

# La Bussola dell'Economia Italiana

**Direzione Studi e Ricerche**

Aprile 2022

**IMI**

CORPORATE &  
INVESTMENT  
BANKING

## La bussola dell'economia italiana

### Indice

#### L'evoluzione dello scenario congiunturale

Un DEF prudente e senza grandi sorprese

Sintesi della previsione macroeconomica

Rimbalza la produzione industriale a febbraio...

...ma gli effetti del conflitto iniziano a farsi sentire sul morale manifatturiero

La domanda di costruzioni resta positiva ma la crisi accentua i limiti all'offerta

Servizi più resilienti ma non immuni allo shock

Cala ancora la fiducia delle famiglie, e rallentano i consumi

Tornano a crescere gli occupati ma il conflitto potrebbe frenare le assunzioni

I rincari peseranno sulla competitività internazionale delle imprese

Inflazione sui massimi da oltre 30 anni

#### Tendenze del settore bancario

Crescita modesta per i prestiti alle società non finanziarie

Depositi in rallentamento fino a febbraio, riprendono slancio a marzo

### Aprile 2022

2

2

6

Nota Mensile

7

8

#### Direzione Studi e Ricerche

9

10

11

**Paolo Mameli**

12

Economista Macro Italia

13

14

**Andrea Volpi**

Economista

15

15

**Elisa Coletti**

Economista Banche

18

## L'evoluzione dello scenario congiunturale

### Un DEF prudente e senza grandi sorprese

Grazie all'andamento migliore del previsto dei tendenziali di finanza pubblica, il Governo ha potuto confermare i precedenti target sul deficit, pur prevedendo un pacchetto di ulteriori misure contro il caro-energia da 9,5 miliardi (atteso entro fine mese).

Paolo Mameli

Il Governo ha approvato mercoledì 6 aprile in serata **il DEF 2022**, che delinea le nuove proiezioni e i nuovi obiettivi di finanza pubblica sull'orizzonte 2023-25. Le **principali novità rispetto al precedente quadro di finanza pubblica** (contenuto nella NADEF di fine settembre 2021) sono le seguenti:

**Le stime di crescita sono state riviste al ribasso, ma i target sul deficit sono confermati, e il profilo atteso del debito è più favorevole**

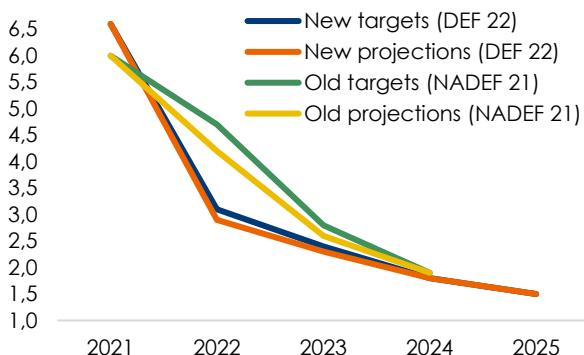
- sono state **riviste al ribasso le stime di crescita del PIL** (nel quadro programmatico) a 3,1% nel 2022, 2,4% nel 2023 e 1,8% nel 2024 (da 4,7%, 2,8% e 1,9%, rispettivamente, dello scorso settembre); il PIL è visto a 1,5% nell'ultimo anno dell'orizzonte di previsione (2025); il nuovo profilo è circa in linea con la nostra previsione per quest'anno (3%), ma più ottimistico rispetto alle nostre attese per gli anni successivi (1,6% nel 2023-24 e 1% nel 2025);
- tuttavia, il meno favorevole scenario di crescita non si è tradotto in un peggioramento del quadro di finanza pubblica: anzi **i tendenziali sono migliorati rispetto alle precedenti proiezioni**, grazie soprattutto alla sorpresa positiva sui saldi vista nel 2021: il deficit in assenza di nuovi interventi governativi viaggia ora verso il 5,1% del PIL, contro un target di 5,6% stimato sei mesi fa (dopo che il consuntivo 2021 si era attestato a 7,2% contro il 9,4% atteso nella NADEF di fine settembre);
- di conseguenza, **si è creato uno spazio per interventi fiscali espansivi, pur in un contesto di conferma dei precedenti target dell'indebitamento**: in effetti, il Governo ha scelto di confermare il precedente profilo di rapporto deficit/PIL per tutto l'orizzonte (al 5,6% del PIL nel 2022, al 3,9% nel 2023 e al 3,3% nel 2024; il deficit è poi visto al 2,8% nel 2025), utilizzando la differenza rispetto ai deficit tendenziali per interventi espansivi, che valgono mezzo punto di PIL quest'anno, ma poi si riducono nei prossimi anni (due decimi sul 2023 e un decimo sul 2024);
- **i nuovi interventi espansivi sul 2022 saranno dettagliati in un decreto entro aprile, e valgono 9,5 miliardi**, di cui 4,5 miliardi per prorogare le misure contenute nel "DL bollette" e 5 miliardi per nuovi interventi per il contenimento dei prezzi energetici, la copertura dei maggiori costi delle opere pubbliche, l'aumento dei fondi per le garanzie sul credito e altre misure per le aziende e per l'assistenza dei profughi ucraini;
- in questo contesto, complice anche l'aumento del deflatore del PIL, **tutto il profilo del rapporto debito/PIL è spostato verso il basso rispetto alle attese di sei mesi fa**: il debito è visto ora in calo al 147% del PIL quest'anno, al 145,2% nel 2023 e al 143,4% nel 2024 (e a 141,4% nel 2025).

**Il nuovo quadro di finanza pubblica del Governo italiano**

Quadro programmatico DEF 2022	2021	2022	2023	2024	2025
Tasso di crescita del PIL	6.6	3.1	2.4	1.8	1.5
Deficit (% PIL)	-7.2	-5.6	-3.9	-3.3	-2.8
Avanzo primario (% PIL)	-3.7	-2.1	-0.8	-0.3	0.2
Interessi passivi (% PIL)	3.5	3.5	3.1	3.0	3.0
Debito (% PIL)	150.8	147.0	145.2	143.4	141.4
Quadro tendenziale DEF 2022	2021	2022	2023	2024	2025
Tasso di crescita del PIL	6.6	2.9	2.3	1.8	1.5
Deficit (% PIL)	-7.2	-5.1	-3.7	-3.2	-2.7
Avanzo primario (% PIL)	-3.7	-1.6	-0.6	-0.2	0.2
Interessi passivi (% PIL)	3.5	3.5	3.1	3.0	3.0
Debito (% PIL)	150.8	146.8	145.0	143.2	141.2
Quadro programmatico NADEF 2021	2021	2022	2023	2024	
Tasso di crescita del PIL	6.0	4.7	2.8	1.9	
Deficit (% PIL)	-9.4	-5.6	-3.9	-3.3	
Avanzo primario (% PIL)	-6.0	-2.7	-1.2	-0.8	
Interessi passivi (% PIL)	3.4	2.9	2.7	2.5	
Debito (% PIL)	153.5	149.4	147.6	146.1	

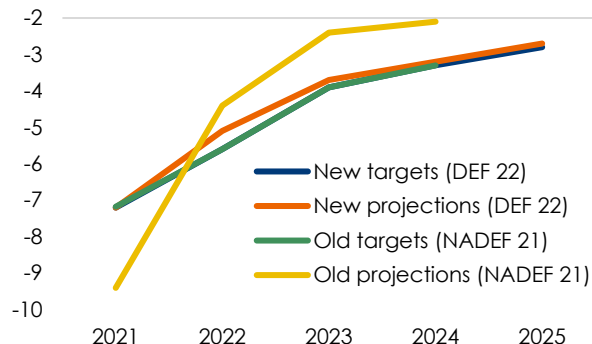
Fonte: DEF 2022

**Tasso di crescita % del PIL: scenario programmatico e tendenziale (DEF 2022 vs. NADEF 2021)**



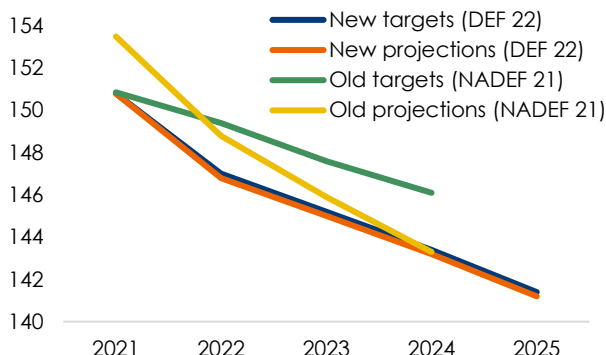
Fonte: DEF 2022

**Rapporto deficit/PIL: scenario programmatico e tendenziale (DEF 2022 vs. NADEF 2021)**



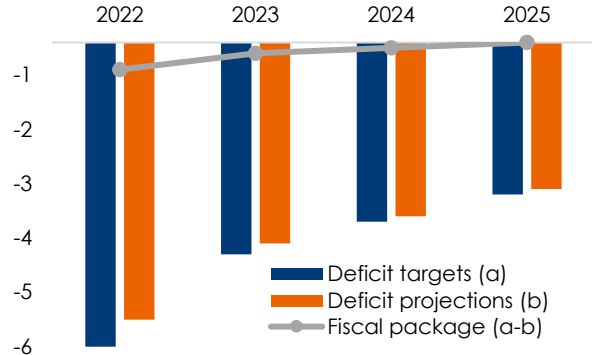
Fonte: DEF 2022

**Rapporto debito/PIL: scenario programmatico e tendenziale (DEF 2022 vs. NADEF 2021)**



Fonte: NADEF 2021

**La manovra espansiva che il Governo intende approvare vale mezzo punto di PIL per quest'anno e pochi decimi sul 2023-24**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati DEF 2022

Lo scenario di crescita assunto dal Governo include una contrazione del PIL di -0,5% t/t nel primo trimestre, principalmente per effetto di un calo del valore aggiunto nell'industria, seguita da un recupero (sia pure più debole di quanto in precedenza stimato) nei mesi primaverili, guidato dai

**Gli scenari alternativi implicano significativi rischi al ribasso sulla crescita**

servizi. Il nostro profilo previsivo include una flessione meno pronunciata del PIL a inizio anno, seguita da un rimbalzo meno accentuato nel trimestre corrente. In ogni caso, lo scenario sia tendenziale che programmatico del Governo è circa in linea con la nostra stima sul PIL 2022 (3%). Viceversa, le previsioni del Governo sono più ottimistiche delle nostre per gli anni successivi: è il motivo per il quale **siamo più cauti sulle previsioni su deficit e debito rispetto al quadro programmatico del Governo dal 2023 in poi.**

Il Governo include nel DEF anche due **scenari di rischio**, nell'ipotesi di blocco delle esportazioni russe di gas e petrolio da aprile 2022 sino a tutto il 2023:

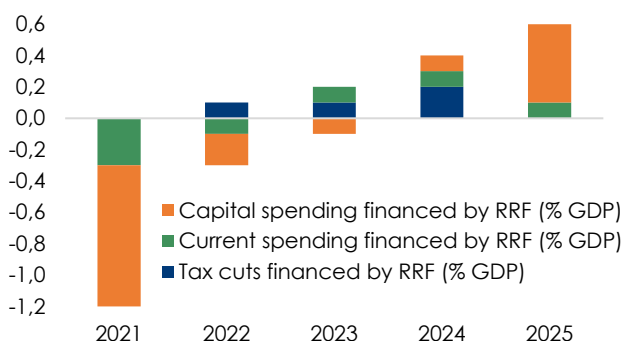
- nel caso in cui le forniture di gas fossero assicurate grazie ad un incremento delle importazioni dai gasdotti meridionali, a un maggior utilizzo di LNG e a un aumento, inizialmente modesto ma crescente nel tempo, della produzione nazionale, ne deriverebbe, principalmente attraverso il canale dell'aumento dei prezzi energetici, un **impatto sul PIL di -0,8% nel 2022 e -1,1% nel 2023 rispetto allo scenario base** (quindi, nelle stime del Governo, il PIL crescerebbe di 2,3% quest'anno e di 1,3% l'anno prossimo);
- viceversa, in uno scenario più severo, nel quale non tutte le azioni intraprese per diversificare gli approvvigionamenti di gas producano i risultati sperati (in Italia come negli altri Paesi UE), i rincari ancora più pronunciati dei prezzi e il razionamento dell'energia produrrebbero un **impatto negativo sul PIL pari a -2,3% nel 2022 e -2,9% nel 2023**, in altri termini la crescita si attesterebbe ad appena 0,8% quest'anno e 0,5% nel 2023.

Nostre analoghe simulazioni, con ipotesi simili, danno come risultato, per l'anno in corso, un impatto, rispetto allo scenario base, di -0,7% (vs -0,8% del Governo) nello scenario meno estremo e di -2,9% (vs -2,3% stimato nel DEF) nello scenario più severo.

Il DEF incorpora anche un **più aggiornato profilo della pianificazione temporale degli interventi disposti dal Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza**, che sposta ulteriormente in avanti, come già era accaduto nella NADEF di sei mesi fa rispetto al DEF 2021, alcuni interventi originariamente previsti per gli anni precedenti. In particolare, i minori interventi rispetto a quanto programmato inizialmente (nel DEF dello scorso anno) valgono ben l'1,2% del PIL per il 2021 e due decimi in meno sia per il 2020 che per il 2022. Il saldo è sostanzialmente invariato per il 2023, mentre gli interventi si affollano maggiormente nel triennio 2024-26. Come già avevamo osservato in passato, si tratta a nostro avviso dell'ennesimo segnale del fatto che **gli interventi programmati nel PNRR possano essere soggetti a ritardi** e dunque incidere maggiormente sulla seconda parte dell'orizzonte di programmazione, piuttosto che sulla prima. Inoltre, la lievitazione dei costi per le opere pubbliche, sia pure verosimilmente mitigata da alcuni interventi annunciati dal Governo, aumenta i rischi non solo di ritardi ma anche di non piena attuazione degli interventi programmati, specie in tema di investimenti diretti (soprattutto a carico degli enti locali).

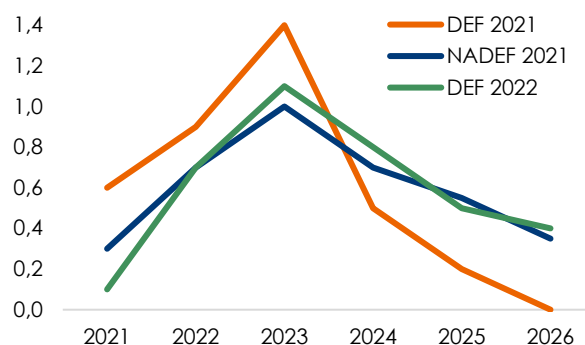
**Il profilo temporale della spesa finanziata da NGEU è ulteriormente rimodulato verso gli anni dal 2024 in poi**

**Scostamento tra gli interventi finanziati dal RRF previsti dal DEF 2022 a confronto con le previsioni iniziali contenute nel DEF 2021 (in % del PIL)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati NADEF e DEF 2021

**Interventi finanziati da sovvenzioni RRF previsti dal DEF 2022 a confronto con NADEF 2021 e DEF 2021 (in % del PIL)**

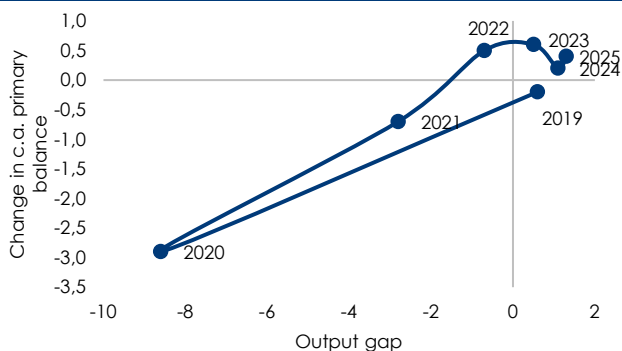


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati DEF 2022, NADEF 2021 e DEF 2021

Nel complesso, dopo l'ampia espansione anticiclica del 2020, e quella, inferiore al previsto, del 2021, la politica fiscale è in via di "normalizzazione". Il Governo ha sfruttato gli spazi creati dal miglioramento dei tendenziali per rendere meno marcata la stretta "implicita" inclusa nell'evoluzione del saldo primario al netto del ciclo a partire da quest'anno. Gli interventi però appaiono poco ambiziosi: **sembra essere stata scelta la strada di mantenimento della disciplina fiscale, a discapito di quella del sostegno al ciclo**. Tuttavia, se si dovessero materializzare almeno in parte i rischi al ribasso sulla crescita impliciti negli scenari alternativi, nuovi interventi potrebbero essere necessari. In ogni caso, solo uno scenario recessivo sembra poter mettere a rischio il trend di graduale diminuzione di deficit e debito (in quest'ultimo caso, lo shock inflazionistico gonfia *ceteris paribus* il deflatore del PIL e di conseguenza il denominatore del rapporto debito/PIL, favorendo una sua graduale diminuzione). Nelle nostre simulazioni, a parità di deflatore del PIL, **solo una crescita del PIL reale inferiore all'1,8% farebbe salire il rapporto debito/PIL quest'anno** rispetto all'anno scorso (tuttavia, nel contesto attuale, uno shock simile si accompagnerebbe verosimilmente a una salita del deflatore, attenuando gli effetti sul rapporto debito/PIL); inoltre, solo un PIL in calo di almeno -0,6% sull'anno farebbe salire il rapporto deficit/PIL rispetto al livello del 2021. Tuttavia, come detto, **per via di previsioni meno ottimistiche sulla crescita del PIL dal 2023 in poi, siamo più cauti sul percorso atteso dal Governo di riduzione di deficit e debito nei prossimi anni**.

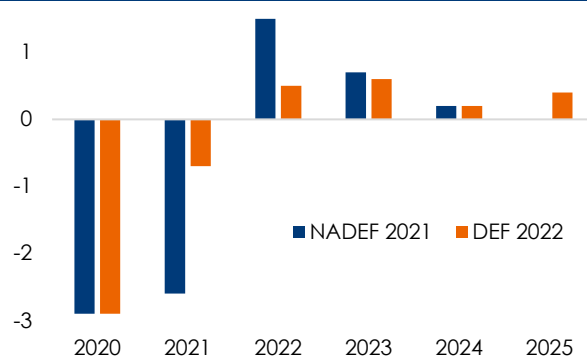
**La politica fiscale va "normalizzandosi"**

**Dopo l'ampia espansione anticiclica del 2020-21, la politica fiscale è attesa normalizzarsi nei prossimi anni...**



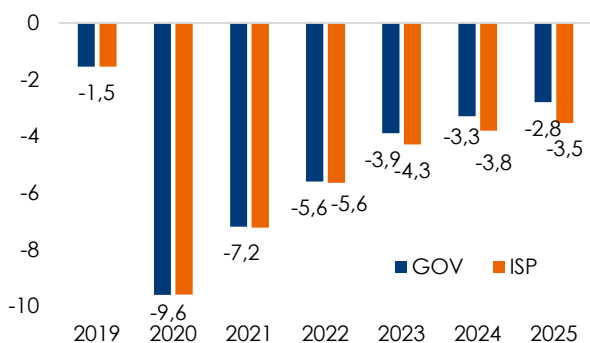
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati DEF 2022

**...ma la "stretta" implicita quest'anno sarà meno marcata rispetto a quanto previsto sei mesi fa**



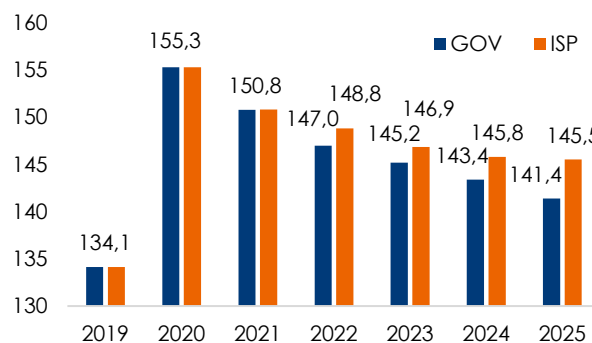
Nota: variazione del saldo primario corretto per il ciclo. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati DEF 2022

**Deficit/PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e target governativi**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, quadro programmatico Governo italiano (DEF 2022)

**Debito/PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e target governativi**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, quadro programmatico Governo italiano (DEF 2022)

**Sintesi della previsione macroeconomica****Previsioni macroeconomiche**

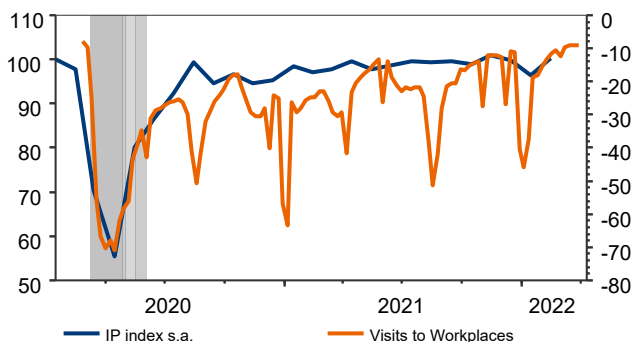
	2021p	2022p	2023p	2021		2022				2023			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	6.6	3.0	1.6	3.9	6.2	5.8	3.6	1.5	1.3	1.7	1.6	1.6	1.7
- var.ne % t/t				2.5	0.6	-0.1	0.5	0.4	0.3	0.3	0.5	0.4	0.4
Consumi delle famiglie	5.2	3.8	1.8	2.9	0.0	0.3	0.7	0.5	0.4	0.4	0.6	0.4	0.3
Consumi pubblici	1.0	1.0	0.6	0.0	0.7	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Investimenti fissi	17.0	6.5	4.2	1.8	2.8	1.1	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
Investimenti in macchinari	13.0	6.7	4.6	3.3	2.1	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0	1.3	1.4	1.4
Investimenti in trasporti	10.2	-3.3	4.1	-13.7	0.4	2.0	1.5	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
Investimenti in costruzioni	22.3	7.5	3.8	2.4	3.8	1.0	0.8	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
Esportazioni	13.4	4.9	2.2	4.1	0.0	1.0	0.7	0.7	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
Importazioni	14.6	7.1	2.9	2.3	4.2	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
<b>Contr. % PIL</b>													
Commercio estero	-0.1	-0.5	-0.2	0.6	-1.3	0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.0
Domanda finale interna	6.4	3.7	2.0	2.0	0.7	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
Var. scorte	0.3	-0.2	-0.2	-0.2	1.1	-0.6	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
<b>Attività produttiva</b>													
Produzione industriale	11.7	-0.8	2.1	0.8	0.3	-1.9	-1.0	1.2	1.4	0.2	0.2	0.4	0.4
<b>Prezzi, salari e redditi</b>													
Prezzi al consumo (a/a)	1.9	6.2	2.6	2.2	3.5	5.7	7.1	6.6	5.4	3.4	2.2	2.4	2.4
- escl. alimentari, energia (a/a)	0.8	2.6	2.4	0.7	1.3	1.7	3.0	2.9	2.9	2.7	2.0	2.3	2.6
PPI (a/a)	10.7	22.4	-1.0	12.0	21.8	32.8	28.9	21.3	9.3	-2.3	-2.2	-0.6	1.0
Disoccupazione (%)	9.5	8.7	8.3	9.1	9.0	8.6	8.8	8.8	8.7	8.5	8.4	8.1	8.0
Occupati totali	0.8	1.8	1.0	0.9	0.4	0.4	0.0	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
Salari contrattuali	0.6	0.7	1.1										
Reddito disponibile reale	2.1	-0.7	0.9										
Tasso di risparmio (%)	13.1	9.0	8.2										
<b>Bilancia dei pagamenti</b>													
Partite correnti (% PIL)	2.9	0.9	1.2										
<b>Finanza pubblica</b>													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-7.2	-5.6	-4.3										
Debito (% Pil)	150.3	148.8	146.9										
<b>Variabili finanziarie</b>													
3-mths Euribor	-0.58	-0.08	1.29	-0.55	-0.58	-0.50	-0.46	-0.26	-0.08	0.20	0.52	0.81	1.29
Long term (10Y) rate (%)	0.75	2.30	3.06	0.67	0.94	1.58	2.24	2.60	2.77	2.87	3.00	3.08	3.29
BTP/Bund spread	1.08	1.62	1.95	1.07	1.18	1.46	1.58	1.67	1.77	1.93	1.98	1.95	1.92

Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

### Rimbalsa la produzione industriale a febbraio...

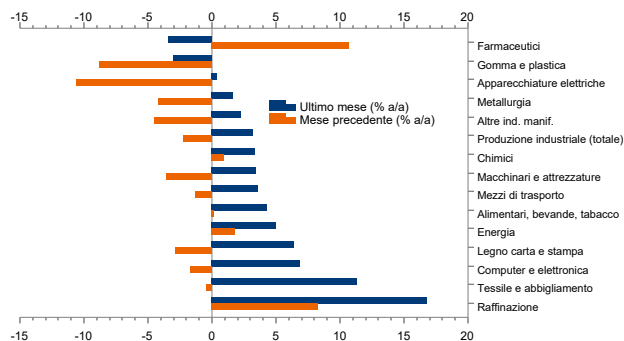
**A febbraio, la produzione industriale italiana è cresciuta del 4% m/m**, dopo il crollo di -3,4% m/m registrato a gennaio. Pur non avendo recuperato pienamente la caduta vista tra dicembre e gennaio, **l'output nell'industria è tornato al di sopra dei livelli di febbraio 2020 (+2,5%, contro un +0,7% registrato in Spagna e cali di oltre -4,5% in Germania e Francia)**. Il rimbalzo di febbraio è diffuso a tutte le principali componenti (come d'altra parte era stato il calo di gennaio). I beni durevoli sono stati trainanti sia sul mese (7,8% m/m, dopo il -1,1% di gennaio e il -4,8% di dicembre) che su base annua (6,9%). **Il rimbalzo di febbraio, così come il calo di gennaio, appare pressoché interamente dovuto all'evoluzione dell'ondata pandemica**, che aveva raggiunto un picco nelle prime settimane dell'anno e poi si è ridotta significativamente. Il recupero dell'attività produttiva dovrebbe però rivelarsi effimero: **a partire da marzo cominceranno a pesare gli effetti della guerra in Ucraina, in particolare attraverso il canale dell'impennata dei prezzi delle materie prime**. Le indagini a marzo hanno mostrato un crollo delle aspettative delle imprese sull'economia, e ulteriori rincari dei costi degli input. Inoltre, la guerra potrebbe esacerbare i già preesistenti problemi nelle catene di trasporto e approvvigionamento, e, negli scenari più severi, causare un razionamento dell'energia: tutto ciò non potrà non frenare l'attività nel settore industriale nei prossimi mesi. **Nonostante l'ampio rimbalzo di febbraio, la produzione industriale resta in rotta per una contrazione nel 1° trimestre (-1% t/t)**. Poiché ci attendiamo che l'output torni a flettere in misura considerevole a marzo, **la flessione della produzione industriale nel 1° trimestre potrebbe essere dell'ordine di due punti percentuali** (con un contributo al PIL di circa -0,4% t/t).

#### Il rimbalzo della produzione industriale a febbraio è spiegato dal recupero della mobilità dovuto al rientro del picco pandemico



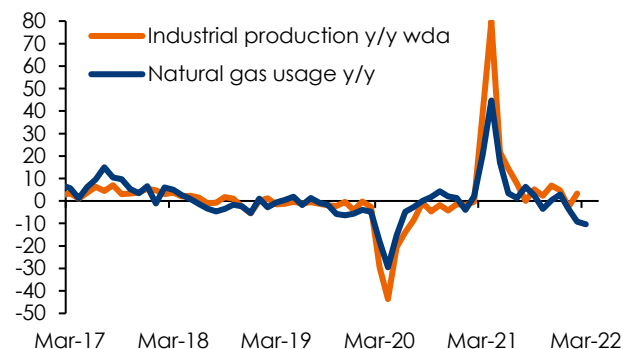
Fonte: Istat, Google, Intesa Sanpaolo

#### I settori che mostrano il maggior recupero rispetto a febbraio 2021 sono la raffinazione, il tessile e l'elettronica



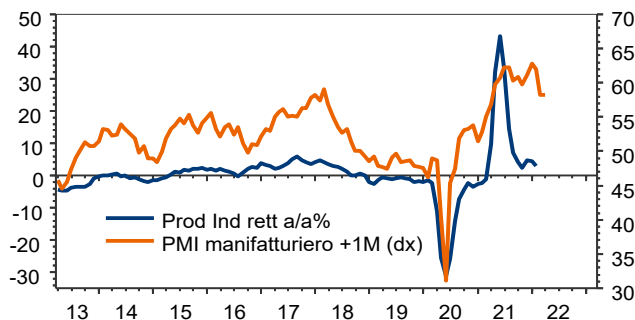
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

#### Gli indicatori ad alta frequenza, come il consumo di gas a uso industriale, segnalano che da marzo l'attività produttiva è tornata a flettere



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Tema

#### La guerra sta iniziando a pesare sulla fiducia delle imprese



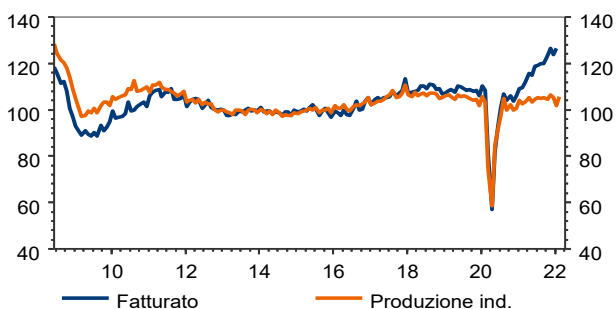
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, S&P Global



**...ma gli effetti del conflitto iniziano a farsi sentire sul morale manifatturiero**

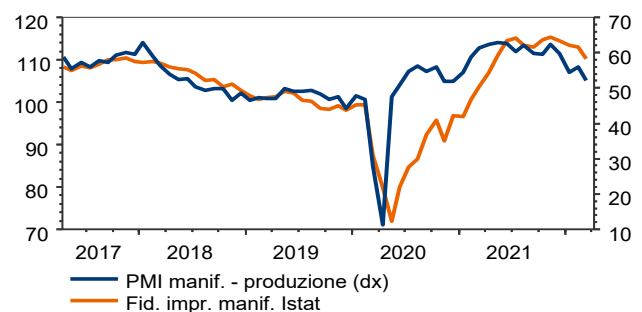
Le indagini congiunturali di marzo hanno iniziato a risentire degli effetti della crisi geopolitica internazionale (che per motivi di calendario non erano stati incorporati nelle indagini di febbraio), soprattutto (ma non solo) attraverso il canale dei rincari delle materie prime. **Nel settore manifatturiero, la fiducia delle imprese è scesa per il quarto mese di fila**, a 110,3 da 112,9 di febbraio. Gli ordini correnti provenienti dal mercato interno hanno mostrato un moderato rallentamento, ma le commesse dall'estero sono scese in territorio negativo (ai minimi da maggio dell'anno scorso), e soprattutto **le aspettative** sia sugli ordini che sulla produzione **sono peggiorate notevolmente**. Le attese sull'economia sono crollate a -34,4 da -3,3, un minimo da novembre del 2020. Anche le intenzioni di assunzione sono in frenata, ai minimi da giugno dello scorso anno (pur restando in territorio positivo). **I prezzi di vendita attesi sono aumentati ulteriormente** a 50,7 da 44,6, a nuovi massimi storici. **Le indagini indicano quindi nuovi massimi per gli indici sui prezzi, un netto peggioramento delle prospettive per la crescita, e segnali di una nuova recrudescenza delle strozzature all'offerta nel manifatturiero**. Questi **effetti potrebbero non essere solo di breve termine**. Le indagini confermano anche che, contrariamente a quanto avvenuto con la pandemia, **il nuovo shock peserà più sull'industria che sui servizi**. A gennaio il fatturato nell'industria è tornato a crescere dopo la battuta d'arresto registrata a dicembre, di 2,3% m/m da -2% precedente. L'indice destagionalizzato tocca così un massimo dall'inizio delle rilevazioni nel 2000. La robusta performance del fatturato negli ultimi mesi non è spiegata soltanto da una solida domanda ma anche dall'effetto del forte aumento dei prezzi. Se si considera l'indicatore di volume di fatturato, la crescita risulta infatti decisamente più contenuta (0,5% m/m, 3,3% a/a).

**Il gap tra produzione e fatturato è in parte spiegato dal forte aumento dei prezzi (nonché da persistenti strozzature all'offerta)**



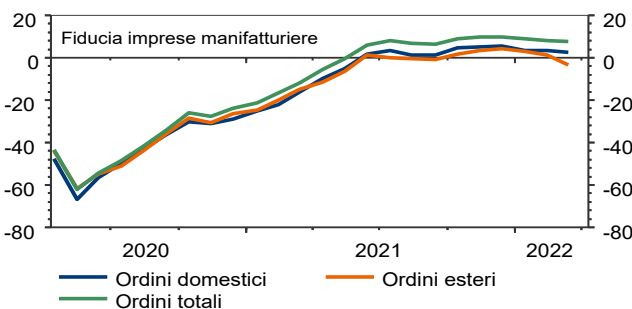
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Le indagini riportano un rallentamento dell'attività industriale**



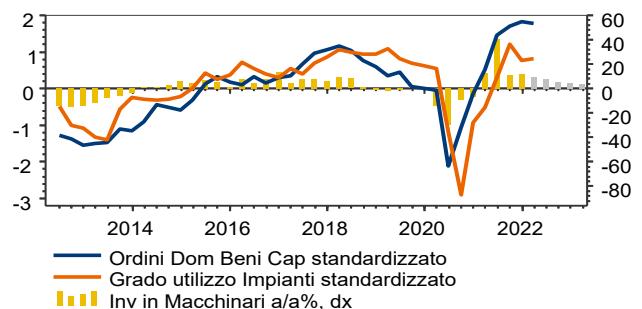
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, S&P Global

**Le tensioni internazionali pesano sulla domanda di beni industriali**



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

**Incertezza e rincari delle materie prime potrebbero frenare gli investimenti delle imprese, sinora robusti**

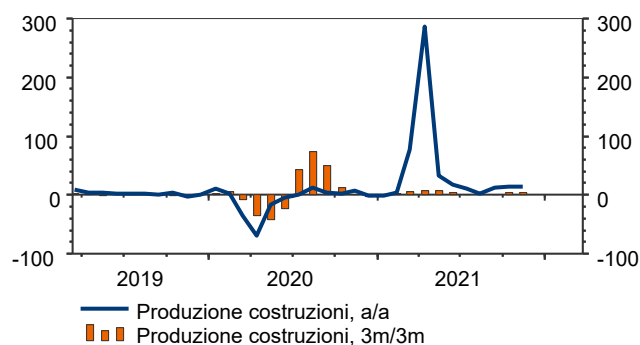


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

### La domanda di costruzioni resta positiva ma la crisi accentua i limiti all'offerta

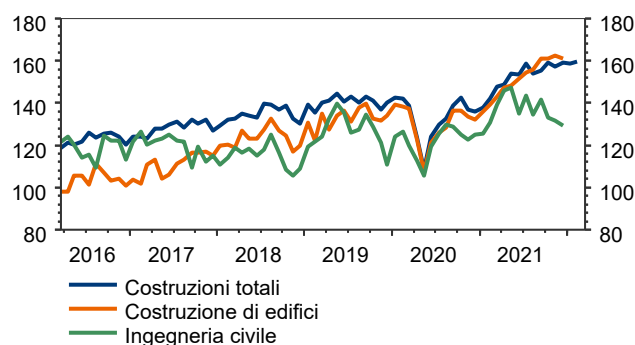
Nel 4° trimestre del 2021 i **permessi di costruzione** a scopo residenziale sono cresciuti dello 0,9% t/t, in rallentamento dal 3,5% registrato nei tre mesi precedenti; la superficie utile abitabile è salita dell'1,6% t/t. La superficie autorizzata per i nuovi fabbricati non residenziali ha invece riportato una flessione di -20,3% t/t dopo l'ampio rimbalzo di 19,5% del 3° trimestre. In termini tendenziali i permessi per costruire restano comunque in ampia crescita: +25,1% per l'edilizia residenziale e +12,6% per quella non residenziale. Tuttavia, se il comparto **residenziale** ha dimostrato una vivacità particolare nel corso del 2021, con **la superficie utile abitabile che è salita sui massimi da fine 2012, il settore non residenziale non ha ancora completamente recuperato l'ampia contrazione subita durante la pandemia** (il divario ancora da colmare rispetto a fine 2019 è pari a -23,1%). **A marzo la fiducia delle imprese operanti nel settore rilevata dall'Istat è salita per il secondo mese toccando un nuovo massimo storico a 160,1 da 159,7**, confermando un quadro di domanda ancora più che espansivo. **Nei prossimi mesi l'incertezza e il rallentamento ciclico derivanti dalle tensioni internazionali dovrebbero pesare sulla domanda di investimenti nelle costruzioni** ma le più recenti indagini trimestrali suggerivano che le imprese disponevano di un ampio di stock di mesi di lavoro assicurati. La proroga degli incentivi fiscali dovrebbe inoltre continuare ad offrire supporto all'attività nel settore. **La crisi internazionale peserà anche dal lato dell'offerta**: i forti rincari delle materie prime, le difficoltà di approvvigionamento e i ritardi nelle consegne dovrebbero infatti frenare l'attività. Le aspettative sui prezzi hanno toccato un nuovo record mentre il 60% delle imprese riporta ostacoli all'attività.

#### La dinamica della produzione nelle costruzioni resta positiva



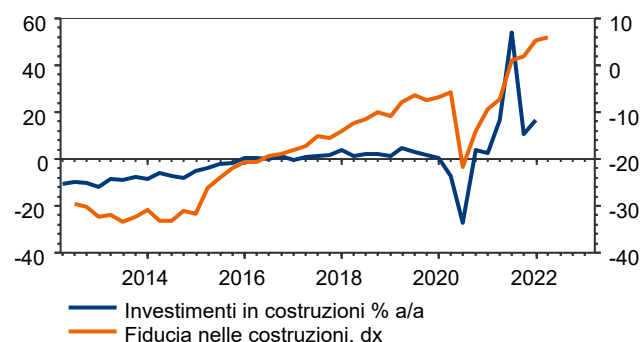
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

#### A marzo il morale nel settore ha toccato un nuovo record



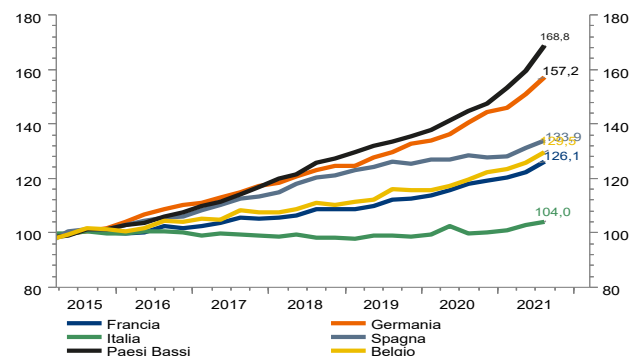
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

#### Il quadro resta espansivo, ma in prospettiva anche il settore dovrebbe risentire delle tensioni internazionali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

#### La crescita dei prezzi delle abitazioni resta comunque più fiacca rispetto alle altre principali economie

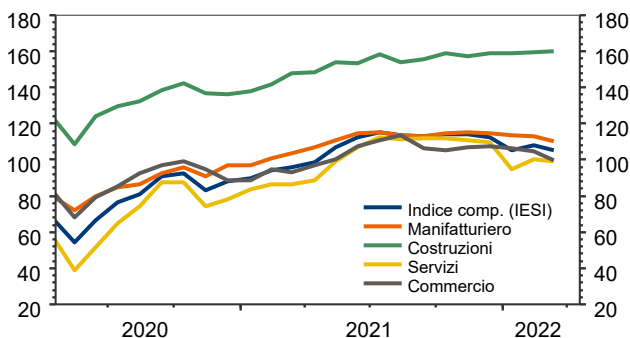


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

### Servizi più resilienti ma non immuni allo shock

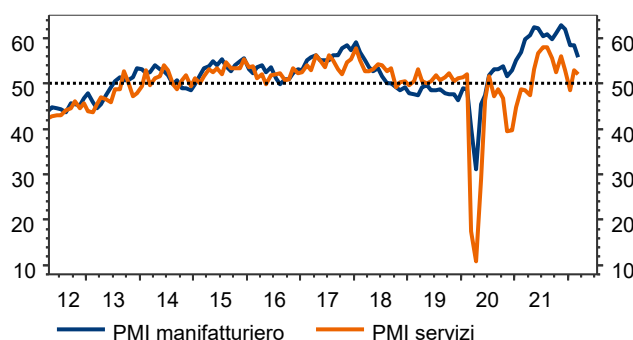
A marzo la fiducia delle imprese ha retto meglio del morale delle famiglie, ma è scesa anch'essa, a 105,4 da 107,9 secondo l'indice composito Istat. Il calo è stato relativamente lieve nei servizi (a 99 da 100,4 precedente), grazie al miglioramento della situazione sanitaria. Lo spaccato settoriale evidenzia infatti un progresso significativo nei servizi turistici, con l'indice relativo che si riporta sui massimi da novembre (prima dell'ondata da variante Omicron). In deterioramento, invece, il morale negli altri principali comparti, soprattutto quelli più esposti all'attività manifatturiera: in particolare, sono trasporti e magazzinaggio a registrare la flessione più marcata, penalizzati dal forte rincaro dei prezzi dei carburanti. L'indice PMI dei servizi ha corretto a 52,1 da 52,8 di febbraio, ancora in territorio espansivo. L'indice relativo all'attività corrente è rimasto sostanzialmente stabile su livelli coerenti con ritmi di crescita moderati, mentre sono state soprattutto le aspettative, che hanno registrato il calo più ampio da ottobre 2020, a risentire degli effetti del conflitto. I servizi non saranno immuni dagli effetti della crisi geopolitica internazionale, penalizzati dall'elevata incertezza e dal rincaro dei prezzi energetici, ma appaiono più resilienti e sembrano poter beneficiare di ulteriori margini di recupero post-pandemico. In sintesi, riteniamo che nei prossimi trimestri la ripresa dovrebbe essere supportata dal recupero dell'attività nel terziario, a fronte di una manifattura destinata a restare debole, ma i rischi restano rivolti verso il basso. Nonostante il minor rischio sanitario, la maggiore incertezza sul fronte internazionale e il rincaro dei prezzi al consumo potrebbero frenare anche la domanda di servizi.

#### Il calo del morale nei servizi è risultato più contenuto rispetto alla manifattura



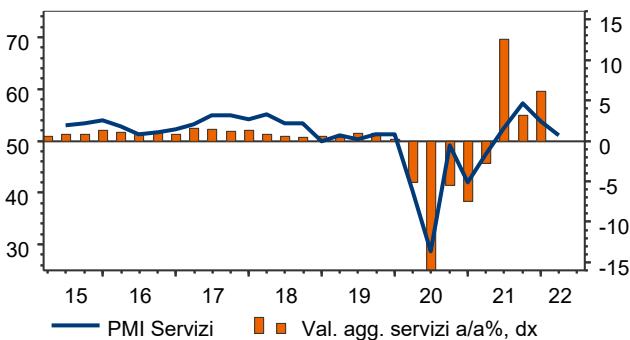
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

#### Il terziario appare in questa fase più resiliente rispetto all'industria...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P Global

#### ... ma potrebbero comunque perdere spinta nei prossimi mesi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, S&P Global

#### Il turismo beneficia del miglioramento della situazione sanitaria, trasporti penalizzati dal rincaro dei prezzi

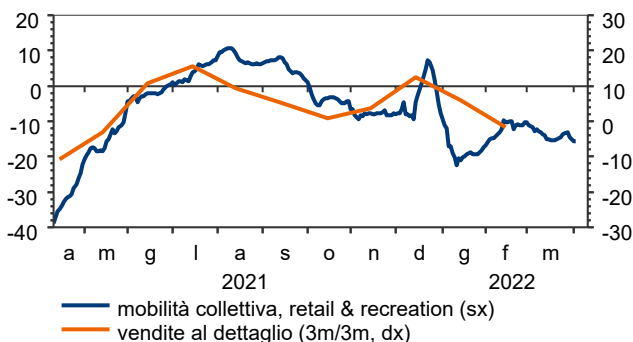


Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

### Cala ancora la fiducia delle famiglie, e rallentano i consumi

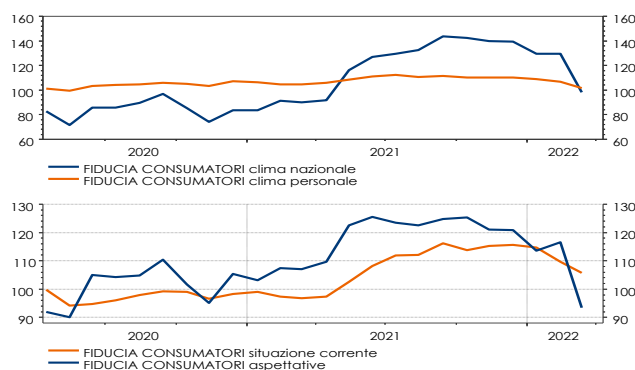
Il morale delle famiglie è crollato ad un nuovo minimo da gennaio 2021, a 100,8 da 112,4 precedente (è il terzo calo mensile di fila). La caduta è dovuta soprattutto al clima economico nazionale e alle aspettative per il futuro. Nelle valutazioni degli intervistati, **la situazione economica attesa dell'Italia è scesa a -76,3 da 6,8 precedente: è il valore più basso dallo scoppio della pandemia (marzo 2020)**. Sono anche aumentati i timori per la disoccupazione, a 63,3 da 38,9 (un massimo da aprile dello scorso anno). In deciso deterioramento le possibilità future di risparmio e le opportunità di acquisto di beni durevoli. **L'inflazione attesa dalle famiglie è salita ulteriormente, toccando un nuovo record storico assoluto** (103,6 da un precedente 70,3). Le indagini segnalano dunque che il carovita e le preoccupazioni per gli effetti economici del conflitto russo-ucraino stanno pesando in maniera considerevole sul morale dei nuclei familiari e non potranno non frenare i consumi reali nei prossimi mesi. **A febbraio le vendite al dettaglio sono cresciute** dello 0,7% m/m in valore (0,4% m/m in volume) dopo la flessione di -0,6% m/m di gennaio. Nel mese si registra una flessione per gli alimentari (-0,6% in valore, -1,5% in volume) ed un aumento per i beni non alimentari (1,7% in valore, 1,6% in volume). Su base tendenziale le vendite sono in crescita del 4,3% (1,9% in volume), con rialzi diffusi a tutte le forme distributive e gruppi di prodotto. Il rimbalzo di febbraio è dovuto al superamento del picco dell'ondata pandemica, ma i più recenti dati sulla mobilità personale verso gli esercizi commerciali sembrano suggerire che a marzo, nonostante gli ulteriori progressi sul fronte sanitario, i consumatori siano rimasti assai cauti nelle loro decisioni di spesa.

#### Il recupero della mobilità personale sembra aver subito una battuta d'arresto nelle ultime settimane



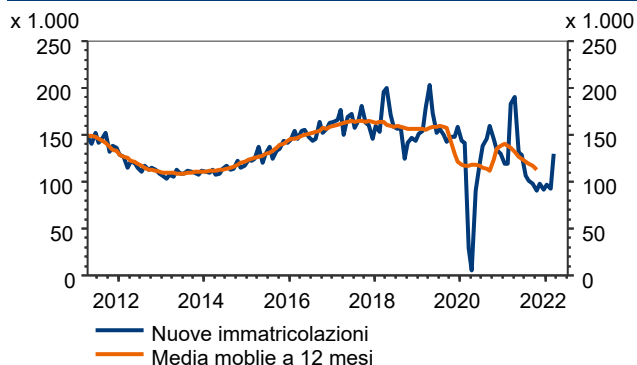
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Google

#### A marzo le aspettative delle famiglie crollano a un minimo da maggio 2020



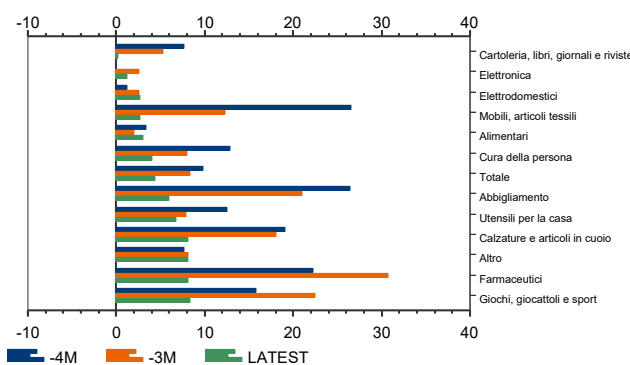
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

#### Il rimbalzo delle immatricolazioni a marzo è dovuto soprattutto a fattori stagionali: le prospettive per il settore auto restano deboli



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ANFIA

#### A febbraio, rispetto allo stesso mese del 2021, le vendite al dettaglio sono in crescita in tutti i principali gruppi di prodotto

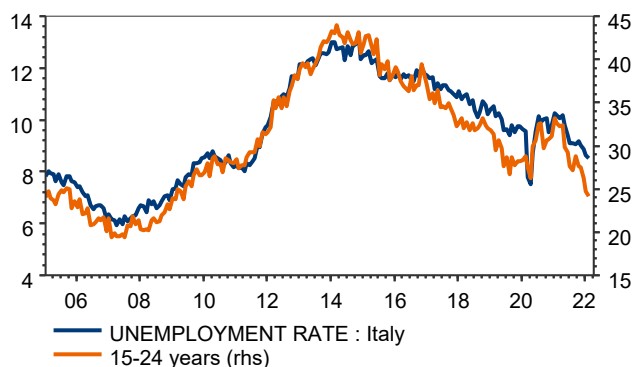


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

### Tornano a crescere gli occupati ma il conflitto potrebbe frenare le assunzioni

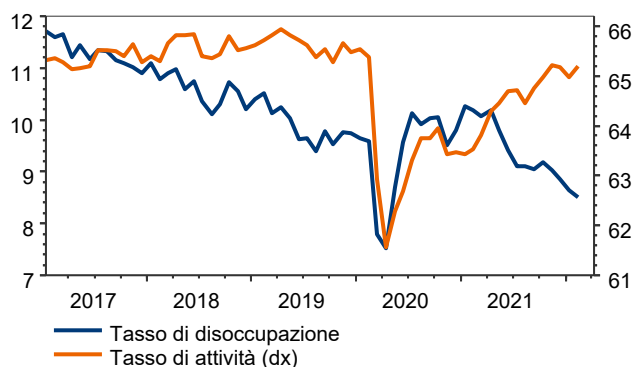
**A febbraio il tasso di disoccupazione è calato di un decimo all'8,5%.** Si registra un calo delle persone in cerca di occupazione (-30 mila unità) e degli inattivi (-79 mila), mentre **gli occupati sono tornati a crescere dopo due mesi di sostanziale stagnazione** (+81 mila). Il tasso di occupazione ha quindi toccato un record dall'inizio delle serie storiche, a 59,6%, mentre il tasso di attività è salito al 65,2% (ancora al di sotto dei livelli pre-Covid). Come nei mesi precedenti, però, **la maggior parte dei posti di lavoro creati a febbraio è di natura temporanea** (+133 mila a 3,2 milioni, un massimo dal 1977), a fronte di un calo per i dipendenti permanenti (-109 mila). Al momento la domanda di lavoro da parte delle imprese è ancora positiva ma le indagini congiunturali iniziano a segnalare un attenuamento delle attese di assunzione. **È possibile che nei prossimi mesi la dinamica occupazionale possa frenare per via del rallentamento ciclico dovuto al conflitto in Ucraina.** L'impatto sul tasso di disoccupazione potrebbe però risultare complessivamente contenuto, anche grazie a un possibile nuovo aumento del ricorso alla Cassa Integrazione; la prevalenza di contratti temporanei tra le nuove assunzioni rappresenta comunque un rischio. Al momento però le imprese continuano a riportare difficoltà nel reperire manodopera, un segnale che, nel caso in cui il rallentamento non dovesse sfociare in una recessione, la domanda sottostante di lavoro dovrebbe restare positiva.

#### Il tasso di disoccupazione giovanile resta elevato ma tocca un minimo dal 2009



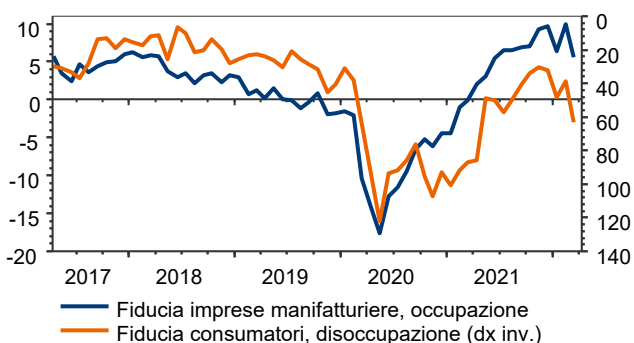
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

#### Il tasso di attività è in progressivo recupero ma ancora al di sotto dei livelli pre-Covid



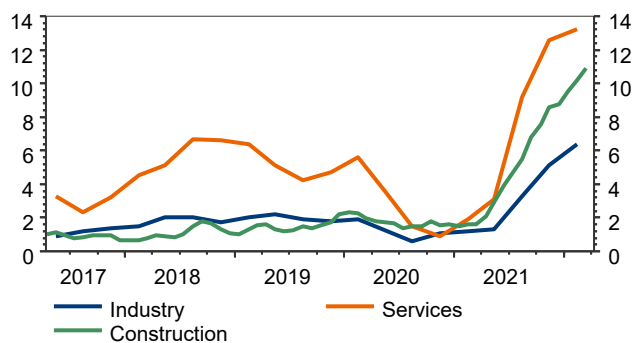
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

#### Imprese e consumatori anticipano un minor dinamismo del mercato del lavoro nei prossimi mesi



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

#### Al momento però le imprese confermano difficoltà nel reperire manodopera

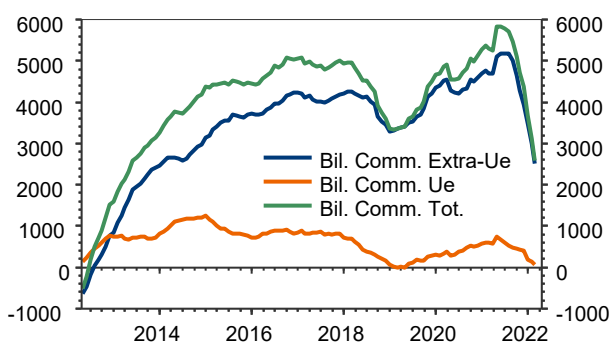


Nota: % di imprese che riportano la carenza di personale come fattore limitante per l'attività; dati interpolati per mancanza di osservazioni nel 2° trimestre 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Commissione Europea

### I rincari peseranno sulla competitività internazionale delle imprese

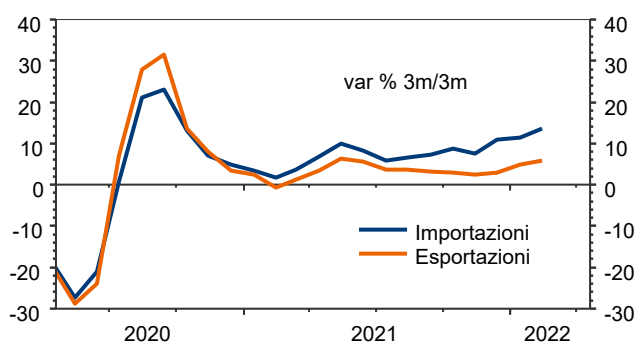
A febbraio si registra un aumento dei flussi commerciali diffuso ad esportazioni e importazioni. L'export è cresciuto per il secondo mese consecutivo, di 1,6% m/m (22,7% a/a) da un precedente 5,4%, con progressi per le vendite sia verso i Paesi UE (1,3%) che extra-UE (2%). Sono trainanti le esportazioni di prodotti energetici (9,4% m/m), ma anche al netto dell'energia l'export è in rialzo di 1,3% m/m (20,8% a/a), grazie ai beni di consumo non durevoli (4,4%) a fronte di una stagnazione per i durevoli. L'export di beni intermedi è cresciuto di 2,3% mentre le vendite di beni strumentali (-2,3%) sono state penalizzate dal comparto della navigazione marittima. **Le importazioni sono rimbalzate dopo il calo di gennaio: +5,4% m/m (+44,9% a/a) da -1,6% precedente.** Sono ancora gli acquisti di energia (+20,1% m/m, +203% a/a) a spingere l'import, ma anche le altre componenti registrano solidi incrementi (+2,5% m/m al netto dell'energia). **A febbraio si registra quindi un disavanzo commerciale di -1,7 miliardi di euro** (a febbraio dello scorso anno l'avanzo era pari a 4,8 miliardi); **al netto dell'energia il surplus si è ridimensionato a 5,6 miliardi da 6,96 miliardi di un anno prima.** **L'ampio disavanzo nella bilancia energetica (-7,3 miliardi) è in parte dovuto al forte rialzo dei prezzi.** I prezzi all'importazione dei prodotti energetici sono infatti in crescita del 5,7% m/m (77,9% a/a), mentre i dati relativi ai volumi riportano incrementi meno marcati (36% a/a per le esportazioni, 20,1% per le importazioni di energia). **I rincari dei prezzi energetici dovrebbero continuare a gonfiare le importazioni in termini nominali, penalizzando al contempo l'export per via della minore competitività delle imprese.**

#### Rallenta ancora l'avanzo commerciale, ai minimi dal 2013



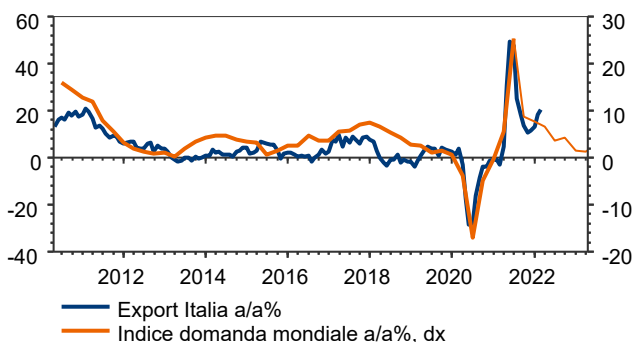
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

#### Le importazioni continuano ad essere più vivaci delle esportazioni



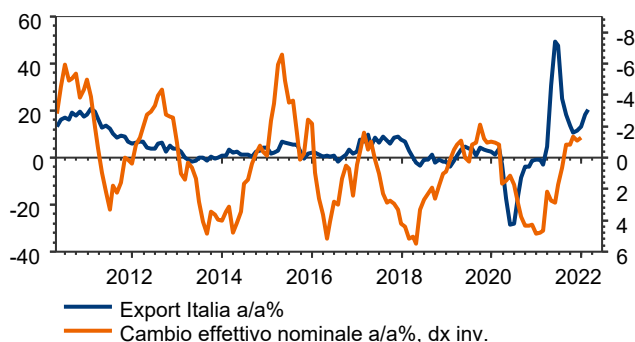
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

#### La domanda globale è vista in rallentamento ma ancora complessivamente positiva nei prossimi mesi



Nota: media mobile a 3 mesi della variazione % annua dell'export.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Oxford Economics

#### Le dinamiche valutarie restano favorevoli (ma i rincari dei prezzi delle materie prime peseranno sulla competitività)

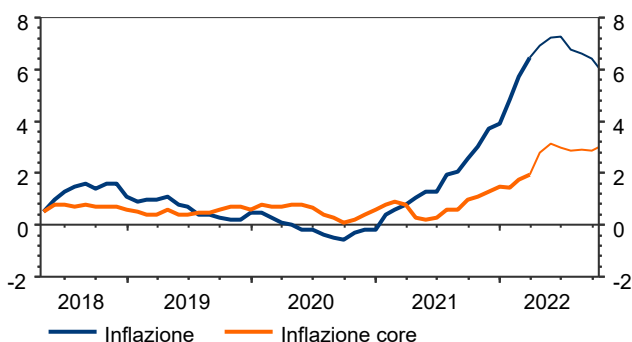


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Eurostat

### Inflazione sui massimi da oltre 30 anni

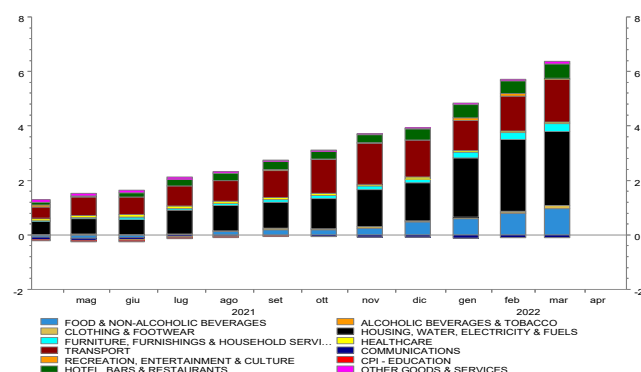
La **stima finale** relativa al mese di marzo ha rivisto al ribasso l'**inflazione** al 6,5% a/a (1% m/m) da 6,7% della stima preliminare, comunque un massimo dai primi anni Novanta; l'indice nazionale era cresciuto del 5,7% a/a a febbraio. Anche l'inflazione armonizzata è stata rivista al ribasso di due decimi rispetto alla stima preliminare, al 6,8% a/a (2,4% m/m) ma in crescita rispetto al 6,2% registrato in febbraio. **A spingere i rincari mensili sono stati ancora energia e alimentari**: i listini energetici sono cresciuti di 5,5% m/m, trainati soprattutto dalla componente non regolamentata (7,1% m/m, con la benzina a 8,1% m/m e 26,4% a/a e il gasolio sia per mezzi di trasporto che per riscaldamento in crescita ancora maggiore); gli alimentari sono rincarati di 0,9% m/m. Ad ogni modo, **è ancora l'energia (50,9% a/a da 45,9% di febbraio) a spiegare oltre il 60% dell'inflazione corrente**. Le misure calmieranti del Governo potrebbero però frenare, almeno in parte, la dinamica dell'energia nei prossimi mesi: **le tariffe di luce e gas sono attese in calo di circa il 10% da aprile**; inoltre, il taglio delle accise entrato in vigore dal 22 marzo ha fatto scendere i listini dei carburanti. L'inflazione di fondo è stata rivista di un decimo rispetto alla stima preliminare, all'1,9% a/a da 1,7% di febbraio; ci aspettiamo però ulteriori rialzi nei prossimi mesi. La crescita di marzo è dovuta ai prezzi dei beni (9,8% da 8,6%) a fronte di una dinamica più contenuta per i servizi (stabile all'1,8%); il differenziale tra l'inflazione dei servizi e quella dei beni resta ancora negativo e in ampliamento rispetto a febbraio (-8% da -6,8%). **Riteniamo che il CPI possa salire ancora nei prossimi mesi, verosimilmente rimanendo al di sopra dei livelli di marzo almeno per tutti i mesi primaverili**. La media d'anno potrebbe attestarsi ad almeno 6,3% nel 2022 e 2,3% nel 2023 (sull'indice armonizzato), con rischi verso l'alto. Le nostre previsioni si basano sull'ipotesi di un ridimensionamento delle tensioni sui prezzi del greggio (intorno ai 90 dollari al barile in media nel 2023) e del gas naturale (a 80 euro al Megawattora), pertanto **nel caso in cui i prezzi delle materie prime energetiche dovessero restare sui livelli correnti ancora a lungo, l'inflazione potrebbe superare il 3% nel 2023**.

#### Inflazione al 6,5% a marzo, salirà ancora ad aprile



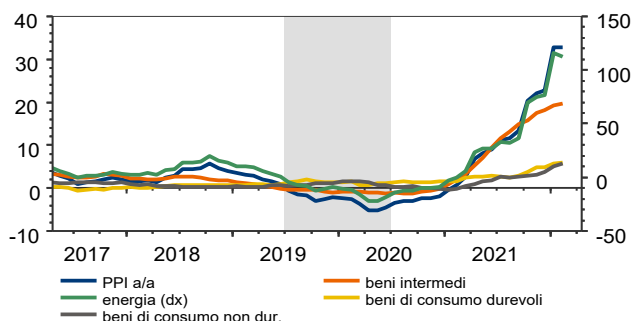
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

#### È ancora l'energia a spingere l'inflazione, ma i rincari sono diffusi



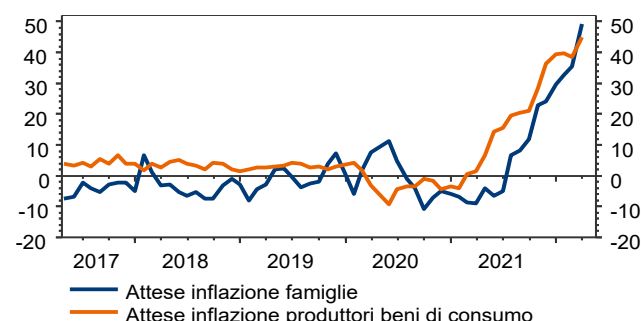
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

#### L'inflazione dei prezzi alla produzione resta prossima ai massimi storici



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

#### Le aspettative sui prezzi di famiglie e imprese confermano la presenza di rischi al rialzo per l'inflazione futura



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

## Tendenze del settore bancario

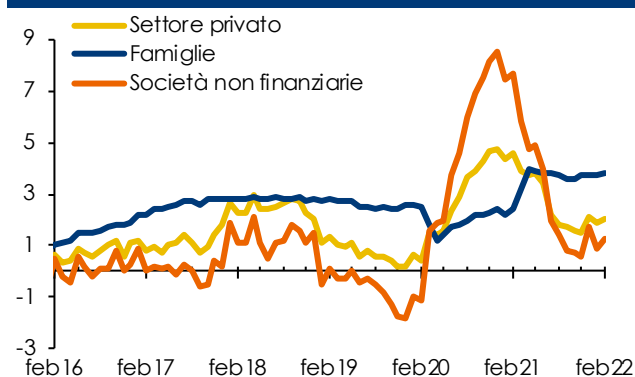
### Crescita modesta per i prestiti alle società non finanziarie

Da alcuni mesi i prestiti alle società non-finanziarie registrano una crescita modesta, che oscilla attorno all'1%, attestandosi a 1,2% a/a a febbraio. All'interno dell'aggregato, è proseguita la ripresa dei prestiti a breve termine, tornati in crescita a febbraio, del 3% a/a. Al contrario, i prestiti a medio-lungo si sono ridotti dell'1,1%. Continua la dinamica robusta dello stock di prestiti per l'acquisto di abitazioni, del 4,8%, a febbraio, ma i flussi di nuovi contratti di mutuo hanno confermato il rallentamento della crescita. Le anticipazioni ABI riferite a marzo mostrano un aumento dei prestiti complessivi a famiglie e imprese del +2,6%, leggermente migliore rispetto al 2,4% di febbraio.

Elisa Coletti

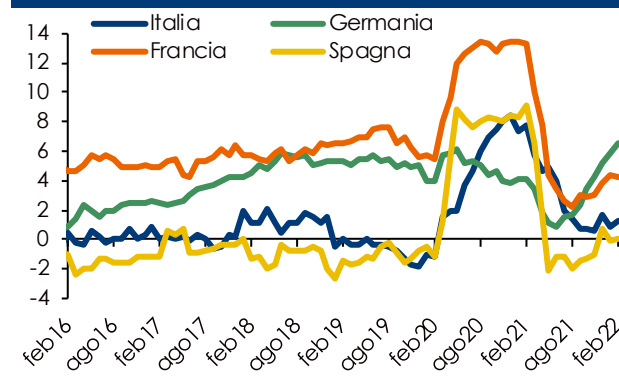
Da alcuni mesi **i prestiti alle società non-finanziarie registrano una crescita modesta, che oscilla attorno all'1%, attestandosi a 1,2% a/a a febbraio** dallo 0,9% di gennaio (dati corretti per le cartolarizzazioni). Rispetto al periodo settembre – novembre 2021, quando il tasso di variazione è stato in media dello 0,7% a/a, **l'andamento più recente sembra delineare un lento miglioramento**, come segnalato dal Bollettino Economico di aprile di Banca d'Italia sulla base della crescita trimestrale destagionalizzata e annualizzata (2,4% a febbraio da 1,4% a novembre 2021). Nel confronto europeo, l'andamento italiano risulta intermedio tra quello osservato in Spagna, che presenta similitudini benché su un profilo più debole, col tasso di variazione a zero, e quello sostenuto di Germania e Francia. In particolare, in Germania a febbraio si è registrata un'ulteriore accelerazione dei prestiti alle società non-finanziarie a +6,5% a/a, un dato che non si vedeva dall'autunno 2008 (+5,9% a gennaio). In Francia, il ritmo si è consolidato sopra il 4% (4,2% da 4,4% a gennaio). L'area euro ha quindi segnato un altro miglioramento a +3,8% a/a dal 3,6% di gennaio.

**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)**



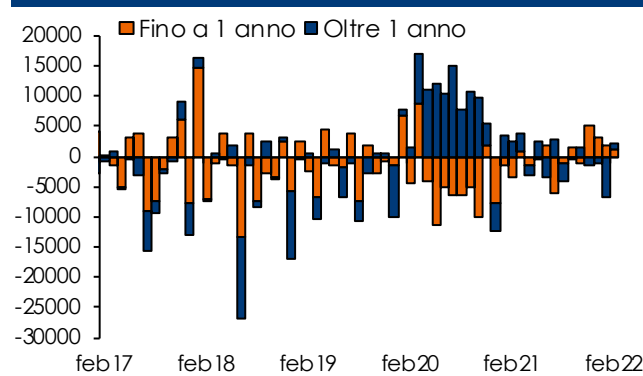
Fonte: BCE

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



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



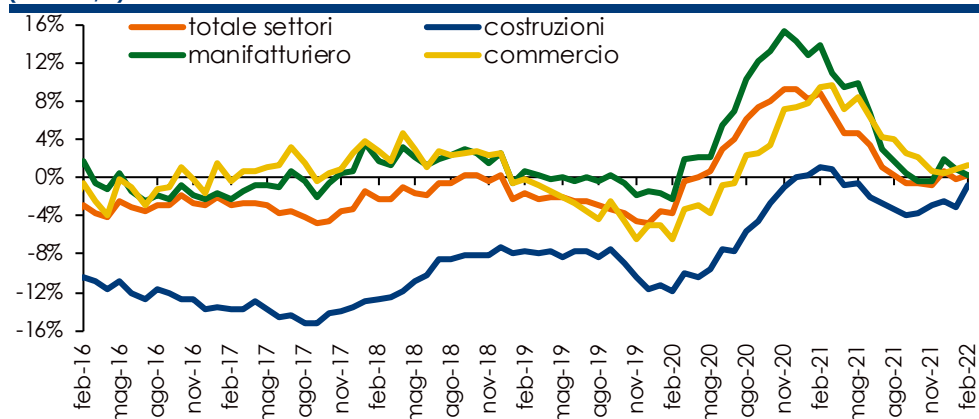
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo



Tornando al contesto italiano, anche a febbraio è **proseguita la rimonta dei prestiti a breve termine a società non-finanziarie**, che nei quattro mesi da novembre 2021 a febbraio 2022 hanno segnato flussi netti positivi per un totale di 11,1 miliardi. Inoltre, **il tasso di variazione dello stock di prestiti a breve è tornato positivo**, passando dal -2,2% a/a di fine 2021, allo zero di gennaio, al 3% di febbraio. All'opposto, febbraio ha **confermato il calo dei prestiti a medio-lungo col -1,1% a/a** dopo il -0,7% a/a emerso a gennaio, da ritmi a due cifre fino a giugno scorso.

I dati per macro-settori di attività economica indicano che **la crescita dei prestiti alle imprese manifatturiere si è quasi fermata a febbraio, pari a +0,4% a/a dallo 0,9% di gennaio**, similmente a quanto osservato da settembre a novembre (-0,1% in media nei tre mesi citati, dati riferiti ai prestiti escluse le sofferenze). Per i **prestiti al commercio sembra emergere una ripresa del ritmo, con una variazione annua di +1,3% a/a a febbraio**, dal +1,0% di gennaio e 0,6% dei due mesi finali del 2021. **I prestiti alle costruzioni hanno registrato l'undicesimo calo consecutivo, ma meno marcato dei mesi precedenti, del -0,8% a/a** dal -3,1% di gennaio. Nel complesso, l'aggregato dei **prestiti a società non-finanziarie e famiglie produttrici è rimasto sostanzialmente fermo**, con una variazione dello 0,2% a/a che segue il -0,1% di gennaio.

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



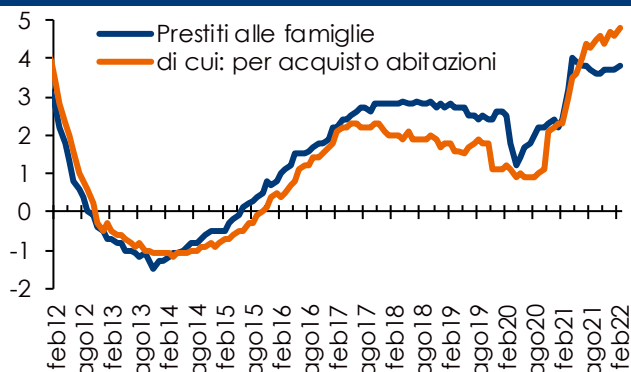
Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

A febbraio è **proseguita la crescita robusta dei prestiti alle famiglie, pari a 3,8% a/a dal 3,7% dei tre mesi precedenti**. Il trend è **sostenuto dai mutui per l'acquisto di abitazioni**, il cui ritmo risulta ulteriormente rafforzato a febbraio, pari al 4,8% dopo il 4,7% a fine 2021, confermandosi ai massimi dall'autunno 2011. Tale dinamica riflette la forte ripresa registrata dal marzo 2021 in un contesto favorevole del mercato immobiliare residenziale e delle condizioni finanziarie, che ha generato un considerevole flusso di erogazioni per nuovi contratti di mutuo, difficilmente ripetibile nell'anno in corso (65 miliardi nell'intero 2021, con un aumento del 22% sul 2020 e del 28% sul 2019). Il forte peggioramento del clima di fiducia dei consumatori a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina, l'avvio dell'aumento dei tassi sulle erogazioni e l'elevata incertezza prefigurano per i prossimi mesi un rallentamento del trend di crescita dei mutui, nonostante l'inflazione elevata e il persistere di fattori di domanda a sostegno del mercato delle case, per motivi di sostituzione e miglioramento delle condizioni abitative, ristrutturazione e riqualificazione energetica.

Alla luce dei volumi considerevoli realizzati nel 2021, **nel 1° bimestre 2022 le erogazioni lorde per nuovi contratti di mutuo sono rimaste di importo significativo ma hanno confermato il rallentamento della crescita**. In valore assoluto sono state pari a circa 9 miliardi nei due mesi iniziali del 2022, con un **aumento dell'1% a/a**, dal 3,7% del 4° trimestre 2021 e da tassi di variazione a due cifre nei tre trimestri precedenti. Da marzo in poi i volumi del 2022 si confronteranno su base tendenziale con la fase più dinamica degli ultimi anni.

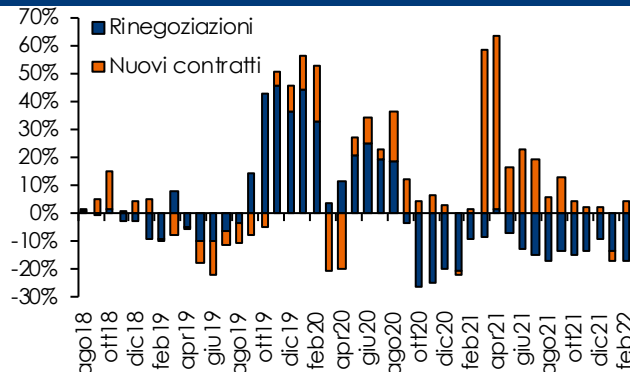
Per quanto riguarda le **rinegoziazioni**, è **proseguito il forte calo, pari a febbraio a -62% a/a**. Il calo risente del progressivo e fisiologico ridimensionamento del numero di contratti potenzialmente oggetto di surroga. Le rinegoziazioni ormai rappresentano soltanto il 12% delle operazioni mensili, essendo arrivate a picchi del 46% dell'operatività nell'autunno 2019.

**Andamento dei prestiti alle famiglie, di cui quelli per acquisto di abitazioni (var. % a/a dello stock)**



Fonte: BCE

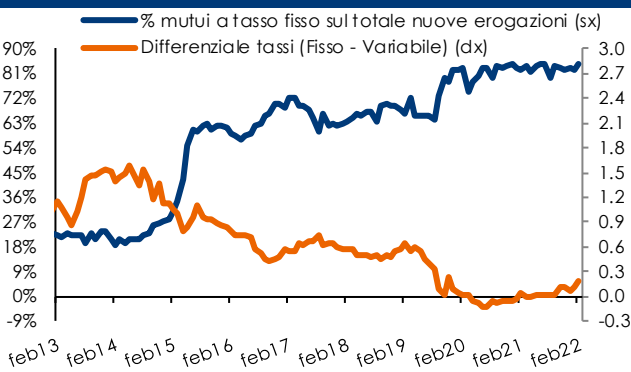
**Contributo di rinegoziazioni e nuovi contratti alla crescita delle operazioni mensili di prestiti per acquisto abitazioni (%)**



Fonte: BCE, elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

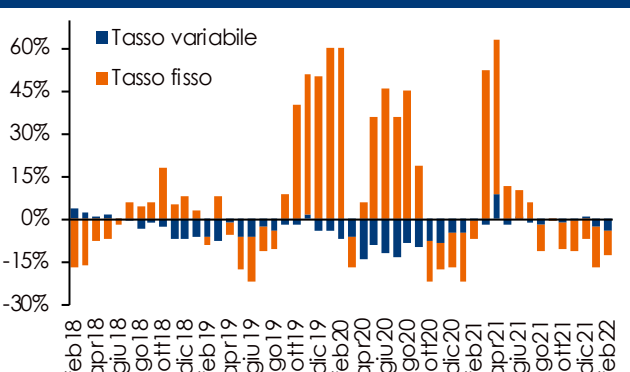
Guardando alle **erogazioni per tipo di tasso**, data la continua caduta delle rinegoziazioni, **quelle a tasso fisso sono rimaste in calo**, come emerso da agosto 2021 in poi (-10,6% a/a a febbraio). In termini di quota sul totale, nei primi due mesi dell'anno sono rimaste all'83% già registrato in media nel 2021. Al contempo **le erogazioni a tasso variabile si sono ridotte in misura più marcata**, del -22,3% a/a a febbraio.

**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 (%)**



Fonte: Banca d'Italia

In conclusione, **la crescita dello stock di prestiti al settore privato si mantiene nell'ordine del 2%, pari a 2,1% a febbraio, dall'1,9% di gennaio** e in linea con fine 2021, trainata dai finanziamenti alle famiglie (dati al netto delle controparti centrali e corretti per le cartolarizzazioni). **Le anticipazioni ABI sulle dinamiche creditizie di marzo confermano il ritmo di 2,1% per i prestiti complessivi al settore privato** e vedono un leggero miglioramento a +2,6% da +2,4% di febbraio per l'aggregato più ristretto dei prestiti a famiglie e imprese.

## Depositi in rallentamento fino a febbraio, riprendono slancio a marzo

I depositi bancari hanno continuato a rallentare fino a febbraio, quando il tasso di variazione si è portato a +4,2% a/a. Tuttavia, secondo le anticipazioni ABI, a marzo, con un aumento dello stock di circa 11 miliardi m/m, il tasso di crescita è tornato a salire, portandosi verso il 5% a/a. L'andamento resta dettato dai conti correnti il cui ritmo è sceso a 6,3% a/a a febbraio a causa della frenata dei conti delle imprese, con un tasso di crescita del 5,1% a/a più che dimezzato rispetto a fine 2021. Un andamento più regolare si conferma per i conti correnti delle famiglie, in aumento del 7,3% a/a. Il rallentamento dei depositi ha contribuito ad alimentare una decelerazione del tasso di crescita della raccolta complessiva da clientela, sceso a 3,2% a/a. Secondo le anticipazioni ABI, a marzo la dinamica è risalita a 3,8% a/a.

Elisa Coletti

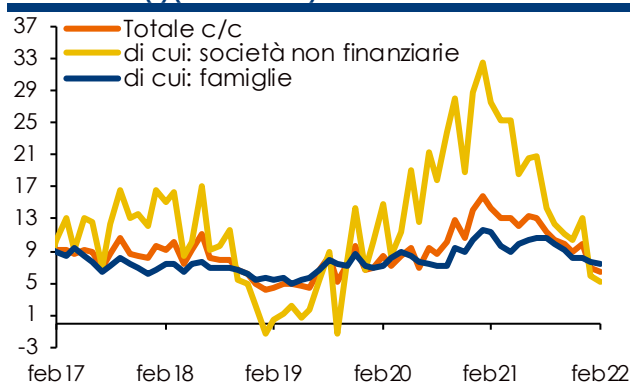
**I depositi bancari hanno continuato a rallentare fino a febbraio, quando il tasso di variazione si è portato a +4,2% a/a**, minimo da settembre 2019, dal 4,7% di gennaio e 6,9% di fine 2021. Tuttavia, **secondo le anticipazioni ABI, a marzo, con un aumento dello stock di circa 11 miliardi m/m, il tasso di crescita è tornato a salire, portandosi verso il 5% a/a**. Ciò appare in linea con le **attese di una rinnovata preferenza per la liquidità** nel clima di sfiducia e incertezza conseguente all'invasione russa dell'Ucraina.

Fino a prima del conflitto, l'andamento dei depositi aveva risentito del **rallentamento dei conti correnti** (a +6,3% a/a dal 9,7% di fine 2021), **in particolare di quelli delle società non-finanziarie** il cui tasso di variazione era sceso a 5,1% a/a a febbraio, più che dimezzato rispetto a fine 2021 (+13,2% a dicembre). Dopo il forte deflusso di gennaio (-33,5 miliardi m/m), a febbraio il saldo netto mensile è stato modesto, ancorché negativo (-0,5 miliardi).

**Un andamento più regolare è confermato dal lato dei conti correnti delle famiglie, il cui tasso di crescita è risultato pari a 7,3% a/a**, dal 7,6% di gennaio e +8,1% dei due mesi finali del 2021. In valore assoluto, i flussi mensili verso i depositi delle famiglie restano positivi, pari a 4,3 miliardi m/m a febbraio.

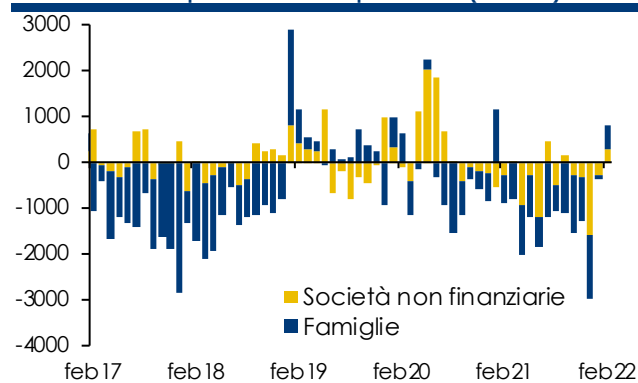
In parallelo, è proseguito il **calo a due cifre dei depositi con durata prestabilita** che hanno registrato una variazione del -19% a/a, interrompendo la serie di continui peggioramenti della dinamica (-21% a gennaio). In effetti, **a febbraio i flussi netti mensili dei depositi con durata prestabilita di famiglie e imprese sono tornati positivi**, sebbene di poco, rispettivamente di +535 e +277 milioni m/m.

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 mln)



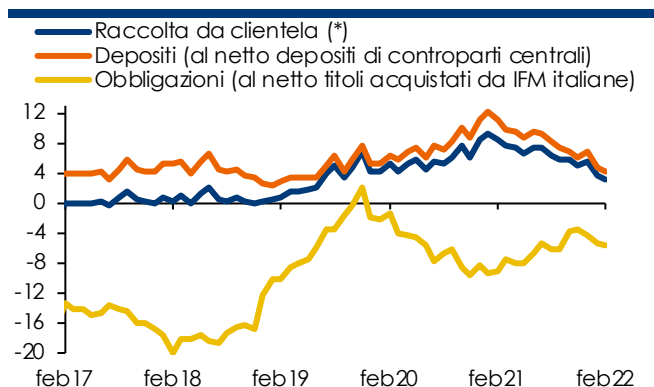
Fonte: BCE

Anche lo **stock di obbligazioni bancarie è rimasto in contrazione**, un trend che, risultato più moderato nel 4° trimestre 2021, sembra tornato più intenso a inizio 2022, con il -5,5% a/a di febbraio, dal -4,4% di fine 2021, seguito da -6,4% a marzo secondo le stime ABI.

L'andamento dei depositi, in rallentamento a gennaio e febbraio e in recupero a marzo, ha determinato una **decelerazione del tasso di crescita della raccolta complessiva da clientela, sceso a 3,2% a/a a febbraio dal 3,7% di gennaio, oltre due punti in meno del 5,6% di fine 2021**. Secondo le anticipazioni ABI, **a marzo la crescita dello stock di raccolta è risalita a 3,8% a/a**.

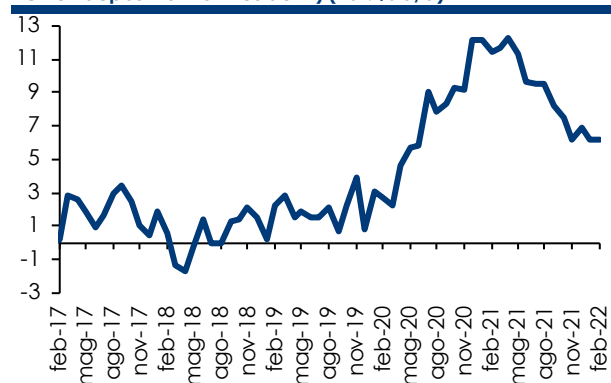
Per quanto riguarda l'aggregato della **raccolta totale**, febbraio ha registrato un tasso di variazione del 6,2% a/a, in linea col 6,1% di gennaio e solo leggermente più basso del 6,8% di dicembre. Su questo aggregato ha influito la ripresa dei depositi di non residenti, in aumento del 4,6% a/a a gennaio, dopo che la pandemia aveva portato a quasi due anni di riduzioni.

**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 (include il rifinanziamento BCE e i depositi di non-residenti) (var. % a/a)**



Fonte: Banca d'Italia

## 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/Italia

62339

andrea.volpi@intesasnpaolo.com

#### Industry & Banking Research

##### Banking Research

Elisa Coletti – Economista Banche

62097

elisa.coletti@intesasnpaolo.com