

La Bussola dell'Economia Italiana

Direzione Studi e Ricerche

Maggio 2022

IMI

CORPORATE &
INVESTMENT
BANKING

La bussola dell'economia italiana

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Il protrarsi del conflitto in Ucraina accentua i rischi al ribasso sul PIL	2
Sintesi della previsione macroeconomica	2
La produzione industriale mostra un'inattesa tenuta a marzo...	8
...ma il calo del morale dipinge un quadro di debolezza per la manifattura	9
Le prospettive per le costruzioni restano favorevoli	10
I servizi potrebbero compensare la frenata del manifatturiero	11
Cala ancora la fiducia delle famiglie, aumentano i rischi sui consumi	12
Proseguono i progressi occupazionali	13
Lo shock sui prezzi energetici pesa sul saldo commerciale	14
Inflazione elevata a lungo, potrebbe iniziare a calare solo dall'estate	15

Tendenze del settore bancario

Si conferma modesta la crescita dei prestiti alle società non-finanziarie	16
Di nuovo afflussi sui depositi delle società non-finanziarie	17

Maggio 2022

2	
2	
8	
9	Nota Mensile
10	
11	Direzione Studi e Ricerche
12	
13	
14	Paolo Mameli
15	Economista Macro Italia
16	Andrea Volpi
17	Economista
17	Elisa Coletti
20	Economista Banche

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Il protrarsi del conflitto in Ucraina accentua i rischi al ribasso sul PIL

Il protrarsi della guerra russo-ucraina mette a rischio il recupero atteso del PIL nel trimestre primaverile dopo la caduta di inizio anno, anche se la probabilità dello scenario peggiore (embargo completo sul gas russo) appare diminuita nelle ultime settimane.

Paolo Mameli

Nel 1° trimestre 2022, il PIL è calato di -0,2% 1/t, dopo che il dato relativo a fine 2021 è stato rivisto al rialzo a 0,7% da un precedente 0,6%. La variazione annua è rallentata a 5,8% dal 6,2% del 4° trimestre 2021. **Il dato lascia il PIL appena -0,4% al di sotto dei livelli pre-pandemici** (di fine 2019). **La crescita "acquisita" per il 2022** (in caso di stagnazione in ciascuno dei restanti trimestri dell'anno) **è pari al 2,2% (in precedenza era stimata al 2,3%)**.

PIL in calo a inizio 2022

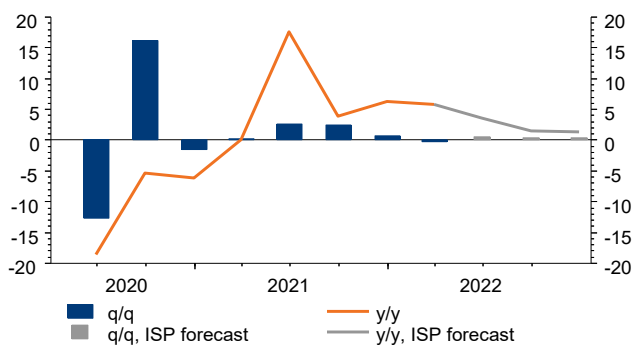
Il dettaglio per componenti verrà diffuso dall'Istat in occasione della seconda stima il prossimo 31 maggio. Tuttavia, l'agenzia statistica ha anticipato che il calo del PIL è dovuto ai servizi, mentre il valore aggiunto è rimasto stagnante nell'industria: **pensiamo che il principale contributo negativo sia venuto dall'industria in senso stretto, mentre le costruzioni dovrebbero aver mantenuto un trend espansivo** (e l'apporto negativo dei servizi potrebbe risultare modesto).

Dal lato della domanda, c'è stato un apporto positivo della componente interna (al lordo delle scorte), mentre il commercio estero ha contribuito negativamente – il che non sorprende, dato che in questa fase le importazioni sono più vivaci delle esportazioni, non soltanto in termini nominali ma anche al netto dell'effetto-prezzo. In ogni caso, **pensiamo che la domanda domestica sia stata spinta dagli investimenti e dalle scorte, mentre i consumi potrebbero essersi contratti per il secondo trimestre consecutivo**, trascinati al ribasso soprattutto dalla spesa per servizi.

Peraltro, l'evoluzione nel corso del trimestre è stata irregolare, con una contrazione dell'attività economica a gennaio sulla scia del picco dell'ondata pandemica, un rimbalzo a febbraio e poi verosimilmente un nuovo rallentamento a marzo per via dei primi effetti della guerra in Ucraina. **La debole conclusione del trimestre segnala rischi al ribasso anche per il trimestre corrente**.

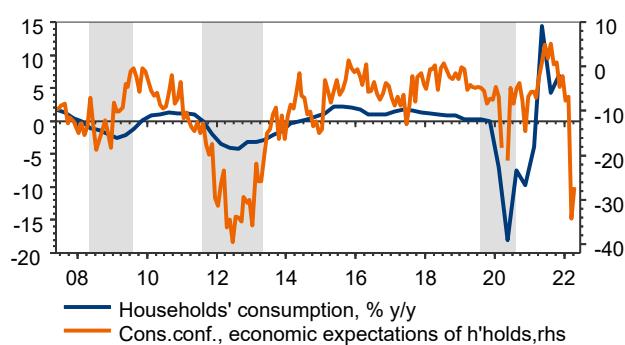
A nostro avviso, il PIL a inizio anno è calato soprattutto per via del picco dell'ondata pandemica (come visibile dal contributo negativo del settore dei servizi), mentre non sembra aver risentito ancora appieno degli effetti della crisi geopolitica internazionale (nemmeno considerando il solo canale di trasmissione dei prezzi). **Al momento il nostro scenario di base prevede un rimbalzo del PIL nel trimestre primaverile** (sia pure più debole di quanto ci aspettassimo prima della guerra in Ucraina). **Tuttavia, non si possono escludere scenari più severi**, soprattutto nel caso in cui nelle prossime settimane venga deciso un embargo al gas russo, che avrebbe effetti soprattutto sul settore industriale.

Dopo il calo a inizio anno, il nostro scenario di base prevede un rimbalzo per il PIL nel trimestre corrente...



Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

...ma i rischi sono al ribasso, specie sui consumi delle famiglie



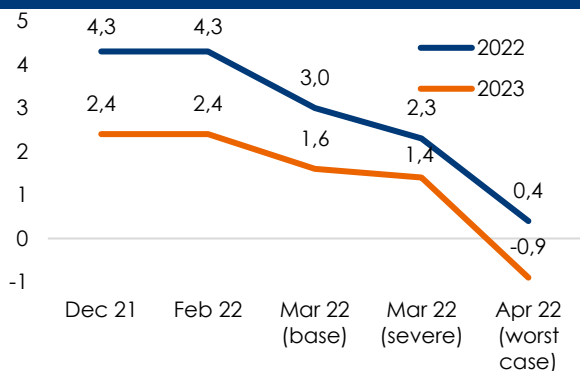
Fonte: Istat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

All'indomani dello scoppio della guerra in Ucraina, lo scorso mese di marzo, avevamo tagliato la nostra previsione sul PIL italiano da 4,3% a 3% per quest'anno e da 2,4% a 1,6% per l'anno prossimo. Già allora, avevamo elaborato, dato il grado di incertezza insolitamente elevato in dipendenza dell'evolversi della situazione geopolitica, uno **scenario di rischio (con PIL al 2,3% nel 2022 e all'1,4% nel 2023)** con maggiori effetti sulla fiducia degli operatori economici e sui mercati finanziari, e con ipotesi di interruzione delle forniture energetiche da Mosca, ma con assunzioni ottimistiche sull'efficacia delle azioni per assicurare approvvigionamenti alternativi (in pratica, si ipotizza che in breve tempo si sostituisca pienamente il gas russo con fonti alternative). Abbiamo di recente simulato un nuovo scenario, una sorta di **"worst case", che assume che la maggior parte delle azioni intraprese per diversificare gli approvvigionamenti di gas non siano efficaci**: nelle tavole input-output, abbiamo ipotizzato una riduzione della produzione dei soli settori industriali (escludendo i servizi), che si traduca in un taglio di circa il 10% della produzione del settore della fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata (questa ipotesi sarebbe coerente con una immediata interruzione delle importazioni di gas dalla Russia, sostituite con fonti alternative per appena il 40% nel corso del primo anno); abbiamo poi inputato questo shock "di offerta" sul PIL alle principali componenti di domanda; a ciò abbiamo aggiunto (nel modello Oxford Economics Forecasting) un ulteriore rialzo dei prezzi del petrolio, e soprattutto del gas, rispetto a quello previsto nello scenario precedente. **Il risultato è un PIL in crescita di appena 0,4% quest'anno, e in calo di -0,9% l'anno prossimo.**

È cresciuta la probabilità dello scenario di rischio "moderato"

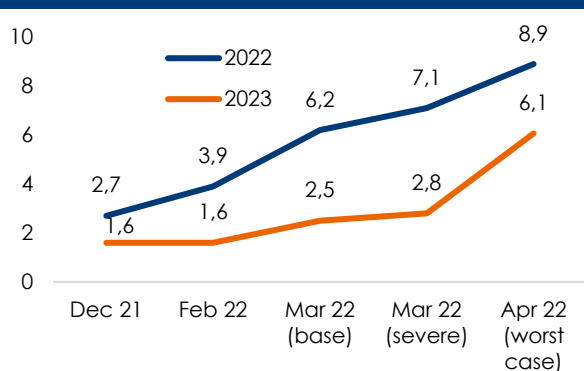
Al momento, come detto manteniamo il profilo previsivo incluso nel *baseline*, ma **lo scenario "di rischio" con crescita del PIL al 2,3% quest'anno è diventato oggi più probabile rispetto a due mesi fa. Viceversa, nelle ultime settimane sembra diminuito il rischio che venga deciso un embargo completo all'import energetico dalla Russia (soprattutto per quanto riguarda il gas), il che riduce la probabilità che si verifichi lo scenario di "worst case"**. I ministri degli Esteri europei sinora non sono infatti riusciti a trovare un'intesa sul blocco nemmeno del petrolio russo; la partita potrebbe giocarsi nel Consiglio UE del 30 e 31 maggio quando, secondo alcune indiscrezioni, si potrebbe giungere a un accordo che entri in vigore dopo sei mesi e che preveda un periodo di transizione più lungo per Ungheria, Slovacchia e Repubblica Ceca. Un accordo sul fronte del gas pare comunque lontano.

Previsioni Intesa Sanpaolo sulla crescita annua del PIL (scenario di base e scenari di rischio)



Nota: lo scenario "severo" presuppone una reazione più forte dei prezzi dell'energia e maggiori effetti di second-round, e interruzioni nelle catene globali del valore, nonché tensioni geopolitiche più pronunciate che causano un più ampio repricing dei mercati finanziari e un'incertezza più persistente; lo scenario "peggiore" ipotizza un embargo sulle importazioni di energia dalla Russia coperto solo per il 40% da fonti energetiche alternative durante il primo anno. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni Intesa Sanpaolo sull'inflazione annua (scenario di base e scenari di rischio)

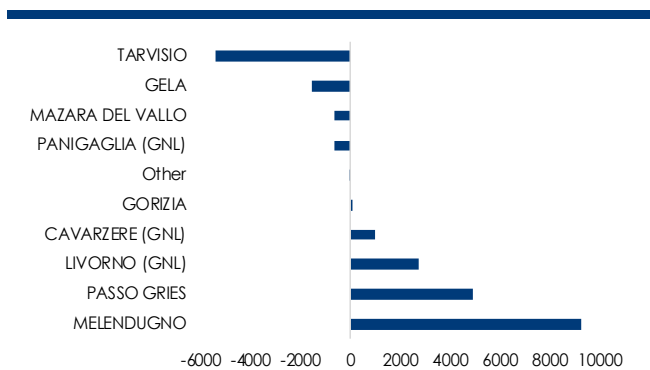


Nota: lo scenario "severo" presuppone una reazione più forte dei prezzi dell'energia e maggiori effetti di second-round, e interruzioni nelle catene globali del valore, nonché tensioni geopolitiche più pronunciate che causano un più ampio repricing dei mercati finanziari e un'incertezza più persistente; lo scenario "peggiore" ipotizza un embargo sulle importazioni di energia dalla Russia coperto solo per il 40% da fonti energetiche alternative durante il primo anno. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Peraltro, una analisi dei dati sul bilancio del gas nei primi mesi dell'anno mostra che **le forniture dalla Russia si sono già ridotte significativamente**; una proiezione sull'anno dei flussi dei primi 3 mesi quantifica a circa 22 milioni di metri cubi la fornitura di gas da Mosca nel 2022 (dai 29 milioni del 2021). L'aumentato apporto dagli altri gasdotti (soprattutto Melendugno e Passo Gries) e i maggiori acquisti di gas naturale liquefatto, assieme a un contributo dalle rinnovabili e dal carbone, proietta nelle nostre stime uno shortage di gas limitato a 5,3 miliardi di metri cubi in caso di embargo totale delle forniture di gas da Mosca (scenario che peraltro, come detto sopra, pare diventato meno probabile nelle ultime settimane).

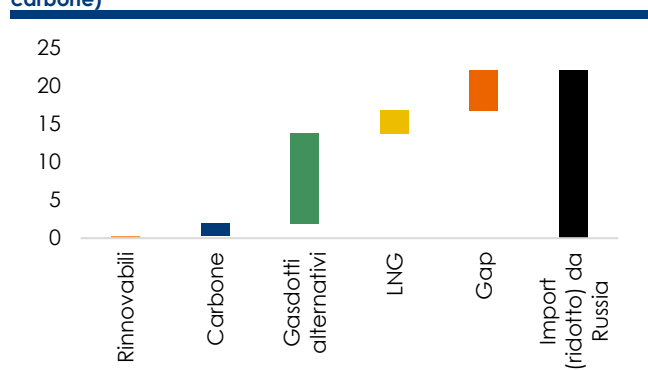
I flussi di gas dalla Russia si sono già ridotti significativamente nei primi mesi dell'anno

Flussi di gas naturale (1° trimestre 2022, variazione rispetto al 1° trimestre 2021, milioni di metri cubi annualizzati)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MISE

Proiezioni sui flussi annui 2022 (Gasdotti esistenti e LNG da annualizzazione flussi 1° trimestre, ipotesi ISP su rinnovabili e carbone)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MISE

Ad ogni modo, gli effetti del protrarsi del conflitto in Ucraina sul potere d'acquisto delle famiglie e sui margini di profitto delle imprese sono molto significativi, anche solo nello scenario di base (rispetto allo scenario pre-bellico). **Per le imprese, stimiamo quest'anno un incremento di spesa pari a 188 miliardi di euro per l'acquisto di beni e servizi rispetto al periodo pre-bellico.** Di conseguenza le aziende subiranno una contrazione del proprio margine operativo lordo: il rapporto MOL/fatturato, inizialmente calcolato al 9,1% per l'anno corrente, dovrebbe scendere all'8,6%.

Gli effetti dello shock su imprese e famiglie sono assai significativi

Dal lato delle famiglie, l'impatto sarà differenziato a seconda delle fasce di reddito: i più colpiti saranno i nuclei familiari più poveri, che destinano percentualmente una quota più grande del proprio reddito per il pagamento delle bollette e per l'acquisto di cibo (e che avevano accumulato minori risparmi durante la fase pandemica). La spesa in beni alimentari ed energia elettrica e gas incide per il 35% sulla spesa totale del quinto di famiglie più povere, contro il 25% per il quinto di famiglie con i redditi più alti. L'aumento dei prezzi di beni essenziali rischia, quindi, di peggiorare le disuguaglianze sociali ed allargare l'area del disagio e della povertà. Si stima che l'indice dei prezzi relativo a elettricità, gas e altri carburanti per riscaldamento registri quest'anno un incremento del 57% rispetto al 2021, e dell'83% rispetto al 2020. I rincari di petrolio e gas naturale, a loro volta, stanno avendo importanti ricadute inflattive sui prezzi di altri beni, a cominciare dai generi alimentari, che potrebbero registrare rincari medi del 7-8% nel 2022. **L'onere aggiuntivo per nucleo familiare si colloca mediamente sui 2000 euro,** con un minimo di 1462 euro per il quintile più povero e un massimo di 2495 per il quintile più ricco. **Le famiglie più abbienti potranno assorbire i maggiori costi attingendo alla propria quota di risparmi,** cosa che potranno fare con molta più difficoltà le famiglie a più basso reddito che – in assenza di politiche di supporto – saranno spinte a consumare di meno.

Si prevede, inoltre, che l'aumento del costo dell'energia per famiglie e imprese sarà strutturale (difficilmente si tornerà ai prezzi precedenti la guerra). Le imprese dovranno quindi mettere in

cantiere **investimenti per ridurre la propria dipendenza energetica**, soprattutto per quelle operanti nei settori più energivori, come il trasporto, le costruzioni e la chimica.

Nel frattempo, il Governo è intervenuto con un nuovo pacchetto di misure a parziale compensazione dei rincari energetici. Il cosiddetto "Decreto Aiuti" è stato approvato per la prima volta in Consiglio dei Ministri il 2 maggio, ha avuto un secondo passaggio in CdM il 5 maggio, ed è stato poi pubblicato in Gazzetta Ufficiale solo il 17 maggio¹. **L'importo lordo degli interventi vale ben 16,7 miliardi** di euro, ben più di quanto atteso alla vigilia; tuttavia, l'impatto sull'indebitamento netto è inferiore: l'insieme dei provvedimenti decisi nel CdM del 2 maggio (DL 38 + DL 50) esaurisce il plafond pari a mezzo punto di PIL (circa 10 miliardi di euro) individuato nel DEF (la principale copertura è l'aumento del prelievo straordinario sugli extra-profitti delle aziende importatrici e produttrici di energia, per ulteriori 6,5 miliardi dopo i 4,3 del DL 21/2022). Tra le principali misure:

Il Governo è intervenuto con il Decreto Aiuti...

- **proroga sino all'8 luglio del taglio delle accise sui carburanti** (esteso anche al metano), in vigore dunque dal 3 maggio all'8 luglio² - dopo che il precedente taglio era stato in vigore dal 22 marzo al 21 aprile;
- **proroga al 3° trimestre del bonus sociale energia elettrica e gas** (già adottato nel 2° trimestre);
- **assegno una tantum da 200 euro** per i lavoratori, pensionati e disoccupati (perceptor di sussidi) con reddito inferiore a 35 mila euro per contribuire alle difficoltà connesse al caro prezzi, atteso raggiungere 31,5 milioni di persone (questa sola misura costa 6,3 miliardi, ma compensa solo in parte lo shock, che come detto è atteso pesare per oltre 2000 euro in media per ogni nucleo familiare quest'anno);
- **rafforzamento dei crediti di imposta** per energia elettrica e gas (ma anche per investimenti e formazione) **in favore delle imprese** (e degli autotrasportatori);
- interventi per **potenziare la capacità di rigassificazione** nazionale e per la **produzione di energia da fonti rinnovabili**;
- estensione sino a fine anno delle **garanzie sui prestiti bancari** alle PMI e alle imprese maggiori attraverso SACE;
- **misure per adeguare i costi degli appalti pubblici** per far fronte agli aumenti eccezionali dei materiali (a tal fine dovrebbe essere ridotta la dotazione del Fondo Sviluppo e Coesione per 1 miliardo nel 2022 e altri 5 miliardi negli anni a venire).

Nel complesso, l'insieme degli interventi lordi approvati contro il caro-energia dallo scorso settembre ammonta nelle nostre stime a quasi 40 miliardi, di cui oltre 36 a valere sul 2022 (quasi due punti di PIL); l'ultimo "Decreto Aiuti" fa la parte del leone in tale senso, ed è anche l'unico con un impatto significativo sull'indebitamento netto. Tra le misure approvate in precedenza ricordiamo:

...dopo i numerosi provvedimenti già varati in precedenza

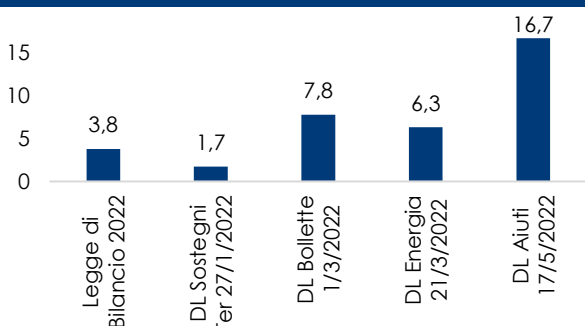
- il **DL "Bollette" del 27 settembre 2021** aveva destinato 3,5 miliardi (con impatto nullo sull'indebitamento netto) per azzerare gli aumenti in bolletta dal 1° ottobre per le famiglie che beneficiano del "bonus sociale elettrico" e del "bonus gas", oltre che per ridurre gli oneri di sistema per le utenze domestiche e non; inoltre, l'IVA sul gas era stata ridotta al 5%, dal precedente 10% o 22% (a seconda dei consumi);

¹ DECRETO-LEGGE 17 maggio 2022, n. 50 ("Misure urgenti in materia di politiche energetiche nazionali, produttività delle imprese e attrazione degli investimenti, nonché in materia di politiche sociali e di crisi ucraina")

² Tale intervento è incluso nel DL 38 del 2 maggio ("Misure urgenti in materia di accise e IVA sui carburanti")

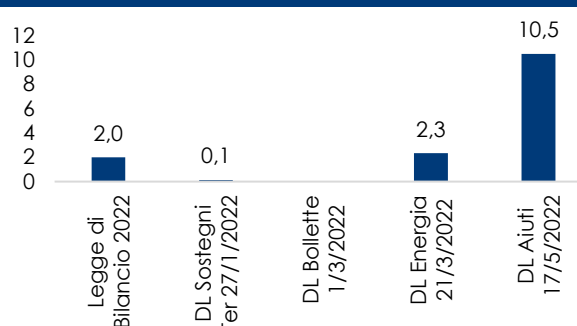
- la **Legge di Bilancio 2022** aveva previsto interventi per ulteriori 3,8 miliardi (con impatto netto sul bilancio pubblico per circa 2 mld), perlopiù a sostegno delle aziende, a valere sul 1° trimestre 2022;
- il **DL "Sostegni Ter" del 27 gennaio** e il **DL Bollette del 1° marzo** avevano stanziato rispettivamente 1,7 e 7,8 miliardi per famiglie e imprese (in particolare per le "energivore"), con impatto sostanzialmente trascurabile sull'indebitamento netto, a valere sul 1° semestre 2022;
- infine, il **decreto "Energia" del 21 marzo** aveva deciso il taglio delle accise su benzine e GPL fino al 21 aprile (finanziato dal maggior gettito IVA), nonché la rateizzazione delle bollette di energia elettrica e gas di maggio e giugno (fino a 24 mesi, con garanzia SACE fino al 90% degli importi dovuti); l'importo degli interventi era stimato in 6,3 miliardi (con impatto di 2,3 mld sull'indebitamento netto).

Insieme degli interventi governativi contro il caro-energia a valere sul 2022 (importi lordi in miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo

Insieme degli interventi governativi contro il caro-energia a valere sul 2022 (impatto sull'indebitamento netto in miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo

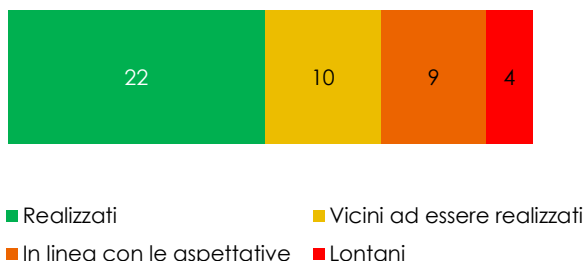
Sul fronte **PNRR** ci sono da segnalare le seguenti novità:

- in attesa del prossimo monitoraggio "ufficiale" sul raggiungimento delle condizioni necessarie a ricevere la rata attesa per metà anno, **i progressi sarebbero al momento soddisfacenti, almeno dal punto di vista formale**: secondo la nostra ricognizione, delle 45 condizioni da implementare (tra *target* e *milestones*), 22 sarebbero raggiunte, e 10 sarebbero vicine alla finalizzazione;
- viceversa, **più incerti sono i progressi dal punto di vista della spesa effettiva** (in merito alla quale non esiste una rendicontazione "ufficiale" completa): secondo quanto dichiarato dal ministro Franco in audizione alle Commissioni congiunte di Camera e Senato lo scorso 23 febbraio, a oggi risultano spese già sostenute per circa 5,1 miliardi (rispetto alla spesa originariamente prevista, per il biennio 2020-21, di 15,4 miliardi), collegate alle seguenti linee di intervento: 2,5 miliardi per interventi nel settore ferroviario (RFI); 1,2 miliardi per interventi collegati all'ecobonus; 990 milioni per Transizione 4.0; 395 milioni per interventi nel settore della digitalizzazione della Scuola e per la messa in sicurezza degli edifici scolastici. Le spese sostenute sino ad oggi sarebbero per la maggior parte relative a progetti già previsti da norme antecedenti il PNRR, ma coerenti con i suoi obiettivi. Il 2022 dovrebbe confermare questa tendenza, mentre solo dal 2023 si prevede un sostanziale incremento delle spese legate a nuovi interventi;
- per **contrastare gli effetti del caro materiali sulle opere previste dal piano**, la Commissione ha dato un sostanziale via libera per revisioni dei progetti selettive, concentrate sul lato dei costi senza mettere però in discussione il cronoprogramma, nonché per la possibilità di convogliare sul PNRR fondi comunitari nati per la programmazione ordinaria, e aggiungere, se serve, risorse nazionali (il Governo italiano sembra già essersi avvalso di questa facoltà nel Decreto Aiuti);

Il PNRR dovrà essere in parte rivisto alla luce del caro materiali e degli obiettivi dei REPowerEU

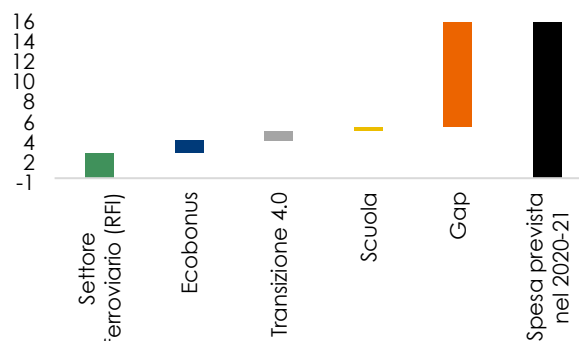
■ la novità degli ultimi giorni è che, nell'ambito del programma comunitario di riconversione energetica REPowerEU, **gli Stati potranno chiedere nuovi prestiti, finalizzati a interventi previsti da quel piano, utilizzando il plafond di 225 miliardi di prestiti inutilizzati** nell'ambito del dispositivo per la ripresa e la resilienza (RRF); nel caso (probabile) in cui tale plafond non sarà esaurito, anche l'Italia potrebbe accedere alla ripartizione del residuo di crediti non allocati, se presenterà progetti in ambito REPowerEU. Inoltre, sempre ai fini del piano di riconversione energetica, saranno disponibili sovvenzioni per 20 miliardi (da ripartire tra i singoli Stati) provenienti dalla vendita di quote di emissioni del sistema ETS, e i Governi avranno la facoltà di trasferire fino al 12,5% dei fondi della loro politica di coesione e il 7,5% dei fondi agricoli a progetti REPowerEU. In sintesi, non si tratta in alcun modo di un potenziamento del PNRR, ma di risorse, in gran parte sotto forma o di prestiti o di riconversione di altri fondi europei, per la realizzazione degli obiettivi del piano REPowerEU (indipendenza dai combustibili fossili russi entro il 2030).

I progressi nel raggiungimento delle 45 condizioni previste dal PNRR per metà 2022 sono buoni



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo

Più incerti sono i risultati in termini di spesa effettiva finanziata dal PNRR (sinora, solo 5,1 miliardi)



Fonte: Audizione del Ministro Franco sullo stato di attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza alle Commissioni congiunte di Senato e Camera, 23 febbraio

Sintesi della previsione macroeconomica

Previsioni macroeconomiche

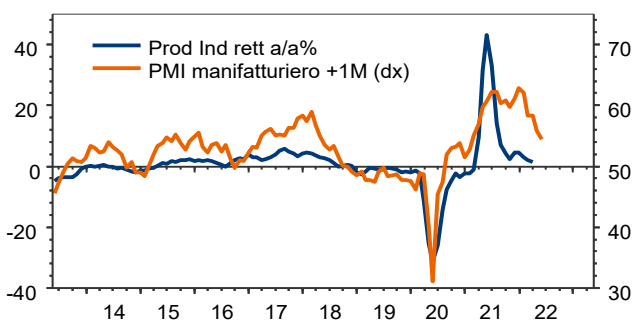
	2021	2022p	2023p	2021		2022				2023			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	6.6	3.0	1.6	3.9	6.2	5.8	3.6	1.5	1.2	1.7	1.6	1.6	1.7
- var.ne % t/t				2.5	0.7	-0.2	0.5	0.4	0.3	0.3	0.5	0.4	0.4
Consumi delle famiglie	5.2	3.2	1.8	2.8	-0.1	-0.3	0.7	0.5	0.4	0.4	0.6	0.4	0.3
Consumi pubblici	0.6	0.7	0.6	-0.1	0.5	0.1	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Investimenti fissi	17.0	6.2	4.2	1.8	2.8	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
Investimenti in macchinari	13.0	6.3	4.6	3.2	2.1	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	1.3	1.4	1.4
Investimenti in trasporti	10.2	-4.4	4.1	-13.7	0.4	0.8	1.5	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
Investimenti in costruzioni	22.2	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	4.6	2.2	4.1	-0.2	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
Importazioni	14.3	7.4	2.9	2.1	3.6	1.6	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
Contr. % PIL													
Commercio estero	0.0	-0.7	-0.2	0.7	-1.1	-0.3	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.0
Domanda finale interna	6.3	3.2	2.0	2.0	0.6	0.0	0.6	0.5	0.5	0.4	0.6	0.5	0.5
Var. scorte	0.3	0.5	-0.2	-0.2	1.2	0.1	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
Attività produttiva													
Produzione industriale	11.7	0.4	2.2	0.9	0.3	-0.8	-1.0	1.2	1.4	0.3	0.2	0.4	0.4
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	1.9	5.8	2.5	2.2	3.5	5.7	6.6	6.0	5.0	3.1	2.3	2.5	2.3
- escl. alimentari, energia (a/a)	0.8	2.4	2.5	0.7	1.3	1.7	2.7	2.6	2.8	2.7	2.2	2.4	2.5
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	8.4	7.9	9.0	9.0	8.4	8.5	8.5	8.3	8.2	8.0	7.8	7.7
Occupati totali	0.8	2.2	1.1	0.9	0.5	0.6	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
Salari contrattuali	0.6	0.8	1.2										
Reddito disponibile reale	2.1	-0.7	0.9										
Tasso di risparmio (%)	13.1	9.0	8.2										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	2.5	1.0	1.1										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-7.2	-5.6	-4.3										
Debito (% Pil)	150.3	148.8	146.9										
Variabili finanziarie													
3-mths Euribor	-0.58	0.20	1.25	-0.55	-0.58	-0.50	-0.39	0.03	0.20	0.45	0.76	1.00	1.25
Long term (10Y) rate (%)	0.75	2.61	3.14	0.67	0.94	1.58	2.64	3.03	3.17	3.07	3.09	3.16	3.24
BTP/Bund spread	1.08	1.82	2.03	1.07	1.18	1.46	1.79	1.97	2.07	2.10	2.05	2.00	1.97

Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

La produzione industriale mostra un'inattesa tenuta a marzo...

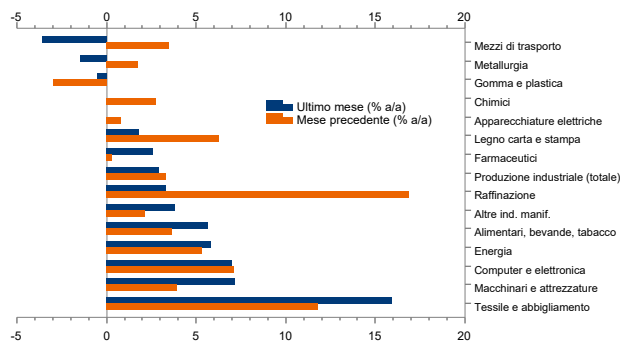
A marzo, la produzione industriale italiana è rimasta stabile, mentre era attesa una significativa correzione dopo l'ampio rimbalzo di febbraio (4% m/m). **L'unico tra i principali macro-settori a mostrare una correzione nel mese è quello dei beni intermedi**, mentre la produzione è cresciuta ulteriormente nel comparto dei beni di consumo, in quello dei beni strumentali e nell'energia. **Nel confronto annuo, il settore più brillante è quello tessile (15% a/a), che però era tra i comparti che avevano sofferto di più durante la pandemia** (l'indice destagionalizzato resta del 6% inferiore rispetto a febbraio 2020). Fanno segnare progressi superiori al 7% annuo anche computer ed elettronica, macchinari e industrie alimentari. Viceversa, restano in calo tendenziale le attività estrattive, i mezzi di trasporto, il settore metallurgico, e gomma e plastica. **Nel 1° trimestre, la produzione industriale è calata di -0,9% t/t: l'industria in senso stretto sembra essere stata pressoché interamente responsabile del calo del PIL di -0,2%** visto nei primi tre mesi dell'anno. Pensiamo che la crisi geopolitica internazionale non abbia ancora dispiegato appieno i suoi effetti sull'attività industriale: il settore potrebbe frenare il PIL almeno per tutto il primo semestre dell'anno (ma non si può escludere un impatto più prolungato). Peraltro, come suggerito dalle indagini, le imprese sembrano considerare l'impennata dei prezzi delle materie prime come temporanea, e non stanno prezzando uno scenario di possibile razionamento dell'energia. **Gli indicatori ad alta frequenza, come il consumo di gas a uso industriale, segnalano che l'attività produttiva potrebbe essersi contratta ad aprile.** In ogni caso, **l'Italia resta l'unico tra i 4 principali paesi dell'Eurozona ad aver più che recuperato i livelli di produzione industriale pre-pandemici.** La causa è probabilmente da ricercarsi nella minore quota della catena produttiva basata in Asia e nell'Europa dell'Est, nonché nel minore peso del settore *automotive* (tra i più deboli in questa fase) in percentuale del valore aggiunto totale nell'industria.

Tiene la produzione industriale a marzo, ma le indagini segnalano un peggioramento delle prospettive



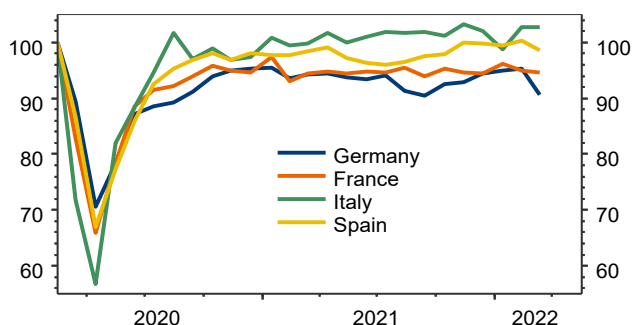
Nota: media mobile a 3 mesi della variazione % a/a dell'indice destagionalizzato di produzione industriale. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

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



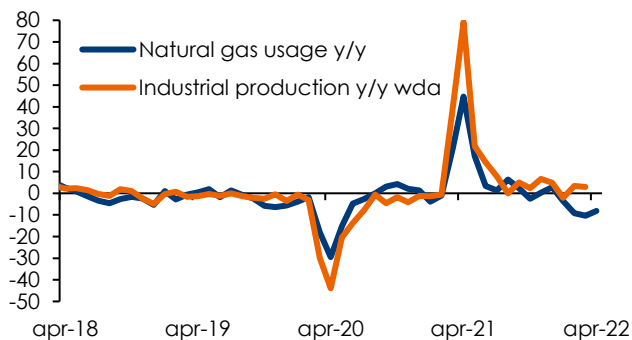
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'Italia è l'unico tra i 4 principali paesi dell'Eurozona ad avere più che recuperato i livelli pre-pandemici di produzione industriale



Nota: Febbraio 2020=100. Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

Gli indicatori ad alta frequenza segnalano che l'attività produttiva potrebbe essersi contratta ad aprile

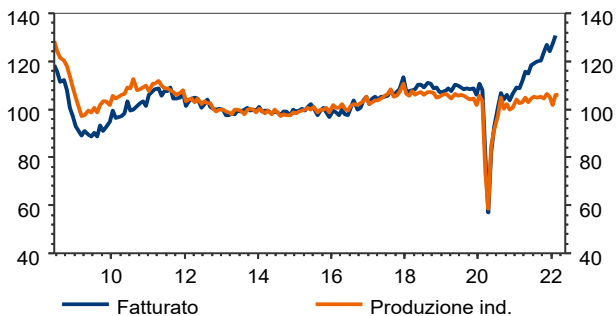


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, SNAM

...ma il calo del morale dipinge un quadro di debolezza per la manifattura

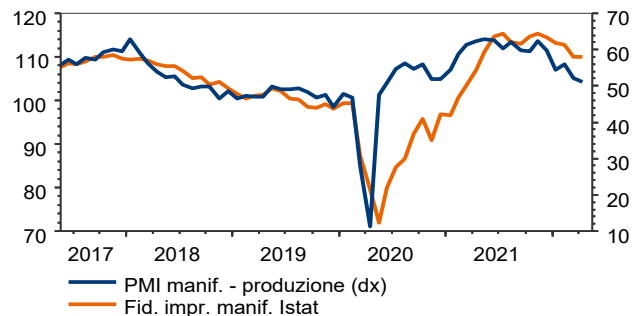
L'industria è senza dubbio il settore più penalizzato dagli effetti del conflitto, sia per quanto riguarda lo shock sui prezzi delle materie prime, che per l'intensificarsi delle strozzature all'offerta. **Nel settore manifatturiero, la fiducia delle imprese è scesa per il quinto mese di fila ad aprile**, ma solo marginalmente, a 110 da 110,1 di marzo. Gli ordini sono diminuiti (più nelle valutazioni correnti che nelle attese), ma **sia la produzione attuale che quella prevista sono migliorate**. Le aspettative sull'economia si sono deteriorate ancora moderatamente dopo essere crollate il mese precedente, ma le intenzioni di assunzione sono rimbalsate dopo la caduta di marzo. **Le attese sui prezzi di vendita sono aumentate ulteriormente a 54,6 da 51: è un nuovo record assoluto**. Il contesto di rallentamento dell'attività e di forti pressioni inflattive è stato confermato anche dal **PMI manifatturiero di aprile, che è calato più del previsto a 54,5 da un precedente 55,8, sui minimi da dicembre 2020**. L'indicatore resta su livelli espansivi, ma con indicazioni di decelerazione della produzione e degli ordinativi, mentre risultano stagnanti le commesse dall'estero. Anche l'indice relativo all'occupazione è sceso sui minimi da fine 2020, sia pur su livelli coerenti con una domanda di lavoro ancora positiva. Le indagini di aprile, pur riflettendo i primi impatti del conflitto, non dovrebbero aver ancora risentito dei lockdown in Cina che contribuiranno ad intensificare le strozzature all'offerta e rappresenteranno un nuovo freno all'attività anche durante il trimestre estivo. Fino a febbraio le condizioni di domanda rimanevano comunque positive: il **fatturato nell'industria** era cresciuto del 2,8% m/m (20,9% a/a) e a differenza dei mesi precedenti l'aumento non era dovuto solo alla crescita dei prezzi: l'indice relativo al volume di vendita era infatti salito di un solido 2,6% m/m (7,3% a/a).

Il divario tra fatturato e produzione resta ampio: è l'effetto delle strozzature e del forte aumento dei prezzi



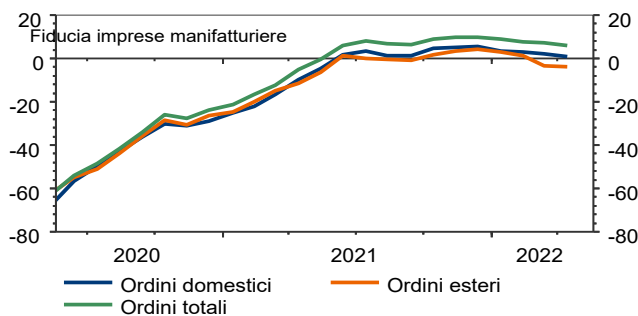
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le indagini puntano verso una frenata della produzione



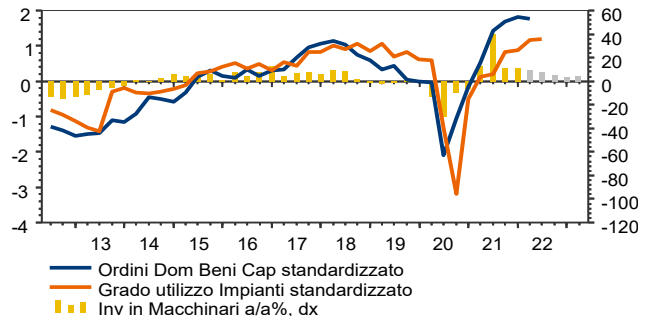
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Il flusso di ordini in entrata rallenta, in contrazione le commesse dall'estero



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

Gli ordini di beni strumentali restano comunque coerenti con una dinamica ancora espansiva per gli investimenti in macchinari

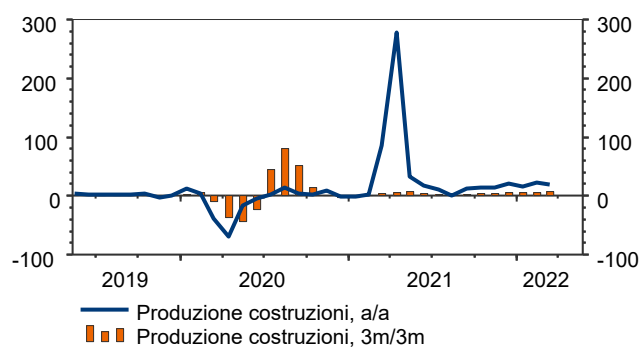


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le prospettive per le costruzioni restano favorevoli

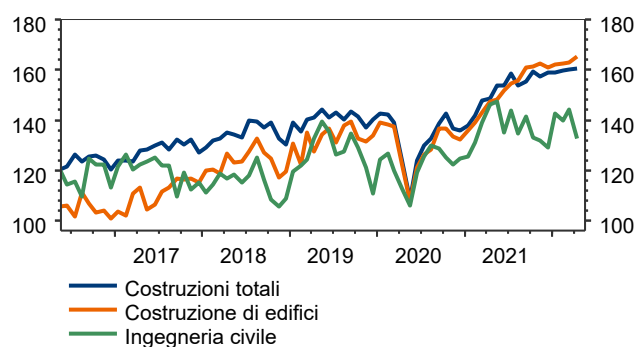
A marzo la produzione nelle costruzioni è cresciuta del 2% m/m da 4,7% precedente. **Si tratta dell'ottavo progresso mensile consecutivo**. In termini tendenziali l'attività è aumentata del 19,4% a/a da un precedente 22,1%. **Il 1° trimestre si chiude quindi con un'espansione del 7% t/t**, in accelerazione da un già robusto 5% t/t a fine 2021. La brillante performance del settore non è comunque risultata sufficiente a compensare la frenata registrata da manifattura e servizi e ad impedire una contrazione del PIL a inizio anno. Nei prossimi trimestri una decelerazione dell'attività edilizia appare fisiologica, ma il morale delle imprese è ai massimi storici, e la proroga degli incentivi fiscali dovrebbe continuare a supportare il settore. **Ad aprile infatti la fiducia nel settore è salita a un record di 160,6 da un precedente 160,1**, con giudizi particolarmente favorevoli circa gli ordini e attese ancora positive sull'occupazione. Lo spaccato per componenti continua a mostrare una divergenza tra l'ingegneria civile, dove il morale ha subito una forte flessione a 132,6 da 144 di marzo, a fronte di solidi progressi sia per la costruzione di edifici che per i lavori specializzati. Il divario tra settori potrebbe essere spiegato dall'effetto degli incentivi sull'edilizia residenziale in attesa della partenza degli investimenti infrastrutturali previsti dal PNRR che, nei prossimi trimestri, potrebbero iniziare a sostenere anche l'attività nell'ingegneria civile.

Produzione nelle costruzioni in crescita per l'ottavo mese a marzo



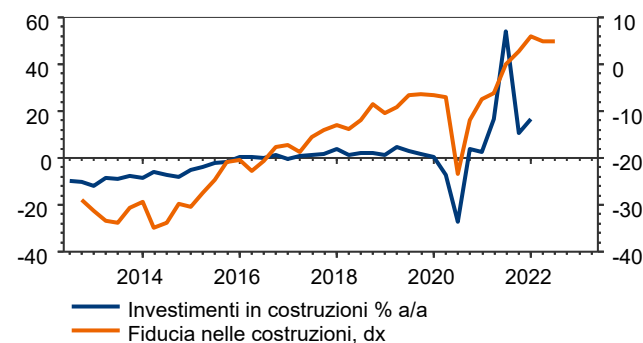
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Ad aprile il morale nelle costruzioni tocca un nuovo massimo storico



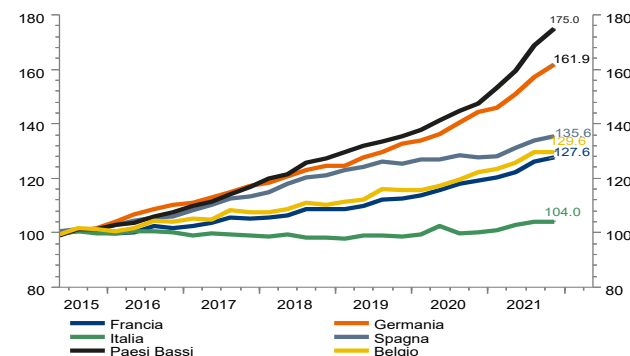
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020; Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Gli investimenti in costruzioni dovrebbero mantenere una dinamica espansiva nel corso del 2022



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I prezzi delle abitazioni sono in fase di recupero, ma il divario con gli altri paesi europei resta ampio

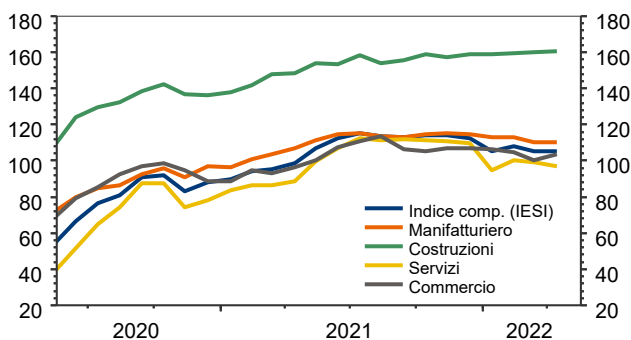


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I servizi potrebbero compensare la frenata del manifatturiero

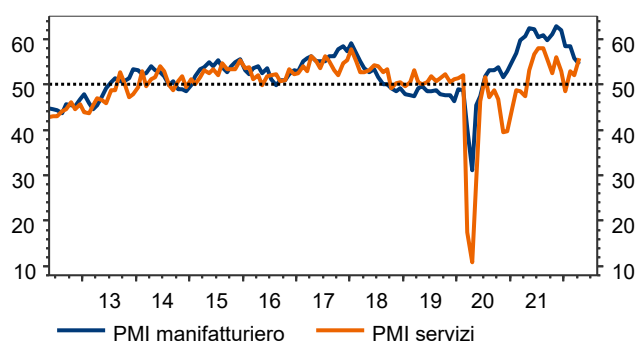
Il settore dei servizi è meno esposto dell'industria agli effetti del conflitto, e dovrebbe, al contrario, beneficiare del recupero post-pandemico dell'attività, soprattutto in quei comparti come il turismo dove non sono ancora stati raggiunti i livelli di fine 2019. Nel nostro scenario centrale, infatti, **la riaccelerazione dei servizi potrebbe compensare la frenata dell'industria e permettere all'economia di evitare una contrazione del PIL nel 2° trimestre**. I rischi verso il basso si stanno però intensificando, come suggerito dall'inatteso calo del morale nel settore registrato dalle indagini Istat ad aprile (a 97 da 98,9 precedente). Si registra viceversa un leggero miglioramento delle aspettative, che offre segnali incoraggianti per l'attività durante l'estate. **Le indagini PMI offrono un quadro più incoraggiante**, con l'indice relativo ai servizi che è salito più delle attese ad aprile, a 55,7 da 52,1 di marzo, sui massimi da agosto dello scorso anno, trainato da un miglioramento sia dell'attività corrente che delle aspettative dopo le correzioni registrate nel mese precedente. Il robusto ritmo di crescita per il settore si è riflesso anche in un'accelerazione della dinamica occupazionale, ai massimi dal luglio del 2007. Anche nei servizi si confermano le pressioni inflattive: l'indice relativo ai prezzi di vendita è su livelli record. **I PMI di aprile segnalano quindi una divergenza tra il rallentamento del manifatturiero e l'accelerazione dei servizi, che, almeno per il momento, sembrano in grado di sostenere la ripresa** (l'indice PMI composito è salito infatti a 54,5 ad aprile da un precedente 52,1).

Inattesa correzione del morale nei servizi rilevato dall'Istat ad aprile (ma migliorano le aspettative)



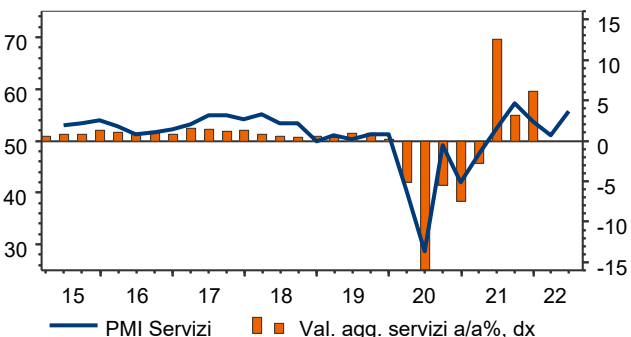
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I PMI offrono un quadro più incoraggiante: il recupero nei servizi sembra in grado di compensare la frenata nel manifatturiero



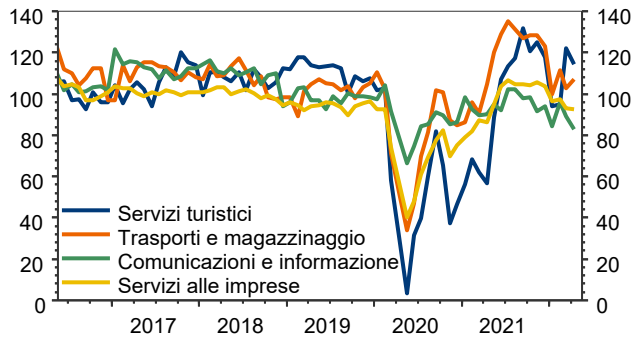
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

Il terziario potrebbe sostenere la crescita nel 2° trimestre



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

Nel corso dell'estate il morale nel turismo potrebbe tornare sui picchi del 2021 sull'onda del rimbalzo post-pandemico

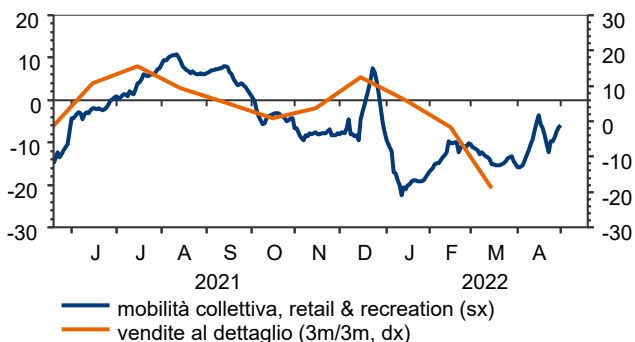


Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020

Cala ancora la fiducia delle famiglie, aumentano i rischi sui consumi

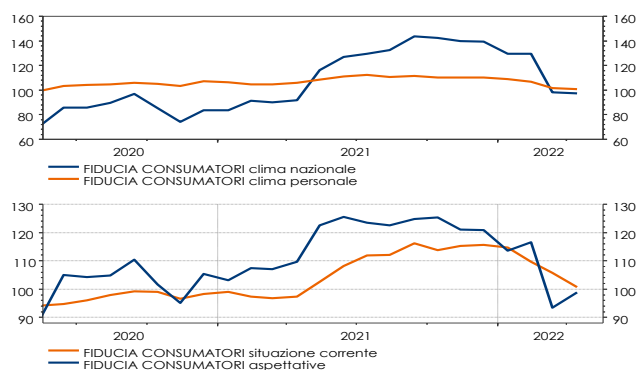
La fiducia dei consumatori è scesa ulteriormente in aprile, anche se in misura minore rispetto a marzo, a 100 da 100,8 precedente: è la quarta flessione mensile di fila, che porta l'indice ai minimi da novembre 2020. Il calo è stato guidato dal clima corrente, mentre le aspettative per il futuro hanno visto un recupero, possibile indicazione del fatto che famiglie e imprese considerino lo shock attuale come transitorio. La situazione corrente del Paese è peggiorata a -86,7 da -60,9 precedente (un minimo da giugno dello scorso anno). Inoltre, le opportunità di acquisto di beni durevoli sono calate ai minimi dalla metà del 2020. L'inflazione attesa per i prossimi 12 mesi è rientrata dai massimi, a 73 dopo il record storico di 103,6 a marzo; viceversa, l'inflazione corrente è salita ulteriormente registrando un nuovo record storico (97,6 da 72,4 di marzo). Dopo aver chiuso il 1° trimestre in contrazione, gli acquisti di beni dovrebbero restare deboli anche nel trimestre in corso, penalizzati dal rincaro dei prezzi e dall'elevato grado d'incertezza prospettica, oltre che dal fisiologico spostamento della domanda dai beni ai servizi. A marzo, infatti, le vendite al dettaglio sono calate di -0,5% m/m in valore, sintesi di una flessione per i beni non alimentari e di una sostanziale stagnazione per gli alimentari. I dati in valore risentono però della crescita dei prezzi, mentre quelli in volume mostrano un quadro di maggiore debolezza: -0,6% m/m con contrazioni diffuse ai prodotti alimentari (-0,6%) e non (-0,7%). La tenuta della domanda di servizi riteniamo sarà quindi cruciale per impedire ai consumi privati di contabilità nazionale di calare anche durante la primavera.

Nei prossimi mesi il recupero della mobilità dovrebbe tradursi in maggiori consumi di servizi (a discapito dei consumi di beni)



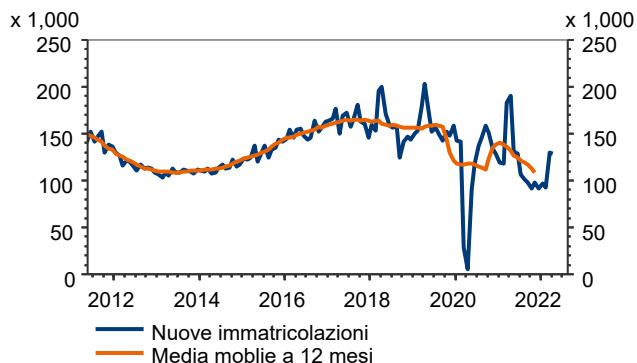
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Google

Valutazioni delle famiglie sulla situazione corrente in calo per il 4° mese di fila, rimbalzano le aspettative dopo il forte calo di marzo



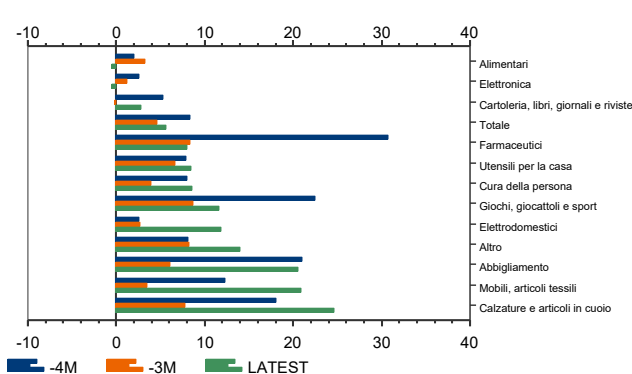
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I nuovi incentivi potrebbero offrire qualche supporto alla domanda di auto (ma le strozzature all'offerta restano vincolanti)



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

Lo spostamento della domanda dai beni ai servizi si riflette nel calo tendenziale degli acquisti di alimentari ed elettronica



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Proseguono i progressi occupazionali

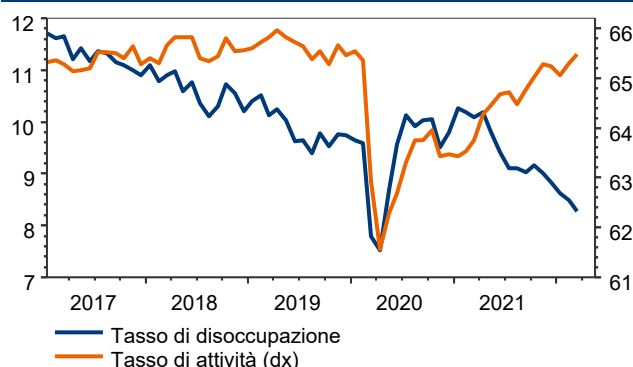
A marzo il tasso di disoccupazione è sceso di due decimi a 8,3%: se si escludono i mesi di lockdown (marzo e aprile 2020), il dato rappresenta un **minimo da giugno 2011**. Il calo dei disoccupati è dovuto all'aumento degli occupati (+81 mila unità, +0,4% m/m) a fronte di un calo per gli inattivi (-72 mila, -0,6% m/m). **Il tasso di occupazione è salito per il terzo mese consecutivo toccando il 59,9%, un massimo dall'inizio delle serie storiche,** mentre **il tasso di attività ha ormai recuperato i livelli di fine 2019, al 65,5%.** Nel mese, la crescita degli occupati ha riguardato esclusivamente le donne, mentre a livello contrattuale si registra un aumento dei lavoratori dipendenti (+121 mila) a fronte di un calo per gli autonomi (-41 mila). Rispetto ai mesi precedenti, sono i contratti permanenti (+103 mila, +0,7% m/m) a guidare la crescita, recuperando per la prima volta i livelli precedenti la pandemia. I lavoratori con contratti temporanei sono comunque cresciuti (+19 mila, +0,6% m/m), in aumento di ben il 7,3% rispetto a febbraio 2020. **Per il momento il mercato del lavoro italiano non sembra risentire degli effetti delle tensioni internazionali, ma non possiamo escludere dei riflessi nei prossimi mesi.** La precarizzazione del lavoro che ha caratterizzato la ripresa post-pandemica rappresenta inoltre un elemento che può mettere a rischio il consolidamento dei guadagni occupazionali. **Nel frattempo, la domanda di lavoro sembra restare positiva:** nel 1° trimestre il **tasso di posizioni vacanti** è rimasto stabile all'1,7% nell'industria, ed è cresciuto di un decimo al 3,1% nelle costruzioni. È invece calato a 1,8% da 2% nei servizi, probabilmente per via della recrudescenza pandemica d'inizio anno. Le posizioni vacanti restano comunque su livelli elevati rispetto alla media storica in tutti i settori.

Se si escludono i mesi del primo lockdown, il tasso di disoccupazione a marzo è sceso ai minimi dal 2011



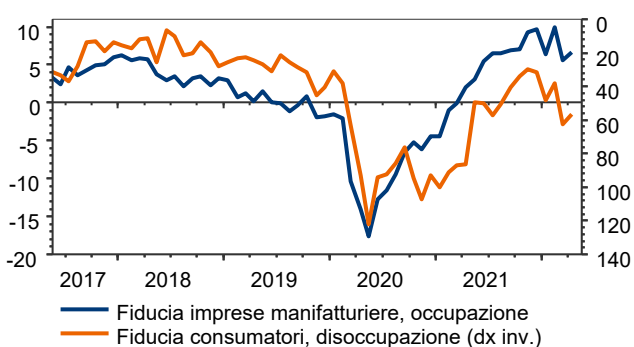
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Prosegue sia il calo della disoccupazione che il recupero della partecipazione



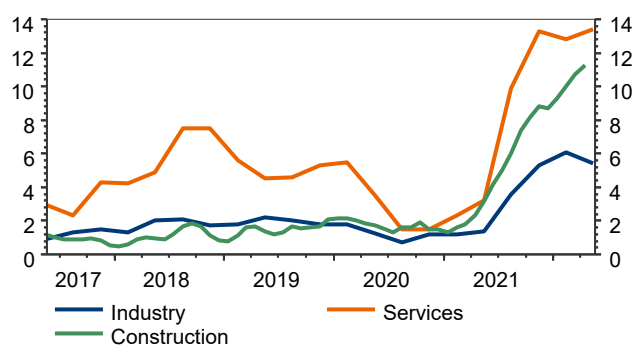
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Al momento la domanda di lavoro da parte delle imprese sembra restare positiva



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

Nell'industria emergono i primi segnali di attenuazione delle difficoltà di reperimento della manodopera

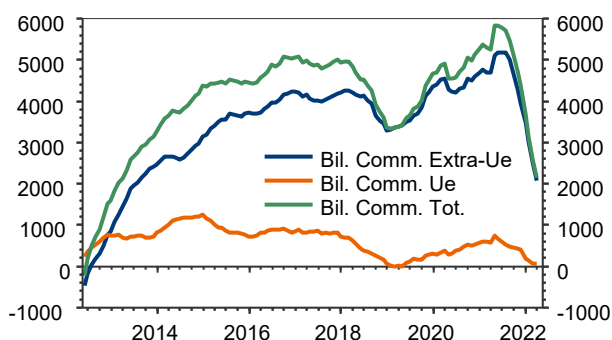


Nota: % di imprese che riportano la carenza di personale come fattore limitante per l'attività; dati interpolati per mancanza di osservazioni nel 2° trimestre 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Commissione Europea

Lo shock sui prezzi energetici pesa sul saldo commerciale

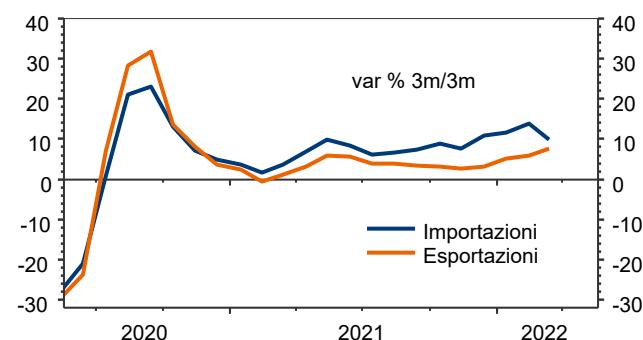
A marzo le **esportazioni** di beni sono cresciute di 1,7% m/m (22,9% a/a), mentre l'**import** è salito di 1,3% m/m (38,8% a/a). Il **1° trimestre** si chiude comunque con importazioni in aumento a ritmi superiori all'export (9,8% contro 7,7% t/t), con **il canale estero** che, come indicato dall'Istat in occasione della pubblicazione delle stime preliminari di contabilità nazionale, **ha frenato la crescita del PIL a inizio 2022**. A marzo 2022 il disavanzo commerciale è risultato pari a 84 milioni di euro (un anno prima si registrava un avanzo di quasi 5,2 miliardi). Il saldo risente essenzialmente dell'**ampio deficit energetico** (-8,1 miliardi da -2,8 miliardi a marzo 2021), a fronte di un saldo ancora positivo per i prodotti energetici, sostanzialmente stabile rispetto ad un anno prima (+8 miliardi). **I dati iniziano a mostrare anche i primi effetti delle sanzioni nei confronti della Russia:** rispetto allo scorso anno, infatti, le esportazioni verso Mosca si sono più che dimezzate, mentre le importazioni sono in crescita di oltre 150%, spinte dal rincaro dei prezzi delle materie prime energetiche. **Si nota anche un balzo dell'export verso gli USA (+40% a/a). Il robusto incremento dell'import di energia è spiegato dal forte shock sui prezzi medi unitari all'import di gas e petrolio** che contribuiscono per +11,4% alla crescita tendenziale delle importazioni totali. In termini di volumi infatti la crescita annua degli acquisti di energia (5,7%) non è superiore rispetto a quella degli altri principali raggruppamenti di industrie come i beni di consumo (7,7%) o i beni intermedi (8,6%). Riteniamo che **nel 2022, in media annua, le esportazioni nette potrebbero contribuire negativamente alla crescita del PIL:** la domanda globale dovrebbe restare positiva, ma è vista in rallentamento in corso d'anno, mentre il forte rincaro dei prezzi per le imprese potrebbe penalizzarne la competitività nonostante la debolezza dell'euro.

Il disavanzo energetico pesa sul saldo commerciale



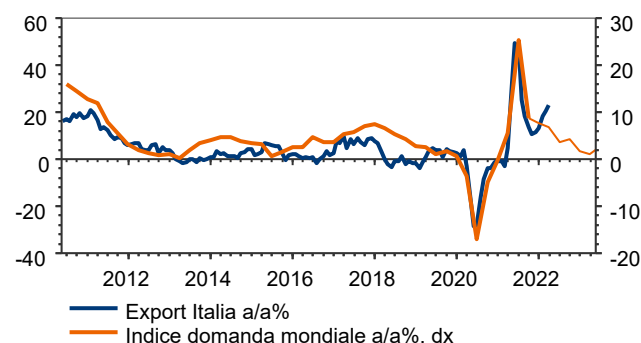
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le importazioni sono in lieve frenata, ma restano più dinamiche delle esportazioni



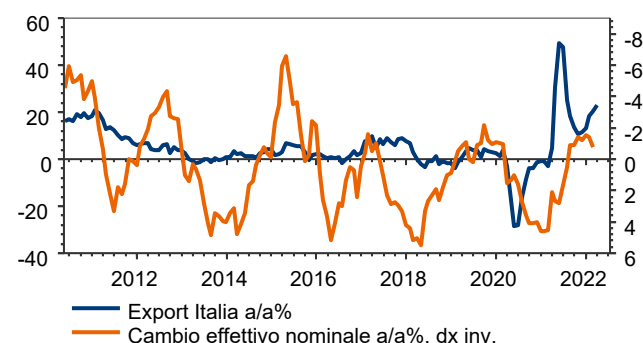
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La domanda estera rallenterà nei prossimi mesi, ma è attesa rimanere positiva



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

Nonostante la debolezza dell'euro, i maggiori costi produttivi potrebbero penalizzare gli esportatori

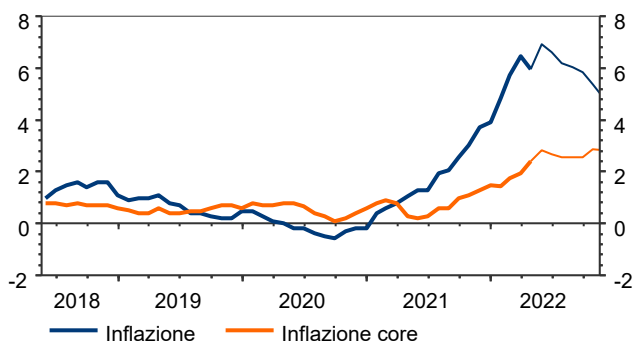


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Eurostat

Inflazione elevata a lungo, potrebbe iniziare a calare solo dall'estate

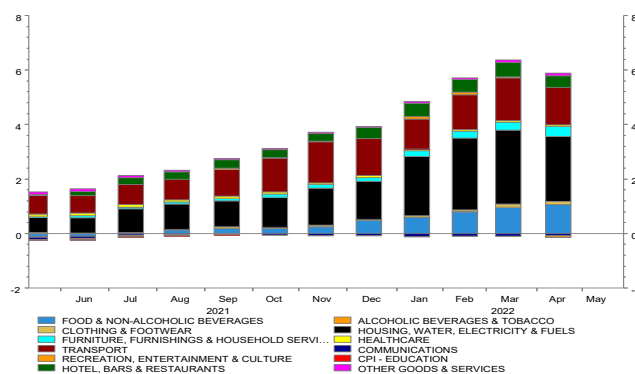
Ad aprile l'inflazione calcolata sull'indice nazionale è scesa al 6% a/a dal 6,5% di marzo. L'inflazione armonizzata è calata al 6,3% a/a da un precedente 6,8%. Nel mese i prezzi sono scesi di un decimo sul NIC, e cresciuti di 0,4% m/m sull'IPCA. **Il rallentamento tendenziale dei prezzi è imputabile prevalentemente alla componente energetica** (da 50,9% di marzo a 39,5%; -5,8% m/m), spinta al ribasso dalla flessione dei prezzi di gasolio e benzina dovuta alla riduzione delle accise sui carburanti e all'inclusione del bonus energia su gas ed elettricità nel calcolo degli indici. Le pressioni sui prezzi si diffondono però alle altre principali componenti, con l'inflazione core che accelera al 2,4% a/a da un precedente 1,9%. La salita dell'indice di fondo è spiegata da una dinamica più vivace per servizi (2,1% da 1,8%), beni core (1,9% da 1,4%) e alimentari lavorati (5% da 3,9%). **Ci aspettiamo che l'inflazione sottostante salga ancora nei prossimi mesi, mentre l'indice headline potrebbe tornare a salire a maggio prima di intradarsi su uno stabile trend discendente solamente a partire dall'estate.** La media d'anno potrebbe attestarsi ad almeno il 6% nel 2022 e ben oltre il 2% 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.**

L'inflazione è calata ad aprile, ma è attesa riaccelerare in maggio, tornando a calare solo durante l'estate



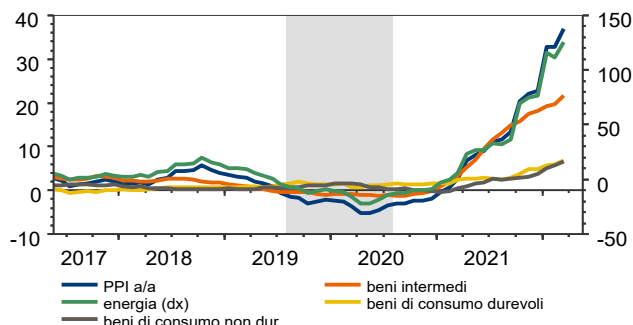
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La componente servizi inizia ad evidenziare maggiori pressioni



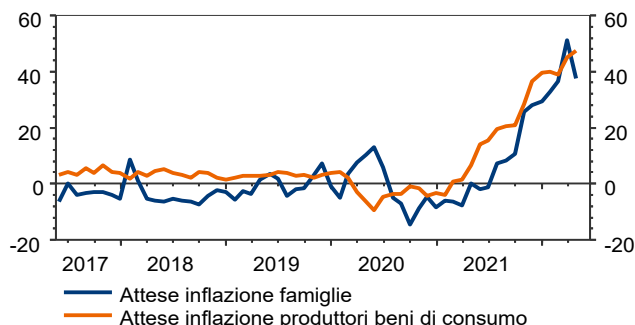
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le forti tensioni al rialzo a monte della filiera produttiva hanno toccato un picco nel mese di marzo



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le aspettative sui prezzi toccano nuovi massimi per le imprese produttrici di beni di consumo, rallentano per le famiglie



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

Tendenze del settore bancario

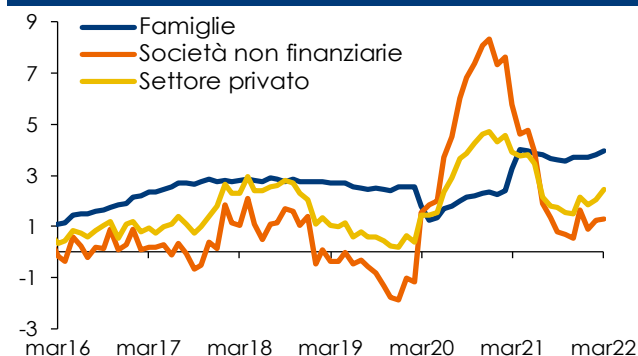
Si conferma modesta la crescita dei prestiti alle società non-finanziarie

La crescita dei prestiti alle società non-finanziarie, che da alcuni mesi oscilla attorno all'1%, si è attestata a 1,3% a/a a marzo. All'interno dell'aggregato, è proseguita la ripresa dei prestiti a breve termine, che però sembra aver perso slancio, restando in linea con febbraio. I prestiti a medio-lungo si sono ridotti dell'1,1%, anch'essi come a febbraio; tuttavia nel bimestre febbraio-marzo il flusso netto mensile è stato di nuovo positivo. Si osserva, inoltre, un ritorno alla crescita delle erogazioni mensili di importo oltre 1 milione, mentre quelle sotto tale soglia sono rimaste in calo. Continua al contempo la dinamica robusta dello stock di prestiti per l'acquisto di abitazioni, salita a +4,9% a/a a marzo. Le anticipazioni ABI riferite ad aprile mostrano un aumento dei prestiti complessivi a famiglie e imprese del 2,6%, leggermente migliore rispetto al 2,5% di marzo.

Elisa Coletti

I dati di marzo hanno confermato **una crescita modesta dei prestiti alle società non-finanziarie, di poco superiore all'1%, attestandosi a 1,3% a/a** dall'1,2% di febbraio e 0,9% di gennaio (dati corretti per le cartolarizzazioni). Rispetto al periodo di minimo di questa fase, nei mesi settembre – novembre 2021 quando la variazione è stata in media dello 0,7% a/a, **l'andamento più recente sembra delineare un lento miglioramento**. Ciò emerge anche dall'osservazione dei flussi lordi mensili che, pur restando complessivamente in calo, nel bimestre febbraio-marzo hanno visto **un ritorno in crescita delle operazioni oltre 1 milione**. Quest'ultime nel 1° trimestre hanno segnato un incremento del 3,3% a/a, mentre le operazioni fino a 1 milione sono rimaste in flessione a due cifre (-13,7% a/a), sebbene anch'esse in miglioramento rispetto alle dinamiche fortemente negative dei dieci mesi precedenti. In generale, questo andamento sconta il confronto col periodo di forte sviluppo dei prestiti con garanzia pubblica dal maggio 2020 all'aprile 2021, seguito da un deciso ridimensionamento nei mesi successivi.

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

Erogazioni alle società non finanziarie – flussi al netto delle rinegoziazioni (var. % a/a)



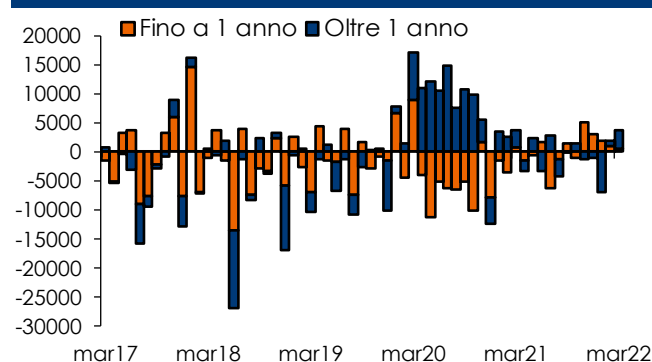
Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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)

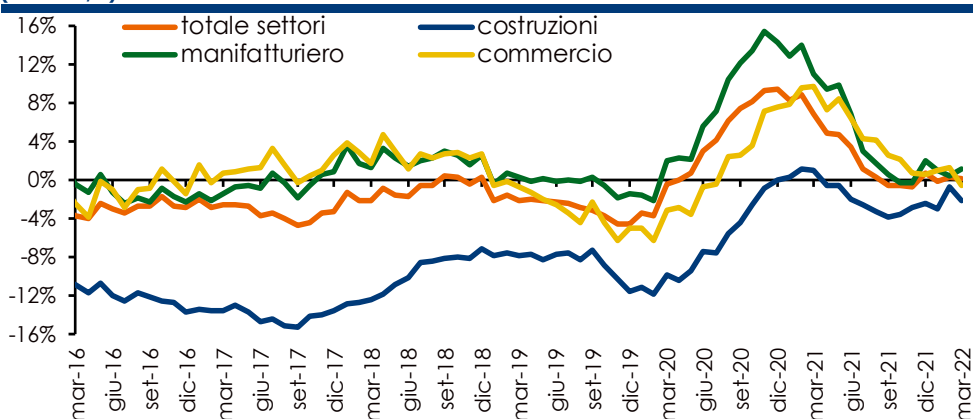


Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Anche a marzo è **proseguita la ripresa dei prestiti a breve termine a società non-finanziarie**, che nei cinque mesi da novembre 2021 hanno segnato flussi netti positivi per un totale di 12 miliardi. **Il trend, tuttavia, sembra aver perso slancio**, col **tasso di variazione dello stock di prestiti a breve rimasto positivo, ma in linea con febbraio** (+2,9% a/a a marzo dal +3% di febbraio). Il flusso netto di marzo, inoltre, è più contenuto dei quattro mesi precedenti. All'opposto, marzo ha **confermato il calo dei prestiti a medio-lungo col -1,1% a/a** anch'esso in linea con febbraio. Inoltre, nel bimestre febbraio-marzo il flusso netto mensile di prestiti oltre 1 anno è tornato positivo, dopo tre mesi consecutivi in negativo.

I dati per macro-settori di attività economica riportano una **crescita modesta dei prestiti alle imprese manifatturiere, dell'1,1% a/a a marzo**, dal +0,4% di febbraio (dati riferiti ai prestiti escluse le sofferenze). Per i **prestiti al commercio è emersa una riduzione, del -0,6% a/a, il primo dato negativo da luglio 2020**, dal +1,2% di febbraio. **I prestiti alle costruzioni hanno registrato il dodicesimo calo consecutivo, del -2,1% a/a** dal -0,8% di febbraio. Nel complesso, l'aggregato dei **prestiti a società non-finanziarie e famiglie produttrici è rimasto ancora sostanzialmente fermo**, con una variazione dello 0,1% a/a che segue lo 0,2% di febbraio e il -0,1% di gennaio.

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



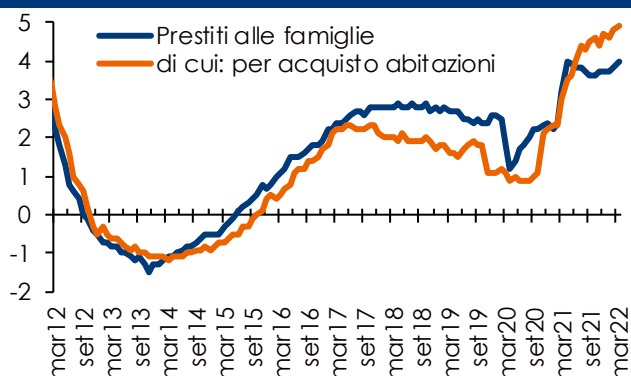
Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

E' **proseguita la crescita robusta dei prestiti alle famiglie, pari a 4,0% a/a dal 3,8% di febbraio**. Il trend è **sostenuto dai mutui per l'acquisto di abitazioni**, il cui ritmo risulta ulteriormente rafforzato a marzo, a +4,9% a/a dal +4,8% di febbraio, confermandosi ai massimi dall'autunno 2011.

Alla luce dei volumi considerevoli realizzati nel 2021, **nel 1° trimestre 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 15 miliardi nel trimestre, con un **aumento dell'1,1% a/a**, dal 3,7% del 4° trimestre 2021 e da tassi di variazione a due cifre nei tre trimestri precedenti.

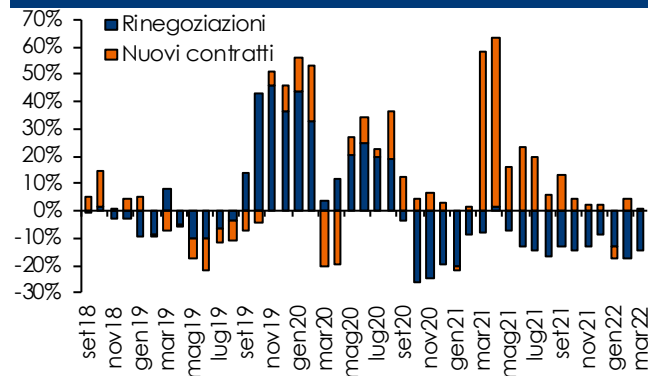
Per quanto riguarda le **rinegoziazioni, è proseguito il forte calo, pari a marzo a -63% a/a**, in linea con febbraio. Il calo risente del progressivo e fisiologico ridimensionamento del numero di contratti potenzialmente oggetto di surroga. Le rinegoziazioni ormai rappresentano soltanto il 10% delle operazioni mensili, il minimo della serie storica che ha avuto inizio a fine 2014.

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



Fonte: BCE

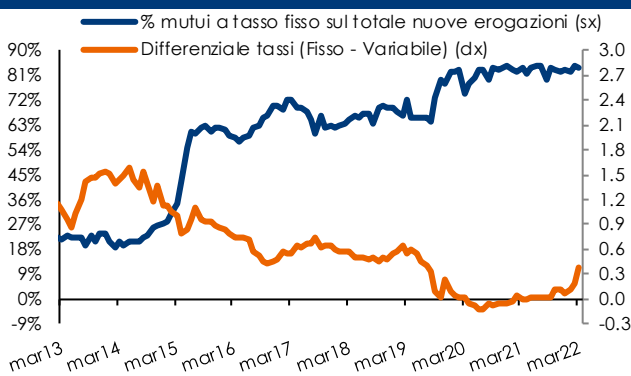
Contributo di rinegoziazioni e nuovi contratti alla crescita delle operazioni mensili di prestiti per acquisto abitazioni (%)



Fonte: BCE, elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

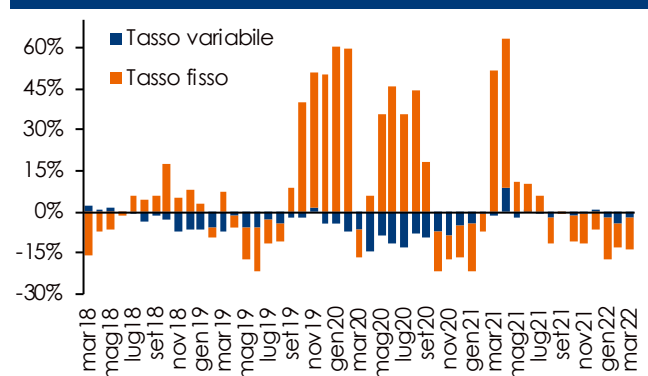
Quanto alle **erogazioni per tipo di tasso**, data la continua caduta delle rinegoziazioni, **quelle a tasso fisso sono rimaste in calo**, come emerso da agosto 2021 in poi (-14,6% a/a a marzo). In termini di quota sul totale, nei primi tre mesi dell'anno si sono confermate all'83% già registrato in media nel 2021. Al contempo **le erogazioni a tasso variabile hanno mostrato un rallentamento del calo**, del -11,3% a/a dal -22,3% di 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 ha visto un moderato miglioramento, a +2,5% a/a dal 2,1% di febbraio** (dati al netto delle controparti centrali e corretti per le cartolarizzazioni). **Le anticipazioni ABI sulle dinamiche creditizie di aprile delineano una crescita del 2,6%** sia per i prestiti complessivi al settore privato sia per l'aggregato più ristretto dei prestiti a famiglie e imprese.

Di nuovo afflussi sui depositi delle società non-finanziarie

La dinamica dei depositi bancari è tornata ad accelerare a marzo, a 4,8% a/a, invertendo il rallentamento evidenziato fino a febbraio. Il rafforzamento della crescita è proseguito ad aprile, secondo le anticipazioni ABI, con un aumento dello stock di oltre 21 miliardi m/m e una dinamica superiore al 5% a/a. L'andamento resta determinato dai conti correnti il cui ritmo è risalito a 7,2% a/a a marzo, riflettendo l'accelerazione dei conti delle imprese e il robusto andamento di quelli delle famiglie, entrambi in crescita di circa il 7,5% a/a. Per i primi, si segnala il ritorno di un flusso positivo a marzo, per 6,2 miliardi m/m sul totale dei depositi del settore, dopo i deflussi dei primi due mesi del 2022. Il rafforzamento del trend dei depositi ha determinato una moderata ripresa del tasso di crescita della raccolta complessiva da clientela, a 3,5% a/a da 3,2% di febbraio. Secondo le anticipazioni ABI, ad aprile la crescita dello stock di raccolta è risalita al 4,0% a/a.

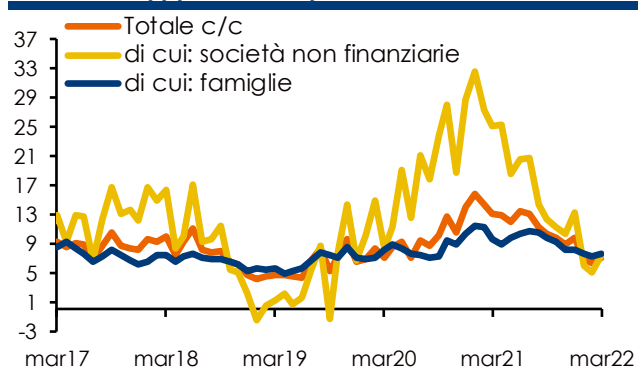
La dinamica dei depositi bancari è tornata ad accelerare a marzo, invertendo il rallentamento evidenziato fino a febbraio, quando il tasso di variazione si era portato a +4,2% a/a, minimo da settembre 2019. **A marzo la crescita è risalita a +4,8% a/a e, secondo le anticipazioni ABI, ad aprile, con un aumento dello stock di oltre 21 miliardi m/m, la dinamica è tornata sopra il 5% a/a. Ciò è in linea con le attese di una rinnovata preferenza per la liquidità** nel clima di incertezza conseguente all'invasione russa dell'Ucraina. A marzo, infatti, **la crescita dei conti correnti ha ripreso slancio, tornando a +7,2% a/a**, dal 6,3% di febbraio, minimo da settembre 2019.

La svolta è stata particolarmente evidente nei conti correnti delle società non-finanziarie il cui tasso di variazione è risalito a +7,5% a/a a marzo, dal 5,1% di febbraio, **grazie al ritorno in positivo del flusso netto mensile, pari a 5,3 miliardi** dopo il forte deflusso di gennaio (-33,5 miliardi m/m) e il saldo netto mensile leggermente negativo di febbraio (-0,5 miliardi). Per le società non-finanziarie, si osserva un afflusso mensile anche verso i depositi con durata prestabilita, pari a 1 miliardo m/m. Ciò porta l'afflusso complessivo sui depositi a 6,2 miliardi m/m a marzo, un ammontare che risulta superiore a quello registrato dal lato delle famiglie (si veda oltre).

Si conferma più regolare l'andamento dei conti correnti delle famiglie, ma anch'esso in rafforzamento, a +7,6% a/a a marzo da 7,3% a/a di febbraio. In valore assoluto, i flussi mensili verso i depositi delle famiglie sono stati ancora una volta positivi, pari a 4,3 miliardi m/m a marzo e 13,8 nel 1° trimestre, un importo più contenuto dello stesso periodo del 2021 (20 miliardi).

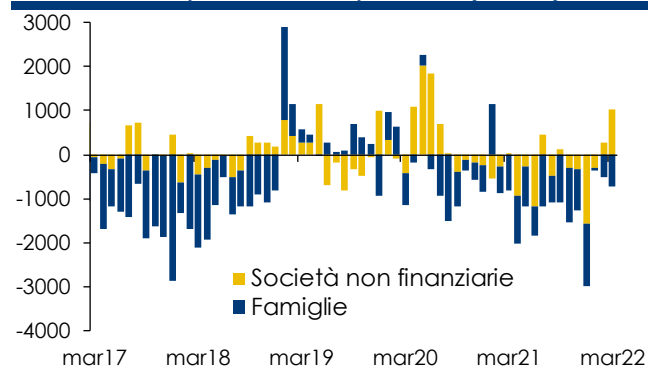
Per i **depositi con durata prestabilita il quadro complessivo resta in calo a due cifre, sebbene in lieve miglioramento** (-19% a/a a marzo) rispetto al minimo di gennaio (-21%).

Conti correnti (*) (var. % annua)



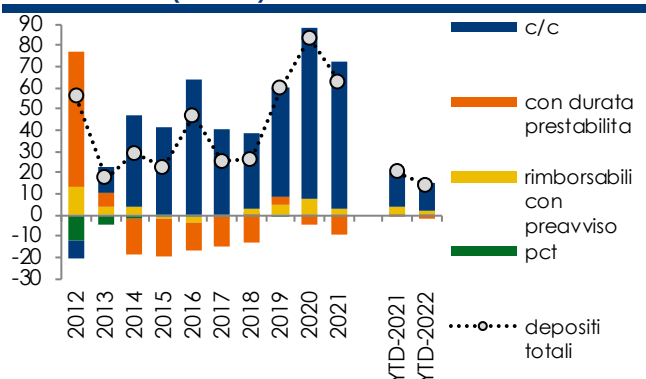
Nota: (*) dati riferiti alle passività delle IFM italiane verso residenti nell'area euro. Fonte: BCE

Flussi mensili di depositi con durata prestabilita (EUR mln)



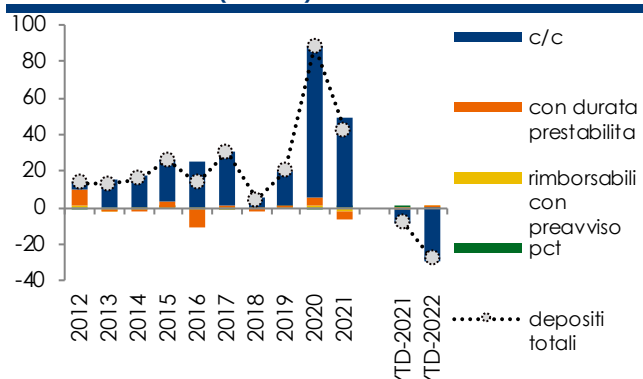
Fonte: BCE

Flussi netti verso i depositi delle famiglie, dati annui e primo trimestre 2021-22 (EUR mld)



Fonte: BCE ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Flussi netti verso i depositi delle società non-finanziarie, dati annui e 1° trimestre 2021-22 (EUR mld)



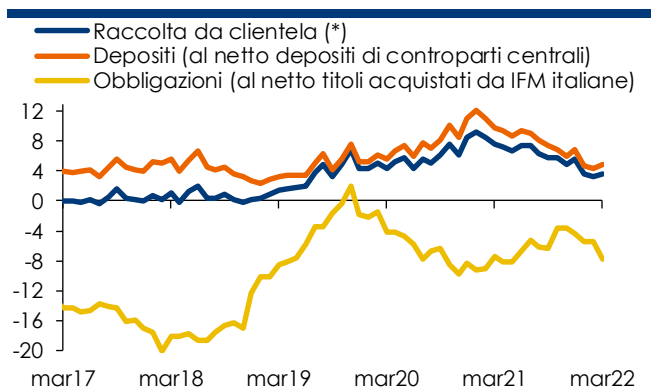
Fonte: BCE ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Anche lo **stock di obbligazioni bancarie è rimasto in contrazione**, un trend che si conferma tornato più marcato nella prima parte del 2022 rispetto al 4° trimestre 2021, quando il calo era risultato più moderato. In dettaglio, a marzo si è registrato un **-7,7% a/a**, dal **-4,4%** di fine 2021, seguito da **-6,5%** ad aprile secondo le stime ABI.

Ciononostante, il rafforzamento del trend dei depositi ha determinato una **moderata ripresa del tasso di crescita della raccolta complessiva da clientela, a 3,5% a/a a marzo** dal 3,2% di febbraio. Secondo le anticipazioni ABI, **ad aprile la crescita dello stock di raccolta è risalita al 4,0% a/a**.

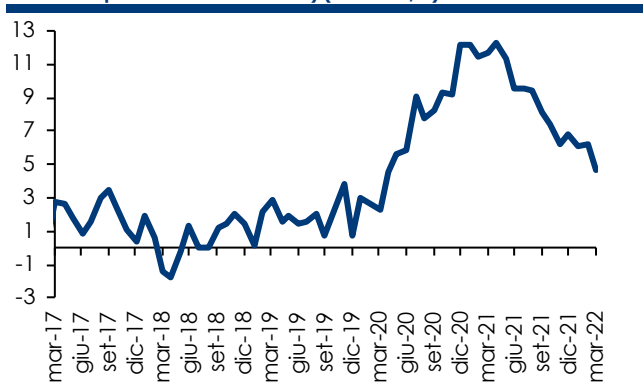
Per quanto riguarda l'aggregato della **raccolta totale**, marzo ha registrato un tasso di variazione del 4,7% a/a, in rallentamento rispetto ai mesi precedenti (6,2% a/a a febbraio). Su questo andamento ha influito l'evoluzione del rifinanziamento BCE, stabile in valore assoluto da dicembre 2021 in poi, mentre a marzo 2021 aveva subito un notevole incremento. All'opposto, si osserva la ripresa dei depositi di non residenti, in accelerazione a +12,2% a/a, dopo l'aumento del 4,6% a/a emerso a febbraio, che a sua volta faceva seguito 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 S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

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

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

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

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

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

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

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

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 S.p.A. 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