

La Bussola dell'Economia Italiana

Direzione Studi e Ricerche

Maggio 2021

IMI

CORPORATE &
INVESTMENT
BANKING

La bussola dell'economia italiana

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

PIL ancora in calo a inizio 2021, ma migliorano le indicazioni prospettiche
Focus - Un PNRR ambizioso. L'impatto economico dipenderà dalla capacità di implementazione

Sintesi della previsione macroeconomica

Produzione industriale poco variata a marzo, ma il trend resta espansivo

Prosegue il rimbalzo della fiducia delle aziende e del fatturato nell'industria

Si rafforza la ripresa nelle costruzioni

Servizi: atteso ridursi in prospettiva il ritardo rispetto al manifatturiero

Inizia il recupero della fiducia e della spesa delle famiglie

È ancora lontana una svolta per il mercato del lavoro

Continua il trend positivo per il commercio estero

Inflazione in ulteriore salita

Tendenze del settore bancario

Ancora un aumento per i tassi sulle erogazioni di mutui alle famiglie

Rallenta la dinamica dei prestiti alle imprese

Crescita dei depositi sostenuta, ma più moderata dopo il picco di gennaio

Maggio 2021

2

2

4

12

13

14

15

16

17

18

19

20

Nota Mensile

Direzione Studi e Ricerche

Paolo Mameli

Economista Macro Italia

Andrea Volpi

Economista Macro Area euro

Elisa Coletti

Economista Banche

L'evoluzione dello scenario congiunturale

PIL ancora in calo a inizio 2021, ma migliorano le indicazioni prospettiche

Il PIL è calato (non sorprendentemente) anche a inizio 2021, trascinato al ribasso ancora dai servizi. Tuttavia, si stanno creando le condizioni per un rimbalzo già nel trimestre in corso, atteso poi rafforzarsi nella seconda metà dell'anno.

Paolo Mameli

Il PIL italiano ha subito una nuova contrazione nel 1° trimestre (-0,4% t/t), sia pure di intensità minore rispetto a quella registrata nel 4° trimestre 2020 (-1,8%, rivisto al rialzo di un decimo).

Il dato è stato marginalmente migliore delle aspettative di consenso (-0,5% t/t) e lievemente più debole della nostra stima (-0,2%). Nel trimestre, il dato italiano è circa in linea con la media eurozona e con l'economia spagnola (-0,6% e -0,5% t/t, rispettivamente), e più debole rispetto alla Francia (+0,4% t/t), ma decisamente migliore rispetto alla Germania (-1,7% t/t).

L'Istat diffonderà il dettaglio sulle componenti dal lato della domanda e dell'offerta solo il prossimo 1° giugno. Tuttavia, quanto riportato nel comunicato stampa dall'agenzia di statistica è in linea con le nostre attese: **la contrazione di inizio 2021 è tutta dovuta ai servizi, frenati dalle restrizioni** ancora in vigore su alcuni comparti del settore, mentre si è avuta una crescita del valore aggiunto sia nel settore primario che nell'industria.

Dal lato della domanda, Istat comunica che si è registrato un contributo positivo della componente nazionale (al lordo delle scorte), a fronte di un apporto negativo degli scambi con l'estero. **Pensiamo che la crescita della domanda interna sia dovuta principalmente agli investimenti** (trainati soprattutto dalle costruzioni), mentre stimiamo che i consumi abbiano continuato a contrarsi, appesantiti ancora una volta dai servizi (nonostante un possibile rimbalzo per i beni durevoli).

La crescita acquisita per il 2021 (in caso di stagnazione dell'attività economica nel resto dell'anno, ipotesi peraltro assai pessimistica) è pari all'1,9%, il che conferma come **il rimbalzo del PIL verificatosi nell'estate del 2020 lasci un'eredità statistica positiva per l'anno in corso.**

In sintesi, il dato è risultato circa in linea con le attese e non aggiunge particolari novità allo scenario. Tuttavia, **nel periodo più recente sono giunte informazioni che a nostro avviso migliorano le prospettive** per il ciclo:

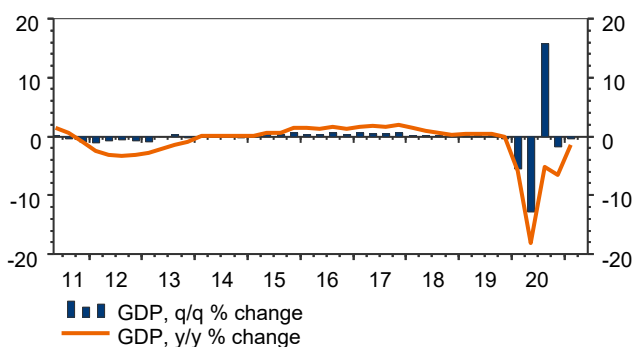
- le **indagini di fiducia** ad aprile hanno tutte concordemente segnalato un miglioramento delle aspettative sull'economia da parte di famiglie e imprese (non solo nel settore manifatturiero: ci aspettiamo che nei prossimi mesi si riduca la divergenza tra industria e terziario);
- è iniziato dal 26 aprile (ed è stato rafforzato nei giorni scorsi¹) un percorso di **graduale riapertura** delle attività soggette a restrizioni;

¹ Il Consiglio dei Ministri ha approvato lo scorso 17 maggio un decreto-legge che introduce un significativo allentamento nelle restrizioni anti-COVID. Le principali novità riguardano le "zone gialle", nelle quali, dall'entrata in vigore del decreto, il divieto di spostamenti notturni scatterà dalle ore 23 anziché dalle 22; il coprifuoco inizierà alle ore 24 dal 7 giugno, e sarà abolito dal 21 giugno. Dal 22 maggio, tutti gli esercizi presenti nei mercati, centri commerciali, gallerie e parchi commerciali potranno restare aperti anche nei giorni festivi e prefestivi, e sarà possibile riaprire gli impianti di risalita in montagna. La riapertura delle palestre è anticipata dal 1° giugno al 24 maggio (dal 1° luglio potranno riaprire le piscine al chiuso, i centri natatori e i centri benessere), e quella di parchi tematici e di divertimento pubblico dal 1° luglio al 15 giugno. Dal 1° giugno sarà possibile consumare cibi e bevande all'interno dei locali (anche oltre le ore 18). Dal 1° giugno all'aperto e dal 1° luglio al chiuso sarà consentita la presenza di pubblico, nei limiti già previsti (25% della capienza massima, con limite di 1000 persone all'aperto e 500 al chiuso), per tutte le competizioni o eventi sportivi (non solo a quelli di interesse nazionale). Dal 15 giugno saranno possibili, anche al chiuso, le feste e i ricevimenti successivi a cerimonie civili o religiose, tramite uso della "certificazione verde". Dal 1° luglio è prevista la riapertura di sale giochi, sale scommesse, sale bingo e casinò, e delle attività di centri culturali, centri sociali e centri ricreativi, e sarà di nuovo possibile tenere corsi di formazione pubblici e privati in presenza. Restano sospese le attività in sale da ballo, discoteche e simili (anche all'aperto). Infine, il decreto modifica i parametri di ingresso nelle "zone colorate", secondo criteri proposti dal Ministero della salute,

- la **campagna vaccinale** ha guadagnato decisamente velocità nelle ultime settimane: il ritmo di dosi somministrate al giorno è ormai vicino alle 500 mila previste dal Piano vaccinale nazionale: all'attuale passo, l'obiettivo di immunizzare il 70% della popolazione sarebbe raggiunto il 9 settembre (solo un paio di settimane più tardi rispetto agli obiettivi governativi);
- infine, il "potenziamento" del **Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza** (vedi Focus alle pagine seguenti), specie se accompagnato da un'efficace implementazione delle riforme annunciate, suggerisce che il PIL possa crescere al di sopra del potenziale (attualmente stimato a poco più di mezzo punto percentuale) per diversi anni a venire (stimiamo almeno sino al 2025).

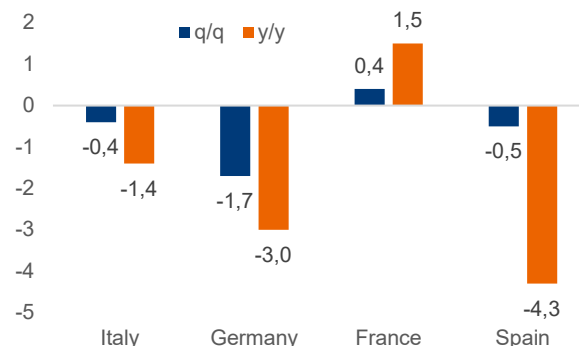
In sintesi, gli sviluppi recenti appaiono coerenti con la nostra stima di un **rimbalzo del PIL vicino al punto percentuale nel trimestre in corso**. Soprattutto, si stanno creando le condizioni per vedere un'**accelerazione potenzialmente anche molto ampia** nel trimestre estivo, quando l'effetto-riapertura (nel confronto con i tre mesi precedenti) sarà massimo. Nel complesso, **stanno emergendo rischi al rialzo (per ora di entità moderata) sulla nostra attuale previsione sul PIL 2021** (che per il momento si attesta al 3,7%). La svolta per l'economia appare già in corso.

PIL ancora in contrazione a inizio 2021, ma l'intensità della caduta va riducendosi



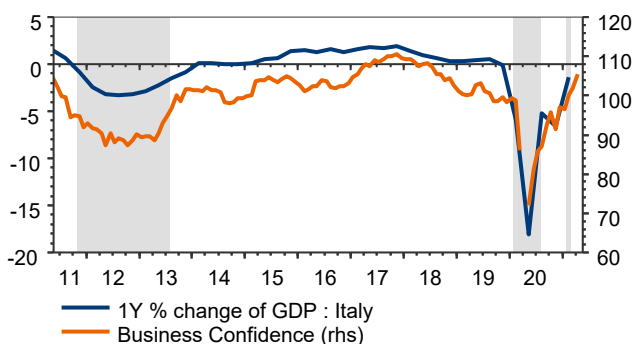
Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

La Francia manifesta la migliore tenuta tra i principali Paesi dell'eurozona, mentre la performance peggiore è della Germania nel trimestre e della Spagna sull'anno



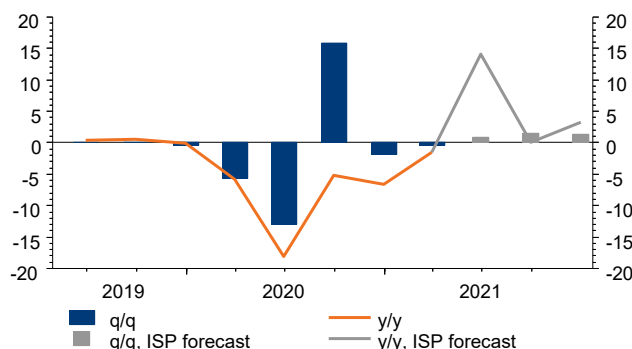
Fonte: Istat e uffici statistici nazionali, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le indagini di fiducia segnalano che è possibile un rimbalzo del PIL già nel trimestre in corso...



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

...atteso rafforzarsi nella seconda metà dell'anno



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

in modo che assumano principale rilievo l'incidenza dei contagi rispetto alla popolazione complessiva e il tasso di occupazione dei posti letto in area medica e in terapia intensiva (si passerà da 21 a 12 criteri, e le modifiche rendono più difficile il passaggio alle aree di rischio elevato). Dal 24 maggio, tutta Italia dovrebbe attestarsi in "zona gialla" (a rischio contenuto). Dal 1° giugno, dovrebbero passare in zona "bianca" (a rischio basso, dove non vigono restrizioni particolari se non l'uso dei DPI e il distanziamento) Friuli-Venezia Giulia, Molise e Sardegna; dal 7 giugno, anche Abruzzo, Veneto e Liguria.

Focus - Un PNRR ambizioso. L'impatto economico dipenderà dalla capacità di implementazione

Il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) avrà effetti positivi sul PIL, in particolare nel biennio 2022-23 (nelle nostre simulazioni e con le informazioni attualmente disponibili, in linea con gli scenari più "prudenti" ipotizzati dal Governo). L'impatto sarà permanente e potenzialmente maggiore di quanto suggeriscano le nostre simulazioni se accompagnato da un'efficace e tempestiva implementazione delle riforme incluse nel PNRR (sia di quelle "abilitanti" che di quelle "orizzontali").

Paolo Mameli

Il Governo ha inviato lo scorso 30 aprile alla Commissione Europea il **Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza**. Ulteriori dettagli sono in corso di discussione in queste settimane prima che la Commissione esprima il suo parere al Consiglio europeo. L'ammontare del Piano è descritto in Tabella 1 e 2. Ai fondi del Programma "Next Gen EU" (68,9 miliardi di sovvenzioni, 122,6 miliardi di prestiti totali e oltre 13 mld nell'ambito del Programma "React-EU") si affiancheranno risorse nazionali (Fondo Complementare al PNRR, incremento della dotazione del Fondo Sviluppo e Coesione e ulteriori opere finanziate con risorse nazionali e fondi strutturali con orizzonte al 2032). Nel complesso l'ammontare delle risorse vale ben oltre 200 miliardi (con cifre differenti a seconda degli importi considerati: 205 mld è la somma delle risorse UE, che sale a 236 miliardi laddove si consideri il "fondo complementare" interamente a carico di risorse nazionali che costituisce parte integrante del PNRR; la cifra di 248 miliardi è riferita invece ai fondi del Dispositivo di Resilienza in senso stretto con l'aggiunta del "fondo complementare" e delle ulteriori opere specifiche con orizzonte al 2032), quello delle sole risorse "aggiuntive"² (UE e nazionali) con orizzonte al 2026 ammonta a oltre 182 miliardi.

Nei piani del Governo, **il 61,8% delle risorse è destinato a investimenti pubblici**, il 12,2% è costituito da spesa corrente, il 18,7% sono incentivi alle imprese, il 5% trasferimenti alle famiglie e il 2,4% sono riduzioni di contributi sociali a carico dei datori di lavoro (Figura 1). In Figura 2 è descritta l'allocazione percentuale delle risorse in base alle sei "missioni" individuate nel Piano; occorre aggiungere che, considerando altre poste inserite in diverse "missioni", agli investimenti per il contrasto al cambiamento climatico viene assegnato il 40% delle risorse (contro il 30% della missione "rivoluzione verde e transizione ecologica" in senso stretto), all'asse strategico della transizione digitale il 27% circa (contro il 21% della missione "digitalizzazione, innovazione, competitività e cultura"). Il Governo ha anche specificato che il 10% circa del Piano è dedicato alla coesione sociale, e che il 40% delle risorse sarà diretto al Mezzogiorno.

Tab. 1 - Le principali cifre del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza

	Miliardi	% PIL 2021
RRF	191.5	11.0
React EU	13.5	0.8
RRF + React EU	205.0	11.8
Fondo complementare	31.0	1.8
RRF + React EU + Fondo complementare	236.0	13.5
Fondo Sviluppo e Coesione	15.5	0.9
RRF + React EU + Fondo complementare + Fondo Sviluppo e Coesione	251.5	14.4
Opere specifiche (orizzonte: 2032)	26.0	1.5
RRF + React EU + Fondo complementare + Fondo Sviluppo e Coesione + Opere specifiche	277.5	15.9

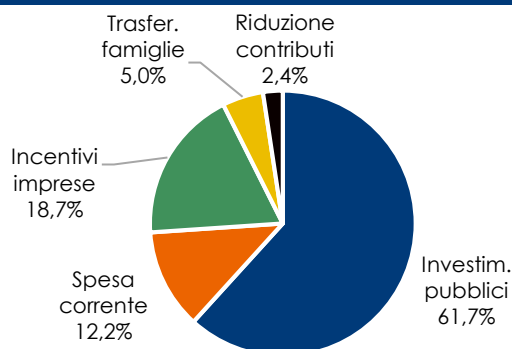
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo Italiano

Tab. 2 - Le risorse aggiuntive rispetto ai tendenziali di finanza pubblica

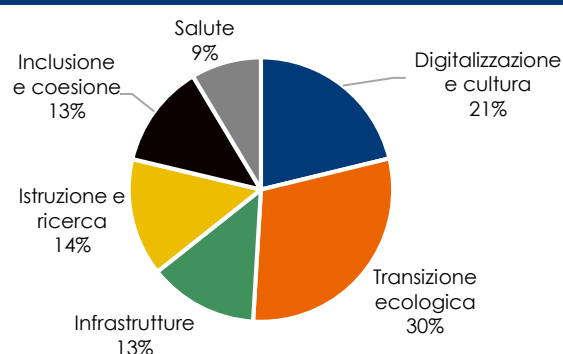
Risorse aggiuntive per valutazione di impatto al 2026	Miliardi	In % PIL cumulato 2021-26
Sovvenzioni RRF	68.9	0.6
Prestiti aggiuntivi	53.5	0.5
React-EU	13.5	0.1
Totale risorse aggiuntive UE	135.9	1.2
Fondo complementare nazionale	31.0	0.3
Anticipo Fondo Sviluppo e Coesione nazionale	15.8	0.1
Totale risorse aggiuntive nazionali	46.5	0.4
Totale risorse aggiuntive	182.7	1.7

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo Italiano

² Le risorse "aggiuntive" sono ottenute sottraendo dalle risorse totali i prestiti "sostitutivi" ovvero quelli non finalizzati a finanziare un incremento di spese (o una diminuzione di entrate) rispetto agli attuali tendenziali di finanza pubblica (in altri termini, si tratta semplicemente di una forma di finanziamento alternativa alle emissioni nazionali del Tesoro)

Fig. 1 – Classificazione del PNRR in base alla tipologia di aumenti di spesa o riduzioni di entrate (risorse aggiuntive)

Fonte: PNRR

Fig. 2 – Classificazione del PNRR in base alle “missioni” di allocazione delle risorse totali

Fonte: PNRR e elaborazioni Intesa Sanpaolo

Una **valutazione** del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza è un esercizio soggetto a un **grado di incertezza molto elevato**, in quanto, allo stato attuale:

- non è disponibile un dettaglio completo “*bottom-up*” sui progetti sottostanti, pertanto occorre fare delle ipotesi sulla **qualità ed efficienza** degli interventi;
- non è nota l'**articolazione temporale** della spesa nei diversi anni (il Tesoro ha fornito delle ipotesi sui flussi di sovvenzioni e prestiti in arrivo dalla UE, che però quasi certamente non corrisponderanno alla tempistica né dell'attribuzione per competenza delle maggiori spese o minori entrate, né della produzione degli effetti sull'economia);
- al momento mancano dettagli completi sulle **riforme** che accompagneranno il Piano e che, soprattutto con riferimento alle cosiddette riforme “abilitanti”, avranno un impatto decisivo sull'efficacia degli interventi (in tal senso, un decreto-legge sulle semplificazioni è atteso entro fine maggio); lo stesso Governo argomenta che l'effetto del Piano dipende non solo dal tipo di investimenti selezionati, ma anche (“se non maggiormente”) dal “contesto” in cui verranno effettuati;
- infine, permane un certo grado di indeterminazione circa la **governance** del Piano: è prevista una responsabilità diretta dei ministeri e delle amministrazioni locali per la realizzazione degli investimenti e delle riforme entro i tempi concordati, e per la gestione regolare, corretta ed efficace delle risorse, mentre al Ministero dell'Economia spetta il monitoraggio e controllo del progresso nell'attuazione di riforme e investimenti; tuttavia, maggiori dettagli dovrebbero arrivare con un apposito provvedimento normativo atteso entro fine maggio.

Nel seguito diamo conto di una nostra **simulazione**³ volta a individuare un ordine di grandezza dell'impatto del PNRR sull'economia italiana, da ritenersi del tutto preliminare in quanto, come si è detto, basata su ipotesi preliminari e informazioni parziali.

Nell'esercizio di simulazione, abbiamo considerato gli **effetti della spesa aggiuntiva che si realizzerà grazie sia ai fondi europei, che al finanziamento nazionale**. Tali risorse, in linea con quanto indicato dal Governo nel PNRR, valgono oltre 182 miliardi nel complesso dei sei anni 2021-26 (l'insieme delle sovvenzioni UE, sommate alla quota “aggiuntiva” di prestiti del Dispositivo di Ripresa e Resilienza, vale quasi 136 miliardi, cui si devono aggiungere gli oltre 30 miliardi del Fondo complementare e i quasi 16 miliardi di anticipo della dotazione del Fondo Sviluppo e Coesione). Abbiamo imputato la spesa aggiuntiva utilizzando lo spaccato per tipologia di spese o entrate indicato dal Governo (quasi il 62% in maggiori investimenti pubblici e il resto ripartito tra incentivi

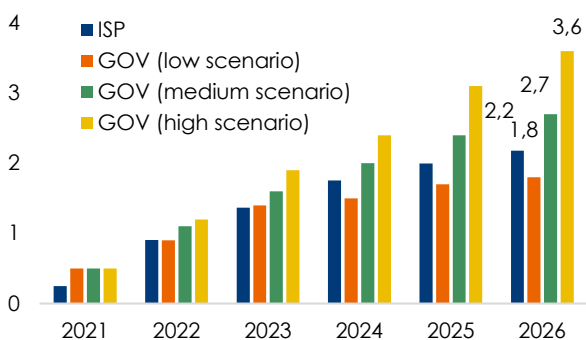
³ Svolta sul modello a equazioni simultanee Oxford Economic Forecasting di Oxford Economics

fiscali soprattutto per le imprese e maggiore spesa corrente per le amministrazioni pubbliche). Abbiamo anche ipotizzato maggiori assunzioni nel settore pubblico per circa 500 mila unità da qui al 2026 (stima prudenziale rispetto a recenti dichiarazioni di membri del Governo).

Nell'anno finale dell'orizzonte di previsione (2026), nella nostra simulazione (Figura 3) **il PIL risulta più alto del 2,2%** rispetto allo scenario di base (superiore all'1,8% indicato dal Governo nello scenario "basso" ma al di sotto del 2,7% dello scenario "medio" e al 3,6% di quello "alto"). **Il moltiplicatore cumulato delle misure⁴ risulta nella nostra simulazione pari a poco più dello 0,8**, a fronte di un moltiplicatore indicato nel PNRR del Governo pari a 1,2 nello scenario "alto", 0,9 nello scenario "medio" e 0,7 nello scenario "basso". È importante sottolineare però che **i minori effetti sul PIL nella nostra simulazione rispetto agli scenari più ottimistici delineati dal Governo non sono dovuti a una minore intensità dell'impatto sulla domanda interna** (nella nostra simulazione, l'effetto sugli investimenti è pari a fine periodo al 14,3% contro il 10,4% indicato dal Governo nello scenario "alto", sui consumi all'1,7% rispetto all'1,9% allo scenario "alto" del PNRR). In altri termini, **l'impatto, in particolare sugli investimenti, nella nostra simulazione è superiore a quello calcolato dal Governo nello scenario più ottimistico. I minori effetti sul PIL dipendono da una maggiore attivazione di importazioni** rispetto a quanto stimato dal Governo, nonché da una minore vivacità delle esportazioni (effetto sull'import: +5,6% nella nostra simulazione, +4% nello scenario "alto" del Governo; la simulazione non ha effetti sull'export nel nostro scenario, a fronte di un impatto di +2,7% nello scenario più ottimistico del PNRR): tale dinamica è a nostro avviso in linea con l'esperienza recente. Viceversa, con ogni probabilità il Governo, nello scenario "alto", ipotizza effetti sulla competitività che migliorino le ragioni di scambio (ipotesi da noi prudenzialmente non assunta).

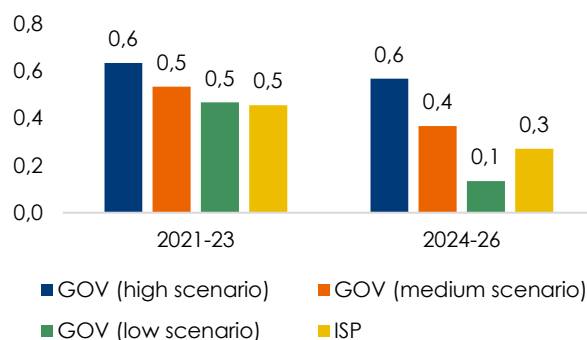
Quanto agli effetti sul tasso di crescita annuo del PIL (Figura 4), nella nostra simulazione (come negli scenari "basso" e "medio" del Governo) **l'impatto "aggiuntivo" è massimo nel primo triennio (2021⁵-23), particolarmente nel 2022-23, mentre è più modesto nei tre anni successivi**. Stimiamo un impatto medio sul tasso di crescita annuo del PIL di 0,5% nel periodo 2021-23 e di 0,3% nel 2024-26. L'impatto sul ritmo di espansione nel 2022 è pari, nelle nostre stime, a ben 0,7% (quello sul 2023 a 0,5%).

Fig. 3 – Impatto sul PIL del PNRR (scostamenti percentuali del livello del PIL rispetto allo scenario base)



Fonte: Governo e simulazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Impatto sul PIL del PNRR (scostamenti percentuali del tasso di crescita del PIL rispetto allo scenario base)



Fonte: Governo e simulazioni Intesa Sanpaolo

Tra le componenti di domanda (Figura 5), **l'impatto maggiore è non sorprendentemente sugli investimenti**, che fanno segnare un incremento cumulato a doppia cifra, nel periodo considerato, rispetto allo scenario di base senza gli interventi del Piano (+14,3%); l'effetto non è

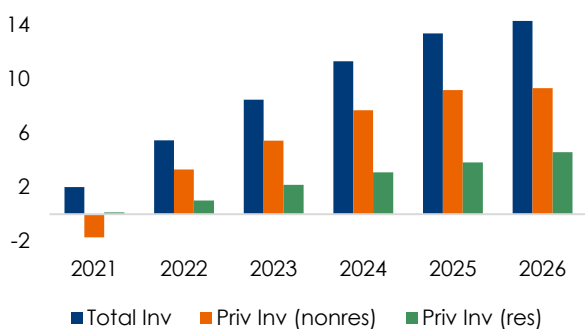
⁴ La maggiore crescita del PIL reale (in miliardi) cumulata nei sei anni del periodo, rispetto allo shock di politica fiscale inputato.

⁵ L'impatto sul 2021 deriva da una spesa attesa per l'anno in corso pari a quasi 14 miliardi di risorse europee (di cui 9,5 miliardi pre-finanziati in Legge di Bilancio).

solo dovuto agli investimenti pubblici: vi è anche un **balzo superiore a quello del PIL per gli investimenti privati** (+9,3% cumulato sugli investimenti privati non residenziali, nonostante un effetto di "spiazzamento" nel primo anno dell'orizzonte).

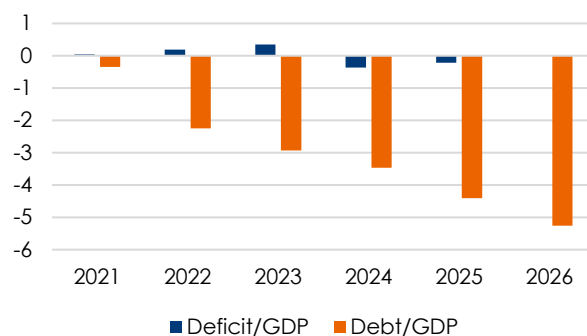
Vi sono anche **effetti importanti sulla finanza pubblica, che migliorano il profilo di sostenibilità del debito** (Figura 6). Nei primi tre anni dell'orizzonte (2021-23), il Piano non comporta un impatto diretto sulla finanza pubblica, ma gli effetti positivi sul PIL determinano un moderato miglioramento del saldo di bilancio e una consistente riduzione del rapporto debito/PIL. Tale riduzione permane anche nel triennio successivo, quando il previsto ricorso a prestiti aggiuntivi determina un peggioramento del saldo (in pratica, a fine periodo il rapporto debito/PIL sarebbe più basso di oltre cinque punti percentuali e mezzo rispetto allo scenario di base).

Fig. 5 – Impatto del PNRR su investimenti totali e investimenti privati (scostamenti percentuali rispetto allo scenario base)



Fonte: simulazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Impatto del PNRR su deficit/PIL e debito/PIL (scostamenti percentuali rispetto allo scenario base)



Fonte: simulazioni Intesa Sanpaolo

La nostra simulazione rischia di sottostimare l'impatto positivo sul PIL nel caso in cui l'efficacia degli investimenti pubblici finanziati dal PNRR si riveli più elevata di quella media storica. Inoltre, occorre ricordare che il PNRR italiano avrà luogo in concomitanza con analoghi programmi negli altri Stati membri dell'UE, e nella simulazione non si è tenuto conto delle ricadute positive di tali programmi sull'economia italiana. D'altronde, rispetto ai risultati della nostra simulazione, vi sono anche **rischi al ribasso**, legati alla capacità di effettivo impiego della totalità delle risorse UE potenzialmente disponibili: a titolo di esempio, si ricorda che nel caso del Multiannual Financial Framework 2014-20, il tasso di assorbimento dei fondi europei da parte dell'Italia si è fermato al 38%. Ora, se appare assai pessimistico ipotizzare un grado di utilizzo delle risorse NGEU in linea con il tasso di assorbimento dei fondi del MFF, tuttavia non sarebbe sorprendente se il tasso di assorbimento non fosse totale, con un impatto del Programma proporzionalmente inferiore rispetto a quello stimato ex ante.

Il passo successivo è cercare di capire se l'effetto positivo sulla crescita del PIL (e di conseguenza sulle altre variabili considerate) sia transitorio o destinato a permanere al di là dell'orizzonte del Piano. Nel documento, **il Governo stima che il PNRR possa avere l'effetto di aumentare il tasso di crescita potenziale dell'economia italiana** di mezzo punto percentuale in forza della maggiore spesa effettuata e di circa tre decimi grazie alla piena attuazione delle riforme programmate (di conseguenza, nella stima del Governo, il tasso di crescita potenziale dell'Italia, stimato prima della crisi allo 0,6%, potrebbe, in forza dell'attuazione del PNRR e delle riforme che l'accompagnano, attestarsi all'1,4%).

Nella nostra simulazione, **l'effetto della maggiore spesa per investimenti pubblici programmata nel PNRR farebbe aumentare il tasso di crescita potenziale dell'economia italiana di quattro decimi nell'ultimo anno** dell'orizzonte di previsione. Si tratta del mero effetto della maggiore accumulazione di capitale dovuta all'incremento degli investimenti. Le componenti del PNRR

I rischi rispetto ai risultati della simulazione ci paiono bilanciati

Gli effetti sul PIL potenziale potrebbero venire sia dall'aumento dello stock di capitale...

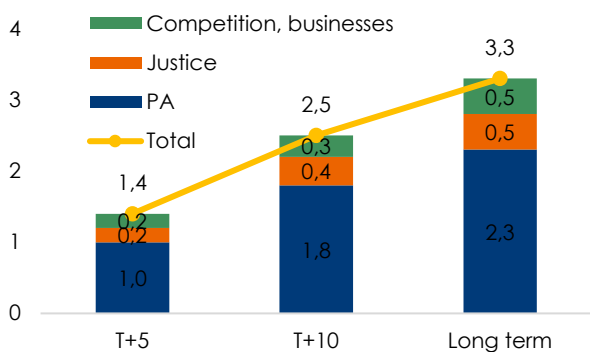
che riteniamo possano avere i maggiori effetti sulla produttività e dunque sul PIL potenziale, sono i programmi relativi alla transizione digitale in senso ampio e i progetti infrastrutturali, nonché l'incremento della spesa in istruzione e ricerca.

Abbiamo anche provato a simulare uno scenario (del tutto ipotetico, allo stato attuale delle cose) in cui le riforme programmate nel PNRR (soprattutto pubblica amministrazione e giustizia) abbiano un **impatto sulla "qualità delle istituzioni"** capace di aumentare la produttività totale dei fattori e dunque di influire sul PIL potenziale dell'economia. L'ipotesi è che la qualità delle istituzioni, pur restando inferiore a quella che si registra nei Paesi comparabili, possa gradualmente migliorare a partire dal 2022, ritornando alla fine dell'orizzonte di previsione (2026) in linea con i valori registrati circa 15 anni fa. In quest'ipotesi, **il tasso di crescita potenziale potrebbe migliorare, per effetto delle riforme, di tre decimi** (in linea con quanto stima il Governo).

...che dall'impatto delle riforme

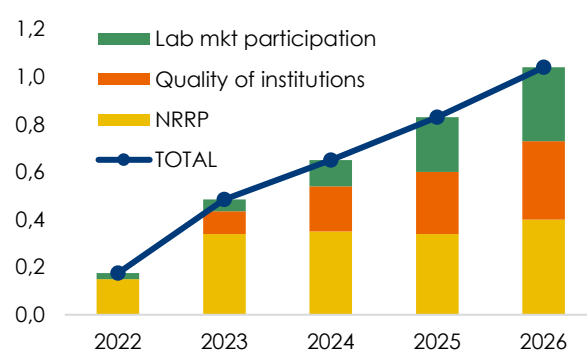
Il PNRR contiene anche alcune misure (soprattutto quelle ricomprese nel capitolo "inclusione sociale") finalizzate alla riduzione dei divari di genere e alla conciliazione degli ambiti di vita e di lavoro che potrebbero attenuare il gap rispetto ai Paesi comparabili nella **partecipazione al mercato del lavoro**, soprattutto nella componente femminile; inoltre, la missione "istruzione e ricerca" è finalizzata ad avere effetti sull'occupazione giovanile. Allo stato attuale, è incerto l'impatto di tali interventi sull'occupazione femminile e giovanile, la cui partecipazione al mercato del lavoro è decisamente più bassa in Italia rispetto ai Paesi comparabili. Abbiamo in ogni caso provato a simulare uno scenario "ottimistico" nel quale tali misure, eventualmente accompagnate da opportune riforme del mercato del lavoro, siano efficaci nel determinare una risalita del tasso di attività. Nel caso in cui il tasso di partecipazione italiano, pur restando inferiore a quello degli altri Paesi comparabili, mostri un aumento da fine 2021 a fine 2026 in linea con quello atteso nella media dell'Eurozona (di poco superiore al punto percentuale e mezzo), **l'effetto potrebbe essere quello di una maggiore crescita potenziale "aggiuntiva" di ulteriori tre decimi** alla fine dell'orizzonte previsivo del PNRR (2026).

Fig. 7 – Impatto sul livello del PIL delle riforme incluse nel PNRR (scostamenti percentuali del livello del PIL rispetto allo scenario base)



Fonte: PNRR

Fig. 8 – Possibile impatto sul tasso di crescita del PIL potenziale del PNRR, di un miglioramento della qualità delle istituzioni e di un aumento del tasso di partecipazione al mercato del lavoro



Fonte: simulazioni Intesa Sanpaolo

In sintesi, il Piano avrà certamente un **impatto positivo sulla crescita, in particolare nella componente investimenti, che potrebbe, sia pur solo in parte, lasciare effetti non transitori**; il miglioramento del profilo di crescita avrà a sua volta un impatto positivo anche sulla sostenibilità del debito pubblico; peraltro, la versione finale del PNRR sembra poter avere effetti maggiori sulla crescita rispetto a quelli stimati in precedenza (nelle stime del Governo, 3,6% contro un 3% precedente), per via sia delle maggiori dimensioni del Piano (soprattutto grazie all'aggiunta di

risorse nazionali), sia della sua diversa composizione⁶. Tra le maggiori criticità segnaliamo le seguenti:

- sussistono a nostro avviso dei rischi nell'implementazione (nonché nel monitoraggio e nella manutenzione) derivanti dal fatto che vi è un'ampia **"dispersione" in un numero ampio di interventi** (930 in tutto, il picco è nel 2023 con 179 interventi); tra i pochi grandi interventi, il Piano Transizione 4.0 (proroga con modifiche di Industria 4.0), che vale 18 miliardi, e gli incentivi Eco-bonus e Sisma-bonus (anch'essi valgono 18 miliardi); dei 162 investimenti, 107 sono sotto il miliardo di euro;
- gli aumenti di spese previsti dal PNRR dovrebbero avere carattere temporaneo, tuttavia, molti degli interventi comporteranno un **aumento delle spese correnti**, soprattutto per il personale, che potrebbe lasciare un'eredità persistente sui conti pubblici;
- occorrono interventi assai tempestivi sul fronte delle riforme "abilitanti": in particolare, non sarà possibile mobilitare un flusso tanto cospicuo di investimenti pubblici senza **interventi drastici e urgenti in materia di semplificazione per la concessione di permessi e autorizzazioni**, e sul codice degli appalti (come detto, il Governo ha promesso un intervento normativo in tal senso entro fine maggio);
- anche **sul tema delle riforme di contesto, mancano dettagli e la tempistica è incerta e non particolarmente ravvicinata** (la maggior parte delle riforme dovrebbe essere attuata con una legge delega e successivi interventi normativi da realizzare entro il 2022 o 2023: si vedano le Tabelle 3 e 4);
- **si attendono, infine, maggiori dettagli sulla governance**, in assenza dei quali le ipotesi sulla efficacia nell'implementazione dei progetti previsti dal PNRR appaiono giocoforza arbitrarie (anche in questo caso, un decreto-legge dedicato è atteso entro fine maggio).

⁶ In particolare, rispetto alla versione di gennaio del PNRR, sono aumentate le risorse destinate a "digitalizzazione, innovazione e competitività del sistema produttivo" (+3,9mld), "transizione energetica e mobilità locale sostenibile" (+7,2 mld), "istruzione e ricerca" (+5,3 mld), "infrastrutture sociali, famiglie, comunità e terzo settore" (+2 mld).

Tab. 3 - Le riforme "orizzontali" contenute nel PNRR

Riforma della PA			
Accesso	Operatività stimata entro il 2021		
Buona amministrazione	Decreto-legge a maggio 2021 con semplificazioni	Ulteriori interventi di semplificazione e deburocratizzazione fino al 2026	
Competenze	Riforma delle carriere entro il 2021	Sviluppo pianificazione strategica fabbisogni amministrazioni a fine 2023	Riforma dell'offerta formativa e ulteriori azioni a supporto fino al 2026
Digitalizzazione	Stessa tempistica degli interventi di digitalizzazione previsti nel PNRR		
Riforma della Giustizia			
Ufficio del processo e potenziamento dell'amministrazione	Completamento procedure relative alle assunzioni entro i primi mesi del 2022		
Riforma del processo civile			
Alternative Dispute Resolution	Legge Delega: entro fine 2021	Decreti attuativi: entro fine 2022	Ulteriori decreti attuativi: entro fine 2023
Interventi sul processo esecutivo e sui procedimenti speciali	Legge Delega: entro fine 2021	Decreti attuativi: entro fine 2022	Ulteriori decreti attuativi: entro fine 2023
Diritto fallimentare	Entrata in vigore al più tardi entro fine 2022		
Riforma della giustizia tributaria	Legge Delega: entro fine 2021	Decreti attuativi: entro fine 2022	Ulteriori decreti attuativi: entro fine 2023
Riforma del processo e del sistema sanzionatorio penale	Legge Delega: entro fine 2021	Decreti attuativi: entro fine 2022	Ulteriori decreti attuativi: entro fine 2023

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su PNRR

Tab. 4 - Le riforme "abilitanti" contenute nel PNRR

Governance			
DL Governance (fissazione dei poteri di monitoraggio del MEF, definizione dei compiti delle altre amministrazioni, definizione sistema di rilevamento preventivo per individuare in anticipo i problemi applicativi, e di un meccanismo di «superamento» degli inciampi attuativi facendo scattare anche i poteri sostitutivi quando gli «enti attuatori» si rivelano troppo lenti; avvio delle strutture di assistenza tecnica; procedure «fast track» per gli investimenti; costruzione degli staff di coordinamento e monitoraggio e delle strutture di audit e controllo)	Entro maggio 2021		
Semplificazioni e razionalizzazioni			
Rafforzamento delle strutture per la semplificazione amministrativa e normativa	Provvedimenti attuativi della riforma della PA (entro fine 2023)		
Miglioramento dell'efficacia e della qualità della regolazione	Provvedimenti attuativi della riforma della PA (entro fine 2023)		
Semplificazione in materia di contratti pubblici	Misure urgenti: decreto-legge da approvare entro maggio 2021	Misure a regime da varare attraverso Legge delega da presentare in Parlamento entro il 31 dicembre 2021	Decreti legislativi entro 9 mesi dall'entrata in vigore della Legge delega (settembre 2022)
Semplificazione e razionalizzazione delle normative in materia ambientale	Misure urgenti: decreto-legge da approvare entro maggio 2021	Misure a regime da varare attraverso Legge delega da presentare in Parlamento entro il 31 dicembre 2021	Decreti legislativi entro 9 mesi dall'entrata in vigore della Legge delega (settembre 2022)
Semplificazioni in materia di edilizia e urbanistica e di interventi per la rigenerazione urbana	Decreto-legge entro maggio 2021		
Semplificazione delle norme in materia di investimenti e interventi nel Mezzogiorno	La Presidenza del Consiglio nominerà entro il 30 giugno 2021 una Commissione interministeriale per la predisposizione di un disegno di legge	La presentazione del disegno di legge alle Camere è prevista entro il 30 settembre 2021	
Abrogazione e revisione di norme che alimentano la corruzione	Un disegno di legge delega sarà presentato in Parlamento entro giugno 2021 (proposte di riforma sono già state elaborate a opera di una Commissione Ministeriale presso il Dipartimento della Funzione Pubblica)	Termine di 9 mesi dall'approvazione della Legge Delega per l'adozione dei decreti delegati	
Riforma "Recovery Procurement Platform" - Digitalizzazione e rafforzamento della capacità amministrativa delle amministrazioni aggiudicatrici	Completamento riforma entro il secondo quadrimestre del 2026		
Rafforzare le misure di revisione e valutazione della spesa	Il percorso di costruzione del framework contabile basato sul principio accrual, unico per il settore pubblico, già avviato, terminerà entro il secondo trimestre 2026		
Riforma "Riduzione del tax gap"	Potenziamento dei controlli attraverso interoperabilità delle banche dati entro il 30 giugno 2022	Dichiarazione precompilata IVA entro il 30 aprile 2023	
Promozione della concorrenza			
	Presentazione in Parlamento del disegno di legge annuale per il mercato e la concorrenza entro luglio 2021		

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su PNRR

Sintesi della previsione macroeconomica

Previsioni macroeconomiche

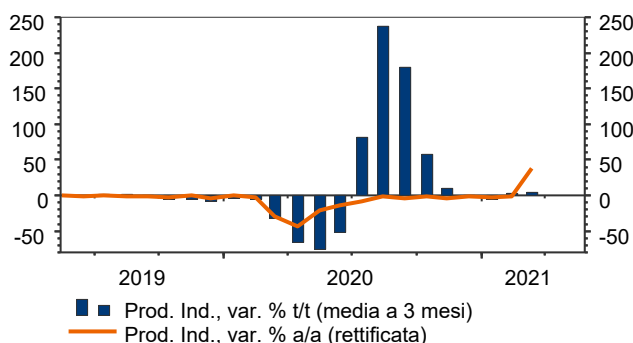
	2020	2021p	2022p	2020		2021				2022			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi 2015, a/a)	-8.9	3.7	3.9	-5.2	-6.6	-1.4	14.1	0.0	3.3	4.7	4.6	3.6	2.7
- var.ne % t/t				15.8	-1.8	-0.4	0.8	1.5	1.4	0.9	0.7	0.6	0.5
Consumi delle famiglie	-10.7	3.3	5.0	13.2	-2.7	-0.2	1.5	1.9	1.7	1.2	0.9	0.7	0.6
Consumi pubblici	1.6	2.6	0.6	1.6	1.5	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Investimenti fissi	-9.2	12.4	4.5	29.1	0.2	2.1	1.6	1.0	1.2	1.2	1.1	0.9	0.8
Investimenti in macchinari	-8.8	8.5	5.8	15.7	1.0	1.2	1.3	1.4	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2
Investimenti in trasporti	-28.1	22.7	5.6	69.4	13.1	-2.0	2.0	1.5	2.0	1.5	1.0	0.8	0.6
Investimenti in costruzioni	-6.6	15.3	3.1	41.3	-2.2	3.5	1.8	0.6	0.7	0.8	0.7	0.6	0.5
Esportazioni	-14.5	9.7	5.4	30.5	1.3	0.5	1.4	1.5	1.6	1.4	1.2	1.0	0.8
Importazioni	-13.1	11.6	4.4	14.1	5.4	3.3	2.0	1.4	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7
Contr. % PIL													
Commercio estero	-0.8	-0.3	0.4	4.4	-1.0	-0.8	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
Domanda finale interna	-7.9	4.7	4.0	13.2	-1.3	0.4	1.3	1.4	1.3	1.0	0.7	0.6	0.5
Var. scorte	-0.2	-0.8	-0.5	-1.8	0.5	0.0	-0.3	0.1	0.0	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1
Attività produttiva													
Produzione industriale	-11.0	9.5	2.5	29.3	-0.4	0.9	0.5	0.4	0.1	0.4	0.8	2.1	0.0
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	-0.1	1.2	1.1	-0.5	-0.2	0.6	1.2	1.5	1.5	1.0	0.8	1.1	1.3
- escl. alimentari, energia (a/a)	0.5	0.6	0.8	0.3	0.4	0.8	0.4	0.4	0.8	0.6	0.6	0.9	1.1
PPI (a/a)	-3.3	3.5	1.4	-3.2	-2.2	0.8	5.2	4.4	3.8	2.1	1.4	1.1	0.9
Disoccupazione (%)	9.1	10.7	11.2	9.6	9.2	10.3	10.6	10.9	11.1	11.2	11.2	11.2	11.2
Occupati totali	-1.8	-1.0	0.0	0.4	0.2	-0.7	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
Salari contrattuali	0.6	0.8	0.9										
Reddito disponibile reale	-2.6	0.7	1.6										
Tasso di risparmio (%)	15.8	13.6	10.7										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	3.6	3.2	2.8										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% Pil)	-9.7	-12.2	-6.8										
Debito (% Pil)	155.8	161.3	160.2										
Variabili finanziarie													
3-mths Euribor	-0.54	-0.53	-0.52	-0.49	-0.54	-0.54	-0.54	-0.52	-0.53	-0.53	-0.53	-0.52	-0.52
Long term (10Y) rate (%)	0.54	0.70	1.75	0.89	0.54	0.65	0.70	0.61	0.70	1.05	1.28	1.61	1.75
BTP/Bund spread	1.60	1.02	1.22	1.47	1.18	1.04	1.05	1.04	0.94	1.00	1.11	1.31	1.45

Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Produzione industriale poco variata a marzo, ma il trend resta espansivo

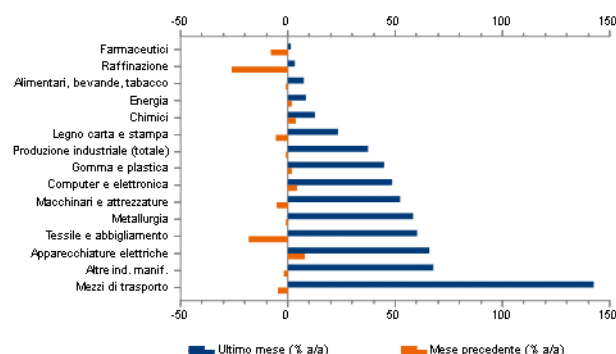
La produzione industriale è calata a sorpresa di -0,1% m/m a marzo. Su base annua (rettificata per gli effetti di calendario), il dato è stato più forte del previsto (+37,7% contro il +37,1% atteso dal consenso Bloomberg), da -0,8% di febbraio. Il balzo è spiegato dal confronto favorevole con il mese di marzo dello scorso anno, quando furono adottate le prime misure di chiusura di diverse attività (anche nel settore industriale). **Il calo nel mese è interamente dovuto ai beni di consumo** (-1,5% m/m), mentre beni strumentali e intermedi hanno visto un moderato aumento (+0,2% e +0,5% m/m, rispettivamente) e i prodotti energetici hanno fatto segnare un rimbalzo di +1,8% m/m (dopo il -2% precedente). Su base annua (sempre corretta per gli effetti di calendario), il recupero più ampio è per i beni durevoli (+109%), quello più debole per l'energia (+6,9%). Il dettaglio per settore mostra che **il calo nel manifatturiero sarebbe stato più marcato** (-0,3% m/m) **senza il balzo eccezionale nel settore della raffinazione** (+21,7% m/m); macchinari e attrezzature, nonché gomma e plastica, hanno fatto segnare invece una flessione congiunturale (pari a -1% e -1,6% m/m, rispettivamente). Tutti i comparti sono in crescita rispetto a marzo 2020: trainanti sono i mezzi di trasporto (+102,1%), mentre il settore farmaceutico (il meno colpito dalle chiusure lo scorso anno) mostra non sorprendentemente il rimbalzo meno ampio (+1,8% a/a). A nostro avviso, **il dato più debole del previsto di marzo non cambia le prospettive**. La produzione industriale ha chiuso il 1° trimestre in rialzo di +0,9% t/t, dopo il -0,4% del 4° trimestre 2020, e le indagini segnalano una significativa accelerazione nei prossimi mesi. Inoltre, **il mese di marzo ha segnato il picco per il grado di restrizione anti-COVID**: da allora è iniziato un processo di graduale riapertura delle attività, che andrà a beneficio soprattutto dei servizi ma che dovrebbe anche rafforzare la ripresa già in corso nell'industria.

Produzione industriale poco variata a marzo...



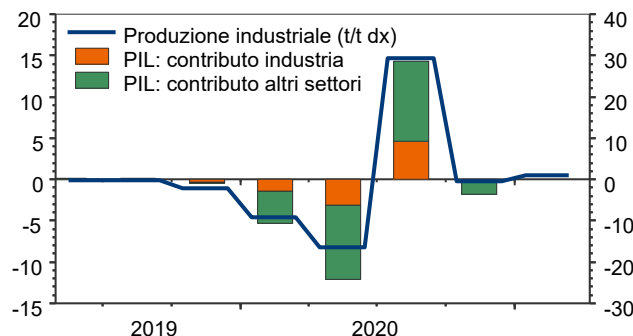
Fonte: Refinitiv-Datastream

...ma il confronto con marzo 2020 causa un balzo della variazione annua, diffuso a tutti i principali settori



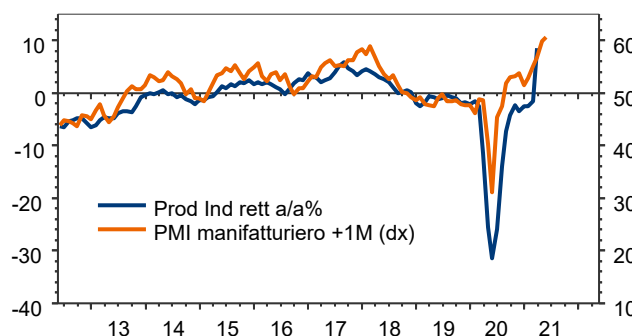
Fonte: Refinitiv-Datastream

L'industria è tornata a dare un contributo positivo al PIL (sia pur moderato) nel 1° trimestre...



Fonte: Refinitiv-Datastream

...e le indagini segnalano un'accelerazione dell'attività industriale nei prossimi mesi



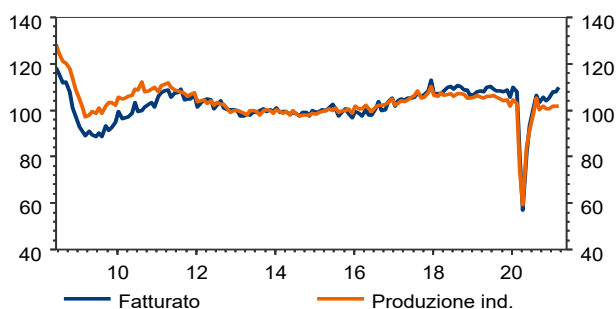
Fonte: Refinitiv-Datastream

Prosegue il rimbalzo della fiducia delle aziende e del fatturato nell'industria

La fiducia delle imprese nel settore manifatturiero, secondo l'indagine Istat, è aumentata più del previsto ad aprile, a 105,4 da 101,9 di marzo (rivisto da una stima preliminare a 101,2): si tratta di un nuovo record da settembre del 2018. Sono migliorate tutte le componenti principali dell'indagine, in particolare le aspettative su ordini, produzione, economia, occupazione e prezzi di vendita. **Anche il PMI manifatturiero è salito ulteriormente ad aprile, a 60,7 da 59,8, toccando un nuovo massimo storico.** In sintesi, la tornata di indagini di fiducia relative al settore manifatturiero ad aprile è stata migliore del previsto, e **il recupero potrebbe continuare a maggio** sulla scia del graduale allentamento delle restrizioni anti-COVID.

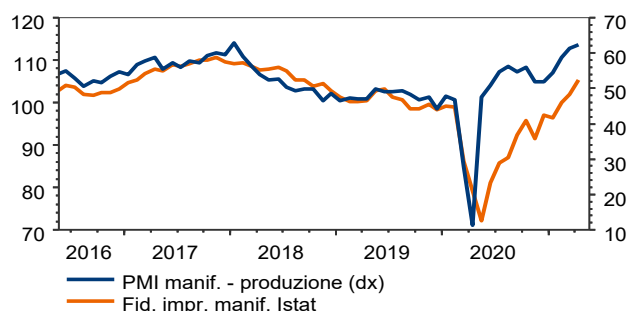
A marzo il fatturato industriale è salito per il quarto mese consecutivo, di +1,6% m/m (da +0,2% di febbraio). La crescita è spinta dal fatturato interno (+2% m/m). Trainante il rimbalzo dei beni strumentali (+3% m/m da -1,7% precedente) ma si registrano incrementi anche per i beni intermedi (+2,3% da +0,4% m/m) e per l'energia (+2,3% da +6,3% m/m); in calo invece i beni di consumo (-0,8% m/m da +0,7%). Su base tendenziale e corretta per gli effetti di calendario, la variazione è balzata a +38,1% da +0,8% di febbraio, sostenuta dal confronto favorevole con marzo 2020 quando l'attività industriale venne frenata dalle prime misure restrittive. Lo spaccato settoriale evidenzia ampi progressi tendenziali diffusi a gran parte dei comparti, in particolare a mezzi di trasporto (+128,4%), metallurgia (+58,0%) e apparecchiature elettriche (+55,0%). Si registra invece un incremento solo modesto per l'alimentare (+1,3%) e una flessione per la farmaceutica (-6,9%), i due settori meno colpiti dalle chiusure lo scorso anno. Il fatturato ha chiuso il 1° trimestre in crescita di +3,5% t/t: **a inizio anno, l'industria è tornata a contribuire positivamente al PIL, e tale trend è atteso continuare e anzi rafforzarsi nel resto dell'anno.**

I principali indicatori nell'industria sono in via di "stabilizzazione"...



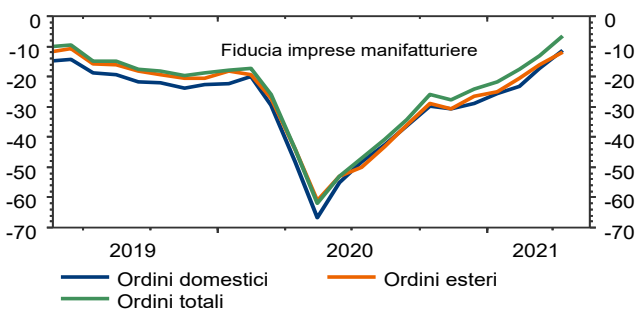
Fonte: Refinitiv-Datastream

...e le indagini segnalano una significativa accelerazione per i prossimi mesi



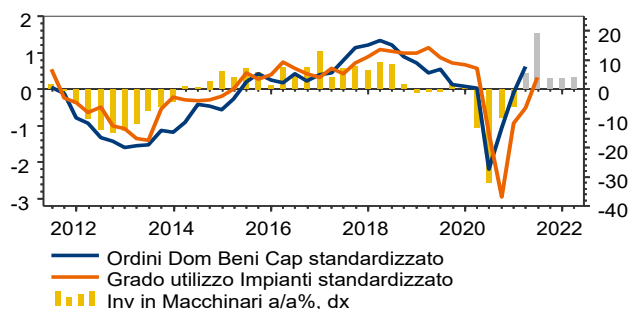
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream

Le aziende manifatturiere segnalano una ulteriore ripresa degli ordini correnti, sia dall'interno che dall'estero



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream

Ordini di beni capitali e grado di utilizzo degli impianti in recupero



Fonte: Refinitiv-Datastream

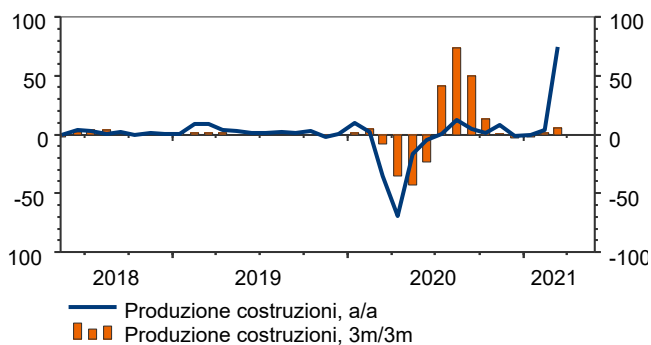
Si rafforza la ripresa nelle costruzioni

A marzo, la produzione nelle costruzioni è cresciuta per il terzo mese consecutivo, di ben +3,6% m/m (circa in linea con la media del bimestre precedente). Su base annua (corretta per gli effetti di calendario) l'output è balzato a +74,5%, per via del confronto con i livelli eccezionalmente bassi di marzo 2020, quando furono adottate le prime misure di chiusura che riguardarono anche i cantieri edilizi. Dopo la flessione di -2,7% t/t vista nel 4° trimestre 2020, la produzione è rimbalzata di +5,4% t/t nel 1° trimestre, e, anche sulla base dei segnali prospettici giunti dall'indagine di fiducia dei costruttori, è in rotta per un incremento anche nel trimestre in corso. Pertanto, dopo aver sottratto due decimi al PIL alla fine dell'anno scorso, **il settore è già tornato a dare un contributo significativamente positivo a inizio 2021, e tale trend è atteso continuare nel resto dell'anno.**

L'indice Istat sul morale delle aziende delle costruzioni è salito ancora ad aprile, da 147,9 a 148,5: si tratta di un nuovo **record da aprile del 2003**. Il miglioramento è trainato dai giudizi sugli ordini. Il clima di fiducia è cresciuto nell'ingegneria civile e nella costruzione di edifici, mentre è calato nei lavori di costruzione specializzati.

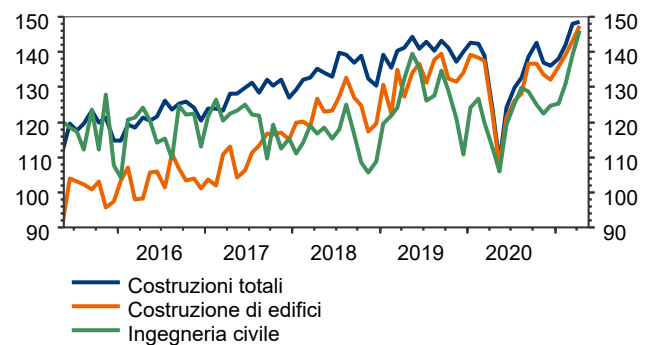
In prospettiva, **il settore dovrebbe restare su un trend di crescita**, che sarà anche favorito nei prossimi anni dall'implementazione dei numerosi progetti infrastrutturali (nonché degli incentivi fiscali) inclusi nel PNRR.

Il balzo della tendenza annua della produzione nelle costruzioni è spiegato dal confronto con le chiusure di marzo 2020



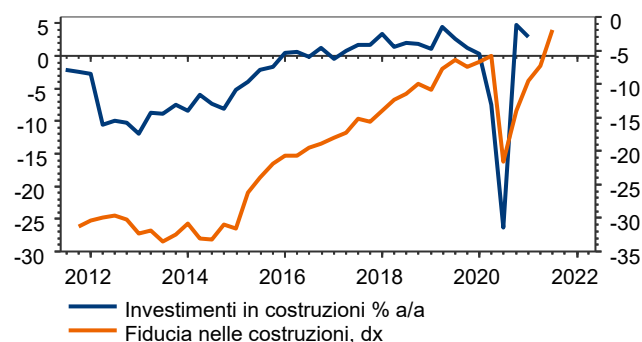
Fonte: Refinitiv-Datastream

La fiducia delle imprese del settore ha toccato un nuovo massimo da 18 anni ad aprile



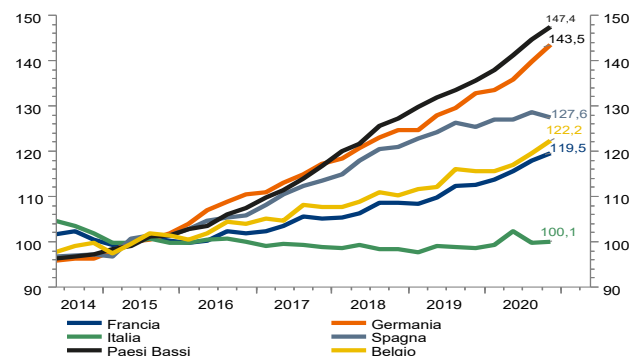
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream

La fiducia dei costruttori è coerente con il mantenimento di un trend espansivo per gli investimenti in costruzioni



Fonte: Refinitiv-Datastream

Prezzi delle abitazioni circa stabili nel 4° trimestre 2020, sia rispetto ai tre mesi precedenti che rispetto a 5 anni prima



Fonte: Refinitiv-Datastream

Servizi: atteso ridursi in prospettiva il ritardo rispetto al manifatturiero

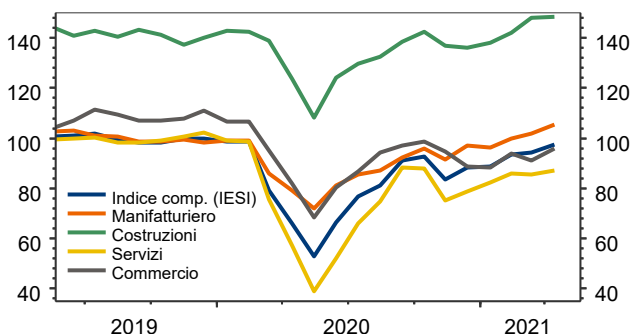
I dati sulla fiducia delle imprese comunicati dall'Istat e relativi al settore terziario hanno mostrato un miglioramento ad aprile (particolarmente ampio nel settore del commercio al dettaglio). La principale ragione è da ricercarsi in un **primo allentamento del grado di restrizione** su mobilità e attività economiche, sceso ad aprile ai minimi dallo scorso novembre (poi ridottosi ulteriormente in maggio e atteso in ulteriore calo nei prossimi mesi).

L'indice Istat sulla fiducia delle imprese nei servizi di mercato è aumentato da 85,4 a 87,1, nel commercio al dettaglio da 91,2 a 95,8. Il miglioramento è trainato dalle aspettative sugli ordini nei servizi di mercato e da quelle sulle vendite per il commercio al dettaglio. Nel commercio, l'aumento è marcato nella grande distribuzione (l'indice sale da 95,8 a 101,2) e più tenue nella distribuzione tradizionale (l'indice passa da 81,8 a 82,7).

Viceversa, il PMI servizi, sempre ad aprile, è sceso a sorpresa a 47,3 da 48,6 di marzo. I nuovi affari sono calati, ma le aspettative di business sono rimaste elevate, e gli affari esistenti sono tornati sopra la soglia di 50. **Ci aspettiamo un recupero già dal mese di maggio**, grazie all'effetto delle riaperture di numerose attività prima soggette a restrizioni.

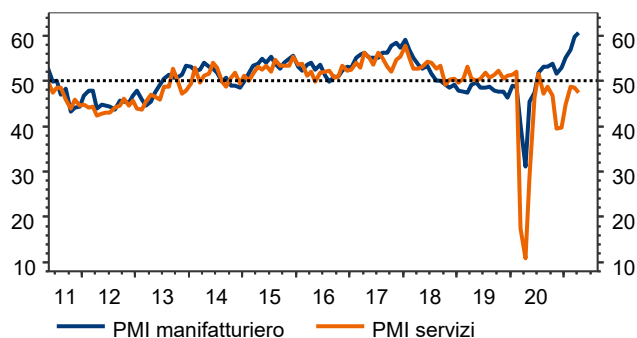
In sintesi, permane una divergenza tra industria e servizi, che però è attesa ridursi nei prossimi mesi alla graduale riapertura delle attività soggette a restrizioni. **I servizi dovrebbero tornare a dare un contributo (decisivo) al PIL già dal 2° trimestre, e trainare una possibile accelerazione (potenzialmente significativa) dell'attività economica nel trimestre estivo.**

I servizi, sia pure in lieve ripresa, restano di gran lunga il settore più colpito dalla crisi



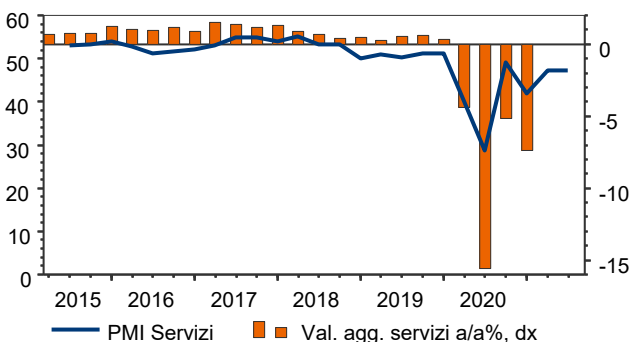
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream

Resta un'ampia divergenza rispetto al settore manifatturiero (attesa però ridursi nei prossimi mesi sull'effetto-riaperture)



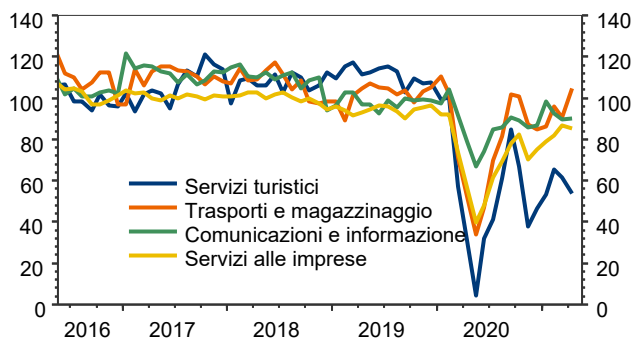
Fonte: Refinitiv-Datastream

Il valore aggiunto nei servizi è calato a inizio 2021, ma è atteso in recupero dal 2° trimestre



Fonte: Refinitiv-Datastream

I servizi turistici restano di gran lunga il comparto che soffre di più; trasporti e magazzinaggio si avvicinano ai livelli pre-COVID



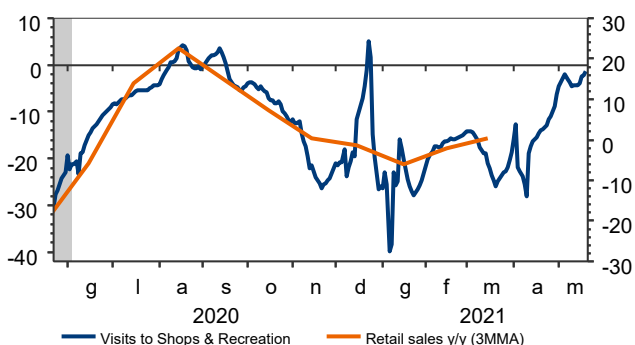
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream

Inizia il recupero della fiducia e della spesa delle famiglie

Dopo il calo di marzo, la fiducia dei consumatori è tornata a salire ad aprile, a 102,3 da 100,9 del mese precedente. Il dato è stato più forte delle attese e ha riportato l'indice ai massimi dallo scorso settembre. **Il miglioramento è trainato dalle aspettative: mentre i giudizi sulla situazione economica dell'Italia hanno toccato un nuovo minimo storico**, le attese sono salite ai massimi da giugno del 2018. Sono migliorate significativamente anche le aspettative sulla situazione economica delle famiglie, mentre le preoccupazioni sulla disoccupazione sono diminuite solo marginalmente.

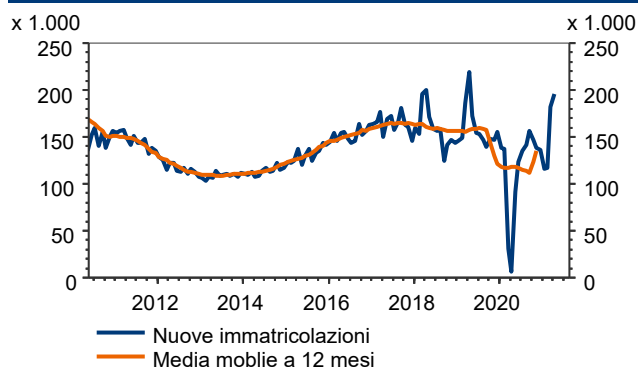
A marzo le vendite al dettaglio hanno registrato una sostanziale stagnazione in volume (+0,1% m/m da +6,5% precedente) e in valore (-0,1% m/m da +5,9%): la flessione degli acquisti non alimentari (ancora penalizzati dalle misure restrittive) è stata compensata dalla crescita registrata nel comparto alimentare. La variazione tendenziale è balzata a +23,5% da -7,1% in volume (+22,9% da -5,7% in valore), con progressi diffusi a tutti i gruppi di prodotti, grazie al confronto favorevole con marzo 2020. Nel 1° trimestre del 2021 le vendite al dettaglio hanno registrato una contenuta contrazione in volume (-0,3% t/t) e un modesto incremento in valore (+0,2% t/t), ma a inizio anno i consumi privati di contabilità nazionale dovrebbero aver comunque subito un calo più ampio per via di un'ulteriore flessione nei servizi. **Il trend delle vendite al dettaglio (al di là della volatilità su base mensile) è visto in graduale miglioramento** sulla scia dell'allentamento delle restrizioni anti-COVID. I consumi delle famiglie sono attesi in crescita dal 2° trimestre, e dovrebbero vedere una accelerazione nel trimestre estivo.

Sulla base dei dati sulla mobilità, la tendenza annua delle vendite al dettaglio è attesa in miglioramento nei prossimi mesi



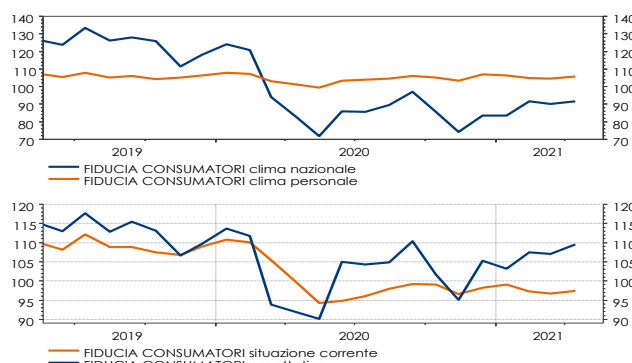
Fonte: Google, Istat, Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Balzo delle vendite di auto a marzo e aprile, grazie agli incentivi statali



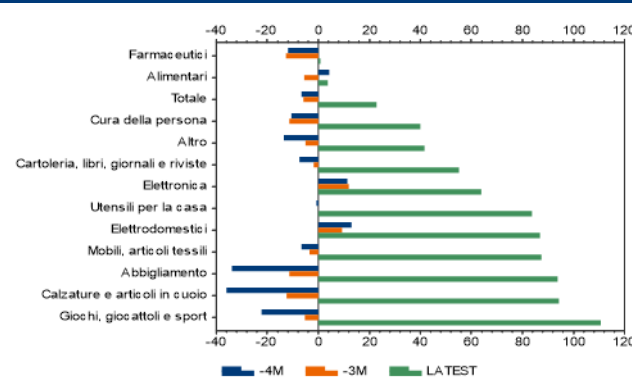
Fonte: Refinitiv-Datastream

Clima nazionale e aspettative stanno trainando il recupero per la fiducia dei consumatori



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream

Tutti i gruppi di prodotti vedono un balzo delle vendite al dettaglio su base annua a marzo (viziato dal confronto con marzo 2020)



Nota: variazioni % a/a. Fonte: Refinitiv-Datastream

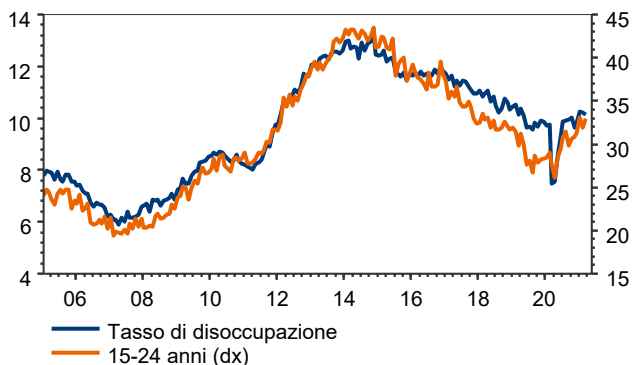
È ancora lontana una svolta per il mercato del lavoro

A marzo il tasso di disoccupazione è calato a 10,1% da 10,2% precedente. La flessione è spiegata da un **aumento degli occupati** (+34 mila unità rispetto al mese precedente) più ampio rispetto a quello delle forze di lavoro (+15 mila unità); gli inattivi tra i 15 e i 64 anni sono diminuiti di -40 mila unità. La crescita occupazionale nel mese è concentrata soprattutto tra i dipendenti a termine mentre **tornano a crescere per la prima volta da agosto dello scorso anno anche i lavoratori indipendenti** (che rimangono comunque la categoria più penalizzata dall'emergenza sanitaria, assieme a donne e giovani).

Dall'inizio della pandemia sono stati persi quasi 900 mila posti di lavoro, con un tasso di occupazione che a marzo si è attestato al 56,6%, in calo di 2 punti percentuali rispetto a febbraio 2020. Da allora, il calo degli occupati si è però tradotto prevalentemente in un aumento degli inattivi (in rialzo di oltre 650 mila unità) che ha contribuito, congiuntamente al blocco dei licenziamenti e all'ampio ricorso delle imprese alla CIG, a contenere la salita del tasso dei senza-lavoro. Durante la pandemia il tasso di disoccupazione ha infatti evidenziato un incremento complessivamente contenuto (+0,4pp).

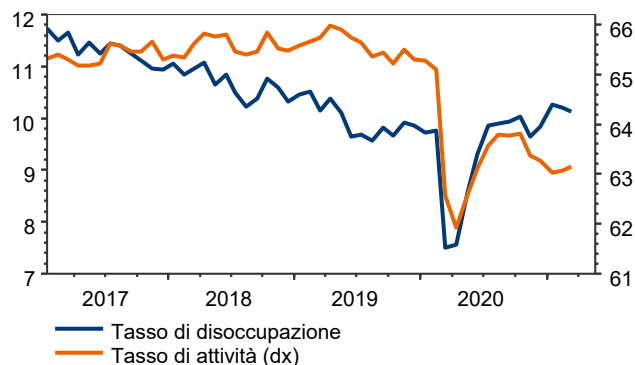
Riteniamo però che nei prossimi mesi, **con il venir meno delle misure governative di protezione dell'occupazione e con il progressivo rientro degli inattivi nella forza lavoro, la disoccupazione possa tornare a salire** (nel nostro scenario, il picco in media d'anno sarebbe registrato nel 2022, oltre l'11%).

Il tasso di disoccupazione resta in risalita dai minimi...



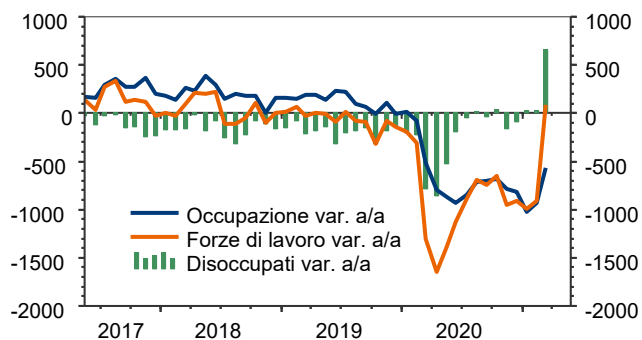
Fonte: Refinitiv-Datastream

...anche per via di una ripresa del tasso di partecipazione



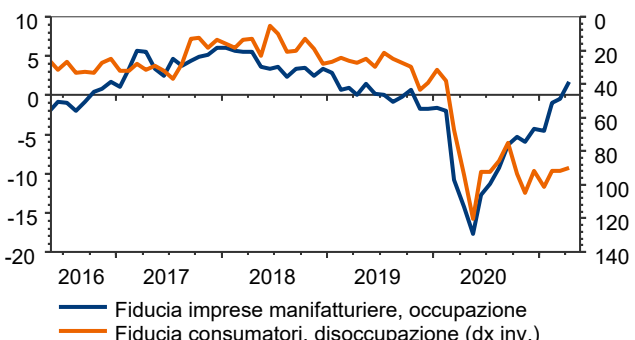
Fonte: Refinitiv-Datastream

Il confronto su base annua rispetto a marzo del 2020 mostra che la ripresa dell'occupazione non ha tenuto il passo di quella delle forze di lavoro



Fonte: Refinitiv-Datastream

Le famiglie rimangono molto caute sulle prospettive occupazionali, viceversa le imprese industriali mostrano un recupero per le intenzioni di assunzione

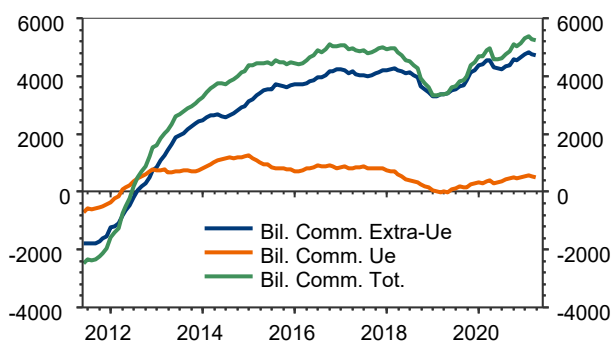


Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo

Continua il trend positivo per il commercio estero

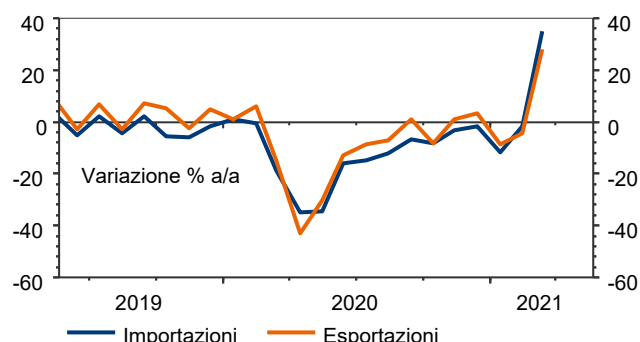
I dati sul commercio internazionale hanno evidenziato, a marzo, il **terzo incremento mensile consecutivo per esportazioni** (+3,2% m/m da +0,4% m/m) **ed importazioni** (+6,0% m/m da +1,6% m/m), con entrambi i flussi che tornano per la prima volta sui livelli pre-COVID. Al netto dell'energia (che registra aumenti a doppia cifra), i progressi, seppur più contenuti (+2,4% m/m per le esportazioni, +4,3% m/m per le importazioni), risultano diffusi a tutte le componenti principali. Sul mese, i flussi commerciali sono in crescita sia verso i paesi UE (+3,7% m/m per le esportazioni, +5,4% m/m per le importazioni) che extra-UE (+2,6% m/m l'export, +6,8% m/m l'import). **In termini tendenziali le esportazioni balzano a +28,1%** da -4,4% precedente **e le importazioni salgono a +35,1%** da -1,5%, sostenute da un effetto base favorevole nel confronto con marzo 2020. Se si esclude la farmaceutica (-9,3%), il comparto che lo scorso anno era stato meno colpito dall'emergenza sanitaria, tutti i settori tornano quindi a contribuire positivamente alla crescita tendenziale dell'export, trainata da macchinari (+32,3%), metalli (+35,4%) ed autoveicoli (+80,1%). Il dettaglio geografico evidenzia che **su base annua le esportazioni risultano in crescita verso tutti i principali partner commerciali**. In particolare, sono le vendite verso Germania (+30,6%), Francia (+39,0%), Svizzera (+35,7%) e Paesi Bassi (+51,6%) a contribuire maggiormente all'incremento delle esportazioni. A marzo il **saldo commerciale** è risultato pari a +5.190 milioni di euro (+5.701 in marzo 2020) e a +7.984 milioni (+7.707 milioni un anno prima) al netto dell'energia. **Nel complesso, prosegue la ripresa del commercio estero. Tuttavia, il contributo al PIL è dubbio**, perché in questa fase l'import si sta dimostrando più vivace dell'export (almeno in termini nominali).

In lieve diminuzione negli ultimi mesi l'avanzo commerciale...



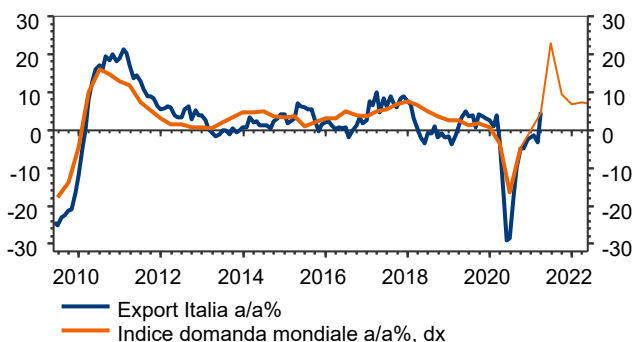
Fonte: Refinitiv-Datastream

...per via di un rimbalzo più ampio in questa fase per l'import che per l'export



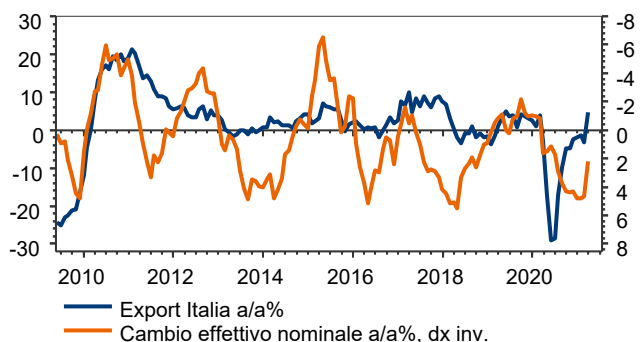
Fonte: Refinitiv-Datastream

La tendenza dell'export dovrebbe mostrare un ulteriore recupero, sulla scia del rimbalzo della domanda extra-UE...



Nota: media mobile a 3 mesi della variazione % annua dell'export. Fonte: Refinitiv-Datastream

...ma il recupero potrebbe essere frenato da un tasso di cambio ancora sfavorevole

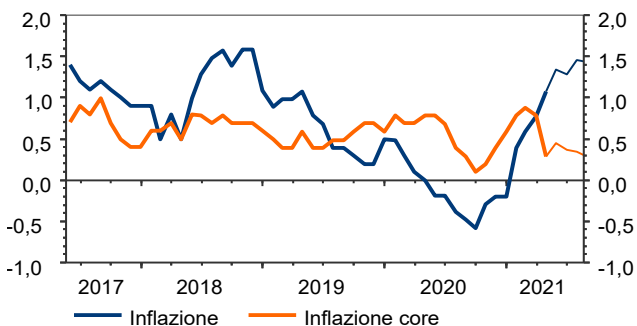


Fonte: Refinitiv-Datastream

Inflazione in ulteriore salita

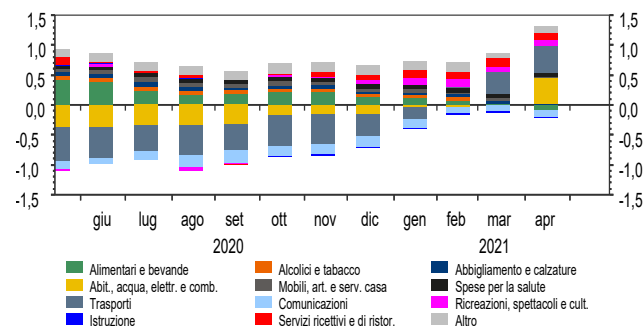
Ad aprile, sull'indice domestico, l'inflazione annua è salita da 0,8% a 1,1% (massimo da due anni), con listini in aumento di 0,4% m/m. **Le pressioni al rialzo sulla tendenza annua sono venute principalmente dalla crescita dei beni energetici** (a 9,8% a/a da 0,4% precedente), che spiazza il calo degli alimentari freschi (-0,3% a/a da 1%) e dei servizi relativi ai trasporti (-0,7% da +2,2%). **L'inflazione di fondo è scesa a 0,3% da 0,8%** precedente. **Sulla misura armonizzata UE, l'inflazione è salita all'1% a/a dallo 0,6% di marzo.** Nel mese l'IPCA è cresciuto di +0,9% (valore più alto della stagionalità di aprile): l'aumento congiunturale, più marcato rispetto al NIC, è spiegato dalla fine dei saldi stagionali. In prospettiva, **l'inflazione resterà sopra l'1% per tutto il 2021**; il picco in corso d'anno dovrebbe essere raggiunto a settembre, attorno all'1,7%. Si stanno manifestando già da qualche mese **pressioni inflazionistiche a monte della catena produttiva nell'industria**, condizionata dai colli di bottiglia in alcuni mercati delle materie prime a livello globale. Tuttavia, la ripresa della domanda domestica, in particolare nel settore dei servizi, sarà a nostro avviso assai graduale, e non di entità tale da innescare significative pressioni al rialzo sulla dinamica sottostante. **Vediamo un'inflazione poco sopra l'1% in media d'anno sia nel 2021 che nel 2022. I rischi su questa previsione, in particolare sul 2021, appaiono però oggi verso l'alto.** L'inflazione italiana dovrebbe rimanere comunque più contenuta rispetto alla media della zona euro. Nel frattempo, sono in aumento le pressioni a monte della catena produttiva: a marzo, **i prezzi alla produzione nell'industria sono saliti di +0,9% m/m** da +0,5% precedente (4° mese consecutivo di rincari). **La variazione annua è aumentata a 2,7% da 0,7% (massimo da 2 anni).** Sul mercato interno la crescita mensile è risultata pari all'1% mentre quella annua al 3%, entrambe trainate dai beni intermedi e dal comparto energetico. Al netto dell'energia le variazioni risultano quindi più contenute (+0,8% m/m, +1,9% a/a) ma comunque positive e in accelerazione rispetto al mese precedente. Nella manifattura l'aumento tendenziale dei prezzi è diffuso a quasi tutti i principali settori di attività, con il rialzo più marcato che è stato registrato nella raffinazione (+17,1% a/a); unica eccezione, la flessione nel farmaceutico (-0,4%).

L'inflazione headline è attesa salire ulteriormente nei prossimi mesi



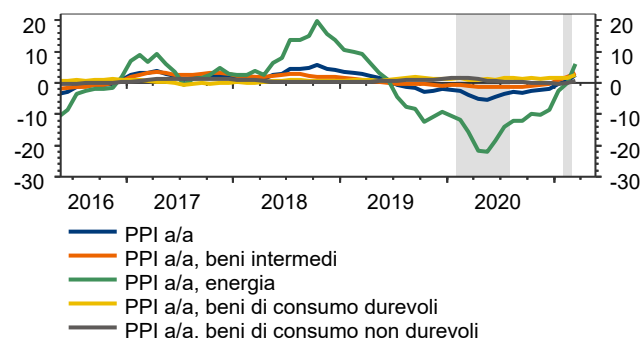
Fonte: Refinitiv-Datastream

Le maggiori pressioni sui prezzi vengono dall'energia



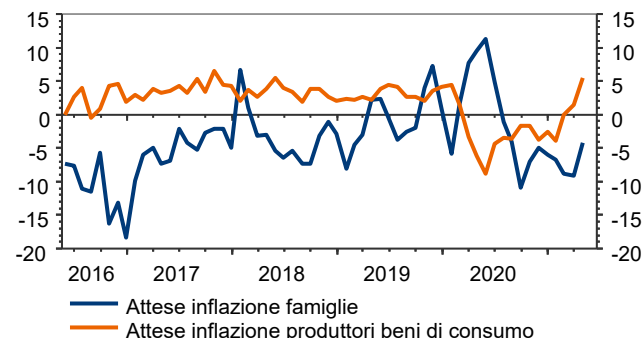
Fonte: Refinitiv-Datastream

Il PPI è accelerato a 2,7% a/a a marzo, ai massimi da due anni



Fonte: Refinitiv-Datastream

In aumento le aspettative inflazionistiche delle imprese industriali



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile. Fonte: Refinitiv-Datastream

Tendenze del settore bancario

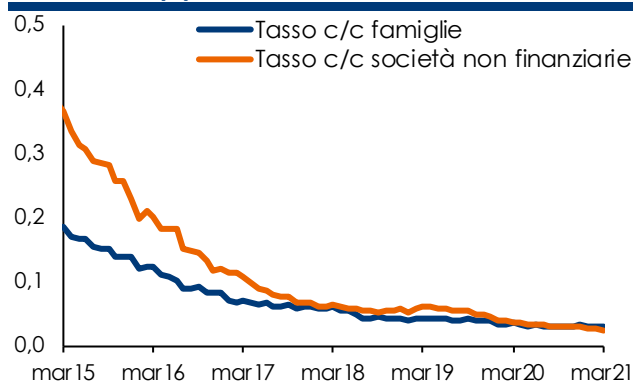
Ancora un aumento per i tassi sulle erogazioni di mutui alle famiglie

Dal lato dei tassi sui depositi la novità è la discesa del tasso sui conti correnti alle società non-finanziarie allo 0,02%, minimo storico, dopo 10 mesi di stabilità sullo 0,03%. Quanto ai tassi sui flussi di prestiti, il medio sui finanziamenti alle società non-finanziarie ha visto un aumento, determinato dal tasso sulle operazioni di maggiore entità, mentre il tasso sui prestiti fino a 1 milione è rimasto invariato. Il tasso medio è visto di nuovo in calo ad aprile, da 1,26% a 1,18% secondo le anticipazioni ABI. I tassi sulle erogazioni di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni a marzo hanno segnato un aumento che ha interessato anche il tasso variabile, dopo quello già registrato dal tasso fisso. I due tassi sono saliti allo stesso livello di 1,36%. Pertanto, il tasso medio sui flussi di prestiti per l'acquisto di abitazioni è aumentato per il 3° mese consecutivo.

Elisa Coletti

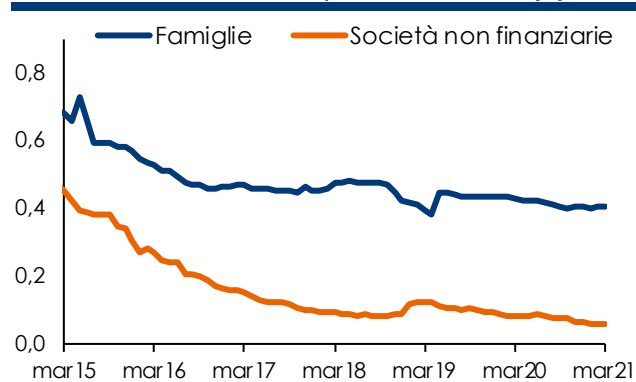
In un quadro di sostanziale stabilità dei tassi sui depositi bancari, **la novità rilevante è la discesa del tasso sui conti correnti alle società non-finanziarie allo 0,02%, minimo storico, risultato di un continuo scivolamento da fine 2020** che lo ha portato a perdere 0,7pb in 4 mesi. Benché molto contenuta, la riduzione può essere considerata significativa, dopo 10 mesi di stabilità sullo 0,03%. Il tasso medio sui conti correnti resta però invariato a 0,03%, per il corrispondente marginale recupero del tasso offerto alle famiglie, mantenendosi sullo stesso livello anche ad aprile secondo le stime ABI. Il tasso medio sullo stock dei depositi è rimasto a marzo allo 0,33% registrato a febbraio, in linea con fine 2020, ed è stimato da ABI a 0,32% per aprile, stesso valore di gennaio.

Tassi sui depositi in conto corrente di famiglie e società non-finanziarie (%)



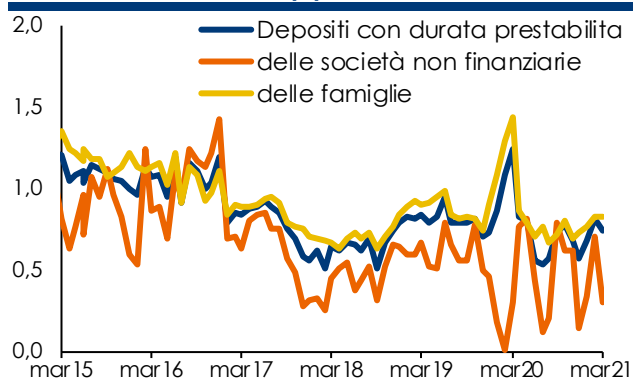
Fonte: Banca d'Italia

Tassi medi sulle consistenze dei depositi complessivi di famiglie e società non-finanziarie, esclusi i pronti contro termine (%)



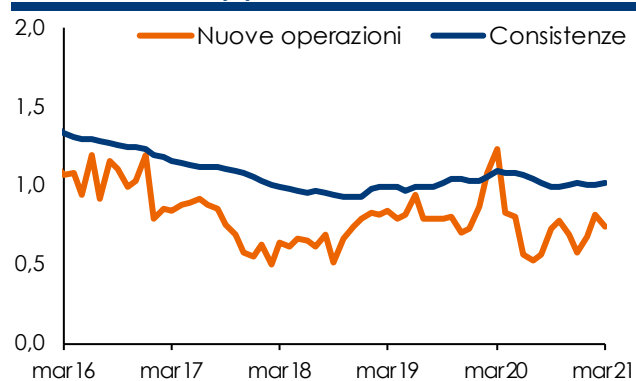
Fonte: Banca d'Italia

Tassi sui nuovi depositi con durata prestabilita delle famiglie e delle società non-finanziarie (%)



Fonte: Banca d'Italia

Tassi medi sui depositi con durata prestabilita: nuove operazioni e consistenze in essere (%)

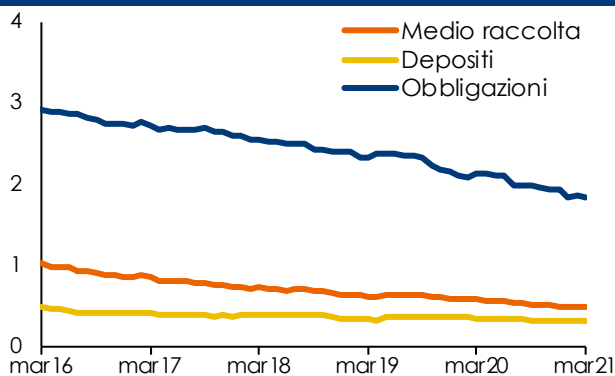


Fonte: Banca d'Italia

Dopo due mesi di aumenti per complessivi 24pb, **il tasso complessivo sui nuovi depositi con durata prestabilita si è ridotto leggermente a marzo**, di 8pb m/m a 0,74% per effetto del calo del tasso corrisposto alle società non-finanziarie. Questo tasso dallo scorso anno continua a oscillare ampiamente, perdendo 40pb a marzo su febbraio, dopo i +56pb cumulati nel 1° bimestre. Il livello raggiunto a marzo dal tasso offerto alle società non-finanziarie è di 0,30%. Il tasso medio sui nuovi depositi a tempo delle famiglie è invece rimasto invariato, pari a 0,83% come a febbraio.

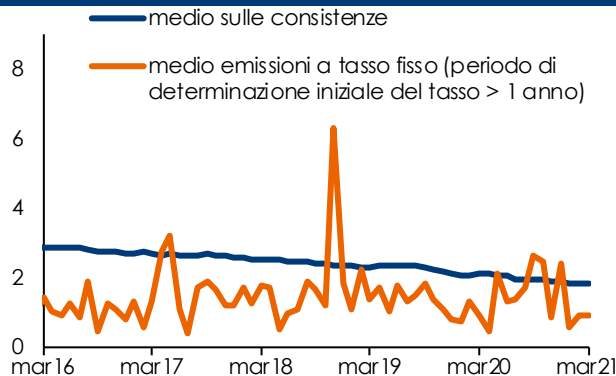
Il tasso sullo stock di obbligazioni ha riassorbito il piccolo recupero di febbraio, tornando all'1,84% di inizio anno, per poi ridursi al nuovo minimo di 1,82% ad aprile, secondo le anticipazioni ABI. Tutto ciò considerato, **il costo complessivo dello stock di raccolta da clientela è rimasto invariato a 0,49% a marzo ma scenderebbe di 1pb m/m ad aprile** secondo le stime ABI.

Tassi sulla raccolta bancaria – consistenze (%)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tassi su obbligazioni bancarie in essere e nuove emissioni (%)

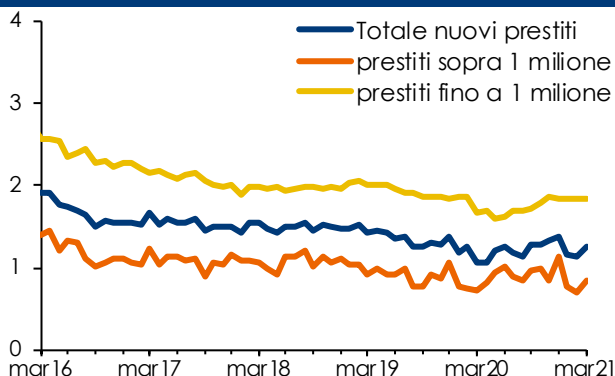


Fonte: Banca d'Italia

I tassi sui nuovi prestiti alle società non-finanziarie hanno visto un recupero di quello sulle operazioni di maggiore entità, dopo i cali dei due mesi precedenti. In dettaglio, il tasso sui nuovi prestiti superiori a 1 milione è salito di 15pb m/m a 0,84%. Diversamente, **il tasso sui finanziamenti di minore entità è rimasto stabile m/m a 1,83%**. Ciò detto, **il tasso medio sulle erogazioni è salito di 11pb m/m a 1,26%, ma è visto di nuovo in calo ad aprile** a 1,18% secondo le anticipazioni ABI.

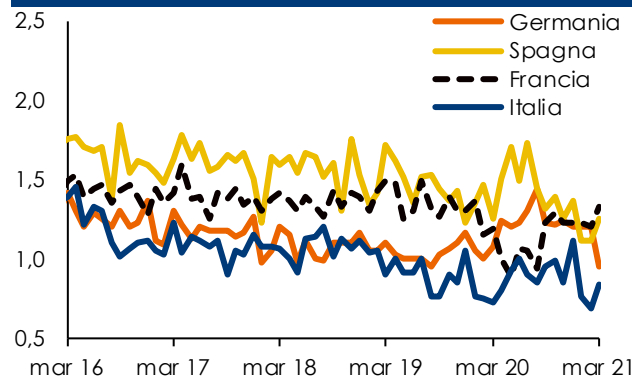
Nel confronto con l'Eurozona, dove i tassi sono scesi a marzo (-2pb m/m per i prestiti fino a 1 milione e -7pb m/m per quelli di maggiore entità) **il differenziale col tasso italiano sui flussi di prestiti fino a 1 milione si è mantenuto positivo ampliandosi leggermente** (7pb la distanza tra Italia ed area euro). **Per il tasso sui nuovi prestiti oltre 1 milione il differenziale negativo si è ridotto** a -27pb (era pari a -49pb a febbraio).

Tassi sui nuovi prestiti alle società non-finanziarie in Italia (%)



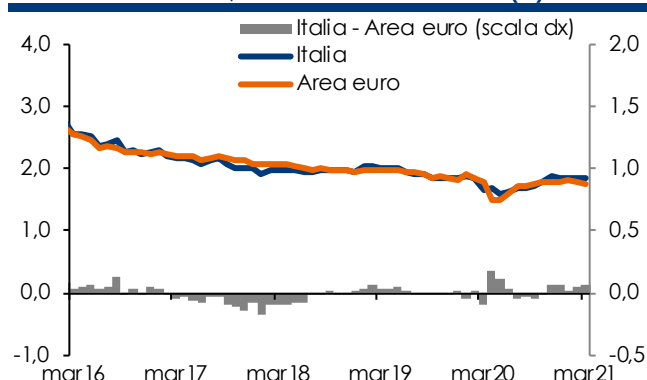
Fonte: Banca d'Italia

Tassi sui nuovi prestiti oltre 1 milione a società non-finanziarie (%)



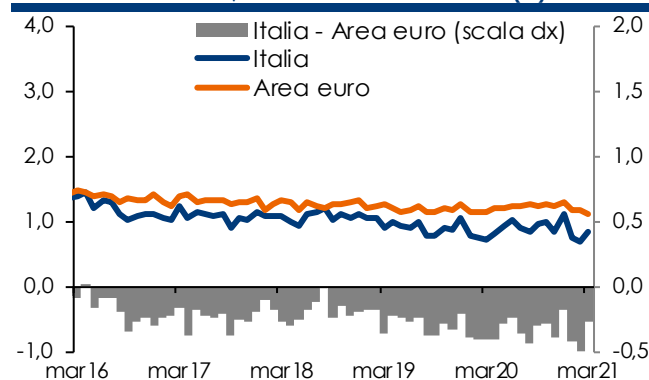
Fonte: BCE

Tasso medio sui nuovi prestiti di importo fino a 1 milione alle società non-finanziarie, confronto Italia - Area euro (%)



Fonte: Banca d'Italia, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tasso medio sui nuovi prestiti di importo superiore a 1 milione alle società non-finanziarie, confronto Italia - Area euro (%)

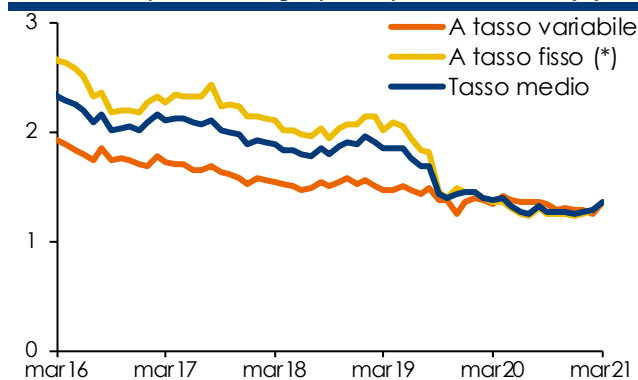


Fonte: Banca d'Italia, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I tassi sulle erogazioni di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni a marzo hanno segnato un aumento che ha interessato anche il tasso variabile, dopo quello già registrato dal tasso fisso.

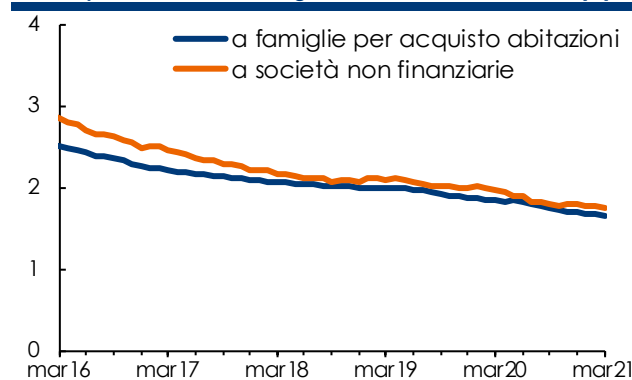
In dettaglio, il tasso variabile è aumentato di 11pb m/m, a 1,36% portandosi allo stesso livello del tasso fisso che nello stesso mese è salito di 7pb m/m. Pertanto, il **tasso medio sui flussi di prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni ha segnato il 3° aumento consecutivo**, pari a 8pb m/m dopo i +4pb registrati nei due mesi precedenti, raggiungendo il livello di 1,36%. Rispetto alla stabilità evidenziata nel 2° semestre 2020 (con poca dispersione attorno a una media di 1,27%), si conferma quindi il rialzo emerso nel 1° bimestre di quest'anno. Per aprile le anticipazioni ABI delineano un aggiustamento a 1,34% che per ora non cambia sostanzialmente il quadro dei due mesi precedenti.

Tassi sui nuovi prestiti a famiglie per acquisto di abitazioni (%)



Nota: (*) Periodo di determinazione iniziale del tasso oltre 10 anni
Fonte: Banca d'Italia

Tassi sui prestiti in essere a famiglie e a società non-finanziarie (%)

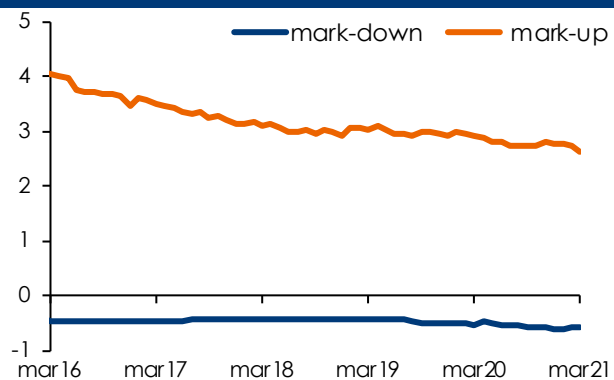


Fonte: Banca d'Italia

Per il **tasso medio sullo stock di prestiti, proseguono le graduali** riduzioni, di 2pb m/m a marzo e di 1pb ad aprile come stimato da ABI, e **si toccano nuovi minimi storici**, di 2,24% a marzo.

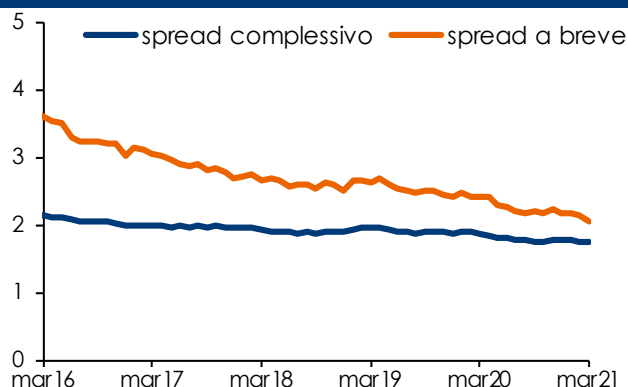
Pertanto, **la forbice tra tassi attivi e passivi si è ridotta ulteriormente, a 1,74% a marzo (-2pb m/m). Quanto alla contribuzione dei depositi a vista, si è registrata una stabilità**, col mark-down a -0,58% come a febbraio, dal minimo di -0,59% dei due mesi precedenti. Per il mark-up sui tassi attivi a breve a marzo si è osservato un secondo calo significativo, di 9pb m/m a 2,64% per effetto della discesa dei tassi attivi a breve termine.

Contribuzione a breve termine (%) (*)



Nota: (*) mark-down = euribor a 1 mese – tasso medio sui conti correnti a famiglie e imprese; mark-up = tasso attivo a breve termine – euribor a 1 mese. Fonte: Banca d'Italia, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Spread a breve termine e spread complessivo (%)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

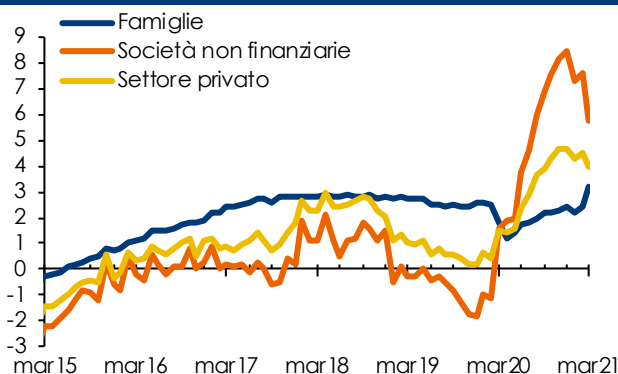
Rallenta la dinamica dei prestiti alle imprese

Come atteso, a marzo lo stock di prestiti alle società non-finanziarie ha segnato un rallentamento, che risente di un effetto base. Il ritmo di sviluppo rimane tuttavia sostenuto (del +5,7% a/a) anche se più contenuto di quasi due punti rispetto al mese precedente. Tale evoluzione è in linea con quella media dell'area euro. Il rallentamento dei prestiti alle imprese è concentrato sul settore manifatturiero, mentre i prestiti al commercio e quelli alle costruzioni hanno confermato il tasso di crescita del mese precedente. I prestiti alle famiglie hanno registrato un miglioramento del credito al consumo mentre il ritmo dello stock di mutui è in fase di rafforzamento, grazie alla crescita delle erogazioni per nuovi contratti a tasso fisso. Secondo le anticipazioni ABI, ad aprile il complesso dei prestiti a famiglie e imprese avrebbe rallentato ancora, ma di poco, con l'aggregato che segnerebbe un +4,2% a/a dal +4,6% di marzo e +5,5% di fine 2020.

Elisa Coletti

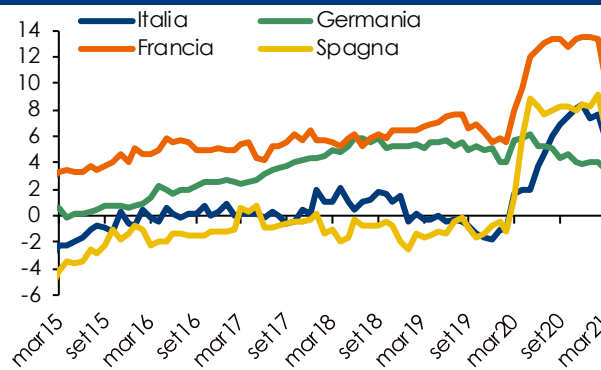
A marzo 2021, **in linea con le attese, la variazione annua dello stock di prestiti alle società non-finanziarie ha segnato un rallentamento, che risente di un effetto base**, per il confronto con il rimbalzo registrato dodici mesi prima, quando si verificò il ritorno alla crescita dopo un lungo periodo di debolezza. **Il ritmo di sviluppo rimane sostenuto (del +5,7% a/a)** anche se più contenuto di quasi due punti rispetto al mese precedente (+7,6% a/a). L'andamento è coerente con quello osservato nei principali paesi europei, sebbene meno marcato in Germania, che mostra un rallentamento graduale e moderato del credito alle società non-finanziarie (dal +4,1% a/a nel 1° bimestre 2021 al 3,4% di marzo), così come meno intenso era stato il rimbalzo di dodici mesi prima. Più forte è stata la frenata in Francia e in Spagna, nell'ordine di 3 punti in meno del tasso di variazione rispetto a febbraio. L'andamento registrato in Italia è perfettamente in linea con la media dell'area euro, passata a un tasso di crescita del 5,6% a marzo, dal 7,4% a/a registrato da agosto 2020 a febbraio 2021.

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

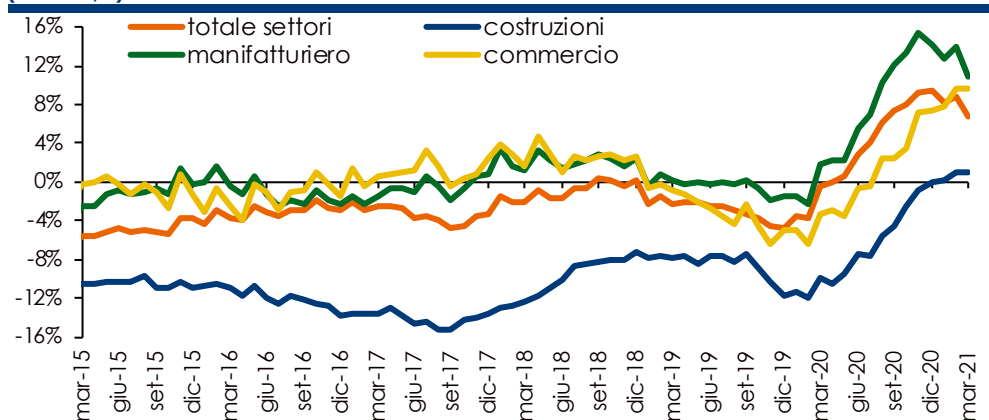
Dinamica dei prestiti a società non-finanziarie nei principali paesi dell'area euro, dati corretti per le cartolarizzazioni (var. % a/a)



Fonte: BCE

Tra i macro-settori di attività economica, **il rallentamento osservato in Italia risulta concentrato sui prestiti alle imprese dell'industria manifatturiera, il cui ritmo rimane però molto sostenuto**, passando dal +13,9% a/a di febbraio all'11% di marzo, secondo i dati al netto delle sofferenze (prestiti vivi). Resta **invariato, invece, l'andamento dei prestiti al commercio**, che col +9,7% a/a confermano la dinamica raggiunta a febbraio. **Anche i prestiti alle costruzioni hanno mantenuto il tasso di variazione del mese precedente**, del +1,0% a/a, terzo dato positivo consecutivo dopo un lungo periodo di forte calo. Per il complesso dei prestiti alle imprese (questi dati includono le famiglie produttrici), la crescita annua ha perso due punti nel mese, risultando del 6,8% a/a dall'8,8% di febbraio, in positivo per l'11° mese consecutivo.

Prestiti vivi per i principali settori di attività economica, società non-finanziarie e famiglie produttrici (var. % a/a)

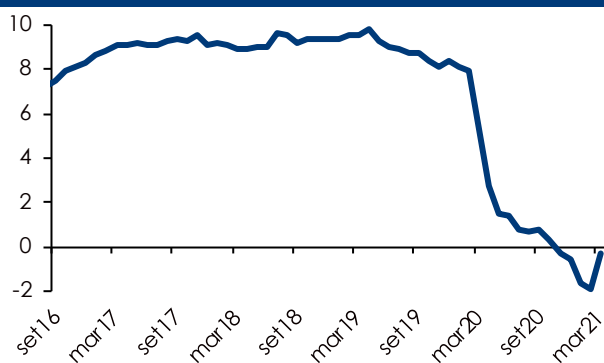


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'effetto base ha avuto un impatto di segno opposto sui prestiti alle famiglie che nel marzo 2020 avevano subito una forte frenata, contrariamente ai prestiti alle imprese. Cosicché a marzo di quest'anno i prestiti alle famiglie nel complesso hanno registrato un rimbalzo, segnando il miglior tasso di crescita da fine 2011, pari a +3,2% a/a dal +2,4% di febbraio (dati corretti per le cartolarizzazioni).

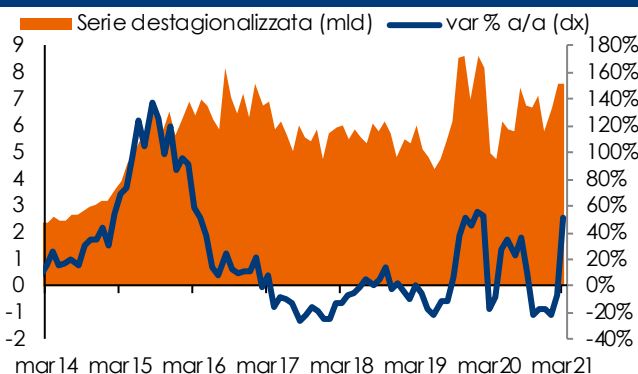
Tra le componenti, il credito al consumo, che era stato fortemente colpito dagli impatti della pandemia, sta mostrando un miglioramento. Quello erogato dalle banche a marzo è rimasto in calo per il 5° mese consecutivo ma il trend ha smesso di peggiorare, con un tasso di variazione prossimo allo zero (-0,3% a/a al -1,9% di febbraio). Anche il flusso lordo mensile mostra un miglioramento, registrando un tasso di variazione tornato leggermente positivo a febbraio (del +1% a/a) e rimbalzato a marzo, non solo per l'effetto base. Va infatti segnalato che il flusso mensile in valore assoluto ha registrato un picco di quasi 4,4 miliardi.

Andamento dello stock di credito al consumo (var. % a/a)



Fonte: BCE

Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, flussi lordi mensili



Fonte: Banca d'Italia, elaborazioni Intesa Sanpaolo

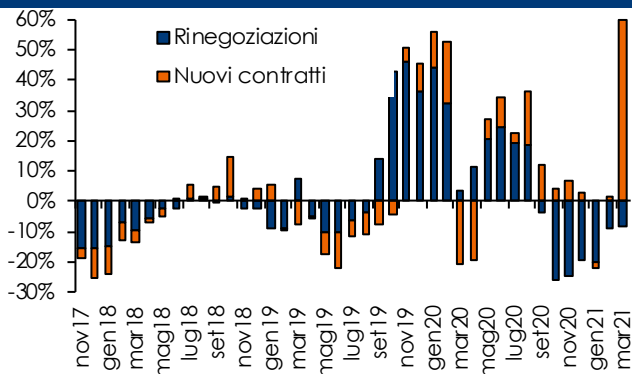
I prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni hanno confermato il miglioramento del trend. A marzo, il tasso di variazione dello stock è risultato pari a +3% a/a dal 2,3% del 1° bimestre (dati non corretti per le cartolarizzazioni).

In termini di flussi lordi, il 1° trimestre 2021 ha registrato un risultato positivo. A marzo il flusso mensile destagionalizzato è stato in linea con quello di febbraio, con un aumento annuo del 52% a/a dopo cinque mesi in calo, trainato dalle erogazioni per nuovi contratti, il cui volume è risultato doppio rispetto a un anno prima, non solo a causa dell'effetto base. Infatti, il flusso lordo di 6,2

miliardi registrato a marzo è il più alto dal 2014 e il 1° trimestre 2021 è il migliore di sempre, con 15,1 miliardi.

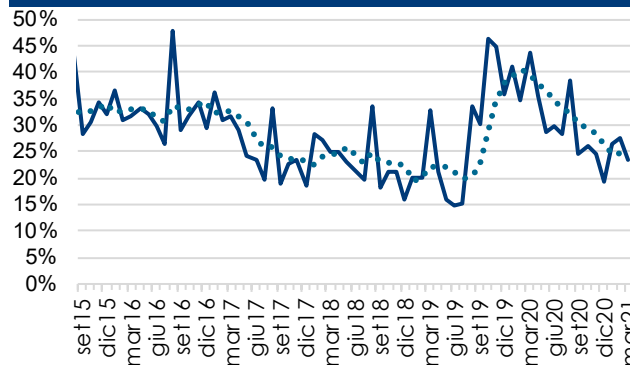
Le rinegoziazioni, invece, sono rimaste in calo, come nei sei mesi precedenti, benché la contrazione si stia facendo meno intensa (-18,9% a/a a marzo dal -25,6% di febbraio e -50% circa di gennaio e del 4° trimestre 2020). Si ricorda che il periodo pre-pandemico aveva registrato una dinamica molto sostenuta delle rinegoziazioni, con un rallentamento a +10,5% a/a a marzo 2020.

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



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

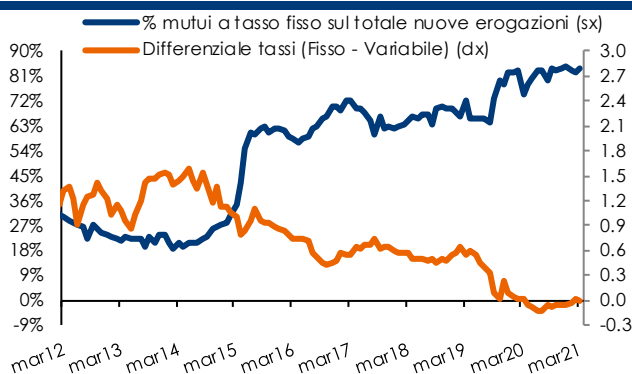
Rinegoziazioni di prestiti per acquisto abitazioni in % del totale delle operazioni mensili (flussi lordi e media mobile a 5 termini)



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

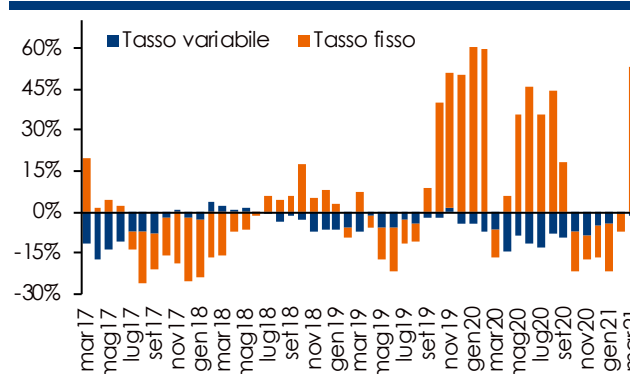
Lo spaccato delle erogazioni in base al tipo di tasso vede **un'impennata delle operazioni a tasso fisso** che crescono del 75% a/a in termini di flusso lordo mensile, pari a poco meno di 6,8 miliardi. **Le erogazioni a tasso variabile restano invece in calo**, smentendo la prima uscita del dato di febbraio che aveva mostrato una piccola ripresa, poi corretta in negativo con l'aggiornamento successivo delle statistiche bancarie.

Erogazioni di prestiti per l'acquisto dell'abitazione: 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 (%)



Nota: (*) Periodo di determinazione iniziale del tasso oltre 10 anni.
Fonte: Banca d'Italia

In conclusione, **la dinamica dei prestiti al settore privato prosegue a un ritmo più moderato rispetto all'ultima parte del 2020**. A marzo 2021 si è osservata una crescita del 4% a/a, dal 4,5% di febbraio e 4,7% di dicembre 2020 (dati al netto delle controparti centrali e corretti per le cartolarizzazioni). Ad **aprile il ritmo avrebbe rallentato ancora, ma di poco**, sulla base delle anticipazioni ABI (al +3,8% a/a), con l'aggregato più ristretto dei **prestiti a famiglie e imprese che segnerebbe un +4,2% a/a** rispetto al +4,6% di marzo (+5,5% il massimo di fine 2020).

Crescita dei depositi sostenuta, ma più moderata dopo il picco di gennaio

La dinamica dei depositi ha confermato un moderato rallentamento a marzo, come anche ad aprile secondo le stime ABI, dopo il picco di crescita registrato a gennaio. Il ritmo resta comunque sostenuto (+9,9% a/a a marzo), trainato dai conti correnti (+12,9% a/a). Tale dinamica continua a trainare la crescita della raccolta complessiva da clientela, che a marzo ha segnato una variazione del 7,6% a/a, in rallentamento dopo la fase di accelerazione registrata nell'ultima parte del 2020 e culminata col +9,3% di gennaio 2021. Secondo le anticipazioni ABI, il rallentamento è proseguito ad aprile.

Elisa Coletti

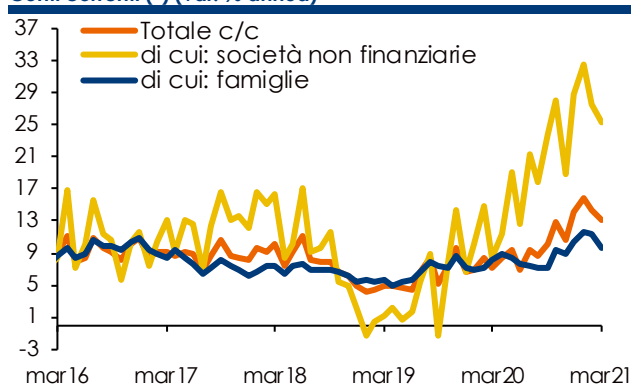
Per il secondo mese consecutivo la dinamica dei depositi mostra un naturale rallentamento, dopo il picco registrato a gennaio col +12,3% a/a. La crescita resta comunque sostenuta, pari a marzo a +9,9% a/a. La fase di graduale rallentamento del trend è proseguita ad aprile secondo le stime ABI, con un ritmo più moderato rispetto a marzo per circa 1 punto percentuale.

Come nei mesi precedenti, **la crescita dei conti correnti è rimasta a due cifre**, del 12,9% a/a dal 14,6% di febbraio e 15,9% di gennaio, nuovo massimo degli anni 2000. Anche a marzo **il flusso mensile sul complesso dei conti correnti è stato positivo, ma molto ridimensionato rispetto ai mesi precedenti, pari a soli 423 milioni dai 5,9 miliardi di febbraio.**

Ancora una volta l'afflusso è stato trainato dal risparmio delle famiglie, che per il complesso dei depositi si è quantificato in **3 miliardi nel mese, per un totale di 20 miliardi nel 1° trimestre** dell'anno. Il flusso di risparmio del mese si è riversato principalmente sui conti correnti, per quasi 3,9 miliardi, mentre i depositi con durata prestabilita si sono ridotti di circa 800 milioni. La crescita dei conti correnti delle famiglie ha rallentato leggermente a +9,6% a/a dal +11% circa del 1° bimestre. Ciò vale anche per il complesso dei depositi, che sono passati da un ritmo dell'8% a/a al +6,7% di marzo.

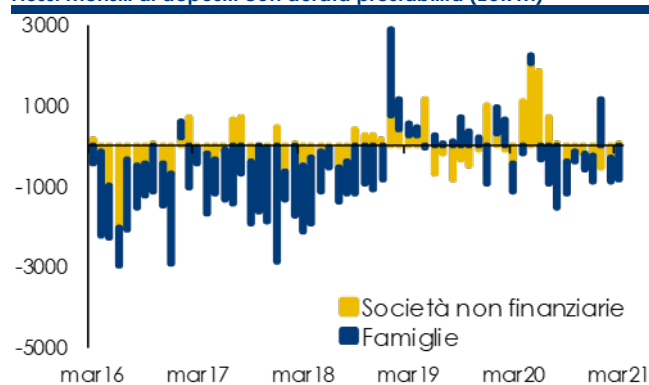
Diversamente, **i depositi delle società non-finanziarie hanno registrato un deflusso netto mensile**, pari a -3,4 miliardi, determinato dai conti correnti (per -3,3 miliardi). **Il tasso di crescita del totale dei depositi e della componente dei conti correnti è rimasto molto alto, del 25% a/a** per entrambe le voci, dopo aver toccato il record a gennaio (+31,9% a/a i depositi e +32,6% i conti correnti).

Conti correnti (*) (var. % annua)



Nota: (*) dati riferiti alle passività delle IFM italiane verso residenti nell'area euro. Fonte: BCE

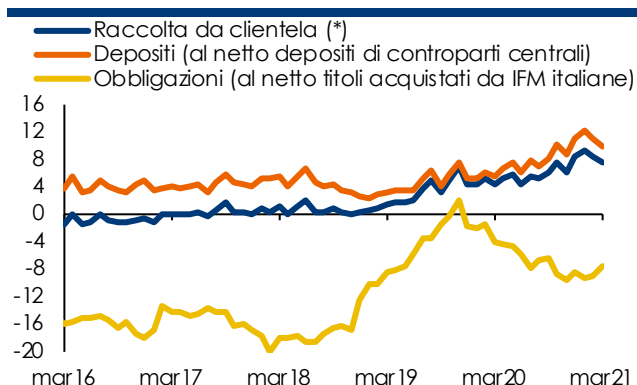
Flussi mensili di depositi con durata prestabilita (EUR M)



Fonte: BCE

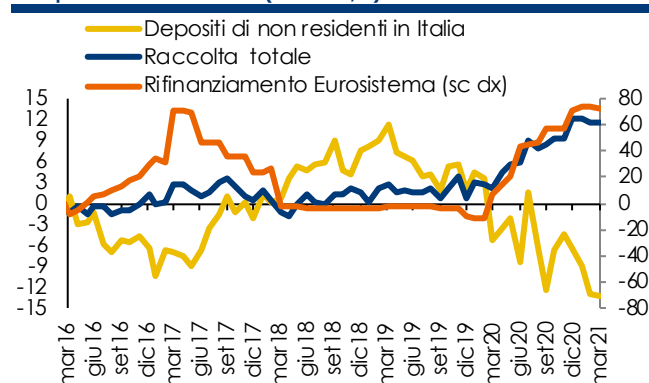
Le obbligazioni hanno mantenuto un trend negativo, con un calo dello stock del -7,4% a/a, confermato ad aprile secondo le stime ABI, dopo il -9% circa del 1° bimestre.

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, di cui rifinanziamento BCE e depositi di non residenti (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia

La dinamica dei depositi da residenti continua a trainare **la crescita della raccolta complessiva da clientela, che a marzo ha segnato una variazione del 7,6% a/a. Questa risulta più moderata rispetto ai tre mesi precedenti** (+8,5% a/a a febbraio), dopo la fase di accelerazione registrata nell'ultima parte del 2020 e culminata col +9,3% di gennaio 2021. Secondo le anticipazioni ABI, ad aprile il ritmo ha rallentato di 0,8 punti percentuali. Il rallentamento non ha interessato l'aggregato della raccolta totale che, per effetto del ricorso al rifinanziamento BCE, ha confermato la dinamica a due cifre già vista nei tre mesi precedenti, del +11,7% a/a a marzo dal +12,2% a/a di gennaio e fine 2020. Infatti, al trend continua a contribuire **il forte tasso di variazione del rifinanziamento BCE** (+72,4% a/a a marzo, in linea con i tre mesi precedenti). Diversamente, **i depositi di non residenti, comprensivi dell'interbancario, sono rimasti in calo, del -13% a/a a marzo** in linea con febbraio, confermando un andamento opposto a quello del rifinanziamento BCE.

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-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Spa 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 Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Macroeconomic Research

Paolo Mameli – Economista macro Italia

62128

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi – Economista macro Area euro

62339

andrea.volpi@intesasnpaolo.com

Industry & Banking Research

Banking Research

Elisa Coletti – Economista Banche

62097

elisa.coletti@intesasnpaolo.com