



Scenario economico fra i due fuochi dell'inflazione e della crisi bancaria

Macroeconomic Research

Direzione Studi e Ricerche

24 marzo 2023

Agenda

1 La situazione economica internazionale

2 Stati Uniti

3 Area Euro

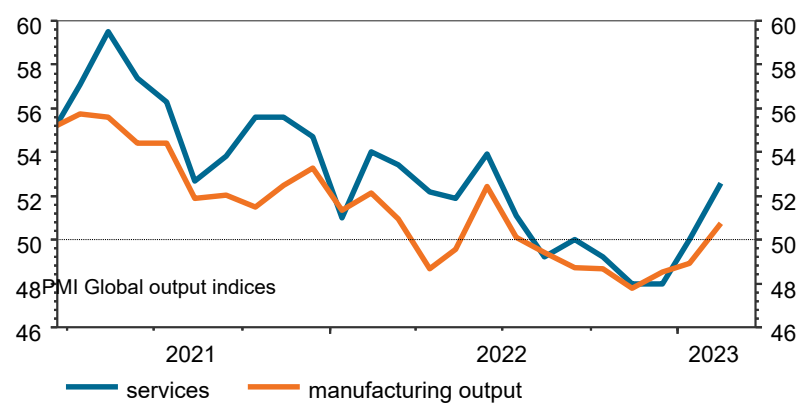
4 Italia

Il quadro macroeconomico di riferimento

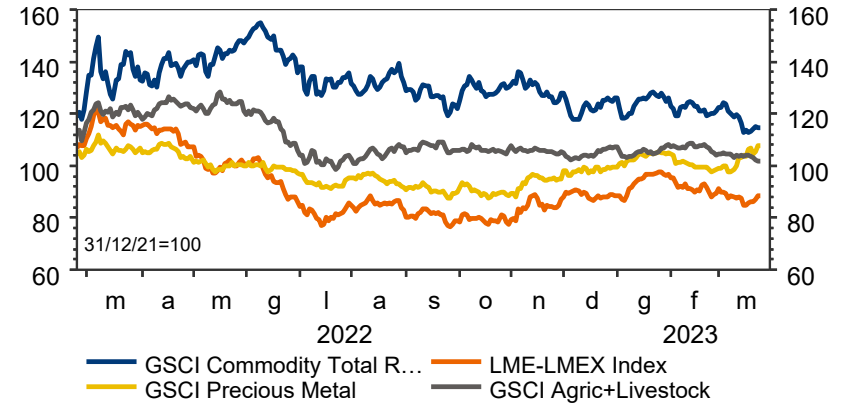
- **La restrizione monetaria** pareva indirizzata a **livelli dei tassi ufficiali più alti** di quanto atteso in precedenza, ma le **turbolenze finanziarie** legate ad alcune crisi bancarie hanno reso il quadro più incerto. In Europa, un calo delle tensioni porterebbe a ulteriori rialzi per 50-100pb. **I mercati sono posizionati su uno scenario di crisi persistente e di tassi stabili.**
- **A inizio 2023, gli indici di attività economica sono stati più robusti delle attese,** segnalando un rimbalzo dopo il rallentamento del 2022. Tuttavia, nei prossimi mesi dovrebbero manifestarsi gli effetti della restrizione monetaria, che limiterà la crescita della domanda aggregata.
- **Il prezzo di numerose materie prime industriali** è inferiore ai livelli precedenti la guerra. Quello delle materie prime **agricole** è circa sui livelli pre-guerra. Il prezzo del **gas naturale** ha beneficiato di un inverno mite, delle condizioni di forte vento in Nord Europa e del rallentamento dell'economia cinese.
- L'**inflazione** ha interrotto la propria discesa negli Stati Uniti e prosegue gradualmente in Europa. Il calo continuerà nei prossimi mesi, trasferendosi poi anche all'**inflazione core**, che resta molto alta rispetto agli obiettivi delle banche centrali e che calerà, anche a causa del rialzo dei salari).

Andamento recente dei dati migliore delle attese

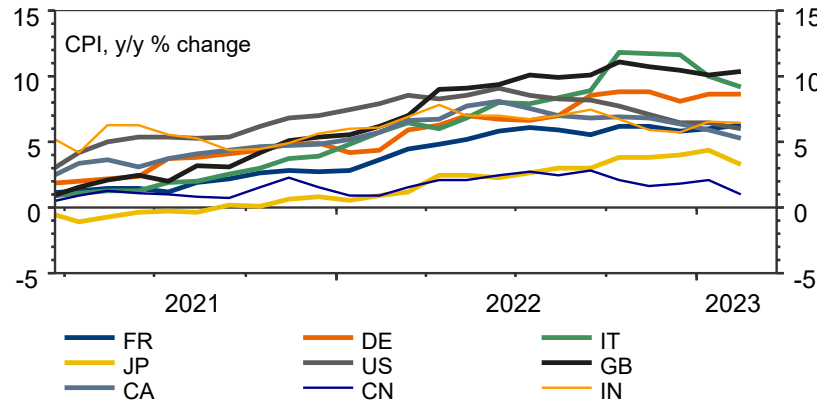
PMI: indici di attività fiacchi, ma in ripresa dai minimi



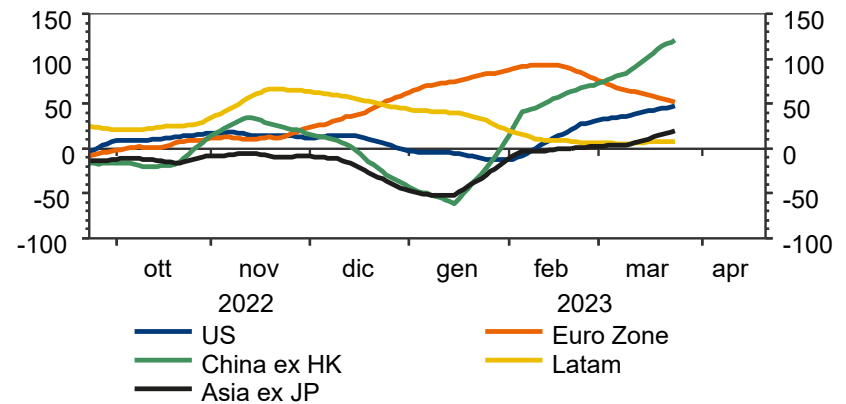
Prezzi delle materie prime in flessione



Inflazione: dispersione molto ampia, inversione di tendenza in US (avanzata) ed Europa (embrionale)



Dati economici migliori delle attese in Europa, US e Cina



Fonte: S&P Global, Refinitiv Datastream, uffici nazionali di statistica

Riviste al ribasso le previsioni sul gas naturale

In Europa, il costo dell'energia è destinato a restare alto nei prossimi anni, ma è in netto calo rispetto al 2022

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Petrolio (\$/B)								
ISP	64	43	71	99	85	82	80	78
- BCE ²				104	83	78	74	
Gas naturale (€/MWh)								
ISP	14	9	47	123	54	48	40	35
- BCE ²				123	58	61	51	

Note: (1) previsioni macroeconomiche dello staff, marzo 2023, Riquadro 1.
Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo, dati Refinitiv-Datastream, BCE

- Lo scenario prevede **minori tensioni sui prezzi del metano** nel 2023. Il calo della domanda – anche dovuto ad un inverno mite – ha allontanato gli scenari peggiori.
- Lo shock (globale) sul petrolio è solo in parte rientrato.**

Le proiezioni di crescita nello scenario base

Variazione media annua del PIL

	2020	2021	2022	2023p	2024p
Stati Uniti	-2.8	5.9	2.1	1.0	0.8
Area Euro	-6.3	5.3	3.5	0.7	1.4
Germania	-4.1	2.6	1.9	0.1	1.5
Francia	-7.9	6.8	2.6	0.7	1.3
Italia	-9.1	6.7	3.9	0.8	1.5
Spagna	-11.3	5.5	5.5	1.3	1.6
OPEC	-6.8	6.0	5.1	3.1	3.3
Europa orientale	-2.8	5.3	-0.9	-0.6	3.8
America Latina	-6.1	7.8	4.1	0.2	2.8
Giappone	-4.3	2.2	1.0	0.8	0.9
Cina	2.2	8.1	3.0	4.9	5.1
India	-6.6	8.7	6.8	5.2	6.2
Mondo	-3.3	6.2	3.1	1.9	2.7

Nota: aggregato PPP in dollari costanti per OPEC, Europa Orientale, America Latina, Mondo.
 Variazione del PIL a prezzi costanti.

Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo – Macroeconomic Analysis

Agenda

1 La situazione economica internazionale

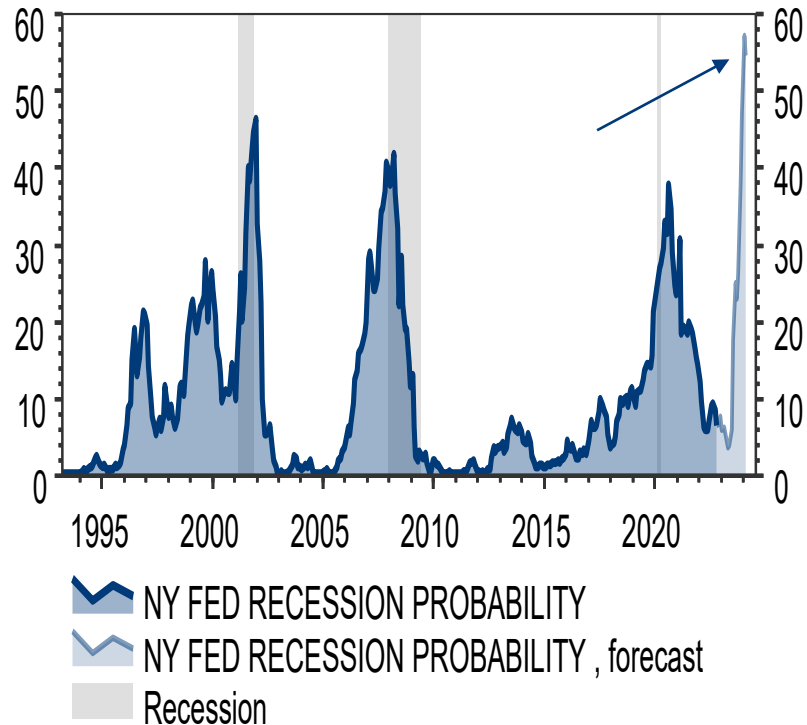
2 Stati Uniti

3 Area Euro

4 Italia

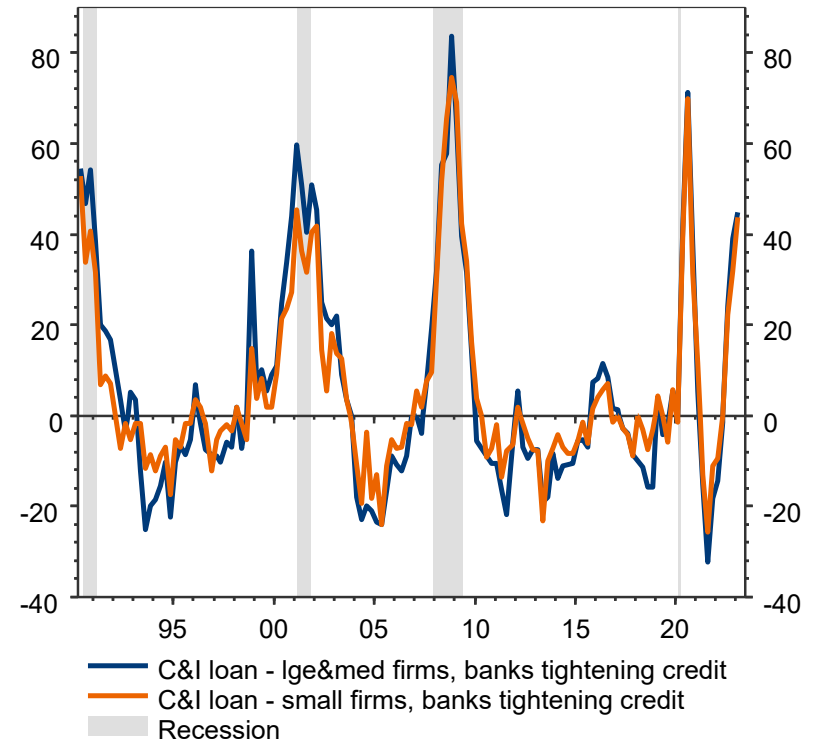
Stati Uniti – Scenario a rischio con la crisi bancaria

Gli indicatori di recessione continuano a segnalare allarme



Fonte: NY Fed

La restrizione del credito già in atto verrà amplificata dalla crisi

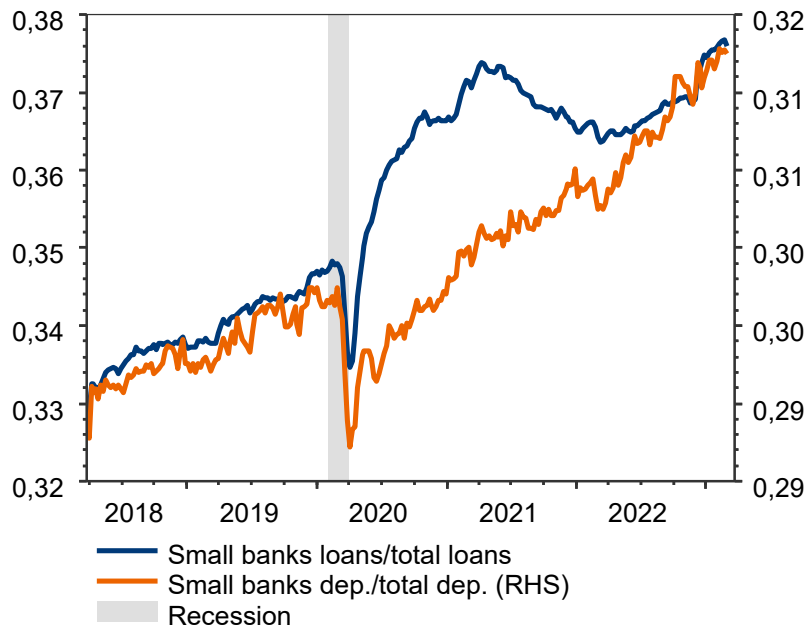


Fonte: Federal Reserve Board

La Fed comunica che il sistema bancario è «solido» per contrastare una elevata incertezza

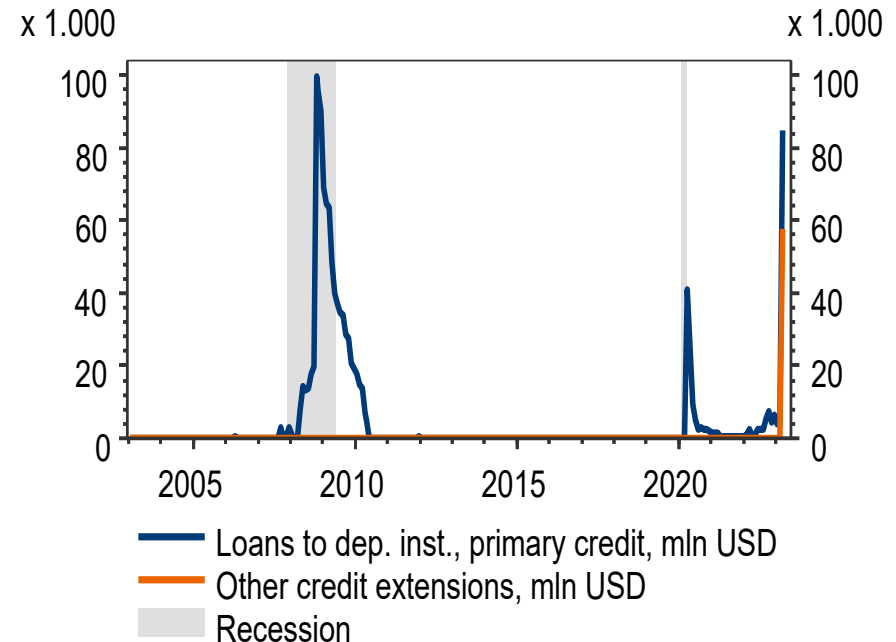
“Our banking system is sound and resilient, with strong capital and liquidity.”
(J. Powell, 22.3.2023)

**Le banche «piccole»
hanno un ruolo sistemico**



Fonte: Federal Reserve Board

**Ricorso alla finestra di sconto: le
banche si preparano al peggio**

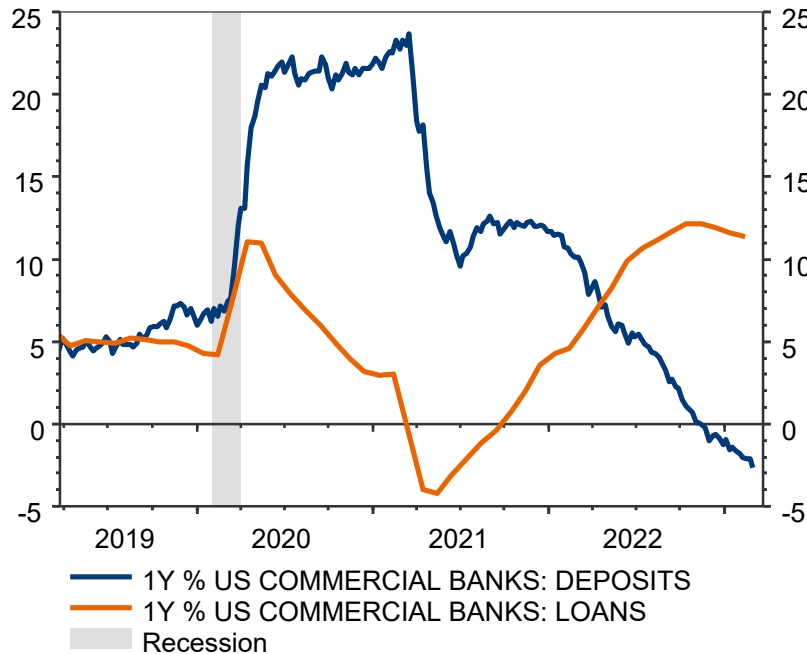


Nota: Other credit extensions: prestiti per la gestione di SVB e Signature Bank. Fonte: Federal Reserve Board

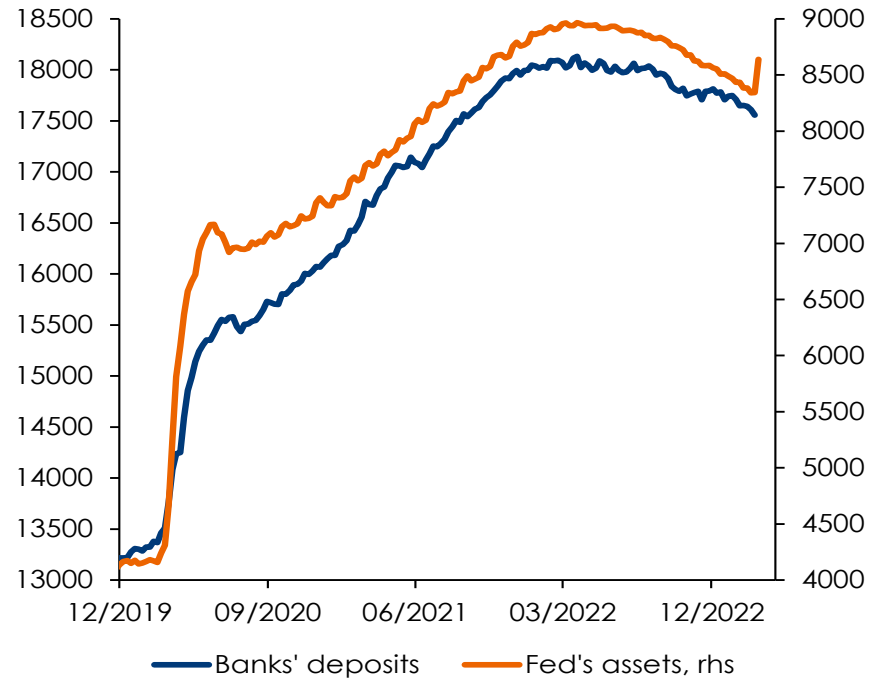
Calo dei depositi iniziato con il QT

Il calo dei depositi era iniziato ben prima della crisi di SVB e altre banche...

...in concomitanza con l'inizio di QT



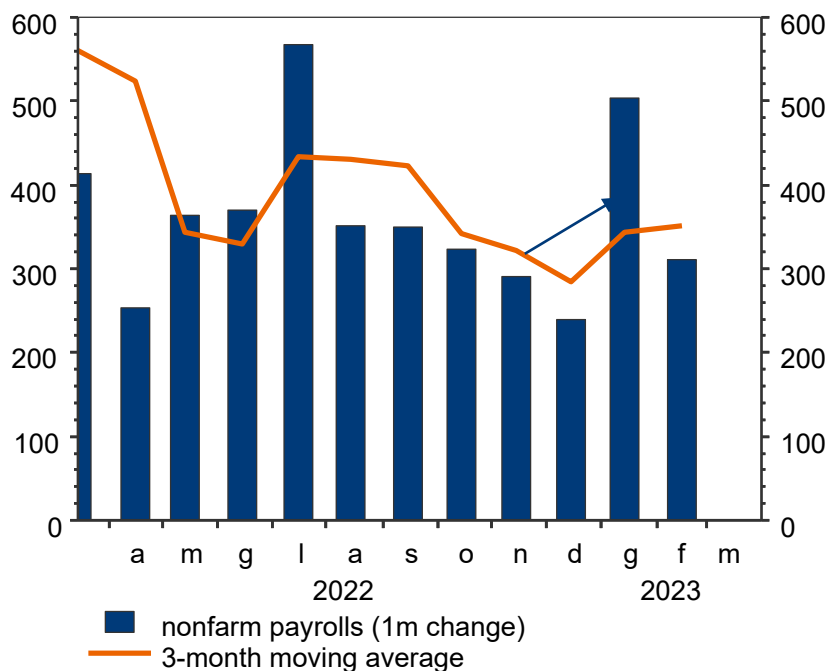
Fonte: Federal Reserve Board



Fonte: Federal Reserve Board

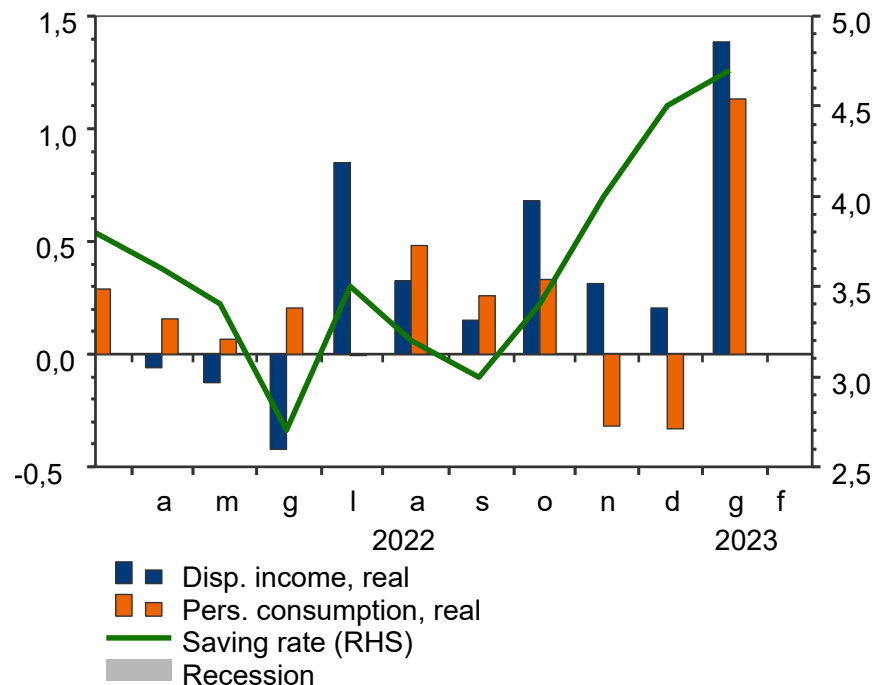
Il rallentamento della crescita si era già interrotto

A inizio 2023, riaccelerazione della dinamica occupazionale



Fonte: BLS

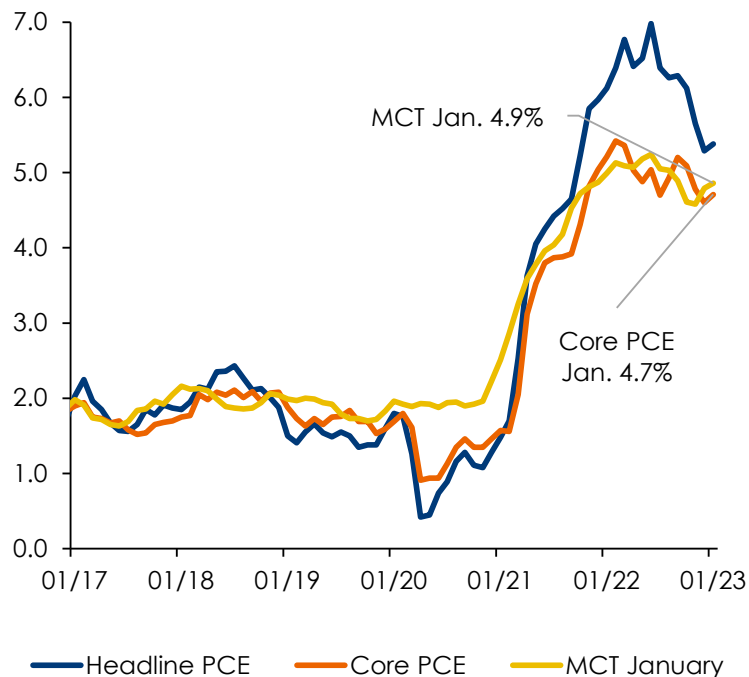
Quadro congiunturale migliore anche per i consumi, il reddito disponibile e il risparmio



Fonte: BEA

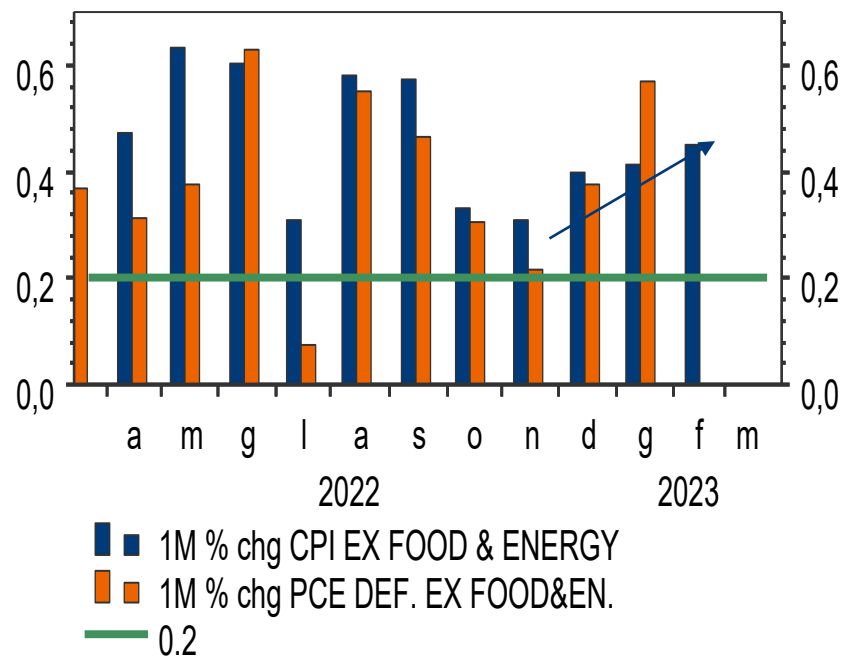
Inflazione di nuovo in ripresa

L'inflazione è elevata e persistente



Nota: MCT=multivariate core trend stima il trend dell'inflazione core come somma di trend comuni e settoriali ponderati per le quote di spesa. Fonte: BEA, NY Fed

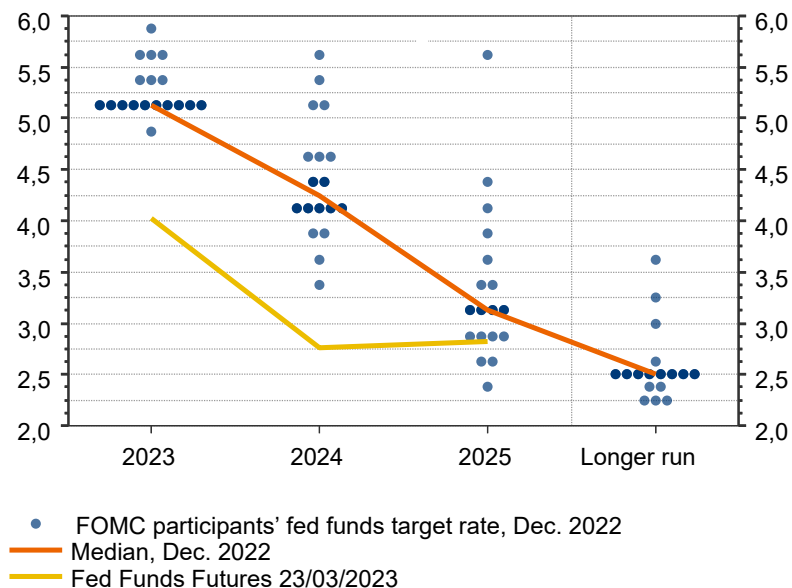
Inversione di tendenza per l'inflazione core



Fonte: BLS, BEA

Fed tra due fuochi: rischi finanziari e inflazione elevata

La turbolenza collegata ai fallimenti di SVB e di Signature Bank ha rivoluzionato le aspettative sui tassi



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv-Datastream

- La **riunione del FOMC** si è conclusa con un rialzo di **25pb, a 5%**, e indicazioni di un punto di arrivo dei tassi invariato a **5,25%**. La guidance segnala che “un po’ di ulteriore restrizione potrebbe essere appropriata”, ma sottolinea l’incertezza causata dall’evoluzione della crisi bancaria.
- L’inflazione elevata e persistente e il mercato del lavoro sotto pressione richiedono politiche più restrittive.
- Secondo la Fed, la crisi bancaria genererà un **credit crunch**, con profondità e durata ancora incerte, aggiungendo la restrizione del credito a quella generata dai rialzi dei tassi. **Prevediamo un ultimo rialzo di 25pb a maggio e tassi fermi sino a fine 2023, con rischi verso il basso.**

Agenda

1 La situazione economica internazionale

2 Stati Uniti

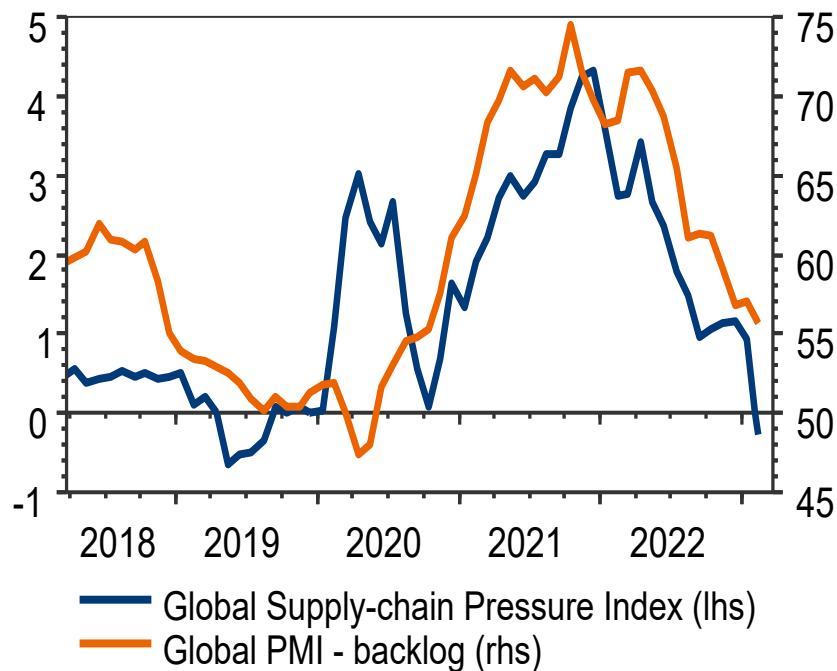
3 Area Euro

4 Italia

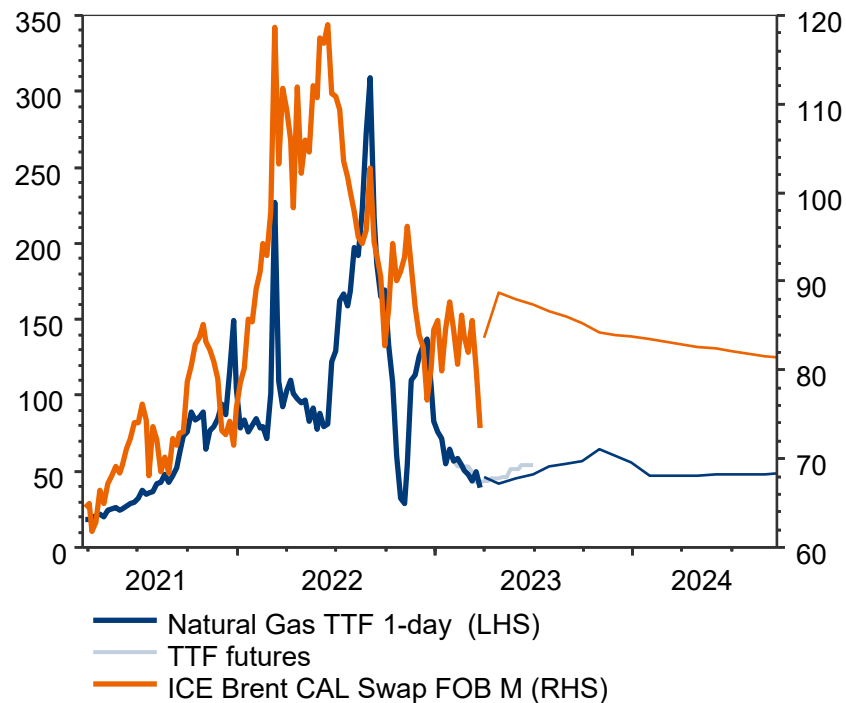
Eurozona: minori pressioni inflazionistiche, anche se l'incertezza resta elevata

Si attenua la pressione sui prezzi dalle strozzature all'offerta...

...e dalle quotazioni delle materie prime energetiche



Fonte: FRB di New York, S&P Global

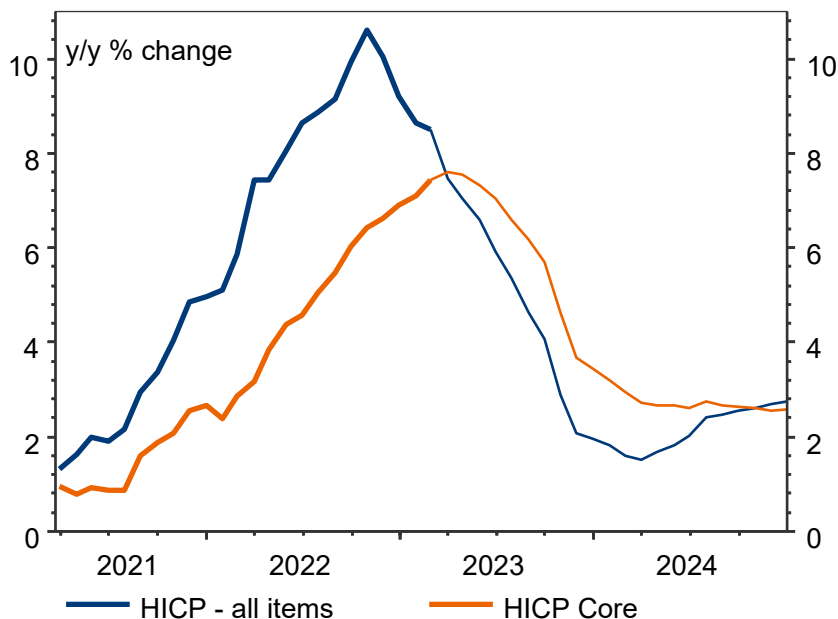


Fonte: Refinitiv-Datastream e previsioni Intesa Sanpaolo

La discesa dell'inflazione sarà rapida, ma la componente core è attesa sopra il 2% anche nel 2024

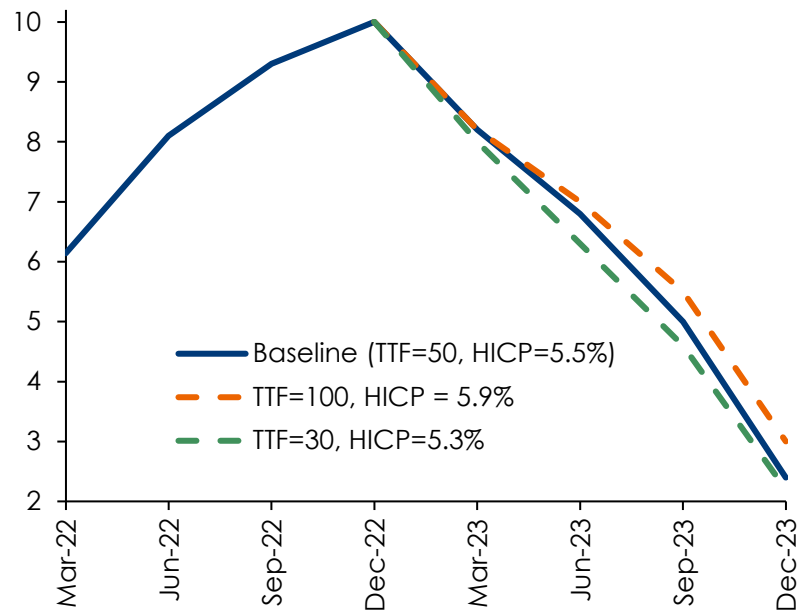
Il rallentamento dell'indice headline nel 2023 sarà legato **agli effetti base favorevoli della componente energetica** e **agli effetti residui delle misure dei governi nazionali**. L'inflazione dovrebbe scendere al 2% nel dicembre 2023. Prevediamo un ritorno al di sotto del 2% nel primo semestre del 2024.

Inflazione headline vs. inflazione al netto di energia e alimentari non lavorati



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

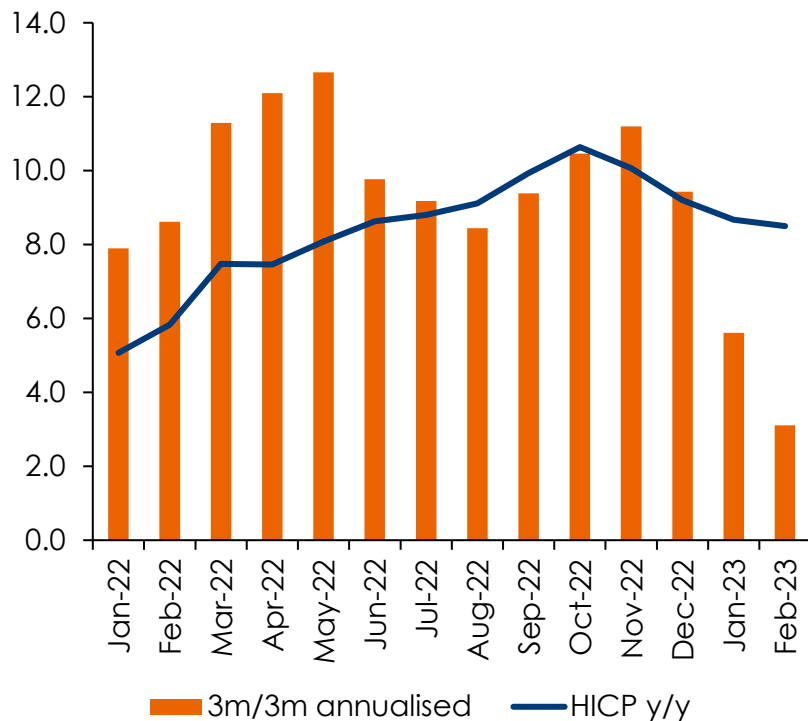
Dinamiche alternative dell'inflazione nel breve periodo



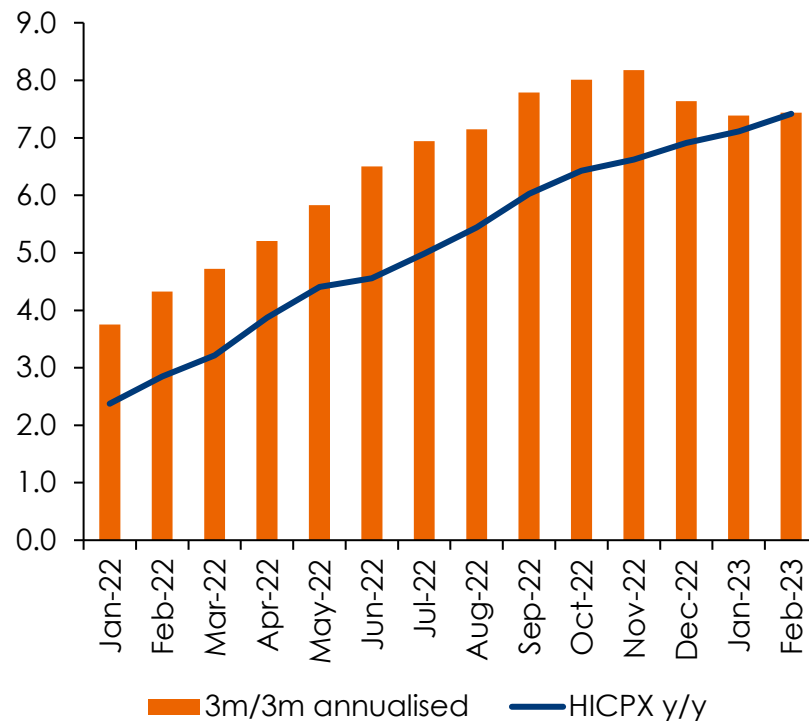
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

La dinamica dell'inflazione al netto di energia ed alimentari resta elevata

Dinamica dell'inflazione generale



Dinamica dell'inflazione core

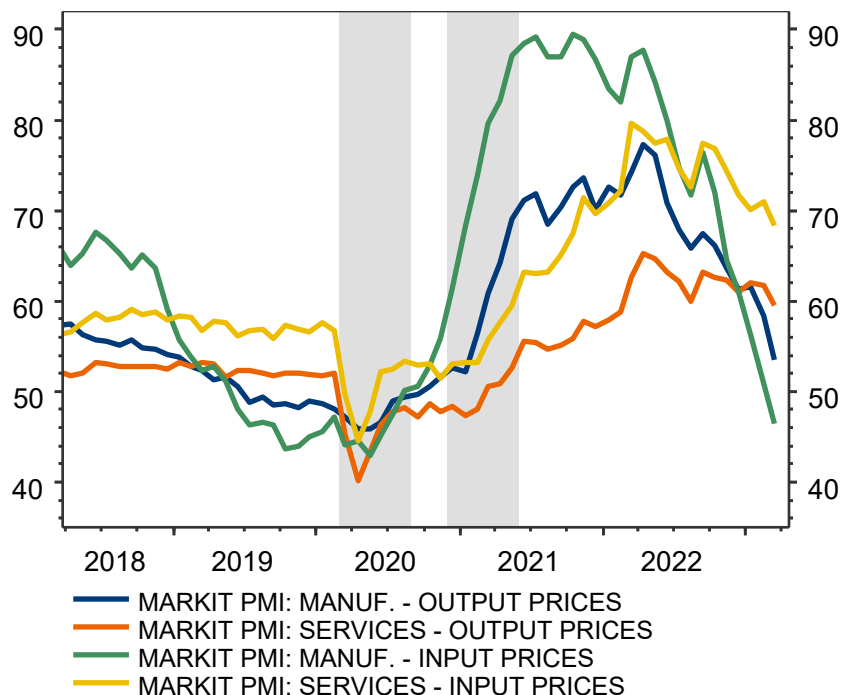


Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati BCE

Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati BCE

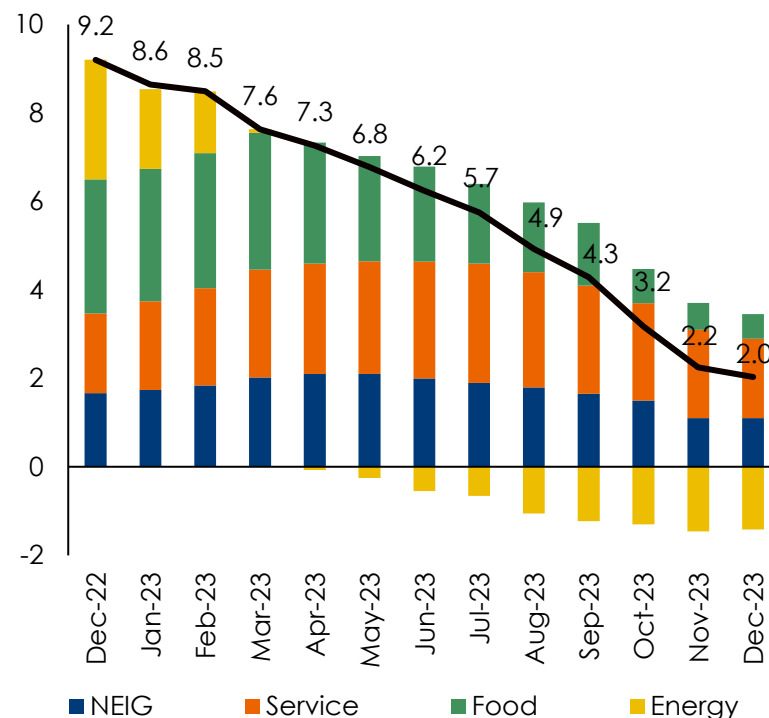
Il “motore di crescita” dell'inflazione core saranno i servizi

I prezzi pagati nei servizi si collocano attualmente su livelli più alti che nell'industria



Fonte: S&P Global

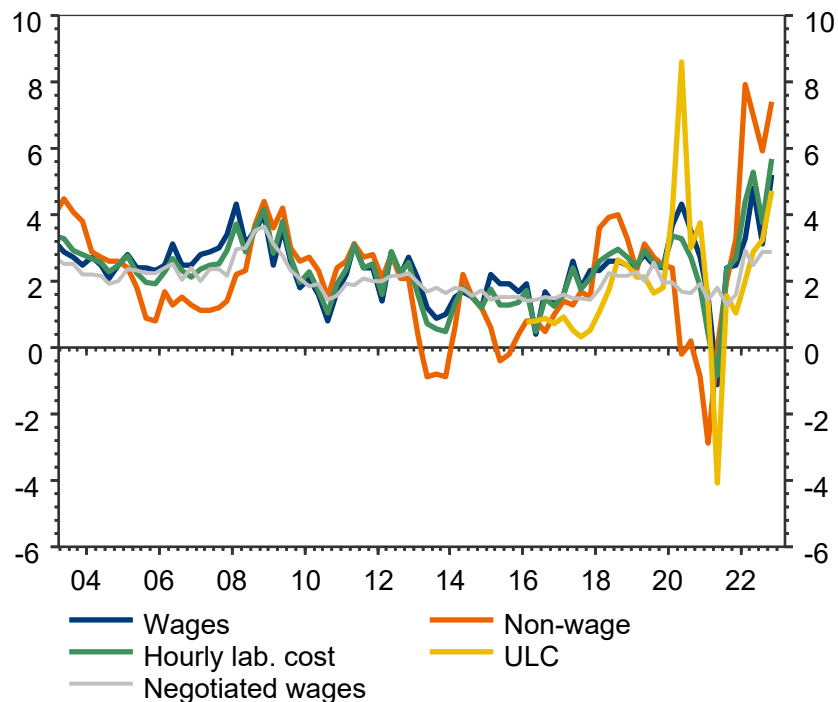
I servizi potrebbero essere l'ultima componente a mostrare un'inversione di tendenza e forniranno il principale contributo all'inflazione del 2023



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

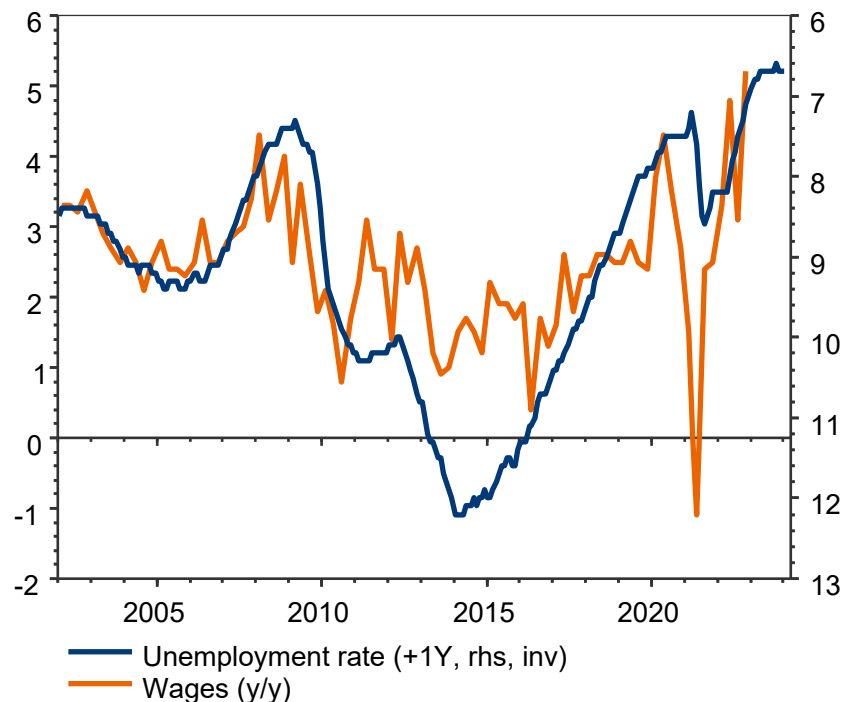
Rischi al rialzo dai salari

Il costo del lavoro ha accelerato bruscamente nel 4° trimestre



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, BCE

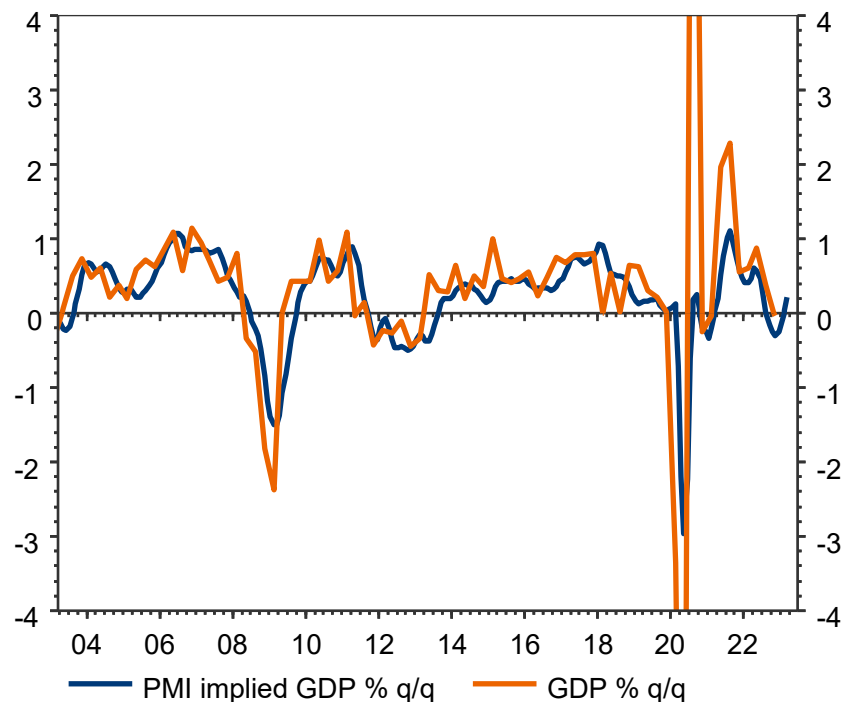
Il mercato del lavoro resta teso e compatibile con una crescita delle retribuzioni robusta nel 2023



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

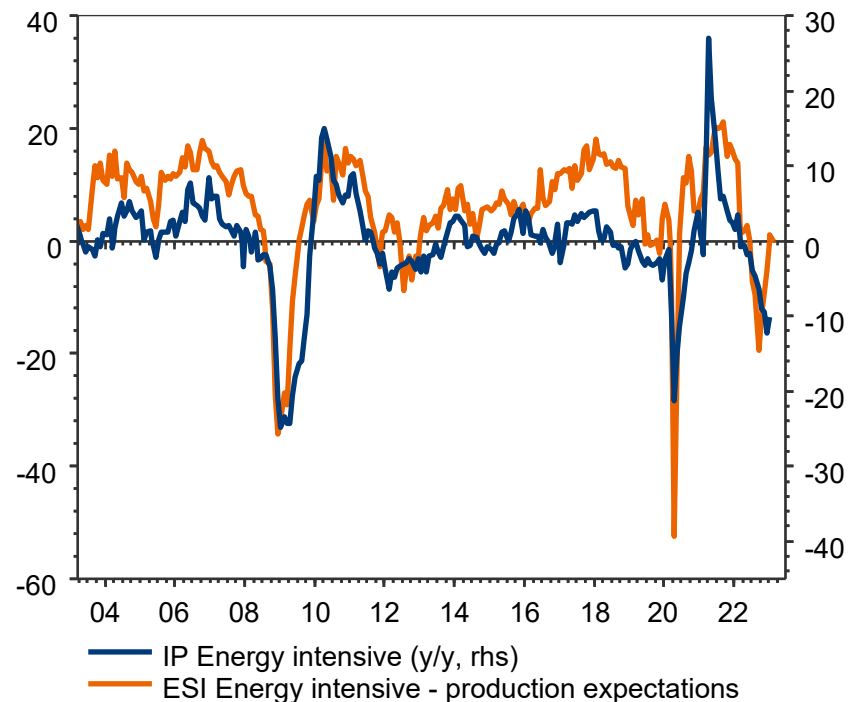
La fiducia è in ripresa dai minimi dello scorso autunno

I PMI sono tornati in territorio espansivo nel 1° trimestre



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global, Eurostat

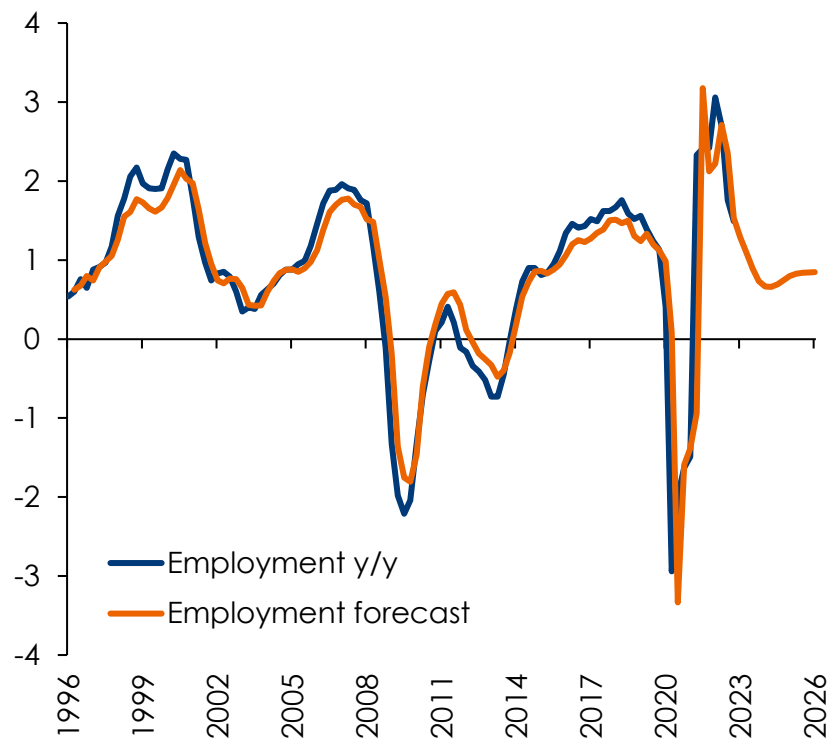
Anche nei settori industriali a più alta intensità di energia, il calo dei prezzi energetici si sta riflettendo sulle aspettative di produzione



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission, Eurostat

Il mercato del lavoro resta solido

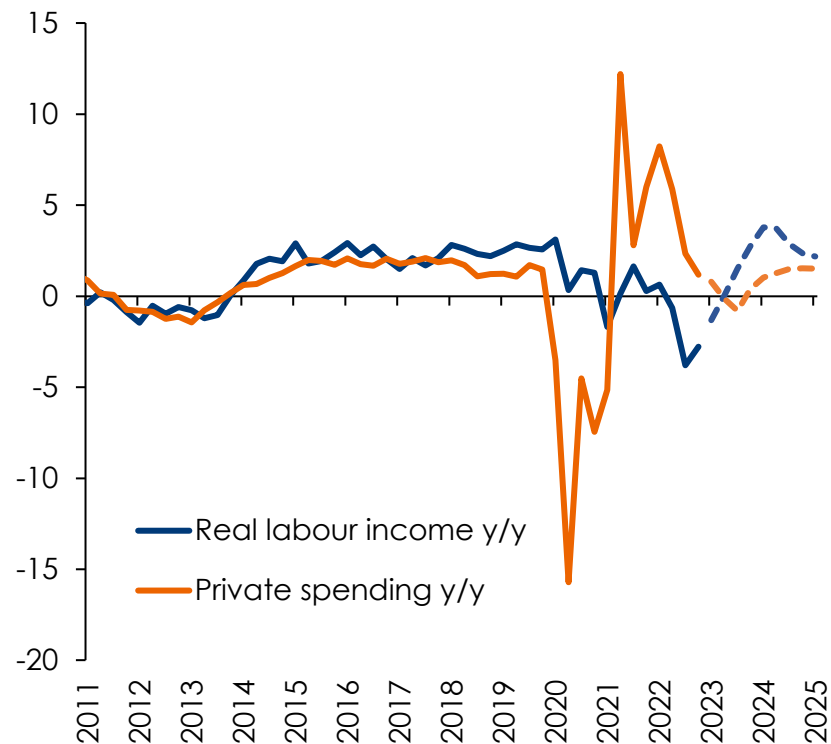
La crescita degli occupati dovrebbe rimanere positiva



Note: $Empl_t = \alpha + \beta Empl_{t-1} + \gamma GDP_{t-1} + \varepsilon_t$

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, Eurostat

In termini reali la crescita dei redditi da lavoro dovrebbe tornare positiva dal 2° semestre

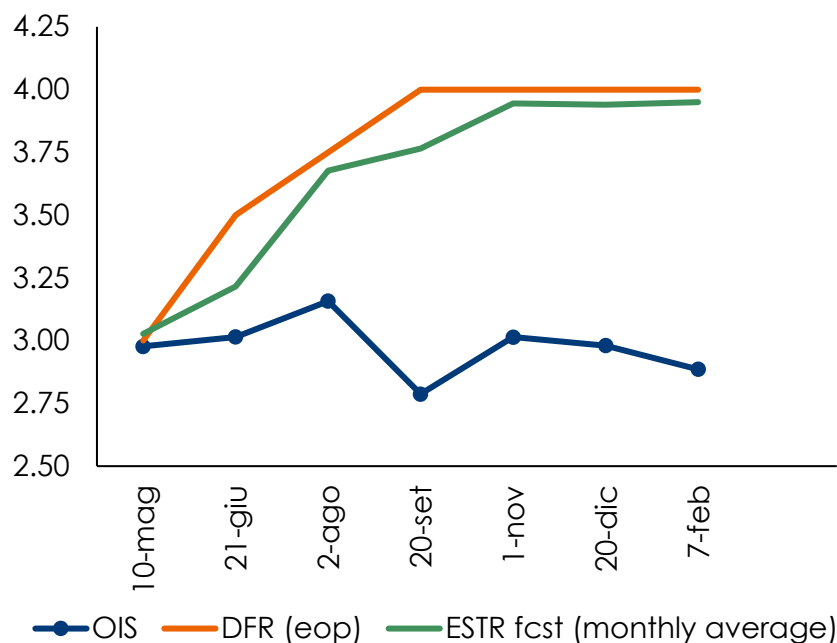


Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, Eurostat

BCE: prospettive dei tassi ufficiali più incerte...

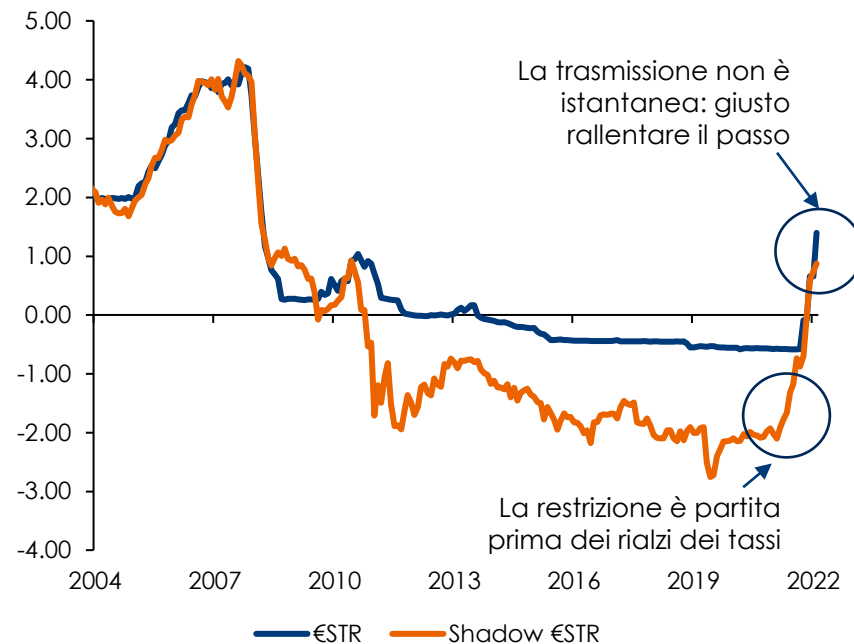
L'inasprimento della politica monetaria resta guidato dai tassi ufficiali. Il **DFR** è stato portato al **3,0%** alla riunione del **16 marzo**. Se le tensioni finanziarie rientreranno, sarà alzato ancora (nostra stima: **almeno al 3,5% entro fine giugno**, forse **4% entro settembre**); tuttavia, l'evoluzione dipenderà dai dati. Esclusi tagli dei tassi nel 2023.

Ci aspettiamo che la BCE aumenti il DFR al 3,50% entro la fine di giugno, in caso di rientro delle tensioni finanziarie



Nota: la linea arancione corrisponde alle previsioni Intesa Sanpaolo. Fonte: Intesa Sanpaolo, Refinitiv

La restrizione delle condizioni finanziarie non tiene più il passo dei tassi ufficiali, ma le turbolenze internazionali complicano il quadro

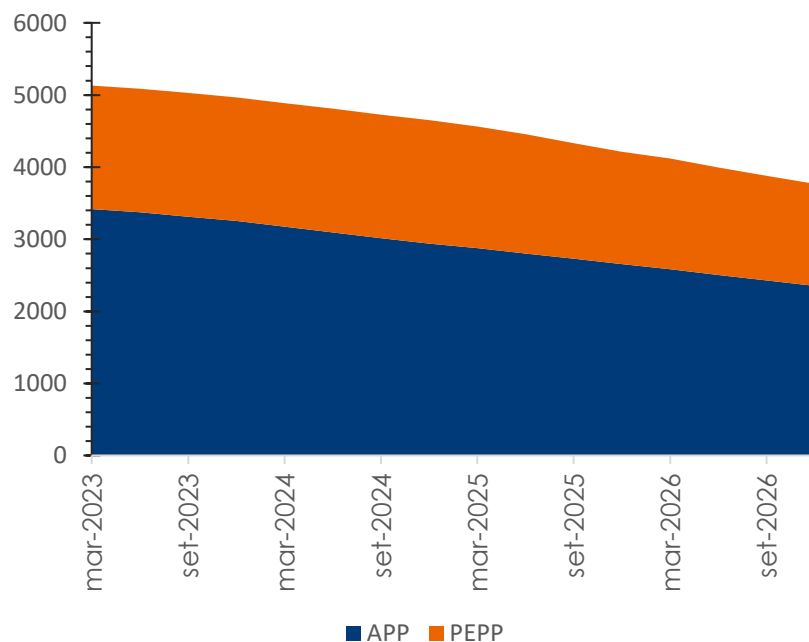


Fonte: BCE e stime Intesa Sanpaolo. IL tasso ombra è calcolato mediante PCA da un'ampia gamma di tassi e indici di condizioni creditizie

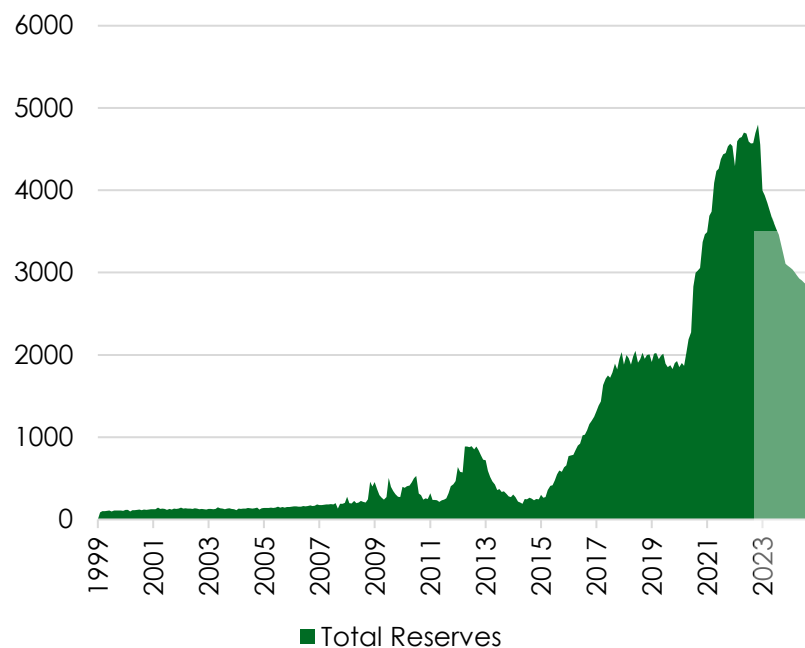
...mentre QT e riduzione eccesso di liquidità svolgeranno un ruolo ancillare

In marzo inizia la riduzione del portafoglio APP, al ritmo di 15 miliardi di euro al mese. Per ora, non è prevista l'estensione del QT al portafoglio PEPP, che BCE dice sarà totalmente reinvestito sino alla fine del 2024.

Stima mediana sulla dimensione dei portafogli APP e PEPP
(ECB Survey of Monetary Analysts)



E' in corso il drenaggio della liquidità in eccesso, attraverso il rimborso delle TLTRO

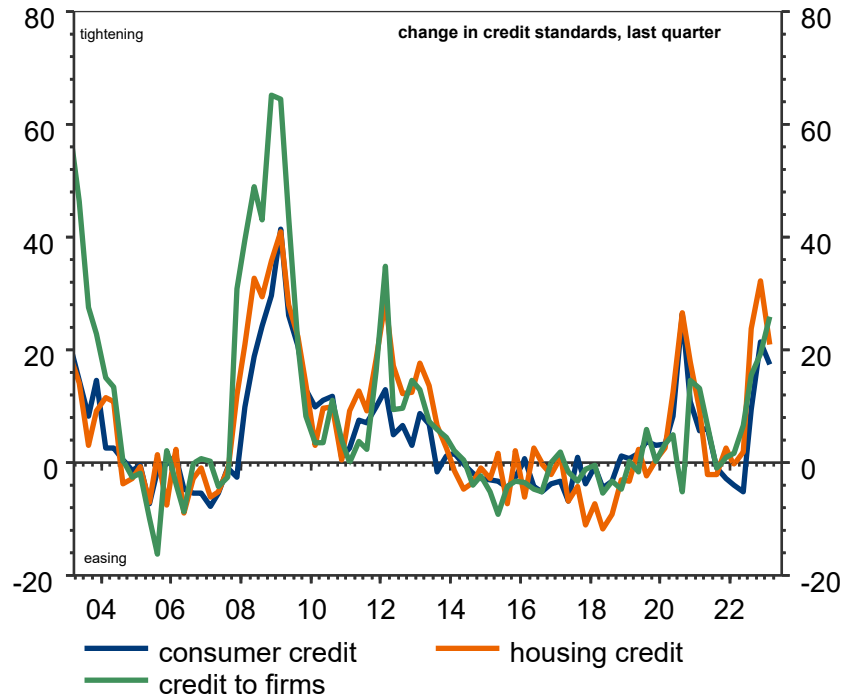


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

Fonte: BCE e proiezioni Intesa Sanpaolo

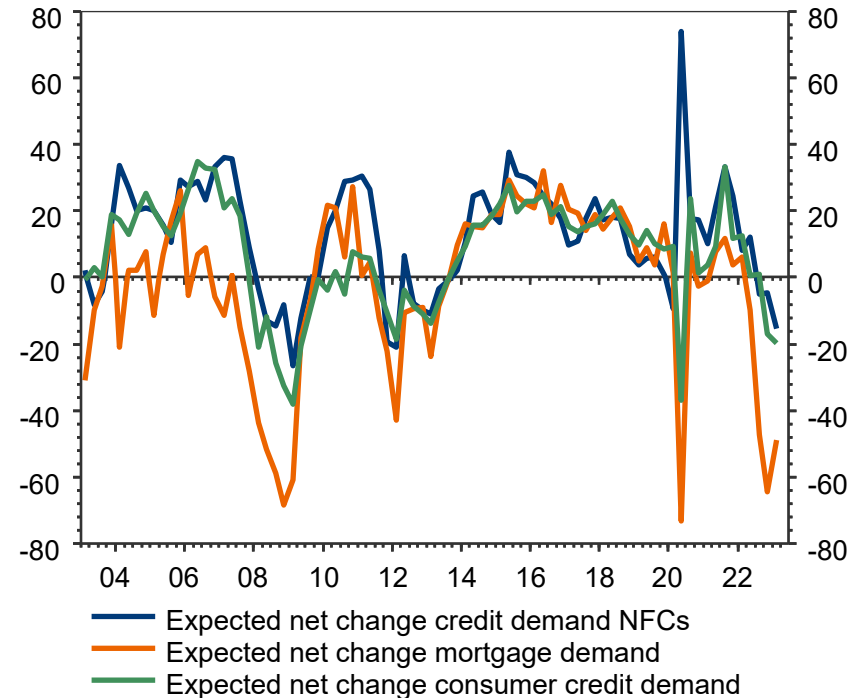
La restrizione monetaria inizia a mostrare i primi effetti sulle condizioni creditizie...

Le condizioni creditizie si stanno facendo più restrittive, soprattutto verso le famiglie



Fonte: Intesa Sanpaolo, ECB Bank Lending Survey

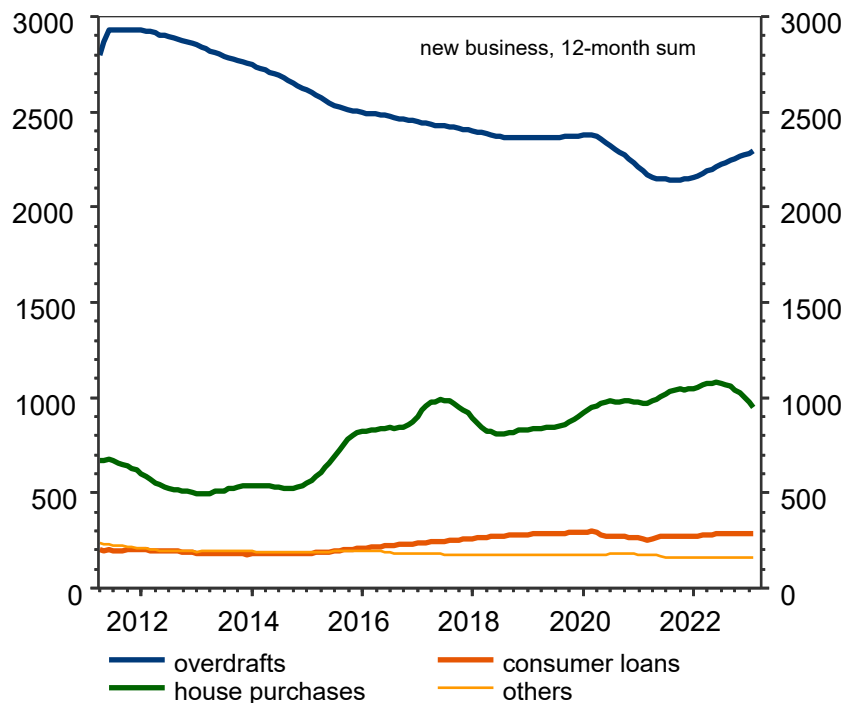
La domanda di credito sta iniziando a rallentare, specie per i mutui residenziali



Fonte: Intesa Sanpaolo, ECB Bank Lending Survey

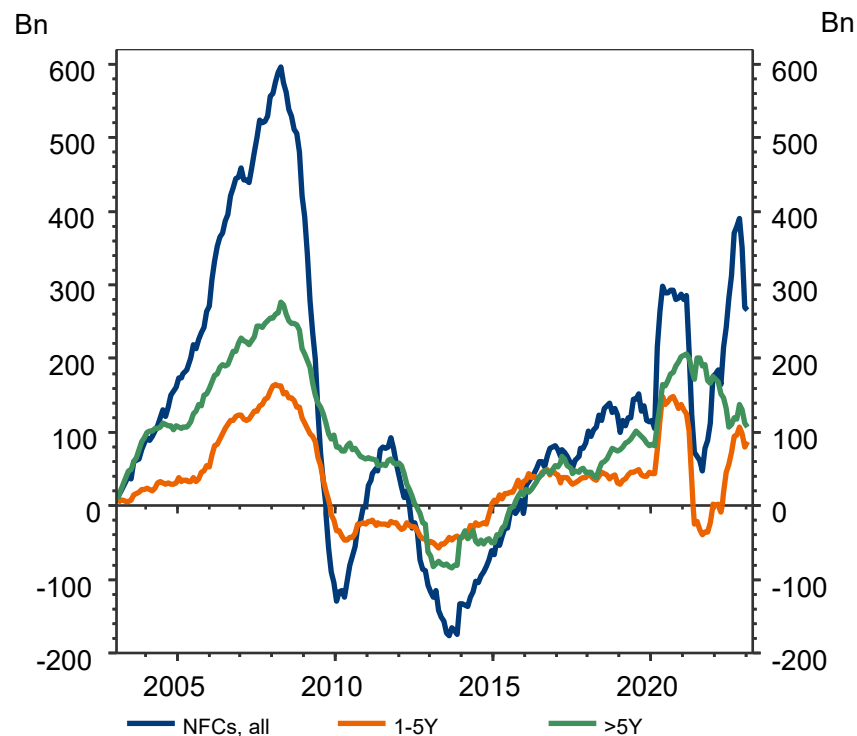
...ma l'impatto sui volumi di credito è limitato

Flussi di nuovi crediti ai nuclei familiari
(per scopo, var % a/a)



Fonte: BCE

Il calo del credito a lungo termine alle imprese è iniziato prima della restrizione monetaria



Fonte: BCE

Area euro: previsioni macroeconomiche

	2022	2023p	2024p	2022	2022	2022	2022	2023	2023	2023	2023	2024	2024
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.5	0.7	1.4	5.5	4.4	2.4	1.8	1.3	0.5	0.3	0.6	1.0	1.3
- t/t				0.6	0.9	0.4	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4
Consumi privati	4.3	0.2	1.4	0.1	1.1	0.9	-0.9	-0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4
Investimenti fissi	3.8	0.9	2.6	-0.7	0.9	3.9	-3.6	0.8	0.4	0.5	0.6	0.7	0.7
Consumi pubblici	1.1	0.9	0.5	0.1	-0.1	-0.2	0.7	0.3	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
Esportazioni	7.2	2.2	2.2	1.4	1.7	1.7	0.1	0.1	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5
Importazioni	8.0	1.5	1.8	-0.6	1.9	4.2	-1.9	-0.1	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.3	-0.2	-0.3	-0.3	0.2	0.2	0.1	-0.3	-0.1	-0.2	-0.1	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-0.9	0.4	1.3										
Deficit pubblico (% PIL)	-3.0	-4.1	-3.2										
Debito pubblico (% PIL)	93.6	94.7	93.8										
Prezzi al consumo (a/a)	8.4	5.5	1.9	6.1	8.0	9.3	10.0	8.2	6.8	4.9	2.4	1.5	1.5
Produzione industriale (a/a)	2.2	1.3	1.8	1.6	2.0	3.3	2.1	1.1	1.0	1.2	2.0	2.0	1.9
Disoccupazione (%)	6.7	6.8	6.6	6.8	6.7	6.7	6.7	6.7	6.8	6.8	6.7	6.7	6.6
Euribor 3 mesi	0.34	3.56	3.95	-0.53	-0.36	0.48	1.77	2.63	3.44	4.02	4.16	4.10	4.07

Fonte: Intesa Sanpaolo – Macroeconomic Analysis

Agenda

1 La situazione economica internazionale

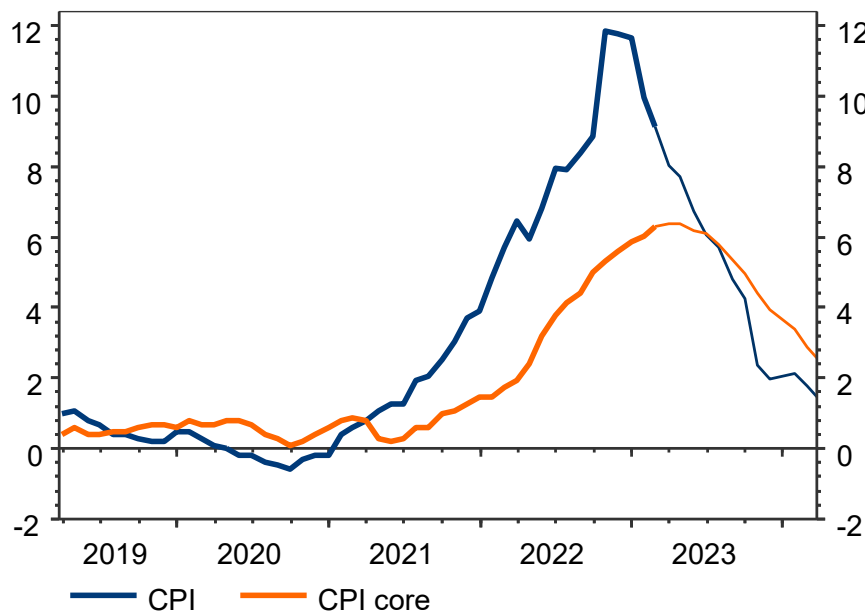
2 Stati Uniti

3 Area Euro

4 Italia

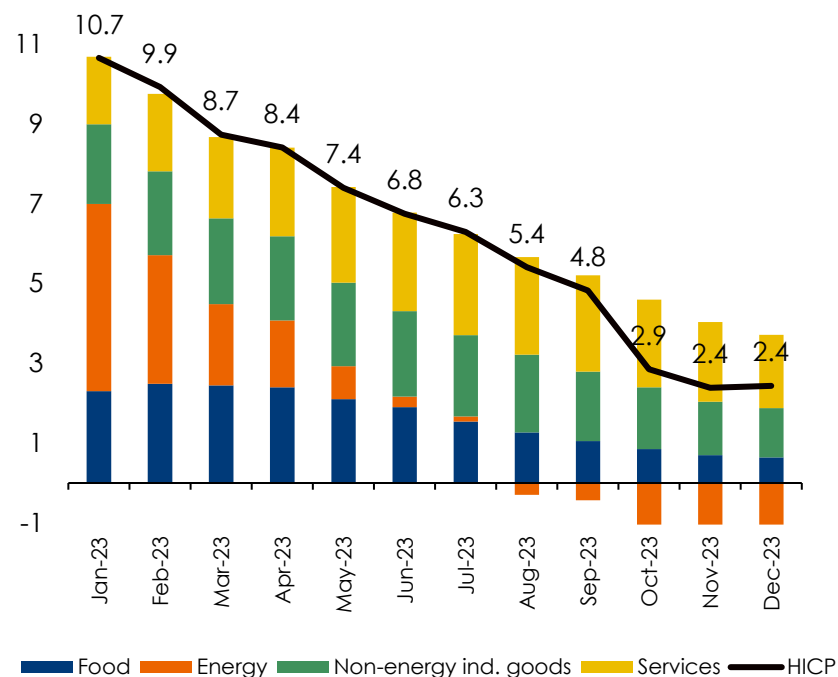
Anche in Italia l'inflazione dovrebbe aver superato il picco...

L'inflazione headline ha svoltato dai massimi, l'indice core non ha ancora raggiunto un picco



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

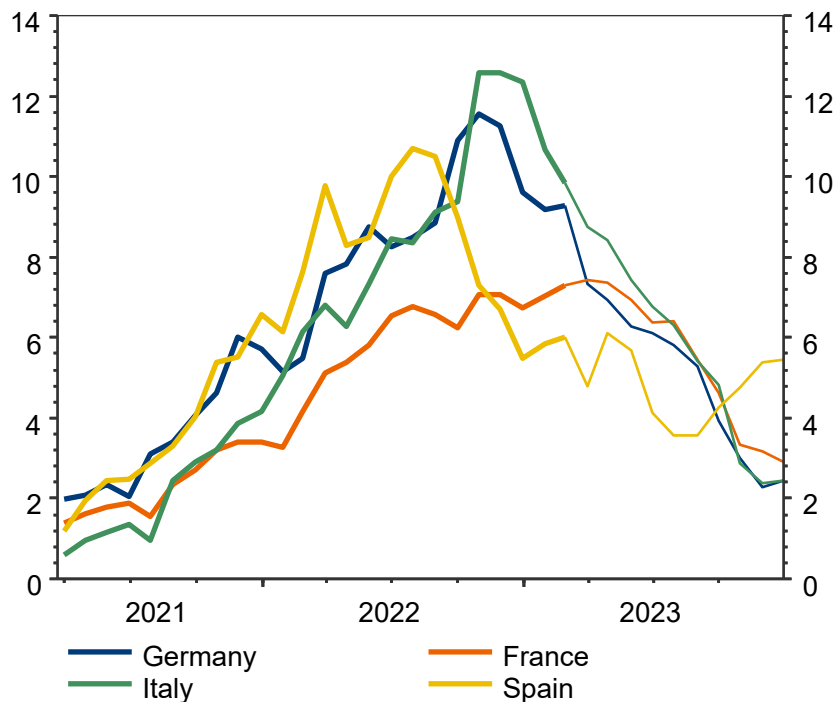
I beni non energetici e i servizi forniranno il principale contributo all'inflazione a fine 2023



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

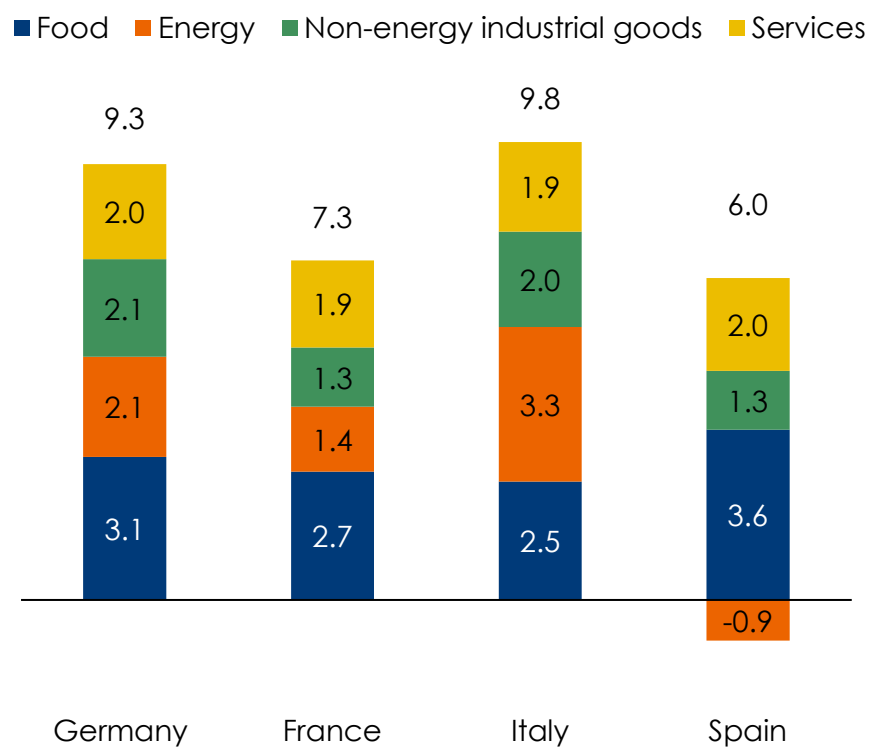
...ma resterà più alta della media eurozona per la maggior incidenza del costo dell'energia

La dinamica dell'inflazione nei principali Paesi dell'area euro



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

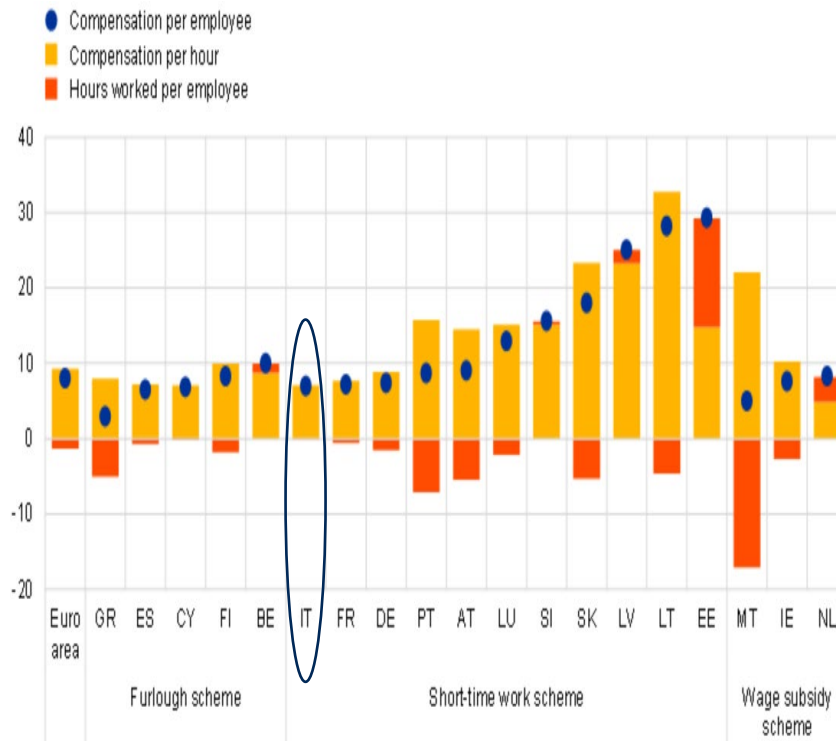
Contributi delle principali componenti dell'inflazione



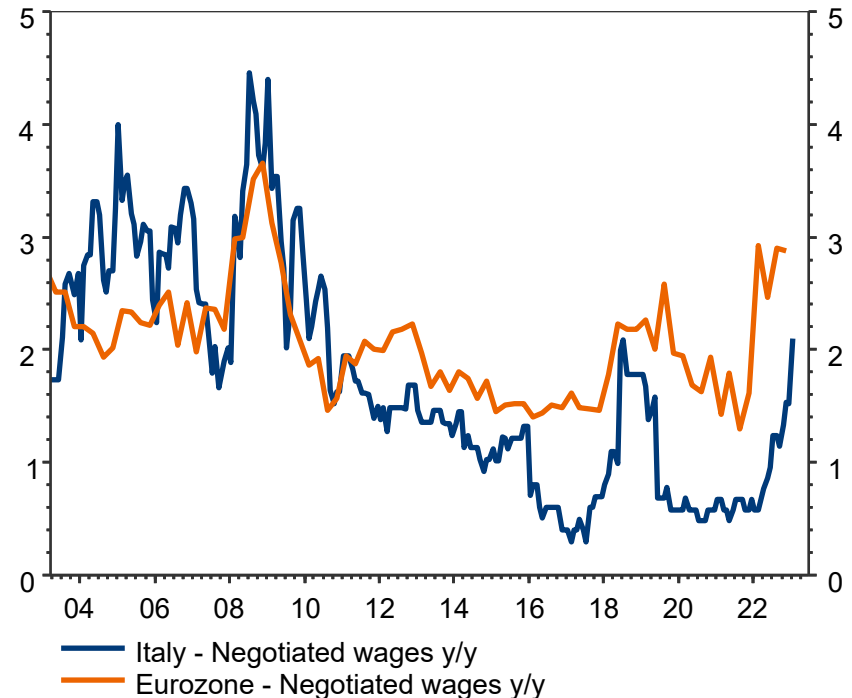
Nota: dati relativi a febbraio 2023 (% a/a). Fonte: Eurostat

L'inflazione core è più contenuta per via di pressioni salariali più moderate che nell'Eurozona...

Retribuzione per dipendente e sua scomposizione, variazione % T3 2022 vs T4 2019 (crescita percentuale e contributi in punti percentuali)



Crescita dei salari contrattuali più contenuta in Italia rispetto alla media dell'Eurozona

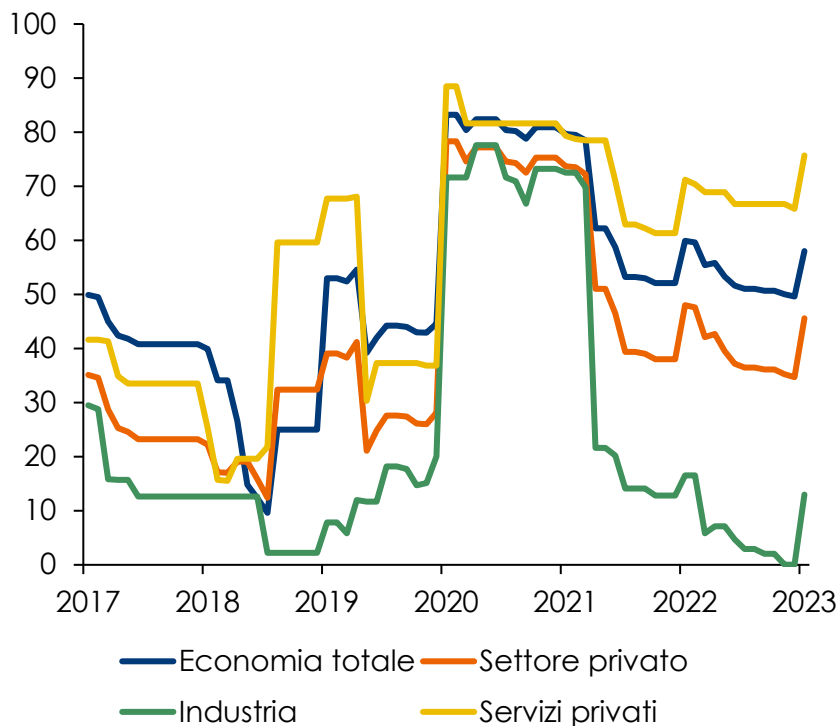


Fonte: BCE

Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

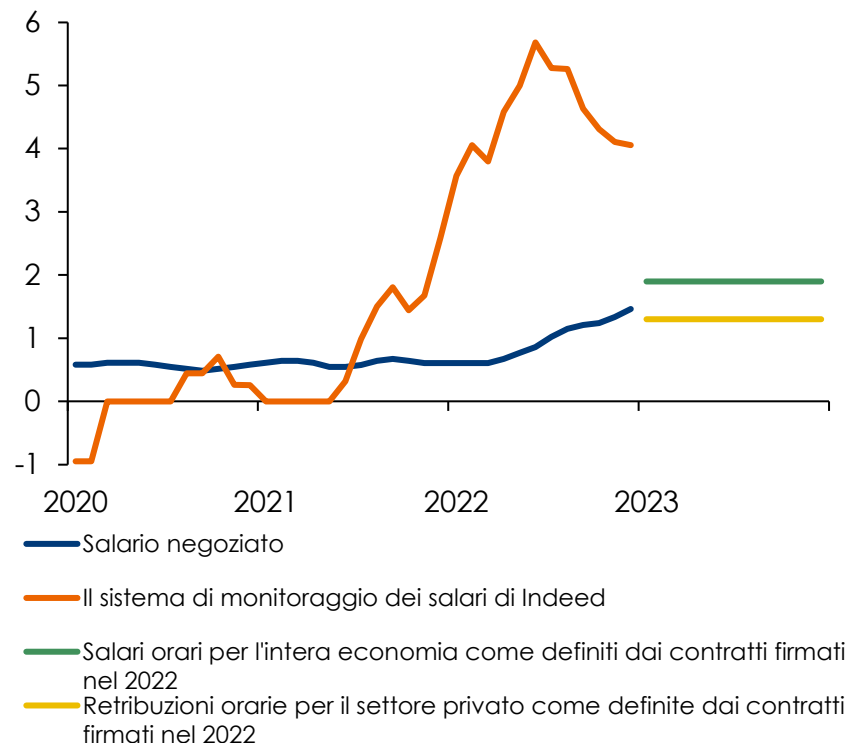
...ma le retribuzioni contrattuali sottostimano le dinamiche salariali effettive

La tensione contrattuale è massima nei servizi, come dimostra la percentuale di dipendenti in attesa di rinnovo



Fonte: Istat

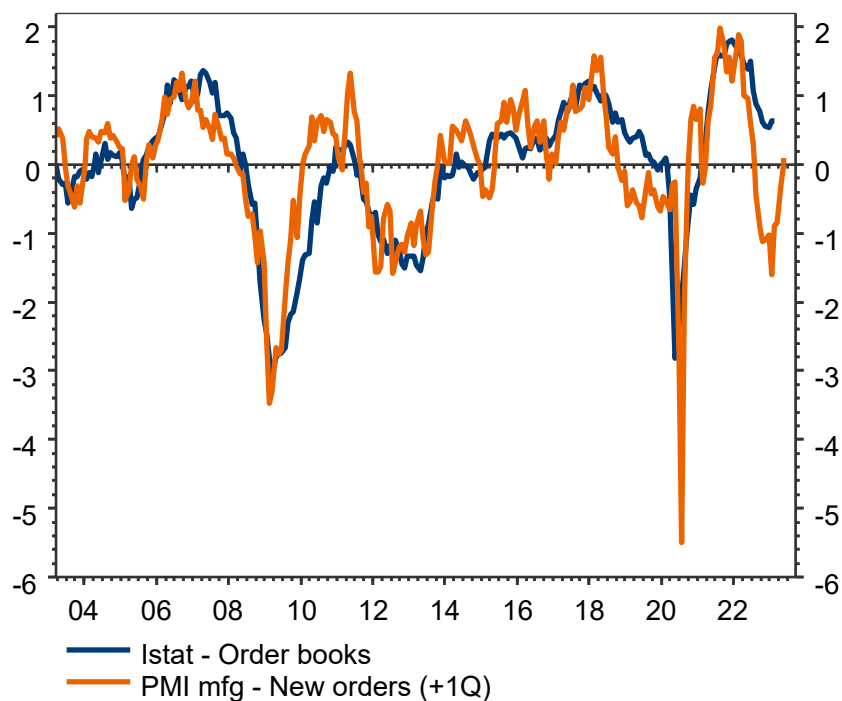
L'indice Indeed suggerisce un aumento delle retribuzioni nei prossimi mesi



Fonte: Elaborazioni ISP basate sui microdati sugli accordi salariali forniti dall'Istat e da Indeed

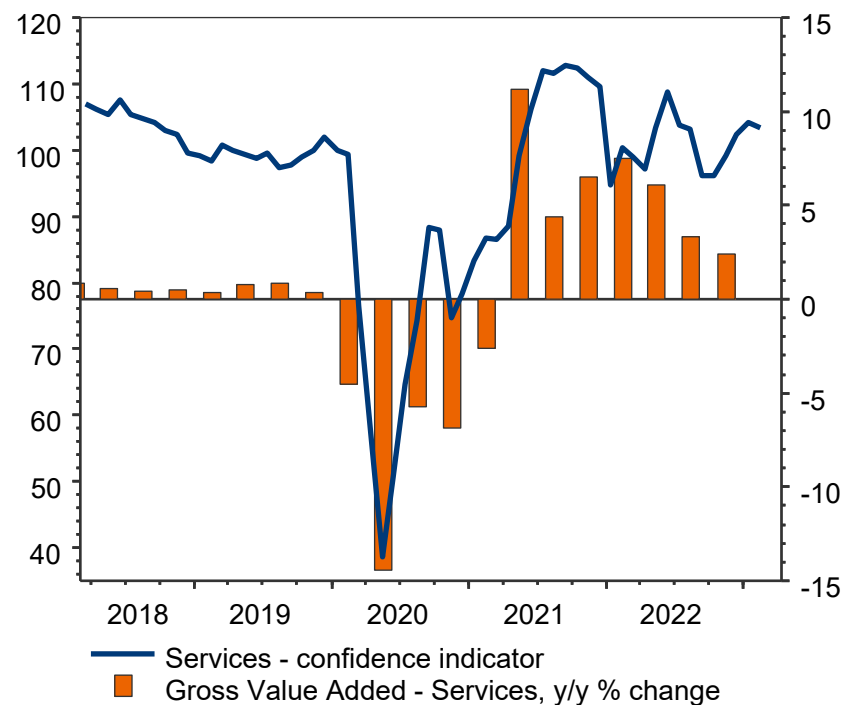
Indagini congiunturali in miglioramento, il peggio potrebbe essere alle spalle

Nell'industria gli ordinativi iniziano a mostrare segnali di recupero



Nota: indici standardizzati. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

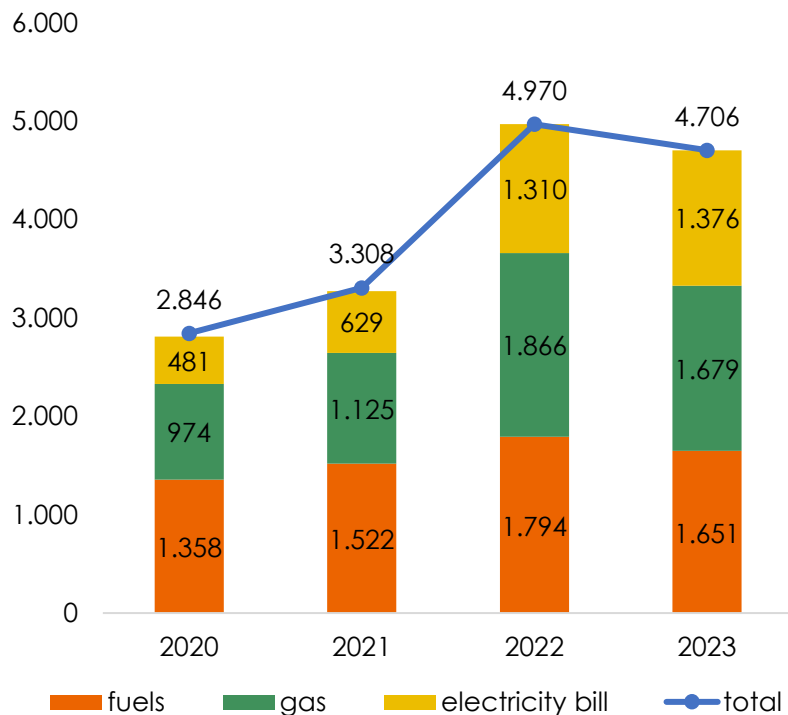
I progressi sono diffusi anche ai servizi



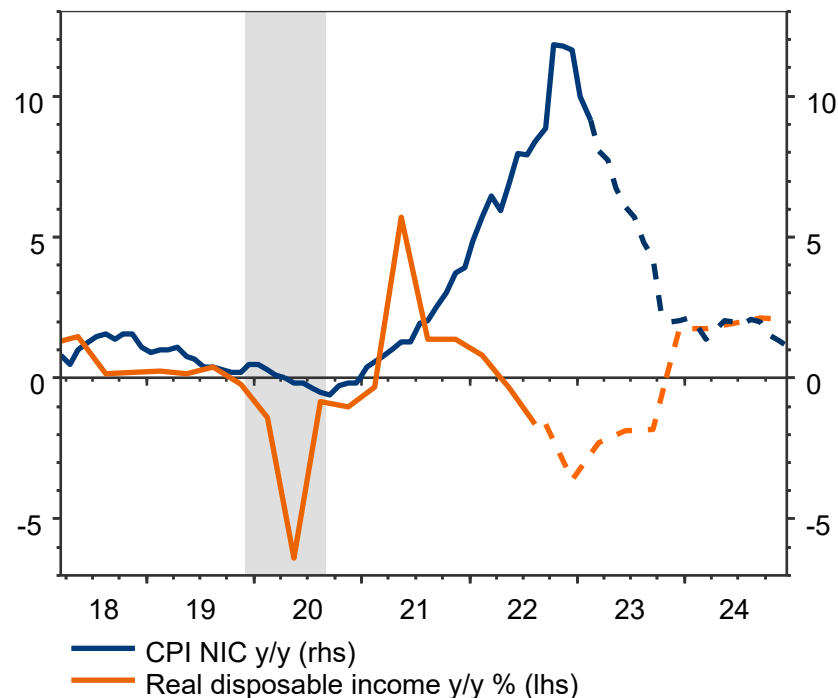
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La bolletta energetica costerà meno del previsto ma il reddito disponibile reale resta in negativo...

In base agli ultimi sviluppi, la bolletta energetica per la famiglia tipo potrebbe costare meno nel 2023 rispetto al 2022 (ma molto più che nel 2020-21)



L'inflazione sta iniziando a rallentare, ma il reddito disponibile reale delle famiglie potrebbe rimanere in territorio negativo quasi tutto l'anno

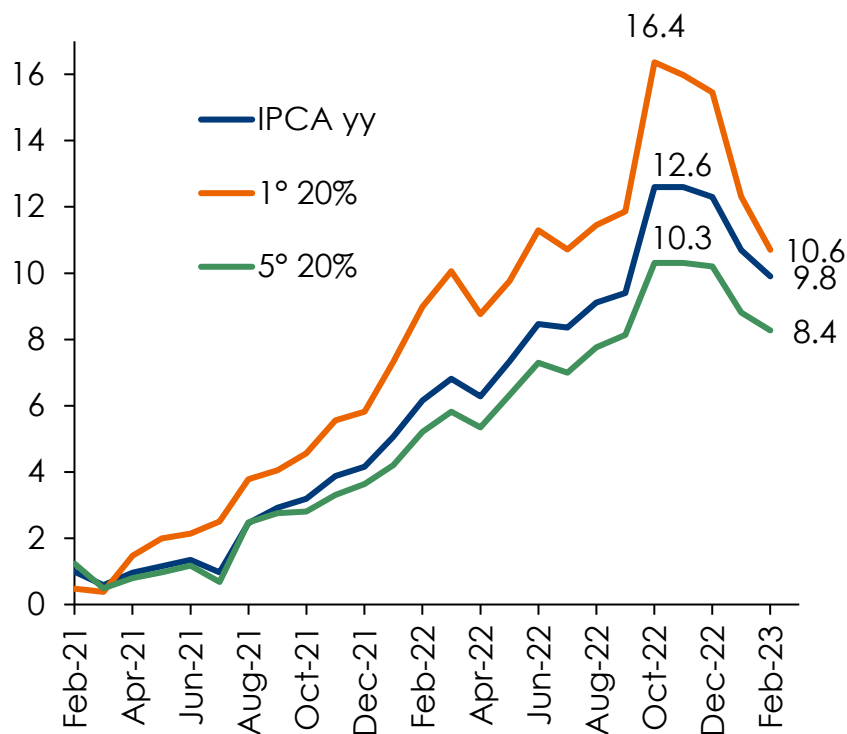


Nota: la simulazione ipotizza l'assenza di variazioni dei volumi. Fonte: elaborazioni e previsioni di Intesa Sanpaolo su dati Istat, ARERA

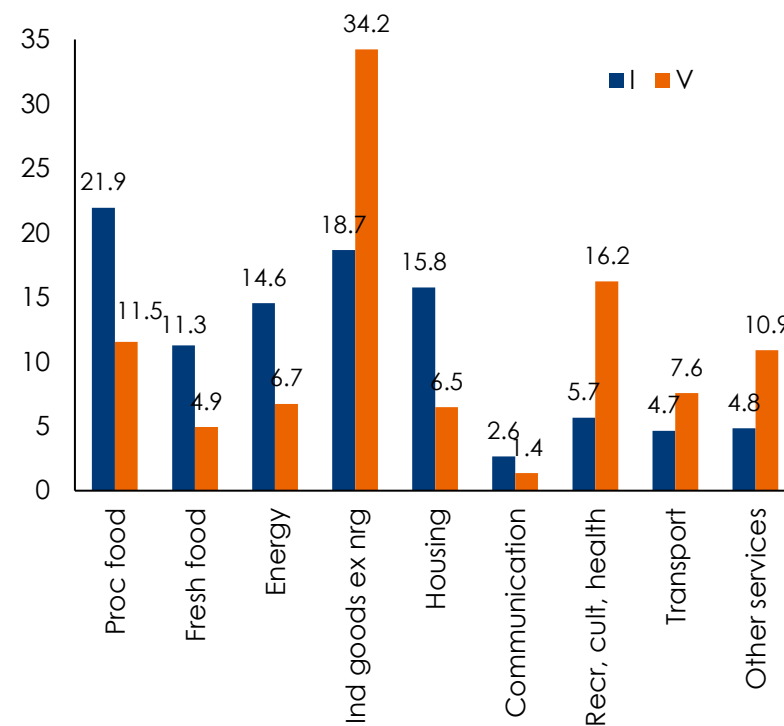
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

... soprattutto per i meno abbienti

L'inflazione effettiva per le famiglie del primo quintile della distribuzione della spesa è significativamente più alta di quella delle famiglie del quinto quintile...



...a causa di un peso maggiore, per le famiglie del primo quinto, della spesa per energia e cibo

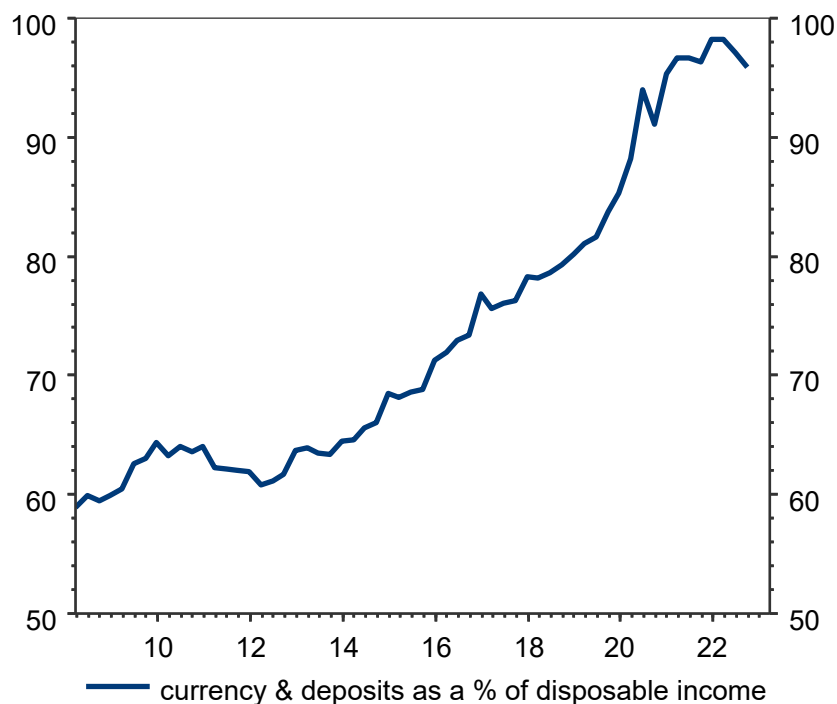


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fonte: Istat

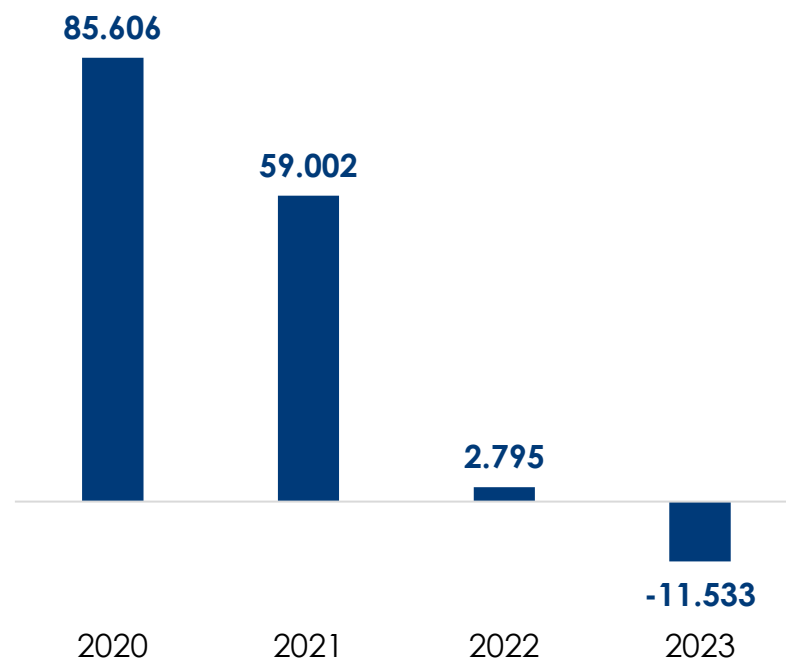
Il «cuscinetto» offerto dall'extra-risparmio ha fatto da supporto, ma è in via di esaurimento

La detenzione di liquidità e depositi ha raggiunto livelli record all'inizio del 2022...



Fonte: nostre elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat

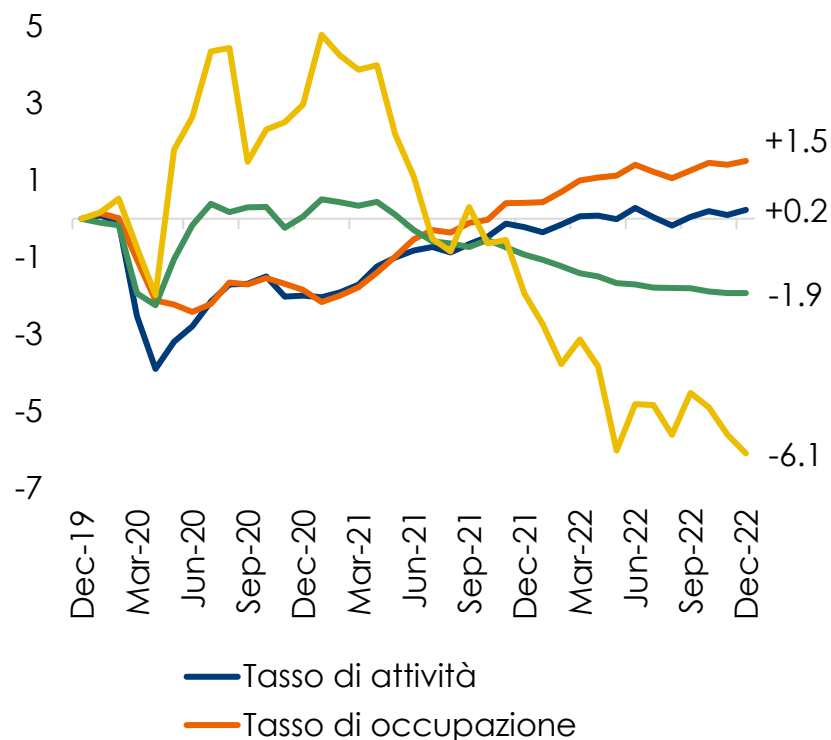
...ma l'extra-risparmio post-pandemia è in via di esaurimento



Nota: extra-risparmio in miliardi di euro; stime che ipotizzano un tasso di risparmio costante ai livelli del 2019. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

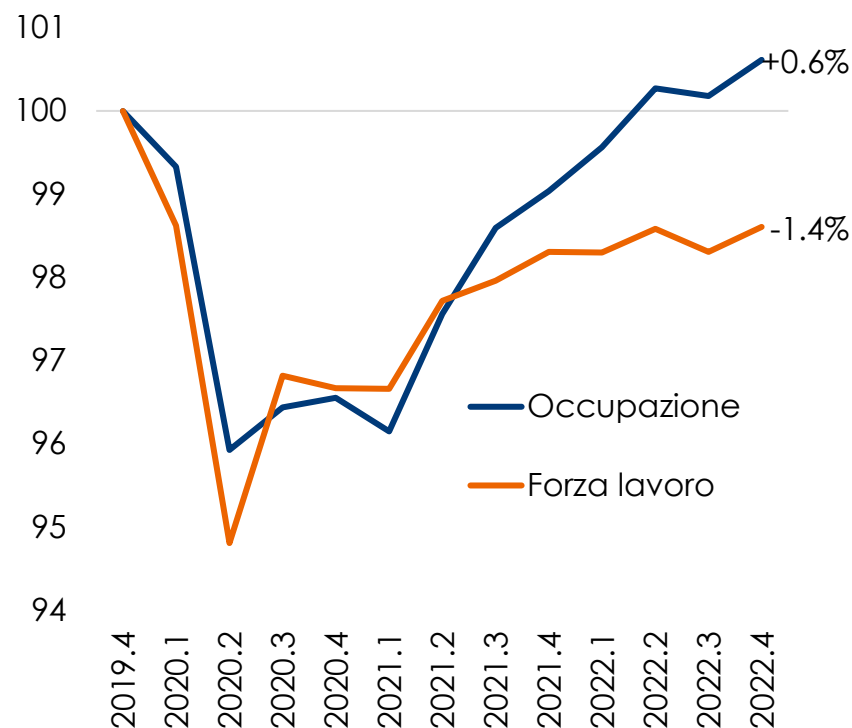
La resilienza del mercato del lavoro è un fattore di supporto

Variazioni dei tassi di disoccupazione complessivi e giovanili, e dei tassi di occupazione e di attività (15-64 anni), rispetto alla fine del 2019



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

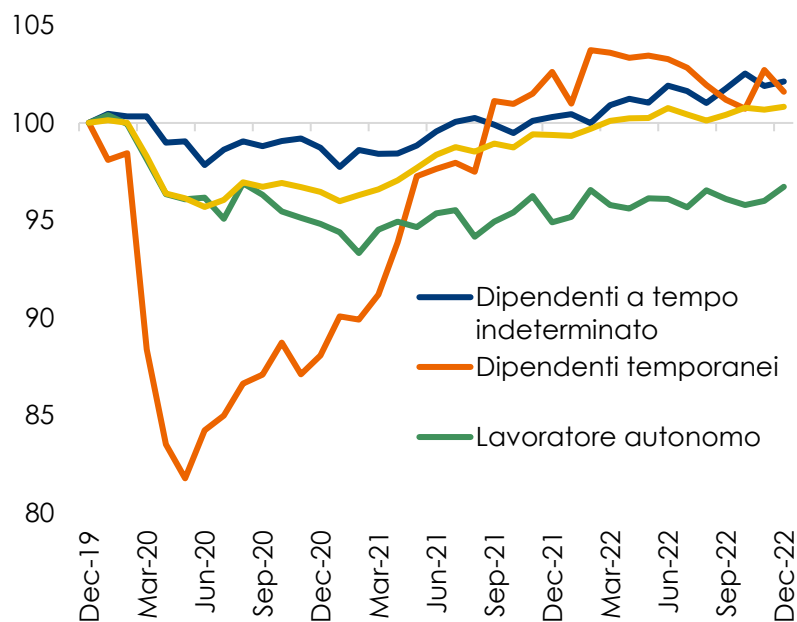
Il tasso di attività è tornato solo di recente ai livelli pre-pandemia, le forze di lavoro restano inferiori rispetto alla fine del 2019



Nota: forze di lavoro = 100 alla fine del 2019. Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

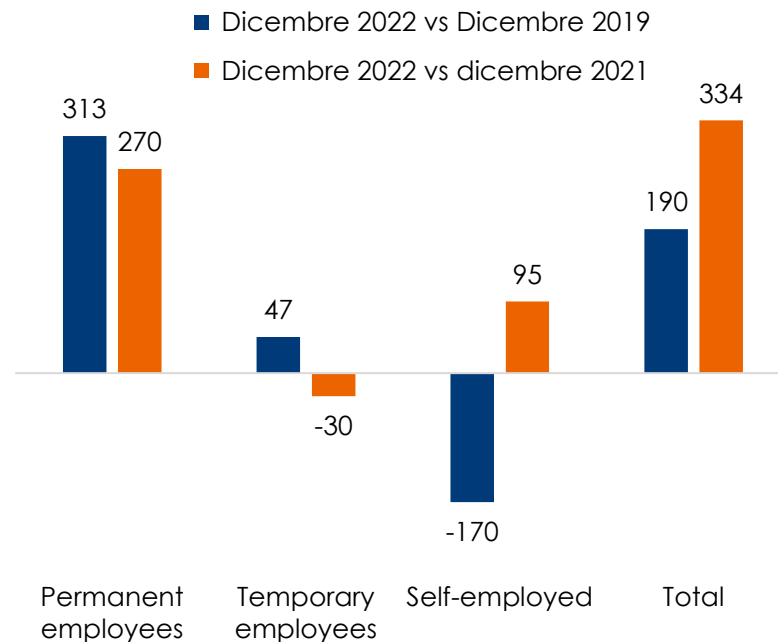
Le imprese considerano temporanee le difficoltà legate alla crisi energetica

I lavoratori con contratti temporanei hanno pagato quasi interamente il prezzo della crisi pandemica e sono stati nuovamente colpiti dallo scoppio della guerra in Ucraina.



Nota: dicembre 2019 = 100. Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

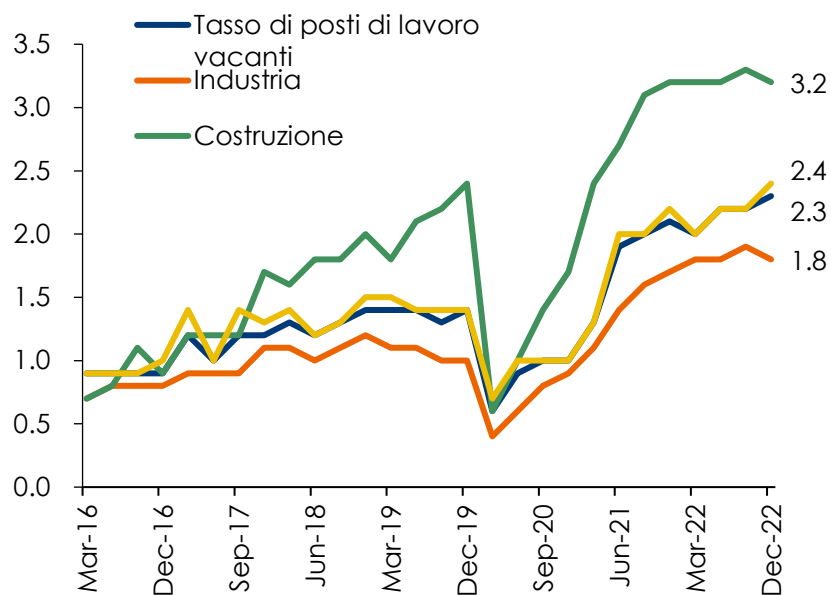
I lavoratori autonomi sono ancora al di sotto del livello pre-pandemico, ma hanno recentemente iniziato a riprendersi



Nota: variazioni assolute in migliaia. Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

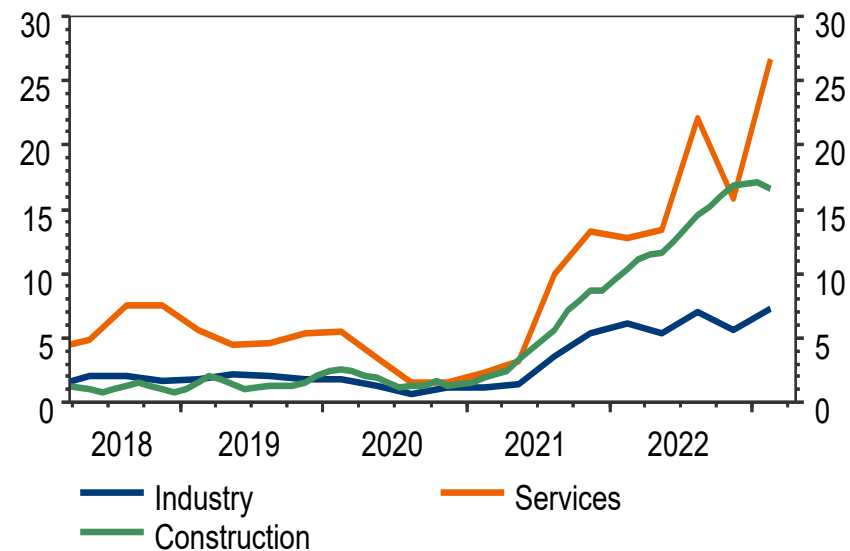
Gli indicatori di carenza di manodopera sono ai massimi storici...

Tasso complessivo di posti di lavoro vacanti tra le imprese con dipendenti (%)



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

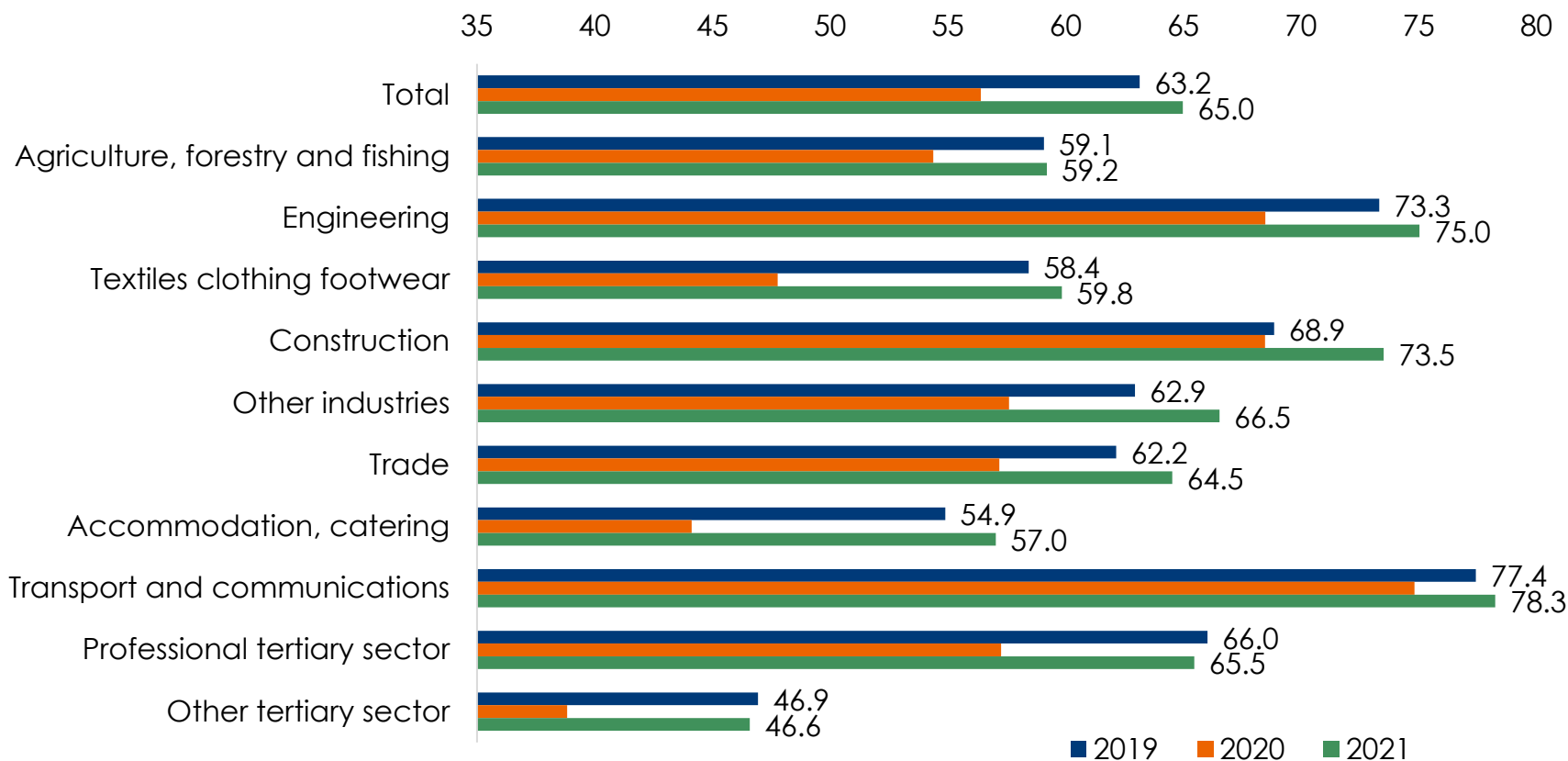
Percentuale di imprese che segnalano le difficoltà di assunzione come fattore di ostacolo all'attività



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

...il che segnala robustezza del mercato del lavoro, piuttosto che problemi di mismatch domanda-offerta

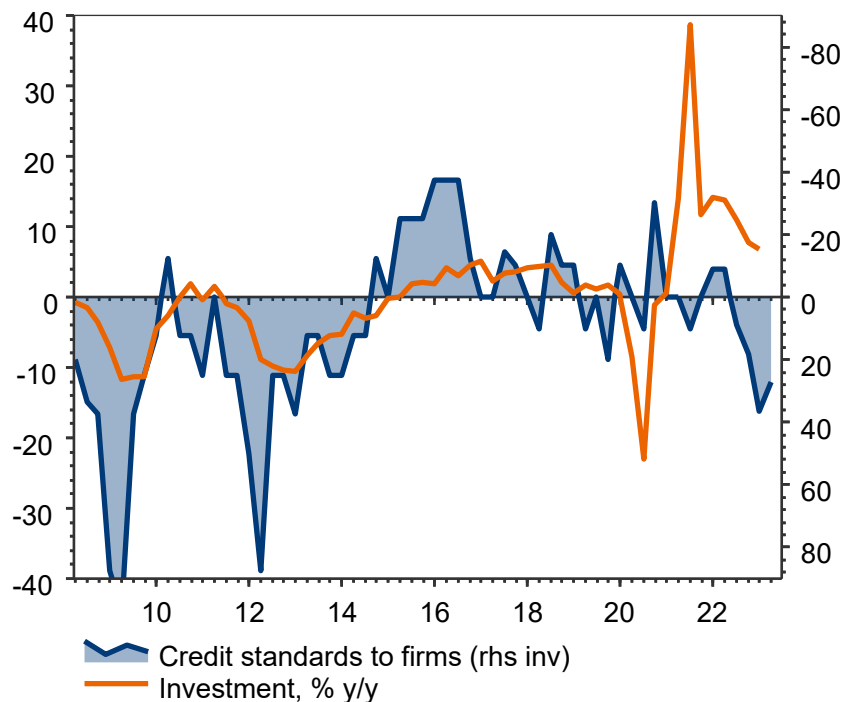
Tasso di recupero del posto di lavoro entro tre mesi dalle dimissioni per i lavoratori con contratto a tempo indeterminato (esclusi i lavoratori con più di 60 anni)



Fonte: Inps

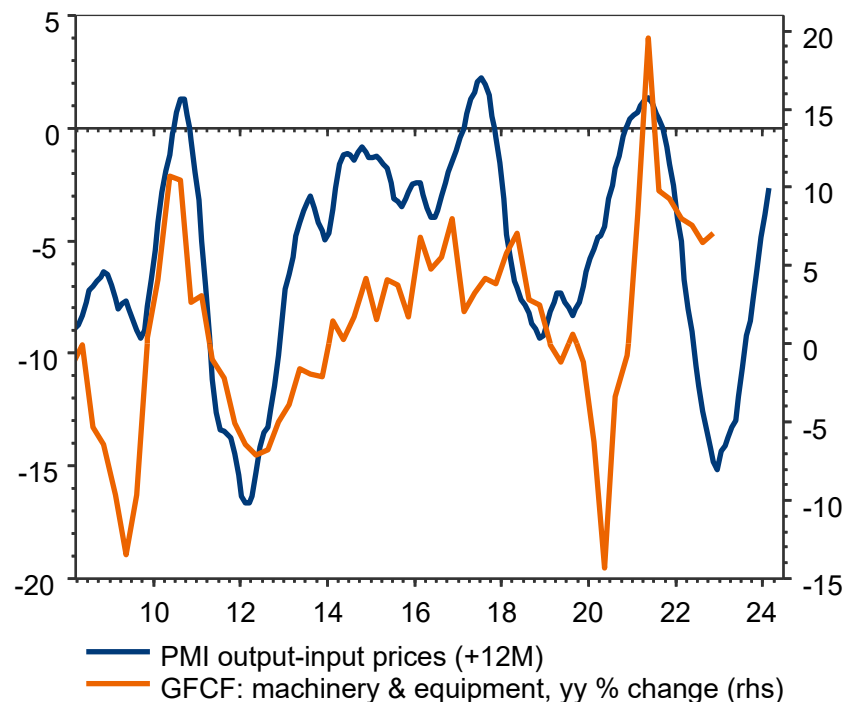
La spesa in conto capitale rallenterà, ma non crollerà

Le condizioni finanziarie più rigide freneranno la spesa in conto capitale



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Banca d'Italia

I maggiori costi di produzione incidono sui margini aziendali, ma non troppo

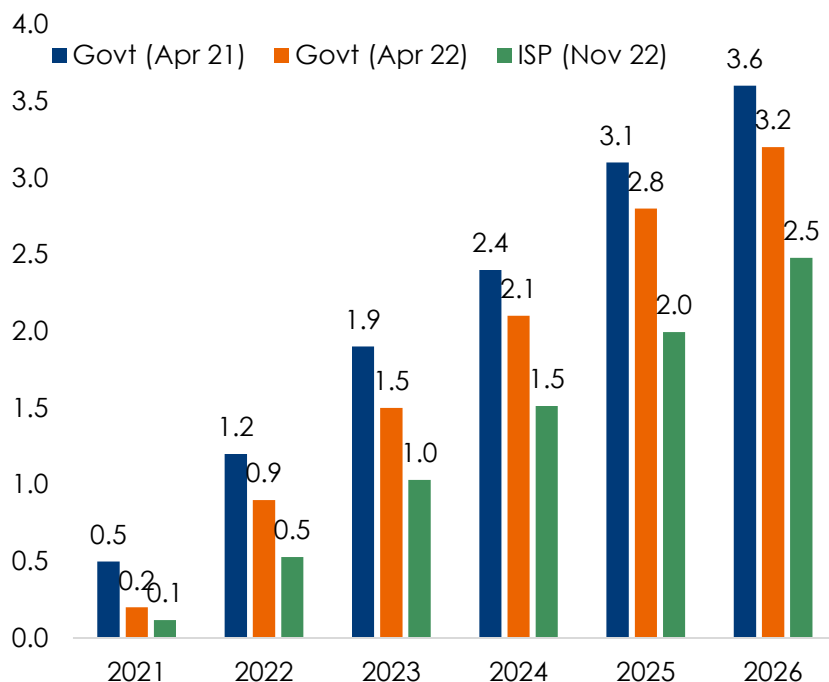


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

L'impatto maggiore, secondo il piano originale, era previsto nel 2022-23; ora è più probabile nel 2024-26

Stime dell'impatto sul PIL

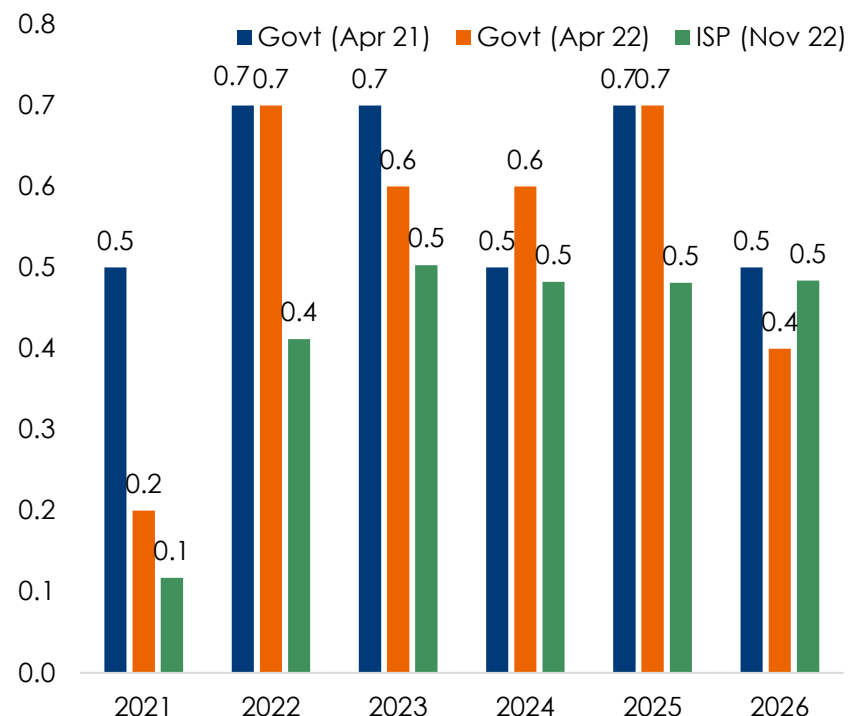
(scostamenti percentuali dallo scenario di base del PIL in livelli)



Fonte: PNRR italiano, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Stime dell'impatto sul PIL

(scostamenti dallo scenario di base in termini di tasso di crescita annuale del PIL)



Fonte: PNRR italiano, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Impatto del Superbonus

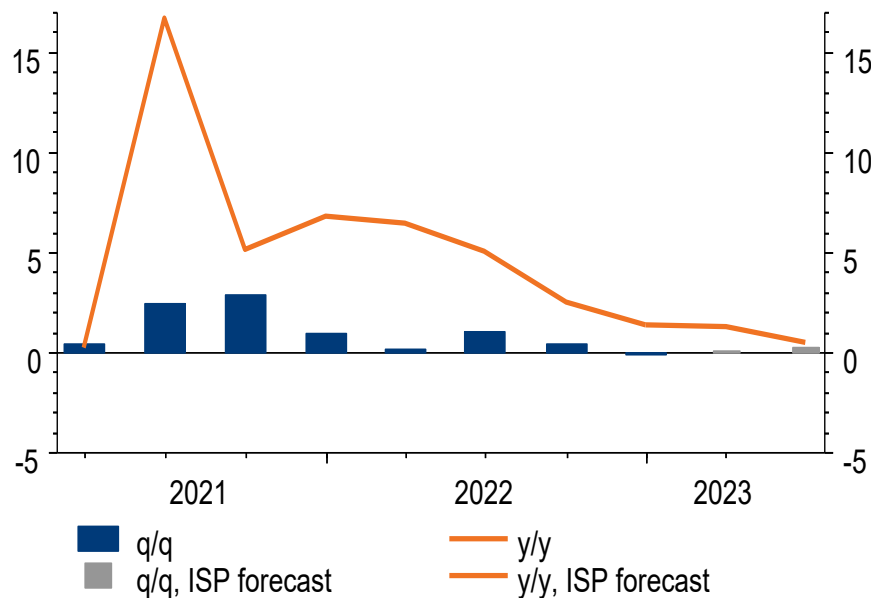
- Cristallizzando la situazione a fine febbraio, nell'ipotesi (assai pessimistica) che non vi siano altri lavori nuovi ammessi a detrazione nei prossimi mesi, **l'impatto sul tasso di crescita del PIL nominale sarebbe di -0,4% del 2023 e di -0,6% nel 2024** (dopo il +0,4% nel 2021 e +0,7% nel 2022).
- L'impatto sulla crescita reale è però minore, perché il Superbonus ha avuto effetti distorsivi al rialzo sui prezzi.
- A compensare l'ipotesi pessimistica menzionata sopra, non si assume che il Superbonus abbia causato un anticipo di spese che sarebbero state effettuate negli anni successivi.
- Nel complesso, vediamo **una stagnazione degli investimenti in costruzioni nel 2023-24 dopo il boom del biennio passato.**

Mld euro (ove non diversamente indicato)	2021	2022	2023	2024
Superbonus (lavori completati)	11.2	35.4	21.9	0
Spesa aggiuntiva (50%)	5.6	17.7	10.9	0
Con effetto moltiplicatore (1,1)	6.1	19.5	12.0	0
PIL nominale	1787.7	1909.2	2005.5	2064.5
Crescita % PIL nominale	7.6	6.8	5.0	2.9
PIL nominale senza Superbonus	1781.5	1889.7	1993.5	2064.5
Crescita % PIL nominale senza Superbonus	7.3	6.1	5.5	3.6
Effetto Superbonus su crescita % PIL nominale	0.4	0.7	-0.4	-0.6

Fonte: Intesa Sanpaolo, Direzione Studi e Ricerche

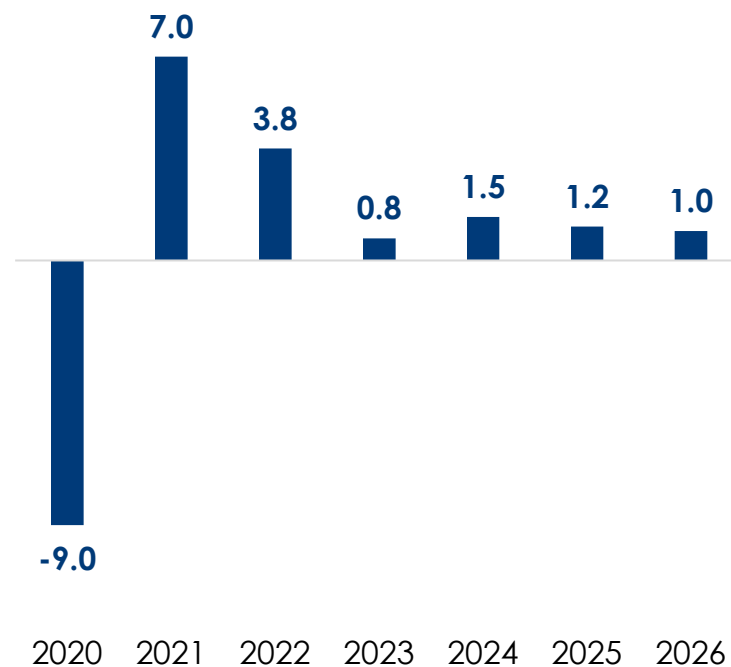
La (lieve) contrazione del PIL potrebbe aver riguardato solo la fine del 2022

Il PIL è calato di -0,1% t/t a fine 2022.
Possibile una stagnazione a inizio 2023



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Riaccelerazione dal 2024, sulla scia dei prezzi più bassi dell'energia e degli effetti del PNRR



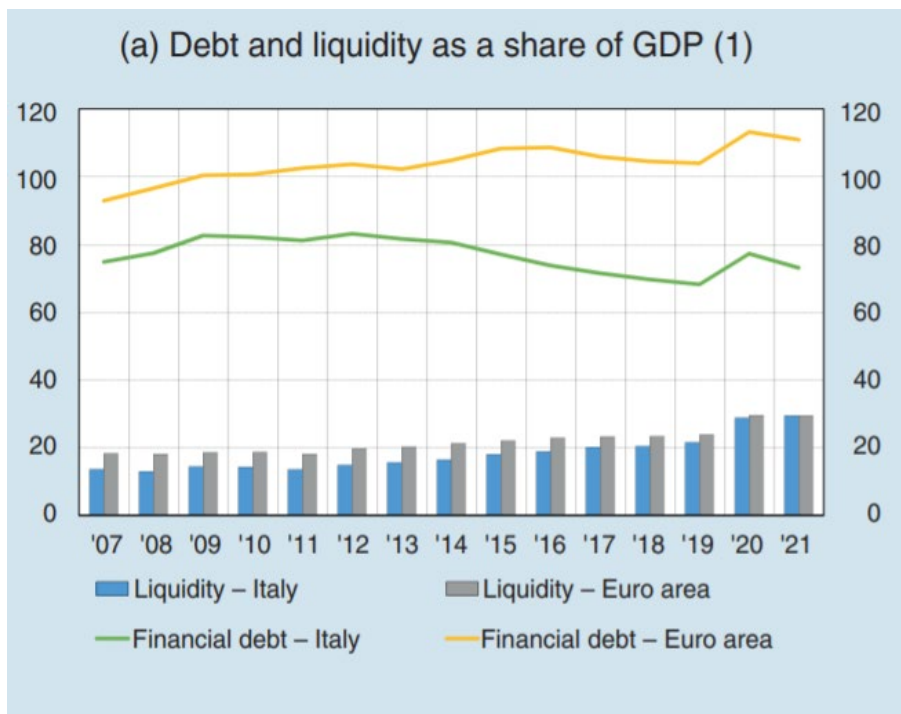
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat (variazione percentuale annua del PIL reale)

Italia: previsioni macroeconomiche

- Rivista al rialzo la previsione di crescita del PIL nel 2023, già superiore al consenso, grazie al calo dei prezzi dell'energia; ridotta la previsione per il 2024 a causa degli effetti della restrizione monetaria.
- La disoccupazione potrebbe aumentare solo marginalmente nei prossimi mesi.
- L'IPCA potrebbe attestarsi sopra il 6% quest'anno, ma intorno al 2% nel 2024.
- Non vediamo effetti tangibili sulla crescita dalla volatilità sui mercati finanziari indotta dai recenti fallimenti bancari: il rischio di contagio appare molto ridotto, e l'impatto sulla crescita del PIL in termini di irrigidimento delle condizioni finanziarie e effetti-ricchezza per ora è dell'ordine di meno di 0,1%.

	2022	2023p	2024p	2022	2022	2023	2023	2023	2023	2024	2024	2024	2024
				3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi 2015, a/a)	3.8	0.8	1.5	2.5	1.4	1.3	0.5	0.4	0.8	1.2	1.4	1.7	1.8
- var.ne t/t				0.4	-0.1	0.0	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4	0.5	0.3
Consumi delle famiglie	4.6	0.3	1.5	2.2	-1.6	-0.5	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3
Consumi collettivi	0.0	0.1	0.2	-0.2	0.5	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.1
Investimenti fissi	9.7	2.3	2.2	0.2	2.0	0.6	-0.2	-0.1	0.2	0.9	0.9	0.8	0.8
Importazioni	12.5	0.4	2.7	2.5	-1.7	-1.0	0.6	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
Esportazioni	10.2	3.4	2.5	0.0	2.6	0.2	0.6	0.5	0.5	0.7	0.7	0.7	0.5
Commercio estero (contrib., % PIL)	-0.5	1.0	0.0	-0.8	1.4	0.4	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.0
Domanda finale interna (contrib., % PIL)	4.7	0.7	1.4	1.3	-0.4	-0.2	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Prezzi al consumo (a/a)	8.2	5.7	1.7	8.4	11.7	9.1	6.8	4.9	2.1	1.8	1.9	2.0	1.3
Disoccupazione (%)	8.1	8.2	8.1	8.0	7.8	7.9	8.2	8.4	8.3	8.1	8.1	8.1	8.1
Reddito disponibile reale	-1.2	-1.1	2.0										
Tasso di risparmio	8.3	7.1	7.5										
Partite correnti (% PIL)	-0.7	-0.4	-0.7										

L'impatto dell'aumento dei costi energetici e dei tassi di interesse: lo scudo di liquidità

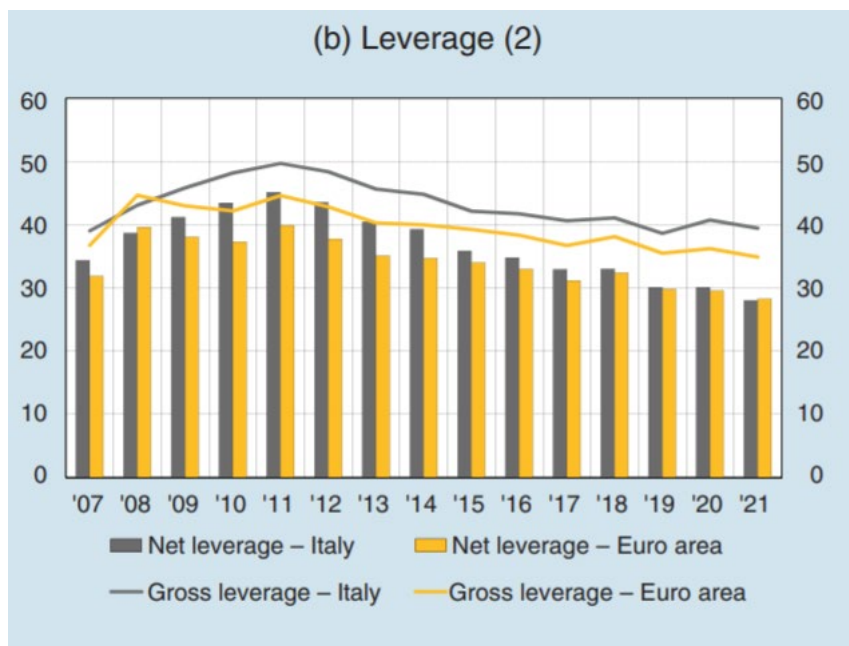


Fonte: Banca d'Italia. (1) Dati preliminari per il 2021

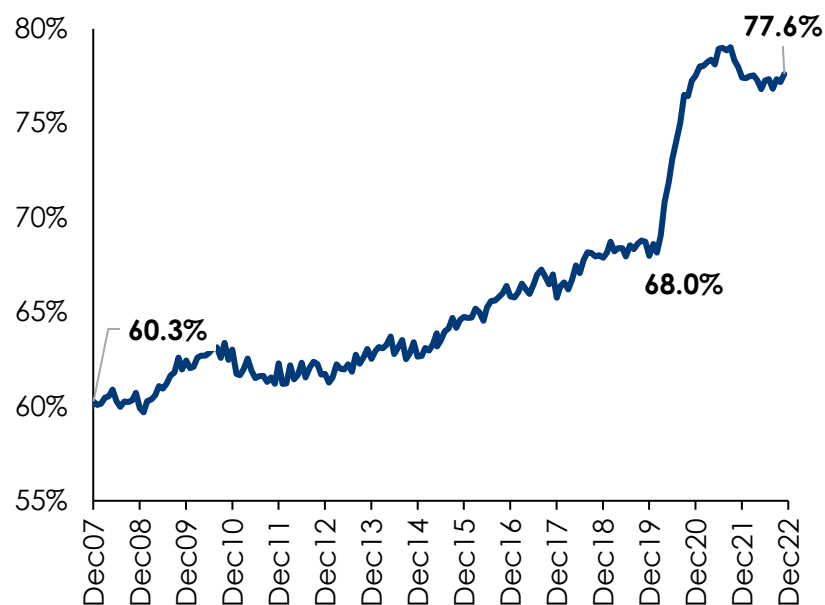
- **Di fronte allo shock sui costi, le aziende cercano di trasferirli il più possibile ai clienti:** la crescita dei prezzi di vendita nel 2022 sfiora **il 30%**.
- Una parte dei maggiori costi non può essere trasferita, comprimendo la redditività e generando così un fabbisogno di liquidità.
- Ma le aziende hanno potuto attingere alle **enormi risorse liquide** accumulate negli ultimi anni, **vicine al 30% del PIL**, e che dieci anni fa erano circa la metà.
- Gran parte della liquidità è depositata in **conti bancari**: considerando 100 il volume attuale dei prestiti, i depositi bancari sono pari a 61; erano solo 21 dieci anni fa.

L'impatto dell'aumento dei costi energetici e dei tassi di interesse: lo scudo della struttura finanziaria

- Le imprese hanno **migliorato la loro struttura finanziaria**, in passato incentrata sul debito e meno sul capitale, e **oggi sostanzialmente in linea con la media UE**.
- Rispetto al 2007, la **copertura degli oneri finanziari con l'EBITDA è più che raddoppiata** (da 4,3X a 11,2X).
- Scadenza del debito** bancario: l'incidenza del debito a medio-lungo termine è passata **dal 60% del 2007 al 78%**.



Rapporto tra prestiti a medio-lungo termine e prestiti totali alle società non finanziarie (%)



Fonte: ISP su Banca d'Italia

Nota: la leva finanziaria è misurata come rapporto tra il debito finanziario e la somma del debito finanziario e del capitale proprio. Gli istogrammi mostrano la leva finanziaria al netto della liquidità. Fonte: Banca d'Italia. (2) Dati preliminari per il 2021

Importanti comunicazioni

Certificazione degli analisti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa-Sanpaolo-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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo 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.

A cura di:

Luca Mezzomo (Economista) – Paolo Mameli (Economista Italia) – Giovanna Mossetti (Economista USA e Giappone) – Aniello Dell'Anno (Economista Area Euro) – Andrea Volpi (Economista Area Euro)
Macroeconomic Research - Direzione Studi e Ricerche - Intesa Sanpaolo