



Le prospettive al 2025: tassi in discesa, crescita moderata

Gregorio De Felice
Chief economist

Cap Ferrat, 18 ottobre 2024

Le prospettive macroeconomiche globali

- Congiuntura internazionale attualmente caratterizzata da:
 - prosieguo della fase di **disinflazione** iniziata nel 2023;
 - cambio di direzione delle **politiche monetarie**, in senso **meno restrittivo** (ma non in Giappone, dove la tendenza è opposta);
 - **politiche fiscali troppo accomodanti** rispetto alla situazione ciclica e alle condizioni di sostenibilità in diversi paesi avanzati (tra cui US, Francia, Italia).
 - **andamenti settoriali divergenti** (debolezza dell'industria **manifatturiera**, attività robusta nei **servizi**).
- Il rallentamento della crescita economica della **Cina** sta assumendo caratteristiche strutturali.
- Scenario complicato da **diversi fattori di incertezza**: elezioni politiche americane, conflitti (Ucraina, Medio Oriente), de-risking rispetto alla Cina, mutamento degli equilibri politici in Francia, Germania.

Previsioni di crescita del PIL al 2026

Crescita annua del PIL (prezzi costanti)

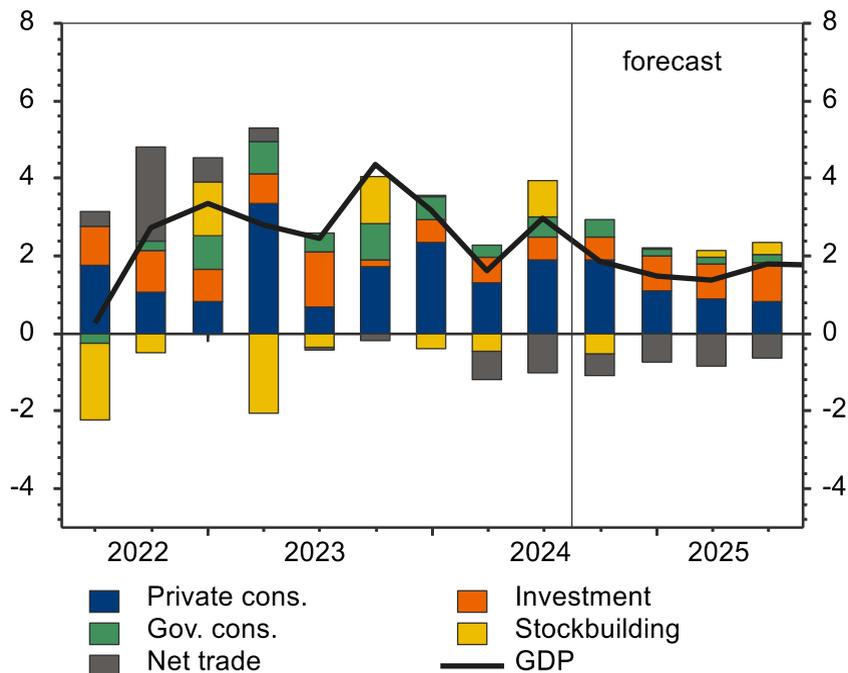
	2022	2023	2024p	2025p	2026p
Stati Uniti	2.5	2.9	2.6	1.7	1.9
Area Euro	3.4	0.5	0.7	1.1	1.6
Germania	1.4	-0.1	-0.1	0.8	1.5
Francia	2.6	1.1	1.1	1.0	1.6
Italia	4.8	0.8	0.7	1.2	1.0
Spagna	6.2	2.7	2.8	1.9	1.6
OPEC	5.0	2.3	2.4	3.6	3.8
Europa orientale	-1.0	2.5	2.9	2.2	2.2
Russia	-2.1	3.6	3.4	1.4	1.5
Turchia	5.7	4.5	3.7	1.8	1.7
America Latina	4.1	1.9	1.6	2.8	2.7
Brasile	3.1	2.9	2.9	2.1	2.0
Giappone	1.1	1.7	0.0	1.3	1.1
Cina	3.0	5.2	4.9	4.7	4.6
India	6.5	7.7	6.8	6.5	6.6
Mondo	3.3	3.2	3.2	3.4	3.4

Nota: aggregato PPA in dollari costanti per OPEC, Europa dell'Est, America Latina, Mondo. Variazione del PIL a prezzi costanti in valuta locale negli altri casi.

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo - Research Department

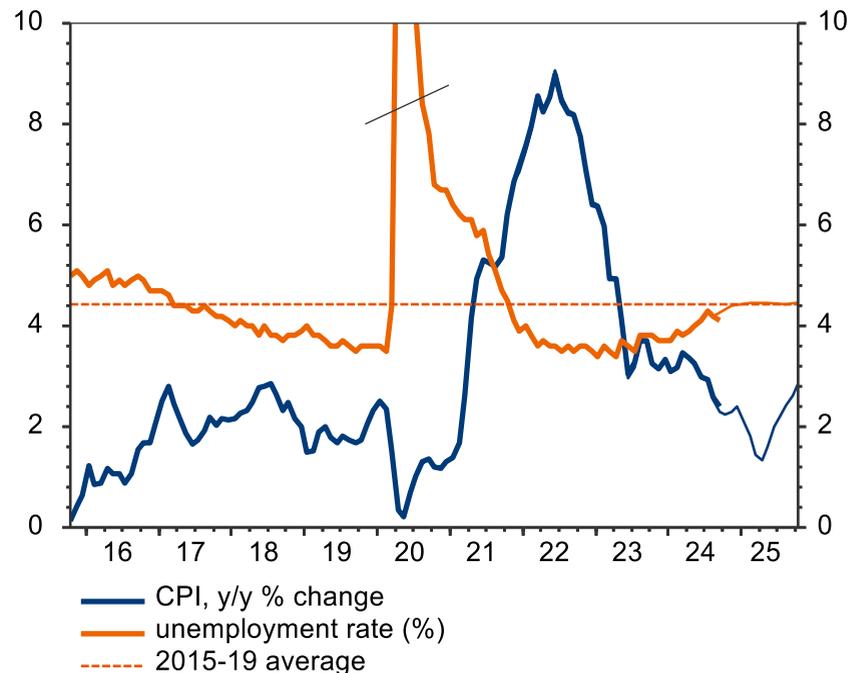
USA: si conferma lo scenario di 'atterraggio morbido'...

Rallentamento (moderato) dell'attività economica, compatibile con un «soft landing»...



Fonte: BEA e proiezioni di Intesa Sanpaolo

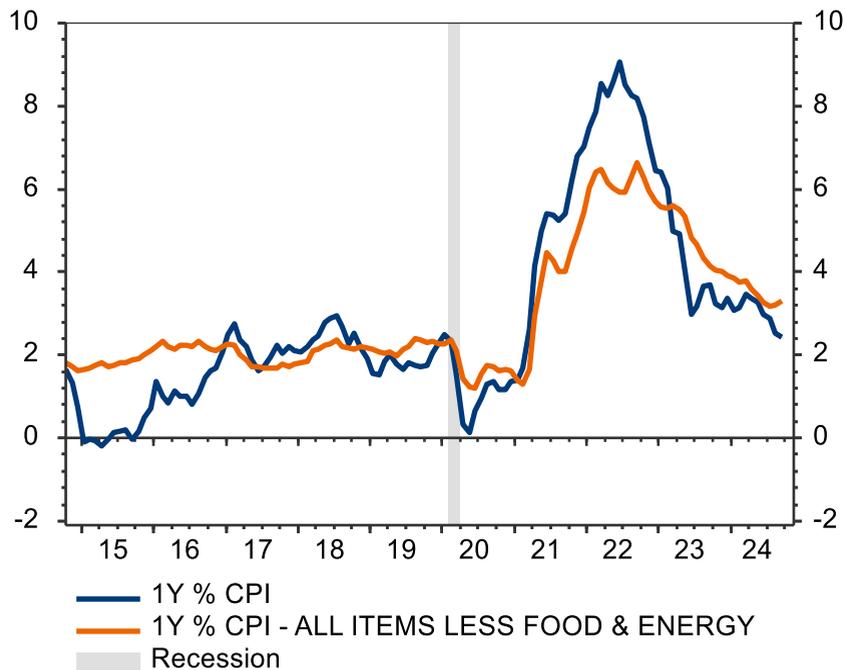
... e con un aumento solo graduale del tasso di disoccupazione



Fonte: BLS e proiezioni di Intesa Sanpaolo

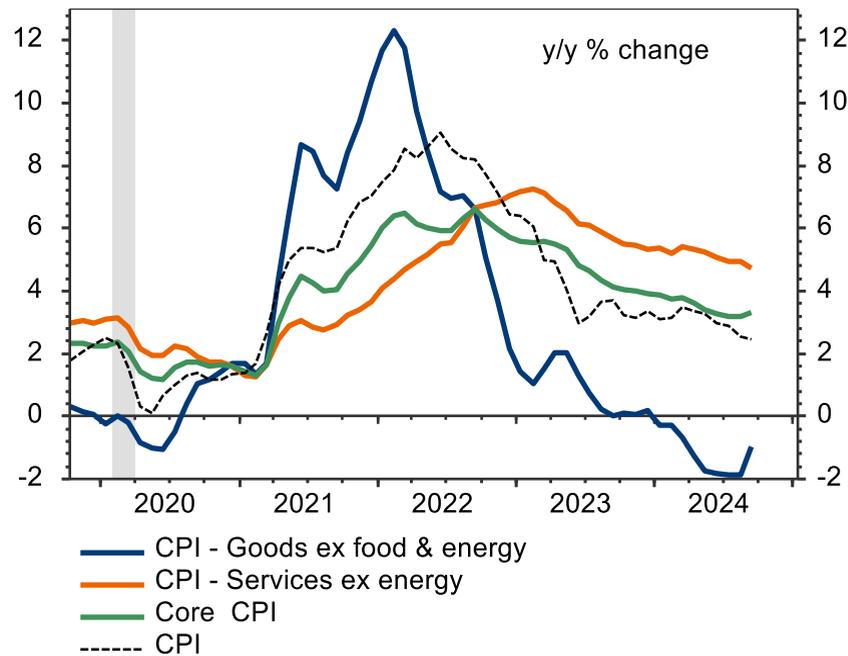
...e la disinflazione prosegue, ma in maniera lenta e irregolare

Accelera al ribasso l'inflazione headline ma risale lievemente quella core...



Fonte: BLS

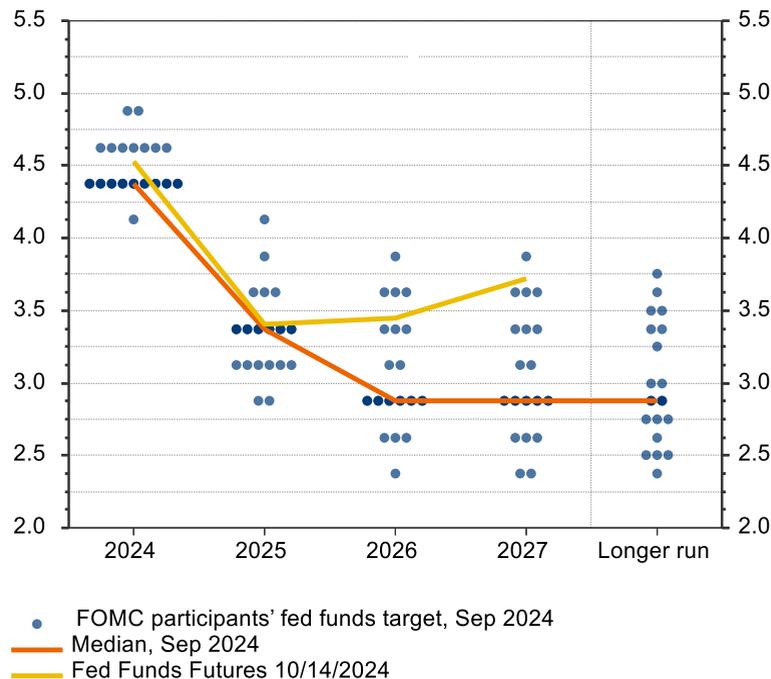
... per via di una attenuazione delle spinte deflazionistiche dai beni non energetici



Fonte: BLS

La mossa da 50 pb di settembre difficilmente si ripeterà

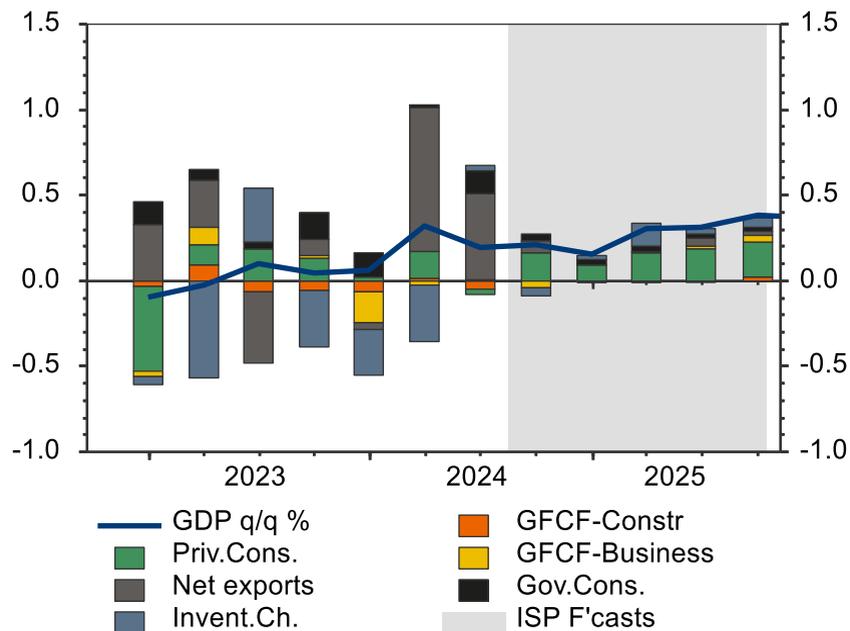
Grafico dot plot alla riunione di settembre



- Il FOMC di settembre si è concluso con una riduzione del tasso sui fed funds di **50 punti base**, a 4,75-5,00%. I cambiamenti nel comunicato e nelle nuove proiezioni economiche riflettono una revisione al ribasso delle valutazioni sul mercato del lavoro e sull'inflazione, mentre la crescita è considerata resiliente.
- Riteniamo che la Fed possa passare a tagli più contenuti nelle prossime riunioni: prevediamo **due tagli dei tassi di 25pb nei meeting di novembre e dicembre, e manteniamo la previsione di tagli complessivi dei tassi di 100pb nel 2025**. Sono in aumento i rischi di minori tagli.

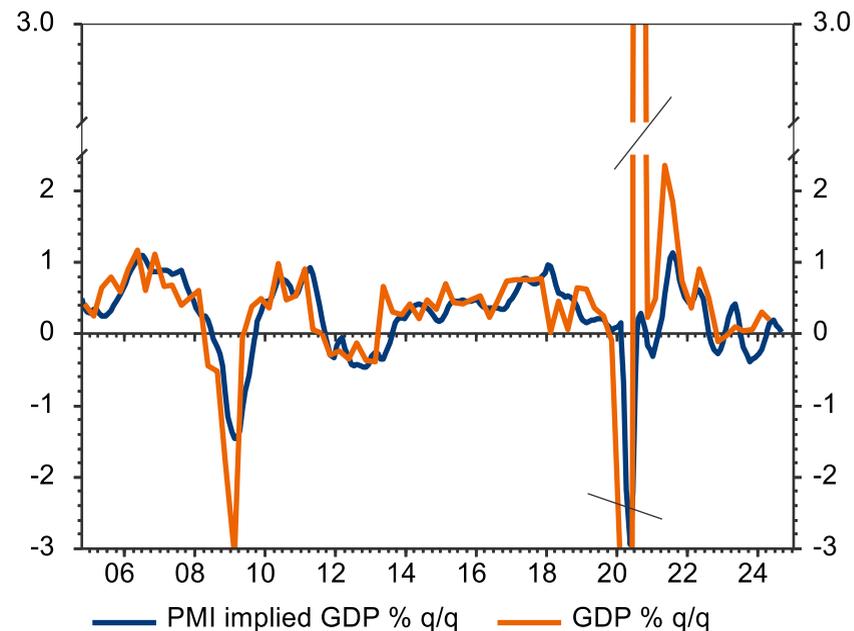
Eurozona: in aumento i rischi al ribasso

PIL in rallentamento nel 2° trimestre, crescita ancora al di sotto del potenziale almeno fino alla primavera



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, Eurostat

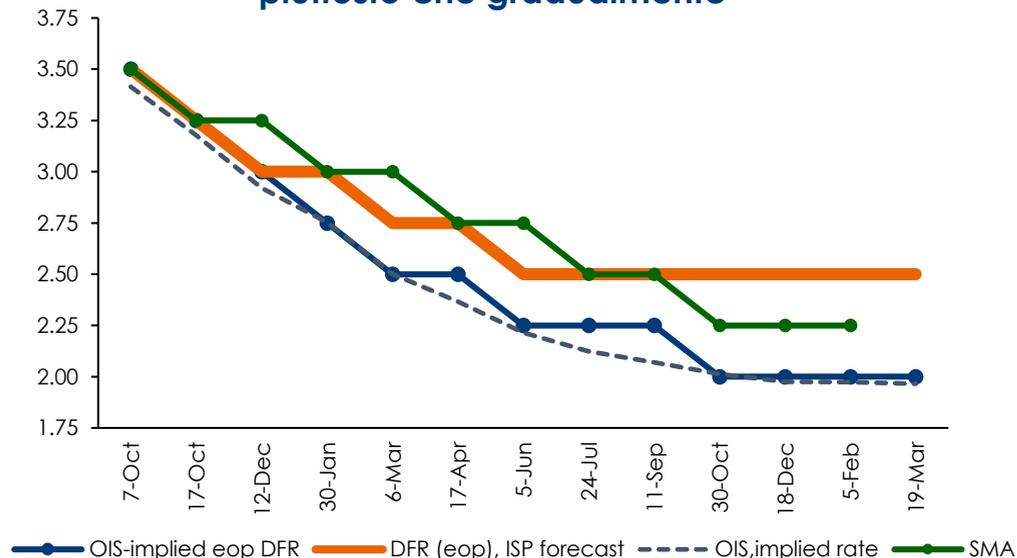
Le indagini di fiducia segnalano rischi al ribasso nel breve termine



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

«Cambio di passo» per l'allentamento monetario BCE

Da settembre, si è diffusa la convinzione che la BCE sia orientata a raggiungere la “neutralità” velocemente, piuttosto che gradualmente



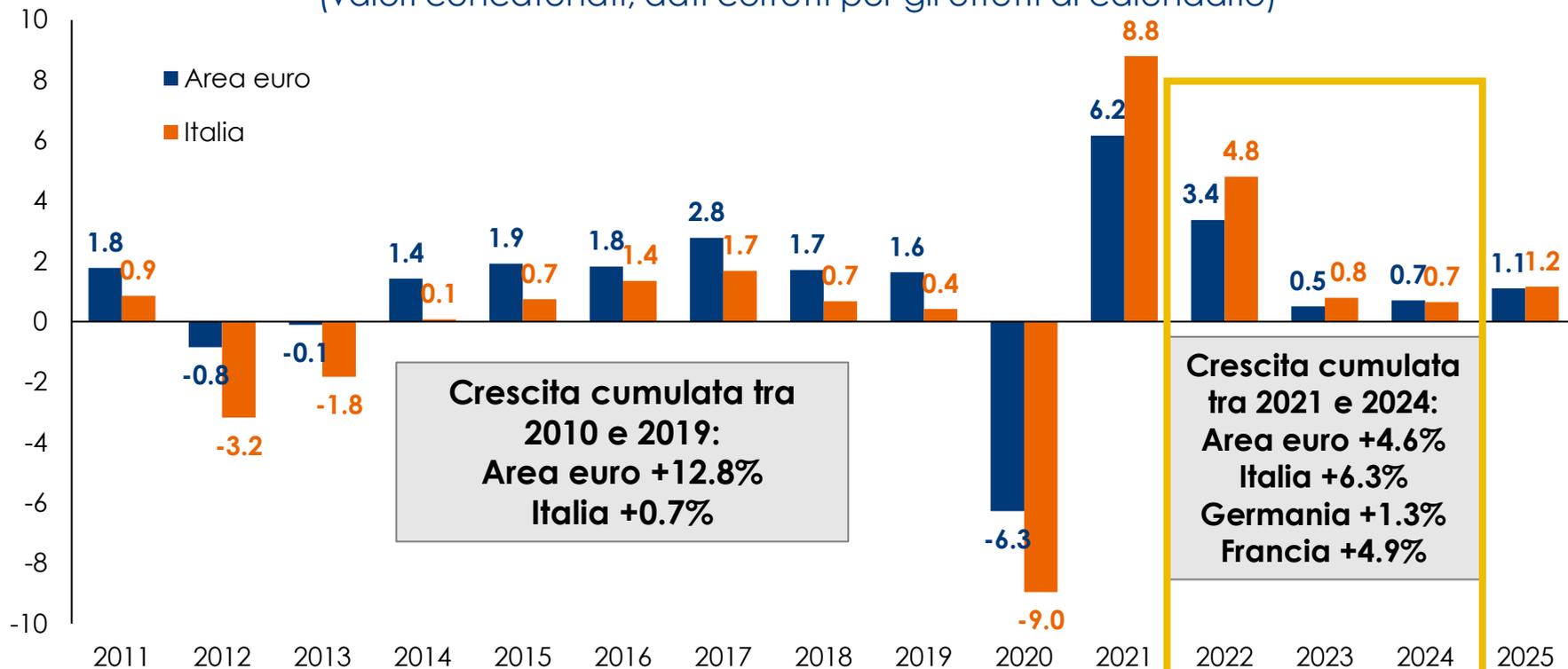
Nota: il DFR coerente con la curva OIS è calcolato assumendo uno spread OIS-DFR costante. Fonte: LSEG, ECB Survey of Monetary Analysts (September 2024), proiezioni Intesa Sanpaolo

- Dopo i tagli da 25pb di giugno e settembre, il ritmo dell'allentamento dei tassi dovrebbe accelerare, con movimenti di **25pb sia a ottobre che a dicembre.**
- La BCE potrebbe raggiungere velocemente (entro metà 2025) la fascia di **neutralità** dei tassi, in area **2,0-2,50%.**

Italia non più fanalino di coda nella UE

Evoluzione annua del PIL a confronto

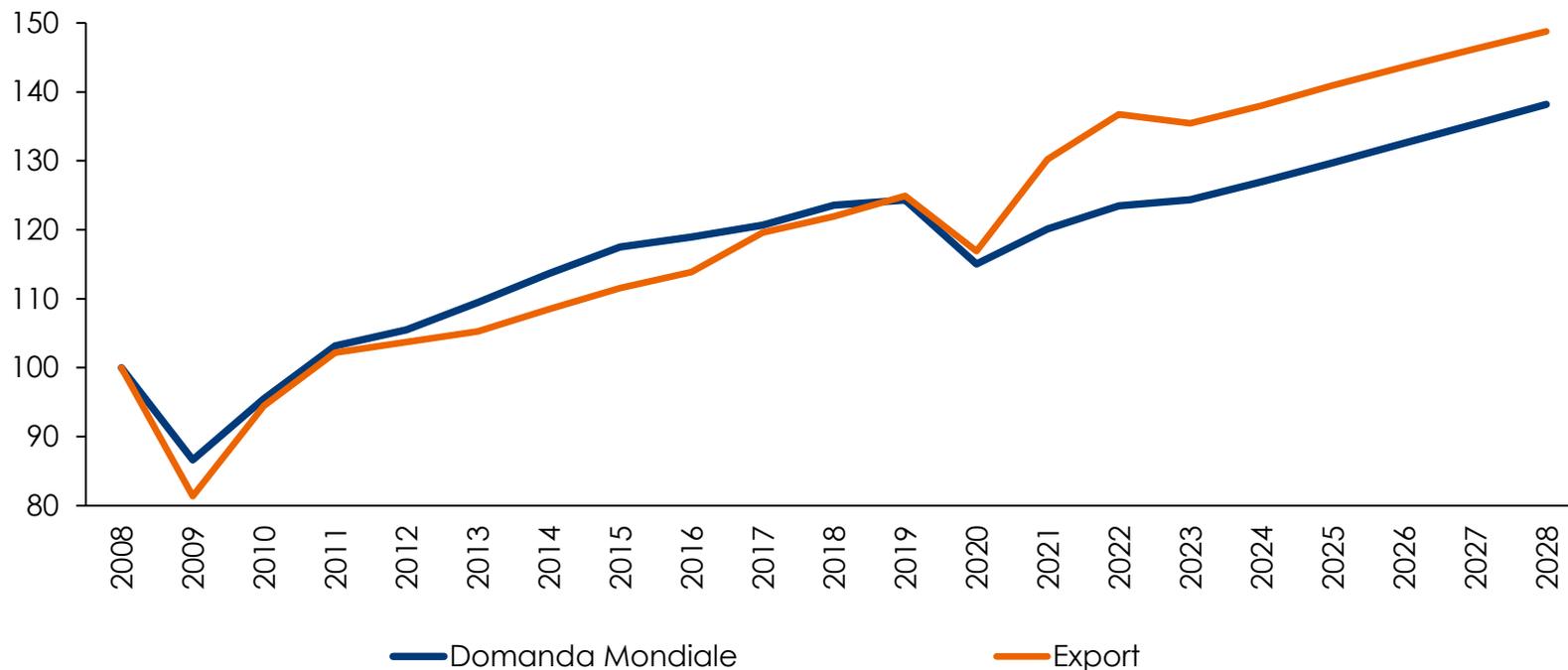
(valori concatenati; dati corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: Eurostat; proiezioni 2024-2025 Intesa Sanpaolo

Buone opportunità di sviluppo sui mercati esteri

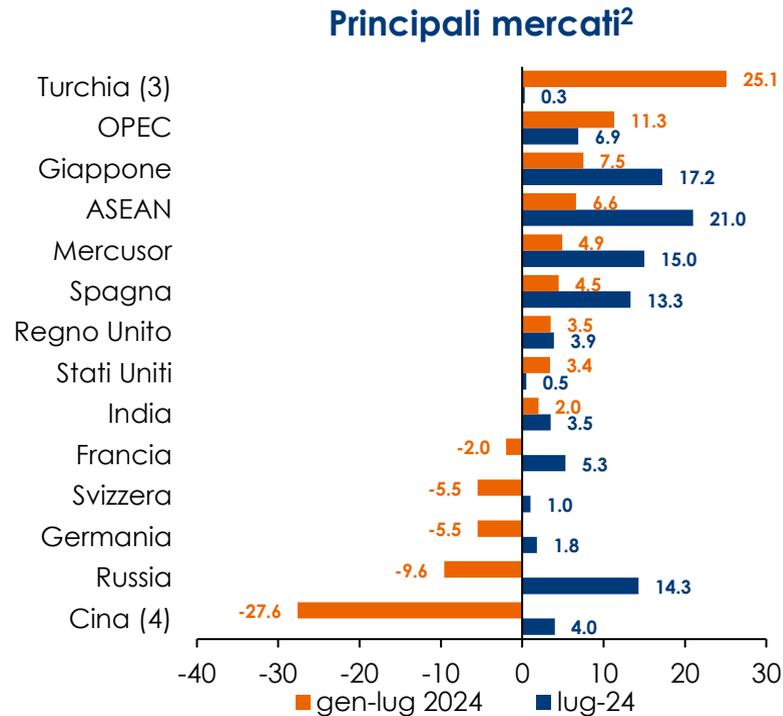
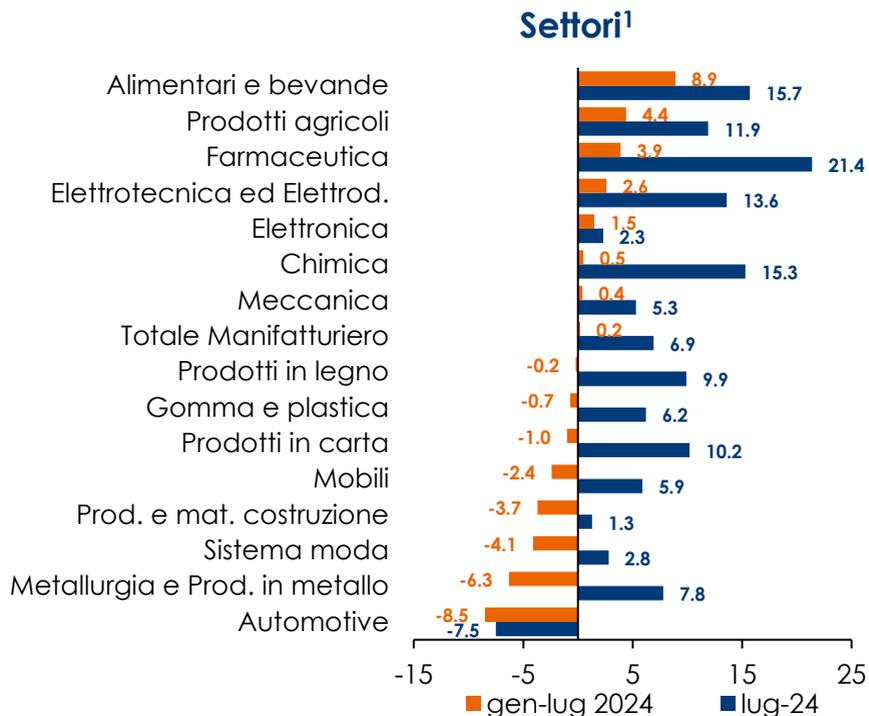
Evoluzione della domanda mondiale rivolta all'Italia e delle esportazioni manifatturiere
(2008=100, prezzi costanti)



Fonte: Banca dati ASI – Intesa Sanpaolo Prometeia Maggio 2024

Nel 2024 andamento dell'export a più velocità

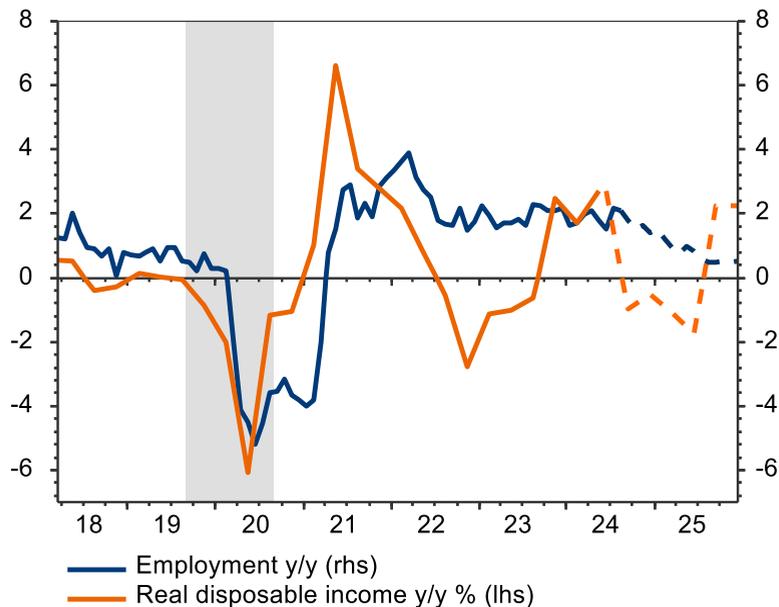
Export italiano: variazione % tendenziale a prezzi correnti



Nota: ¹ Nella figura di sinistra sono rappresentati solo comparti manifatturieri, con l'eccezione dei prodotti agricoli. ² Totale prodotti manifatturieri. ³ Il dato di export in Turchia è spinto dal balzo dei flussi di oro del polo orafa di Arezzo. ⁴ L'export verso la Cina al netto della farmaceutica è cresciuto dell'1,9% nei primi sette mesi del 2024. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

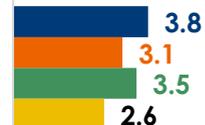
Potere d'acquisto in crescita, effetti positivi sui consumi

Atteso un recupero del reddito reale delle famiglie, grazie a tenuta occupazione, aumento salari nominali e rientro tensioni inflazionistiche

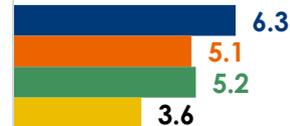


Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

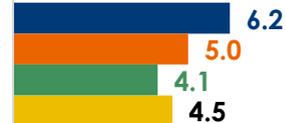
Compensation per employee (nominal)



Labour income (nominal)



Disposable income (nominal)



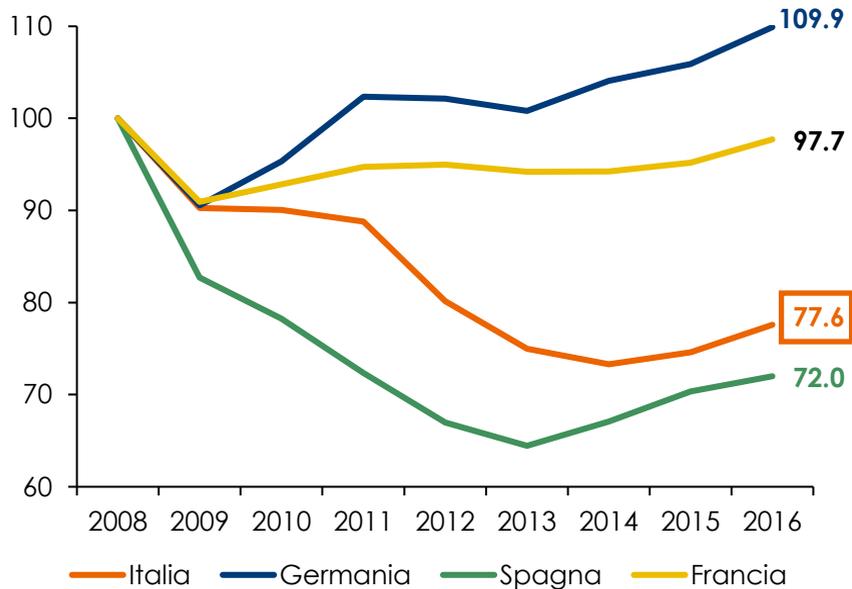
Disposable income (real)



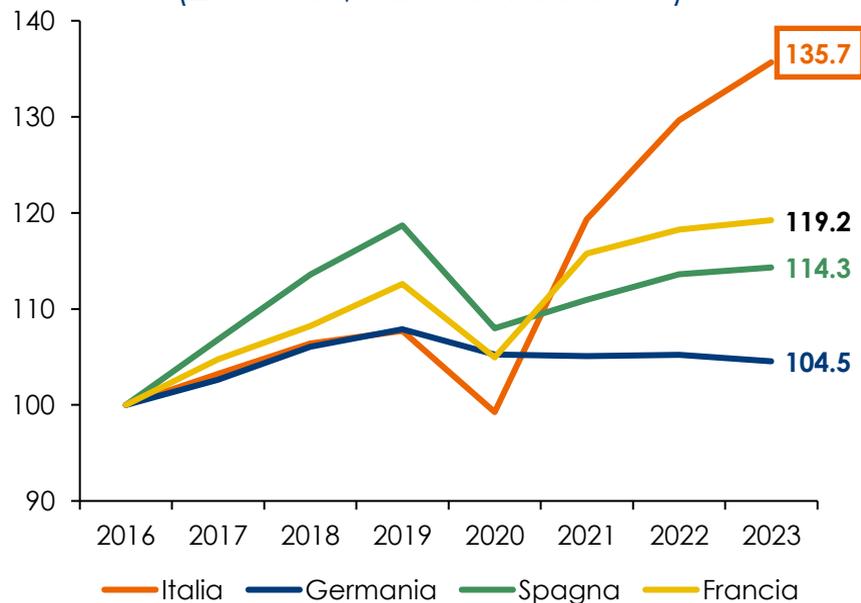
Proseguirà la crescita degli investimenti?

Italia: dal 2016 al 2023 **+35,7%** vs **+4,5% della Germania** con un forte (ma non completo) recupero del ritardo accumulato. Dal 2008 al 2023: Italia +5,3%, Germania +14,9%.

Investimenti FINO AL 2016
(2008=100; valori concatenati)



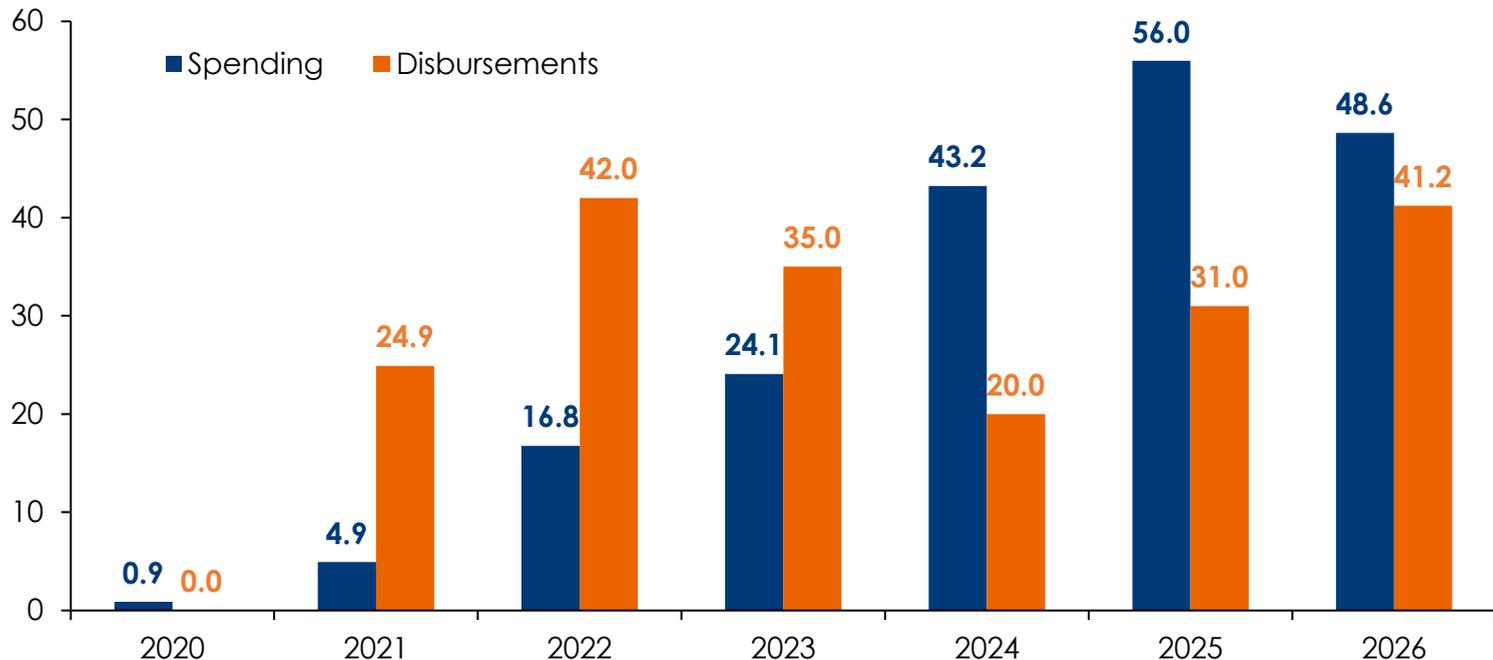
Investimenti DOPO IL 2016
(2016=100; valori concatenati)



Fonte: Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Necessaria un'accelerazione della spesa del PNRR

**Già ricevuto oltre il 60% delle risorse; spesa effettiva finora pari al 26% del totale;
spesa totale nel 1° semestre 2024 pari a soli 9,4 miliardi**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Corte dei Conti, ReGiS

Permangono ritardi, ma è assegnato l'85% dei fondi

Avanzamento procedurale e finanziario del Piano per Missione (dati al 30 giugno 2024)

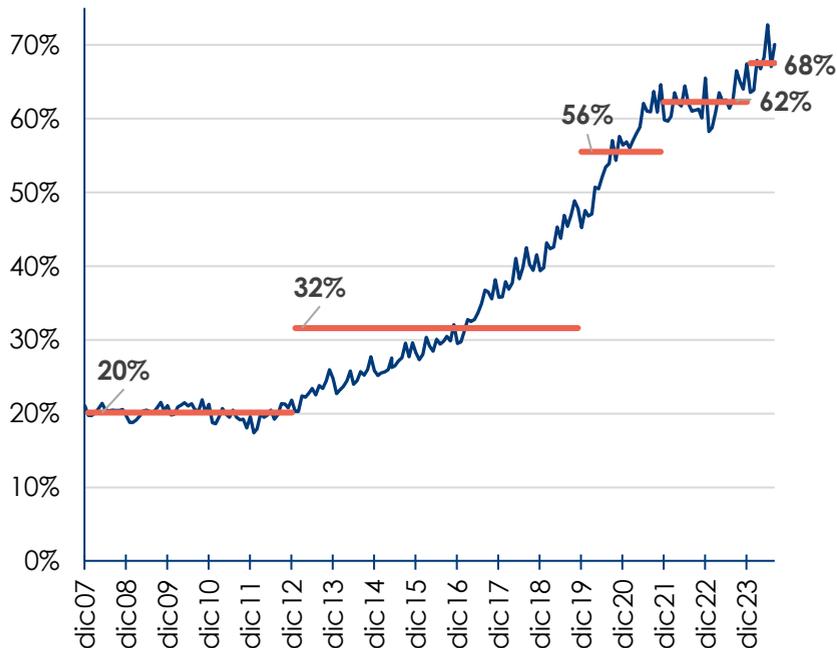
Missione	Importo assegnato (A) [mld €]	interventi attivati (B) [mld €]	Interventi attivati/importo assegnato (B/A)	Spesa sostenuta (C) [mld €]	Spesa su interventi attivati (C/B)
Missione 1	41,34	37,49	91%	18,33	49%
Missione 2	55,53	49,65	89%	16,48	33%
Missione 3	23,35	23,12	99%	6,61	29%
Missione 4	30,49	25,58	84%	6,73	26%
Missione 5	16,92	14,17	84%	1,39	10%
Missione 6	15,63	14,78	95%	1,82	12%
Missione 7	11,18	0,00	0%		0%
Totale	194,42	164,79	85%	51,36	31%

Fonte: Governo italiano

- Spesa effettiva al 30 giugno 2024 pari a **51,36** miliardi di euro, cioè solo 9,4 miliardi sopra i livelli di fine 2023 (pari a 42 miliardi).
- Tuttavia, **164,79 miliardi su 194,42 miliardi (l'85% dei fondi) sono assegnati ai soggetti attuatori** (dopo che i progetti da finanziare sono stati individuati con bandi, avvisi, circolari o altri provvedimenti). Delle misure che passano attraverso una gara (132,77 miliardi), sono state **attivate procedure** per 122,04 miliardi (il 92%) e **avviate gare** per 111,62 miliardi (il 91% del totale attivato).

Più solida la posizione finanziaria delle imprese, divenute più resilienti ai tassi elevati

Rapporto tra depositi e prestiti alle società non finanziarie (%)

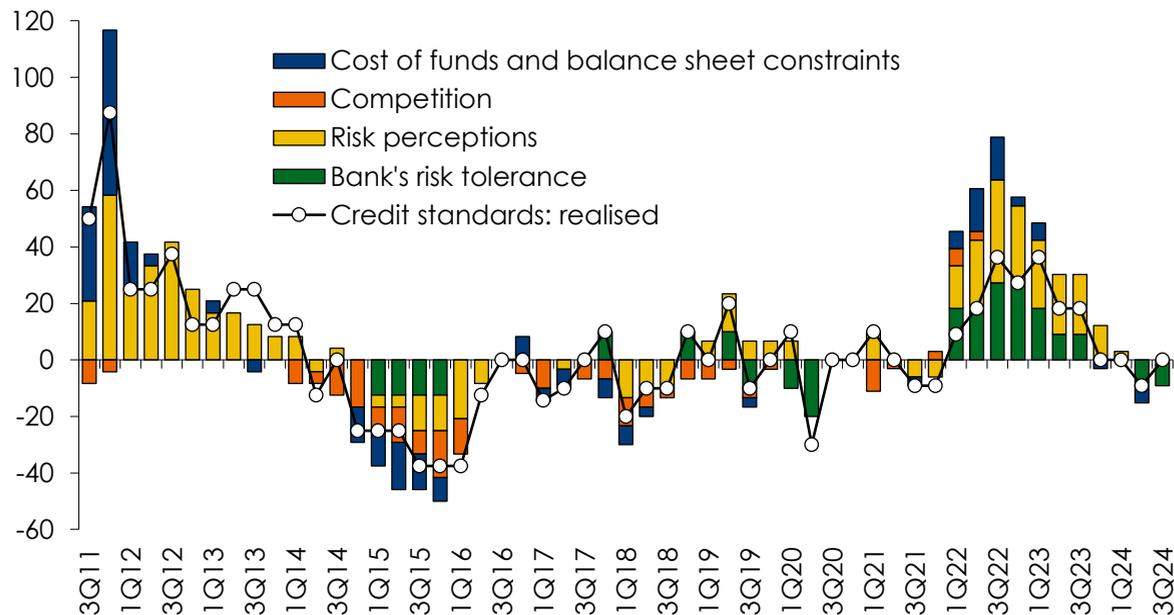


Fonte: Banca d'Italia, Banking Research Intesa Sanpaolo

- **Riduzione della leva finanziaria**, dal **49%** nel 2011 al **33%** nel secondo trimestre 2024.
- **Minore dipendenza dal credito bancario**. Dal 2011 al secondo trimestre 2024, la quota di debito bancario sul totale dei debiti è scesa dal **67%** al **47%**.
- **Allungamento della durata dei prestiti alle società non finanziarie**, con quelli a medio-lungo pari in media al **78%** del totale nel 2023, vs il **60%** del 2007.
- **Aumento della liquidità**: depositi pari al **68%** dei prestiti bancari delle società non finanziarie **nei primi otto mesi del 2024**, rispetto al **20%** del periodo 2008-12.

Svolta nell'offerta di credito alle imprese: leggero allentamento dei criteri nel 2° trimestre, stabili nel 3°

Cambiamento degli standard applicati ai prestiti alle imprese e importanza relativa dei fattori per i criteri di approvazione dei prestiti e delle linee di credito (% netta: inasprimento - allentamento)



Una propensione al rischio leggermente più alta da parte delle banche, unita ai minori costi di finanziamento e alla maggiore capacità di finanziarsi sul mercato, hanno contribuito al miglioramento delle condizioni di offerta, attuato **via riduzione dei tassi.**

Fonte: BCE, Indagine sui prestiti bancari nell'area dell'euro (BLS)

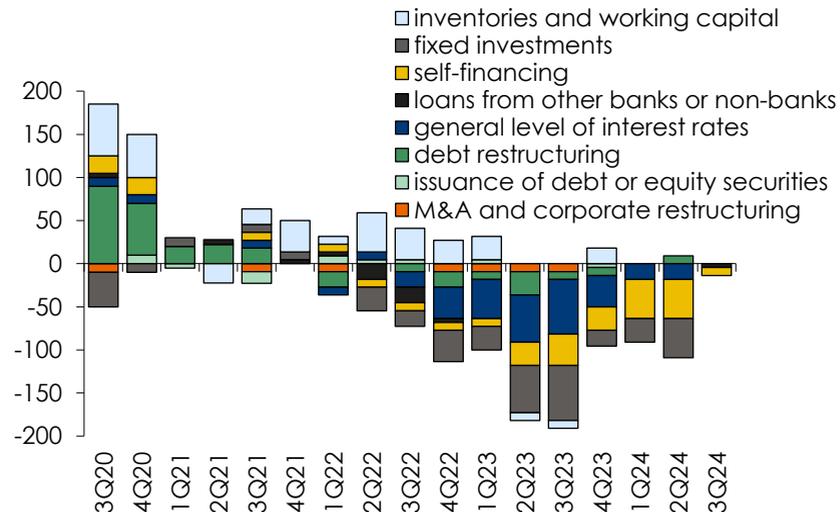
Nonostante la disponibilità di credito, domanda da parte delle imprese ancora in calo

Il calo della domanda delle imprese resta attribuibile principalmente al ricorso all'autofinanziamento; nel 1° semestre vi hanno concorso anche il rinvio delle decisioni di investimento e, in minor misura, i tassi di interesse più alti.

Domanda di prestiti e linee di credito da parte delle imprese (% netta: aumento - diminuzione)



Fattori di domanda di prestiti e linee di credito da parte delle imprese (% netta)

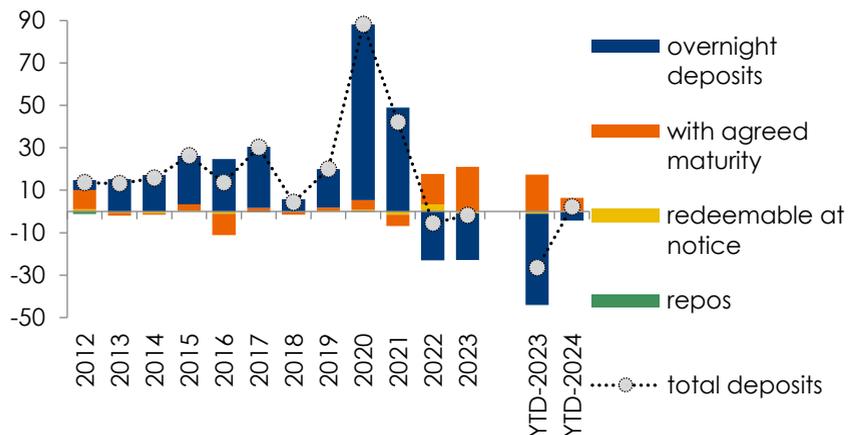


Fonte: BCE, Indagine sui prestiti bancari nell'area dell'euro (BLS)

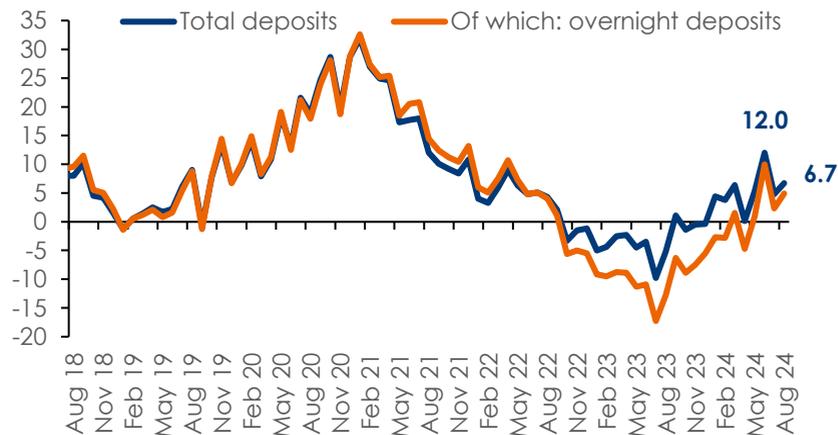
Depositi imprese in calo di soli 1,9 mld nel 2023 e di nuovo in crescita da inizio 2024

Depositi delle imprese: dopo l'incremento di 130 mld nel 2020-21, flusso netto leggermente negativo nel 2022 (-5,4 miliardi). I deflussi sono proseguiti nel 2023, ma **il saldo annuale è stato di soli -1,9 mld. Flusso leggermente positivo nei primi 8 mesi del 2024 (+2 mld contro i -27 mld dei 8M23).** Crescita dello stock del 6,7% ad agosto.

Flussi netti verso i depositi delle società non finanziarie, dati annuali e primi 8 mesi 2023-24
(miliardi di euro)



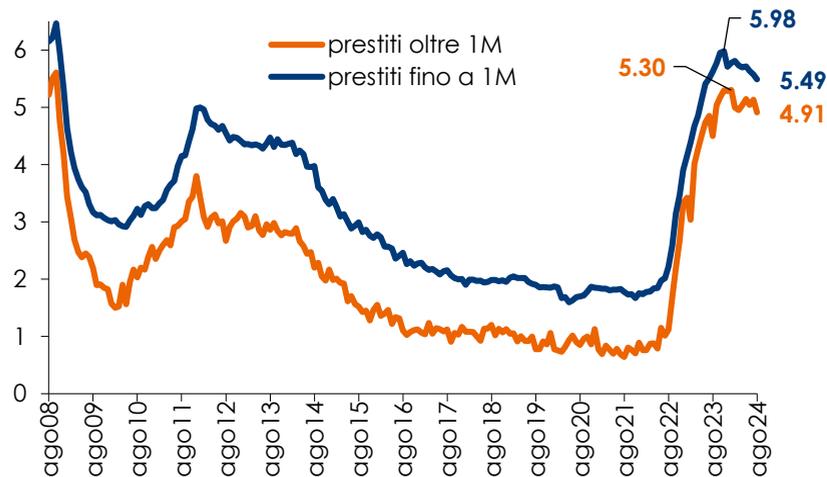
Andamento dei depositi delle società non-finanziarie italiane
(variazione % a/a)



Prestiti alle imprese ancora molto deboli

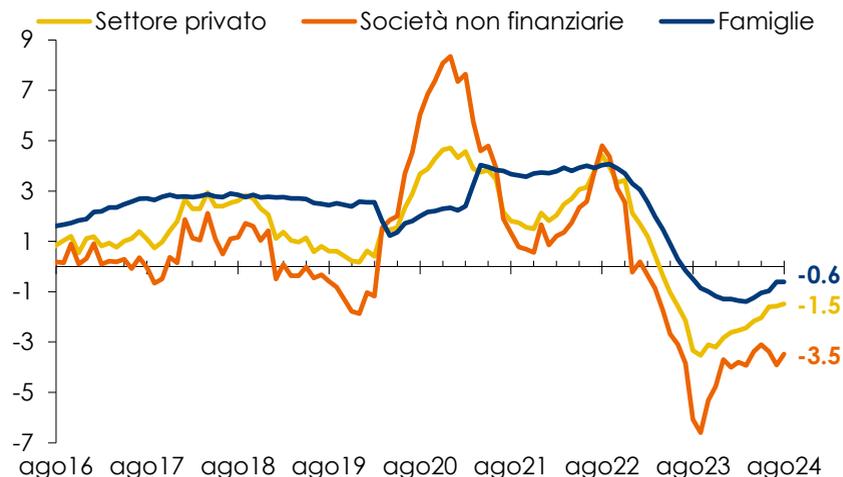
- Tassi sui nuovi prestiti in lieve calo, da 5,30% a fine 2023 su operazioni oltre 1 milione (+4,4 p.p. su fine 2021) a 4,91% ad agosto; 5,49% per importi inferiori, da 6% a nov-23.
- Prestiti alle società non finanziarie in riduzione dal 4° trimestre 2022. Ad agosto, **il calo era ancora significativo (-3,5%)**.

Tassi sui nuovi prestiti alle società non finanziarie italiane (%)



Fonte: Banca d'Italia

Prestiti al settore privato (var. % annua) (*)



Nota: (*) dati rettificati per tener conto delle cartolarizzazioni e al netto delle controparti centrali

Fonte: Banca d'Italia

Le previsioni macro sull'Italia

	2023	2024p	2025p
PIL (prezzi 2020, a/a)	0.8	0.7	1.2
Consumi delle famiglie	1.0	0.1	1.5
Consumi collettivi	1.9	0.6	0.5
Investimenti fissi	8.7	1.0	0.9
Importazioni	0.0	-4.4	1.8
Esportazioni	1.1	-0.6	1.6
Commercio estero (contrib., % PIL)	0.4	1.1	0.0
Domanda finale interna (contrib., % PIL)	2.7	0.4	1.1
Prezzi al consumo (a/a)	5.6	1.1	1.8
Disoccupazione (%)	7.7	6.6	6.7
Reddito disponibile reale	-0.2	1.0	1.0
Tasso di risparmio	7.8	8.5	8.0
Partite correnti (% PIL)	0.5	1.4	1.1

- **La crescita acquisita nel 2024 è ora pari allo 0,4%: la nostra attuale previsione si colloca allo 0,7%.** Ma i rischi sono al ribasso, perché l'industria è ancora in recessione e le costruzioni stanno iniziando a risentire del minor supporto dal Superbonus.
- **I fattori di ripresa sono l'aumento del reddito disponibile reale delle famiglie e l'accelerazione delle spese finanziate dal PNRR. Per il 2025 la nostra previsione è per una crescita all'1,2%.**

Importanti comunicazioni

Certificazione degli analisti

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.intesaspanpaolo.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.

A cura di:

Gregorio De Felice, *Chief Economist, Intesa Sanpaolo*