamenti hanno registrato un incremento del 13,4%**, che ha rafforzato la ripresa avviata nel 2° trimestre con un +3,1% a/a, **portando la crescita del 3° trimestre a +15,2%**. In parallelo, le **rinegoiazioni sono rimaste in forte riduzione**, lungo la tendenza in corso da inizio 2024 (-41,5% settembre).

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



Fonte: BCE

Erogazioni di nuovi mutui e compravendite di case (dati trimestrali, var. % a/a)

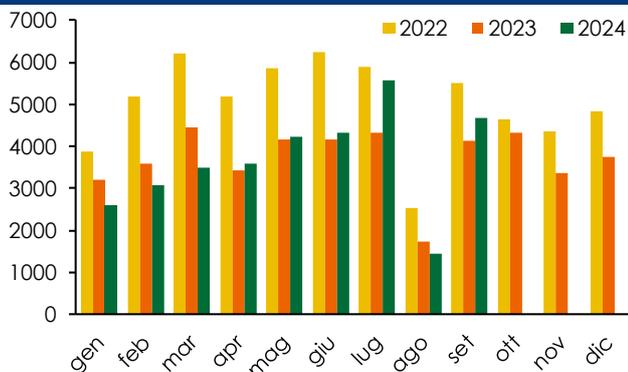


Fonte: OMI ed elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

Anche a settembre, **le erogazioni a tasso fisso sono state assolutamente prevalenti, salendo in rapporto al totale ben oltre il 90% registrato tra maggio e giugno e segnando un'altra quota record mai vista prima, pari a 93,4%** (64,5% medio nel 2023, incluse le rinegoiazioni). La chiara

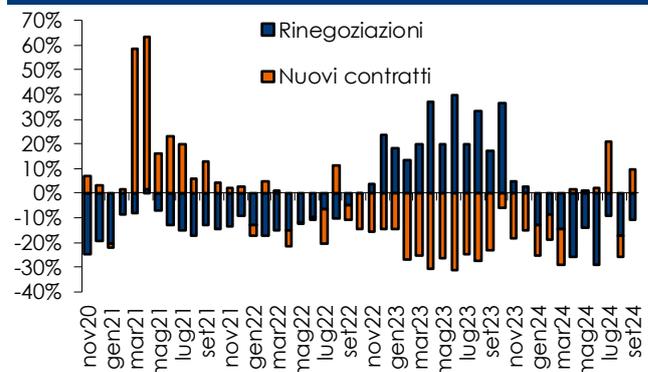
preferenza si spiega con l'ampio differenziale che persiste tra il tasso fisso e il variabile, il primo più basso del secondo per 1,3 punti percentuali, come ad agosto e in linea con i tre mesi iniziali dell'anno, ai quali sono seguiti record negativi di -1,5% e -1,4% ad aprile e maggio.

Flussi mensili per nuovi contratti di prestiti per acquisto abitazioni: tre anni a confronto (EUR mln)



Fonte: BCE

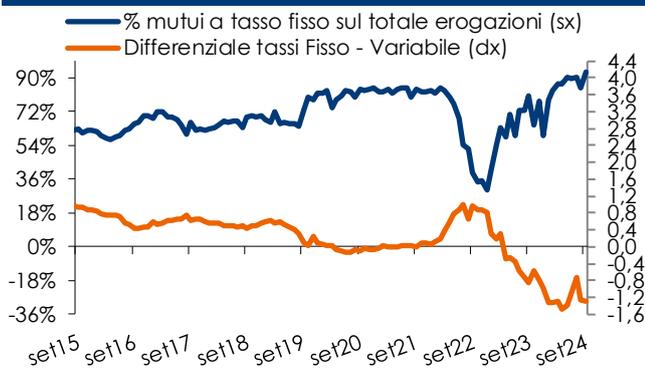
Contributo di rinegoziazioni e nuovi contratti alla crescita delle operazioni mensili di prestiti per acquisto abitazioni (%)



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

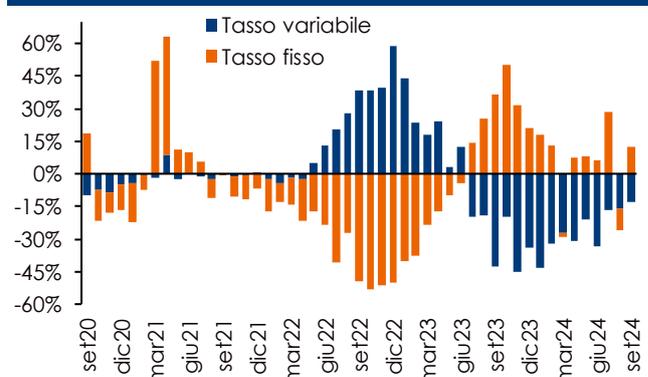
Coerentemente con il quadro appena descritto, a settembre le erogazioni a tasso fisso sono tornate in aumento, del +15,2% a/a, dopo la pausa di agosto, che aveva temporaneamente interrotto l'accelerazione a +39,1% registrata a luglio e un secondo trimestre in crescita dell'11,7% (tali dati includono nuovi contratti, surroghe e sostituzioni). Inoltre, per il quindicesimo mese consecutivo è proseguita la forte riduzione delle operazioni a tasso variabile, pari a -66,7% a settembre.

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



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Prosegue la crescita dei depositi

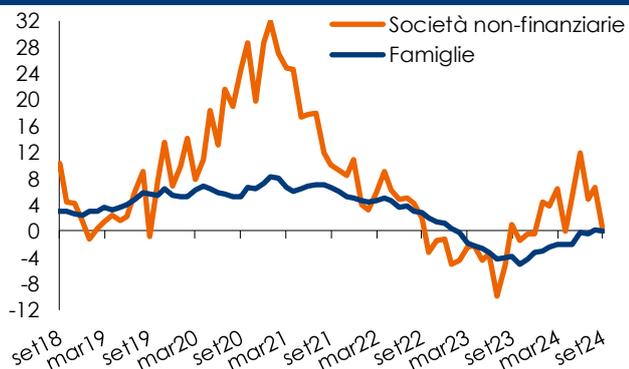
I depositi hanno rallentato a settembre, confermando una variazione positiva per il quarto mese consecutivo, sebbene solo del +0,5%, che però a ottobre è tornata sul ritmo più robusto di agosto, con un +2,4% secondo i dati preliminari ABI. L'aggregato ha risentito della frenata dei depositi delle società non-finanziarie a +0,1% a/a a settembre. Per i depositi delle famiglie, la fotografia è simile a quella di agosto, con una variazione annua pari anch'essa a +0,1%. Guardando alle tipologie dei depositi, i conti correnti sono tornati in calo a settembre, del -1,7%, con un deflusso di -2,2 miliardi. Diversamente, per i depositi con durata prestabilita di famiglie e imprese il flusso mensile è stato positivo, dopo tre deflussi consecutivi, sebbene limitato a 1,3 miliardi. È proseguito il rallentamento della dinamica delle obbligazioni, scesa a una cifra, del 9,6% a settembre e 8,7% a ottobre secondo le stime ABI. Per la raccolta totale da clientela, settembre è stato il nono mese di crescita, benché dimezzata a +1,6%, con il ritorno a +3,2% a ottobre secondo le stime ABI.

Elisa Coletti

I depositi hanno rallentato a settembre, confermando una variazione positiva per il quarto mese consecutivo, sebbene solo del +0,5% che però il mese successivo è tornata sul ritmo più robusto di agosto, segnando un +2,4% secondo i dati preliminari ABI.

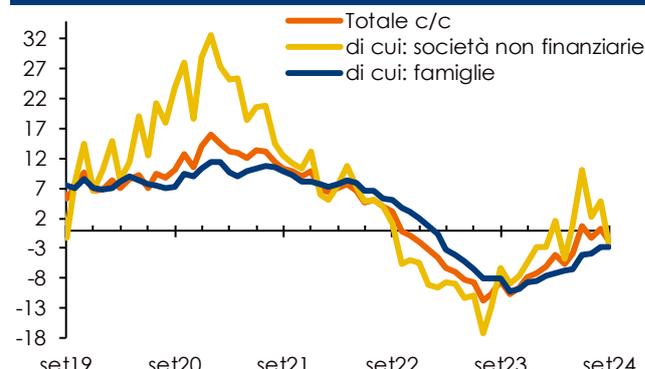
L'aggregato ha risentito della **frenata dei depositi delle società non-finanziarie a +0,1% a/a da un aumento del 6,7% ad agosto**, risultati che confermano l'andamento altalenante del 2024 tra fasi di crescita e momenti di stabilità. A seguito della fuoriuscita di 8,5 miliardi registrata a settembre, il **flusso cumulato dei depositi delle società non-finanziarie è tornato negativo nei primi nove mesi, per -6,3 miliardi**, leggermente più contenuto rispetto al deflusso rilevato nello stesso periodo del 2023, per -8,6 miliardi.

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



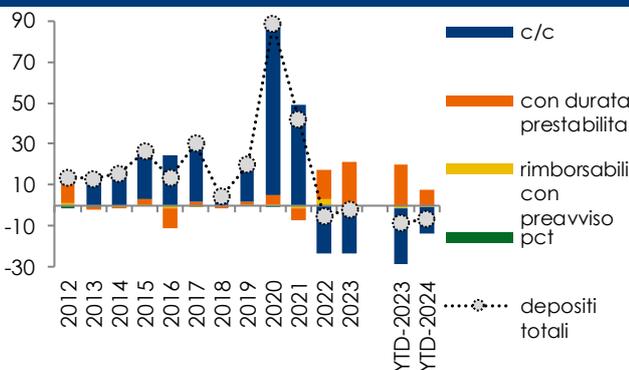
Fonte: BCE

Trend dei conti correnti (var. % a/a)



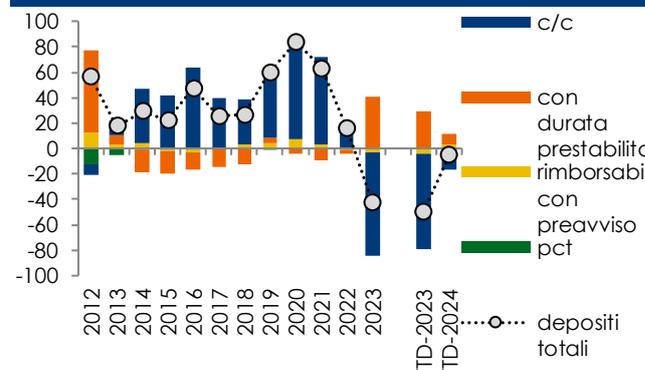
Fonte: BCE

Flussi netti verso i depositi delle società non-finanziarie, dati annui e primi 9 mesi 2023-24 (EUR mld)



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department

Flussi netti verso i depositi delle famiglie, dati annui e primi 9 mesi 2023-24 (EUR mld)

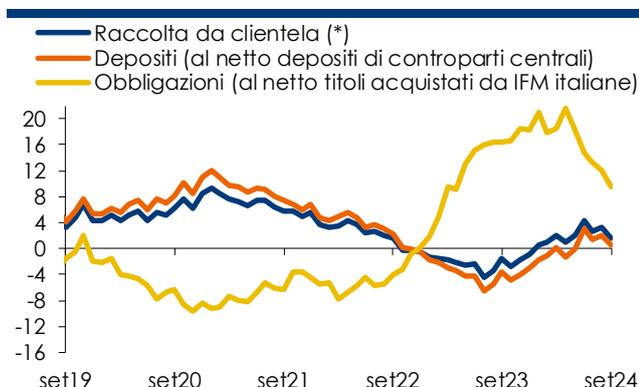


Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department

Per i **depositi delle famiglie**, la fotografia di settembre è simile a quella di agosto, con una **variazione annua poco sopra lo zero per il 2° mese consecutivo, pari a +0,1%**. Diversamente dai depositi delle società non-finanziarie, quelli delle famiglie hanno registrato un **afflusso anche a settembre, sebbene contenuto a 1 miliardo**. Pertanto, il **risultato cumulato dei primi nove mesi ha continuato a mostrare un deflusso limitato dai depositi delle famiglie, pari a -5,2 miliardi**, decisamente ridimensionato rispetto ai -49,7 miliardi dello stesso periodo del 2023.

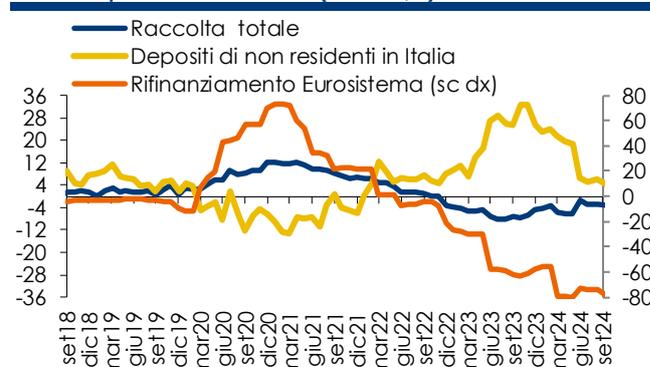
Guardando alle tipologie dei depositi, **l'aggregato dei conti correnti è tornato in calo a settembre, del -1,7% a/a**, riportando un deflusso pari a -2,2 miliardi. Diversamente, per i **depositi con durata prestabilita di famiglie e imprese il flusso mensile è tornato positivo a settembre, dopo tre deflussi consecutivi, sebbene limitato a 1,3 miliardi**, di cui 0,9 miliardi dal lato delle società non-finanziarie e meno di 0,4 miliardi dalle famiglie. La variazione annua del totale dei depositi con durata prestabilita è rimasta comunque a due cifre, del +24% a settembre.

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)



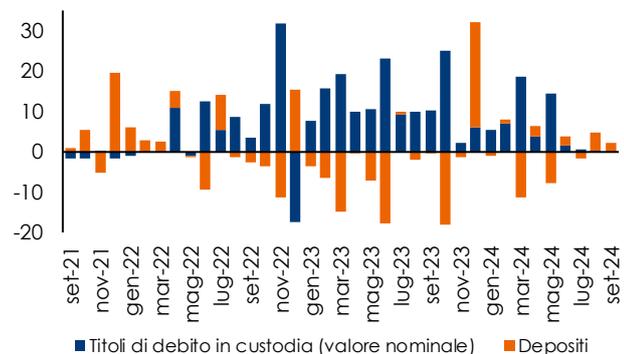
Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department

È proseguito il **rallentamento della forte crescita delle obbligazioni, scesa a una cifra, pari a +9,6% a settembre**, seguita da un +8,7% a ottobre secondo le stime ABI. Pertanto, per la **raccolta da clientela settembre è stato il nono mese di crescita consecutiva, più moderata a +1,6%** nel mese in esame e **raddoppiata a +3,2% a ottobre** secondo le stime ABI, in linea con il +3,3% segnato ad agosto.

L'andamento della raccolta complessiva è stato influenzato dal **rallentamento registrato a settembre dai depositi e dalle obbligazioni, segnando una riduzione del -3,4%**, dopo due mesi che avevano visto un'attenuazione del calo (-2,7% ad agosto, in linea con il -2,8% di luglio). Inoltre, il totale della raccolta ha continuato a risentire della **riduzione del rifinanziamento presso l'Eurosistema (-80,7% a settembre)**, a cui va aggiunta la **decelerazione dei depositi di non residenti, il cui ritmo di crescita è sceso a settembre a 3,6%, dimezzato rispetto al +6,3% di agosto**, dopo 12 mesi di forte dinamica tra giugno 2023 e maggio 2024, su una media di +25% a/a.

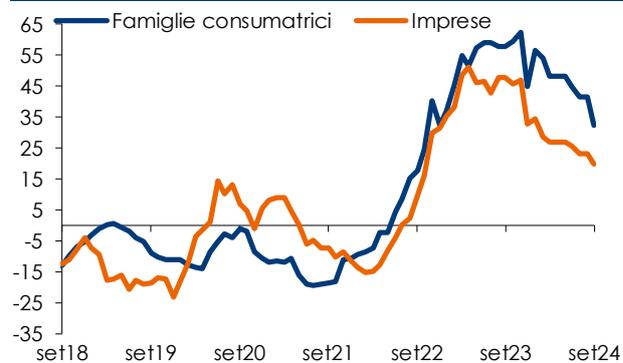
Infine, settembre ha confermato il **rallentamento della riallocazione dei portafogli dei risparmiatori verso i titoli di debito**. In particolare, i **titoli di debito delle famiglie in custodia presso le banche hanno segnato un incremento mensile quasi nullo a settembre (37 milioni) con un cumulato del 3° trimestre fermatosi a 821 milioni**. Il totale dei primi nove mesi dell'anno si è quindi assestato sui 51 miliardi, meno della metà rispetto al volume eccezionale riportato nello stesso periodo del 2023, pari a oltre 115 miliardi. Da giugno, i **titoli di debito a custodia registrano un apporto più elevato da parte delle imprese a confronto con quello modesto dalle famiglie consumatrici**, pari a 3,1 miliardi nel 3° trimestre nel caso delle prime, e a 14 miliardi il dato cumulato da inizio anno, anch'esso comunque più contenuto rispetto ai 23,4 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