



La Bussola dell'Economia Italiana

Direzione Studi e Ricerche

Aprile 2023

IMI

CORPORATE &
INVESTMENT
BANKING

La bussola dell'economia italiana

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Il Governo conferma un approccio "prudente" ai conti pubblici

Sintesi della previsione macroeconomica

L'industria non beneficia ancora appieno del calo dei prezzi energetici...

...ma la fiducia delle imprese manifatturiere è in chiaro miglioramento

Nelle costruzioni, frena il residenziale mentre ritrova spinta l'ingegneria civile

La ripresa dell'attività nei servizi sta diventando più evidente

Morale delle famiglie in recupero ma i consumi per ora restano fiacchi

Il mercato del lavoro non mostra significativi segnali di indebolimento

Continua a ridursi il disavanzo commerciale

Si stabilizza l'inflazione core, per la prima volta dopo 13 mesi di rialzi

Tendenze del settore bancario

Prestiti alle imprese in lieve calo, ulteriore rallentamento di quelli alle famiglie

Alla riduzione dei depositi si contrappone l'aumento dei titoli a custodia

Aprile 2023

2

2

7

8

Nota Mensile

9

10

Direzione Studi e Ricerche

11

12

13

14

Paolo Mameli

Economista Macro Italia

15

16

Andrea Volpi

Economista

16

19

Simone Zava

Economista

19

Elisa Coletti

Economista Banche

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Il Governo conferma un approccio "prudente" ai conti pubblici

Paolo Mameli

Il DEF approvato dal Governo lo scorso 11 aprile rivede al rialzo le stime di crescita del PIL per il 2023 e al ribasso quelle per il 2024 ma conferma i precedenti obiettivi sul deficit e configura un calo del rapporto debito/PIL più rapido che in precedenza. È prevista una manovra espansiva pari a circa due decimi di PIL a valere su quest'anno (con un taglio ai contributi sociali sui lavoratori dipendenti con redditi medio-bassi) e il prossimo.

Il Governo ha approvato lo scorso 11 aprile il **DEF 2023**, che delinea le nuove proiezioni e i nuovi obiettivi di finanza pubblica sull'orizzonte fino al 2026. Le **principali novità rispetto al precedente quadro di finanza pubblica** (contenuto nella NADEF "rivista" di inizio novembre 2022) sono le seguenti:

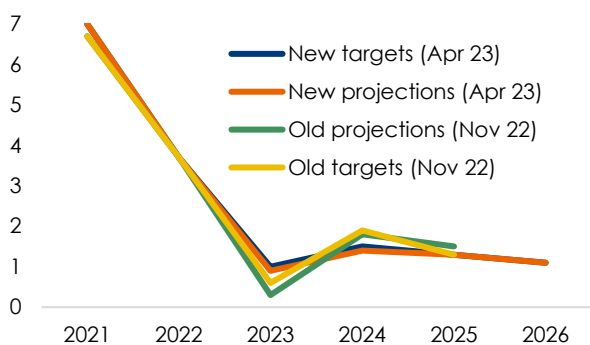
- il nuovo quadro macroeconomico di riferimento contiene una **revisione al rialzo della stima sul PIL 2023**, da 0,6% a 0,9% tendenziale e 1% programmatico, e viceversa una limatura delle proiezioni di crescita per il 2024, da 1,9% a 1,5% programmatico (1,4% tendenziale); il PIL è visto poi a 1,3% nel 2025 e a 1,1% nel 2026;
- **il profilo atteso del deficit programmatico è stato confermato in linea con i precedenti obiettivi**, al 4,5% del PIL per quest'anno, al 3,7% nel 2024 e al 3% nel 2025; il disavanzo è atteso poi ridursi ulteriormente al 2,5% nel 2026;
- in sostanza, grazie a un **andamento migliore delle attese del deficit tendenziale** (visto a 4,35% quest'anno e 3,5% l'anno prossimo), mantenere i precedenti target sull'indebitamento netto (4,5% nel 2023 e 3,7% nel 2024) consente di liberare 3 miliardi quest'anno (lo 0,15% del PIL), che saranno utilizzati per un **nuovo intervento di taglio ai contributi sociali a carico dei lavoratori dipendenti** con redditi medio-bassi, che sarà in vigore nel periodo tra maggio e dicembre di quest'anno;
- anche per il 2024, il mantenimento dell'obiettivo del 3,7% sul deficit programmatico, dato un tendenziale al 3,5%, crea uno **"spazio di bilancio" per circa due decimi di PIL** (4 miliardi), che "sarà destinato al Fondo per la riduzione della pressione fiscale, al finanziamento delle cosiddette 'politiche invariate' a partire dal 2024 e alla continuazione del taglio della pressione fiscale nel 2025-26, e concorrerà a una significativa revisione della spesa pubblica e a una maggiore intesa tra fisco e contribuente": in sostanza, sembra di poter dire che il Governo, dopo il taglio al cuneo previsto per i restanti mesi del 2023, intenda approvare ulteriori tagli fiscali anche negli anni successivi, che però, per il biennio 2025-26, saranno coperti da adeguate misure di razionalizzazione della spesa;
- per effetto dei provvedimenti espansivi previsti, che agiranno prevalentemente dal lato delle entrate, **la pressione fiscale è attesa ridursi** moderatamente, dal 43,3% nel 2023 al 42,7% entro il 2026;
- in questo contesto, complice anche l'aumento del deflatore del PIL, **tutto il profilo del rapporto debito/PIL è spostato verso il basso rispetto alle stime precedenti**: dopo il 144,4% del 2022, ci si attende ora un calo al 142,1% quest'anno e una riduzione più graduale negli anni successivi, fino al 140,4% nel 2026.

Il nuovo quadro di finanza pubblica del Governo italiano

Quadro programmatico DEF 2023	2022	2023	2024	2025	2026
Tasso di crescita del PIL	3.7	1.0	1.5	1.3	1.1
Deficit (% PIL)	-8.0	-4.5	-3.7	-3.0	-2.5
Avanzo primario (% PIL)	-3.6	-0.8	0.3	1.2	2.0
Interessi passivi (% PIL)	4.4	3.7	4.1	4.2	4.5
Debito (% PIL)	144.4	142.1	141.4	140.9	140.4
Quadro tendenziale DEF 2023	2022	2023	2024	2025	2026
Tasso di crescita del PIL	3.7	0.9	1.4	1.3	1.1
Deficit (% PIL)	-8.0	-4.4	-3.5	-3.0	-2.5
Avanzo primario (% PIL)	-3.6	-0.6	0.5	1.2	2.0
Interessi passivi (% PIL)	4.4	3.7	4.1	4.2	4.5
Debito (% PIL)	144.4	142.0	141.2	140.8	140.4
Quadro programmatico NADEF 2022 "rivista"	2022	2023	2024	2025	
Tasso di crescita del PIL	3.7	0.6	1.9	1.3	
Deficit (% PIL)	-5.6	-4.5	-3.7	-3.0	
Avanzo primario (% PIL)	-1.5	-0.4	0.2	1.1	
Interessi passivi (% PIL)	4.1	4.1	3.9	4.1	
Debito (% PIL)	145.7	144.6	142.3	141.2	

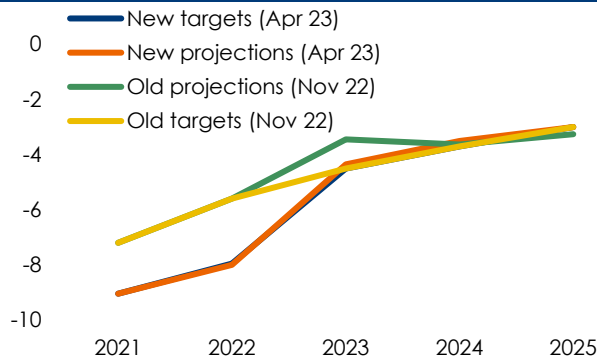
Fonte: Governo italiano

Tasso di crescita % del PIL: scenario programmatico e tendenziale (DEF 2023 vs. NADEF 2022 "rivista")



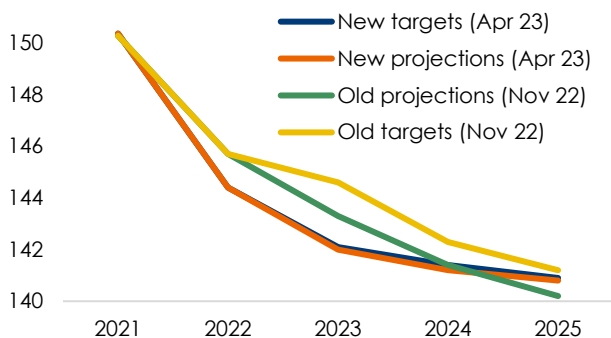
Fonte: Governo italiano

Rapporto deficit/PIL: scenario programmatico e tendenziale (DEF 2023 vs. NADEF 2022 "rivista")



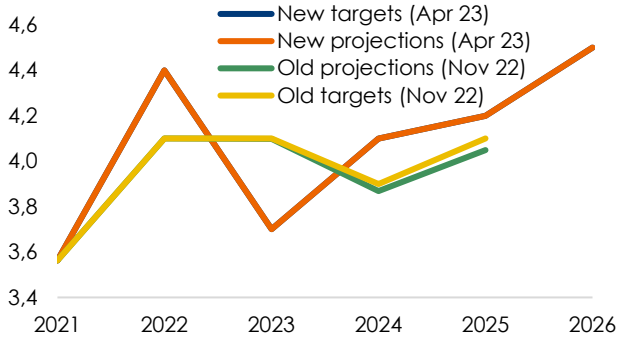
Fonte: Governo italiano

Rapporto debito/PIL: scenario programmatico e tendenziale (DEF 2023 vs. NADEF 2022 "rivista")



Fonte: Governo italiano

Spesa per interessi passivi in % del PIL: scenario programmatico e tendenziale (DEF 2023 vs. NADEF 2022 "rivista")



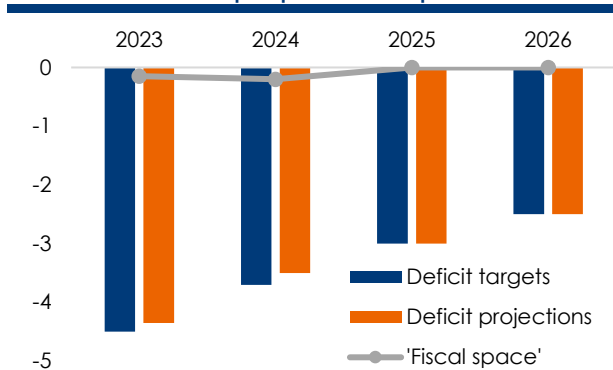
Fonte: Governo italiano

L'andamento migliore delle attese del deficit tendenziale appare dovuto in buona parte ai **risparmi sulle misure approvate a più riprese per contrastare la crisi energetica**, che, vista l'evoluzione ben più favorevole del previsto dei prezzi dell'energia, hanno registrato un'adesione inferiore a quella stimata *ex ante* (soprattutto per quanto riguarda i crediti d'imposta alle

imprese); risparmi dell'ordine di quasi 5 miliardi sono stati già destinati a un parziale rinnovo delle misure contro il caro-energia con il DL 34/2023 approvato in CdM lo scorso 28 marzo (che derivavano dal minor utilizzo delle risorse stanziato in manovra per i crediti di imposta nel 1° trimestre del 2023), e che pertanto dovrebbero essere già incorporati nel quadro tendenziale. **A ciò occorre aggiungere un andamento migliore del previsto delle entrate**, che amplifica il miglioramento del deficit tendenziale quest'anno rispetto alle precedenti stime. Parte dei progressi sembra di poter dire sia "strutturale", come visibile dal fatto che **nel 2024 l'andamento tendenziale del disavanzo è migliore del previsto** (sia pure di soli due decimi) **nonostante la revisione al ribasso delle stime di crescita del PIL**.

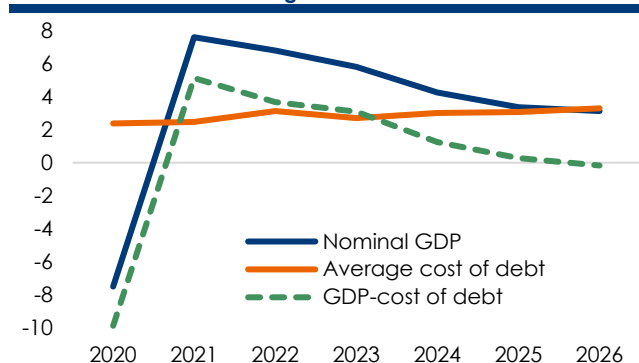
La spesa per interessi passivi in % del PIL è stata rivista al rialzo per il 2022, quando tocca un picco a 4,4% per effetto dei maggiori interessi pagati sui titoli indicizzati all'inflazione, **e viceversa è stata limata al ribasso per l'anno in corso**; torna invece a salire più di quanto stimato in precedenza nei due anni successivi, per arrivare a superare il precedente picco nel 2026, a 4,5%. A nostro avviso, restano rischi al rialzo sulla spesa per interessi per l'anno in corso. Tuttavia, dato il ritardo con cui i maggiori costi di emissione si riflettono sul costo medio del debito, e complice anche una crescita del PIL nominale ancora superiore alla media storica dell'ultimo ventennio, **la differenza tra il tasso di crescita del PIL a prezzi correnti e il costo del servizio del debito** (un indicatore cruciale per la sostenibilità del debito) **è attesa tornare in territorio negativo solo dal 2026**.

La manovra espansiva che il Governo intende approvare vale circa due decimi di PIL per quest'anno e il prossimo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo italiano

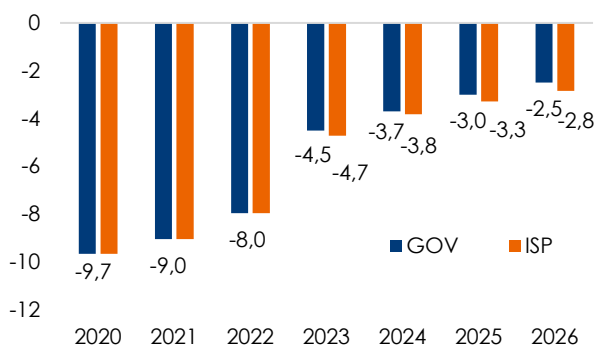
La differenza fra crescita del PIL nominale e costo medio del debito è attesa tornare in negativo dal 2026



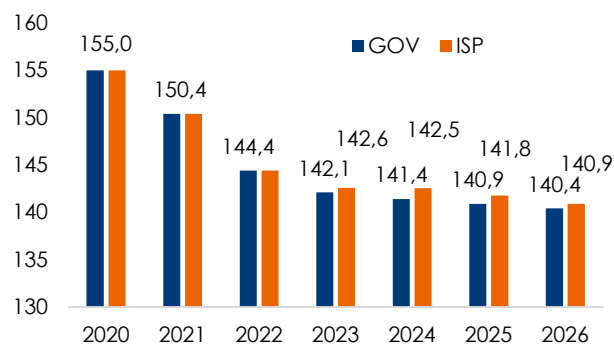
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo italiano

Più in generale, **i dati sul fabbisogno del settore statale relativi ai primi tre mesi di quest'anno evidenziano un andamento ben peggiore rispetto a quello degli anni precedenti** (il fabbisogno cumulato del periodo gennaio-marzo è pari a circa 54 miliardi, in aumento di quasi 24 miliardi, ovvero circa l'1,2% del PIL, rispetto al corrispondente periodo del 2022), e suggeriscono pertanto rischi al rialzo su deficit (almeno in termini di cassa) e debito 2023, anche se il peggioramento dei saldi di cassa, come notato dalla Banca d'Italia nel Bollettino Economico diffuso lo scorso 7 aprile, potrebbe essere dovuto in buona parte a fattori straordinari ed effetti di calendario.

Nel complesso, in virtù di stime più caute sulla crescita del PIL e del deflatore, nonché di proiezioni lievemente meno favorevoli sulla spesa per interessi, **pensiamo che il sentiero di riduzione del deficit e del debito nei prossimi anni possa essere più lento di quanto stima il Governo** nel DEF.

Deficit/PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e target governativi

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, quadro programmatico Governo italiano (DEF 2023)

Debito/PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e target governativi

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, quadro programmatico Governo italiano (DEF 2023)

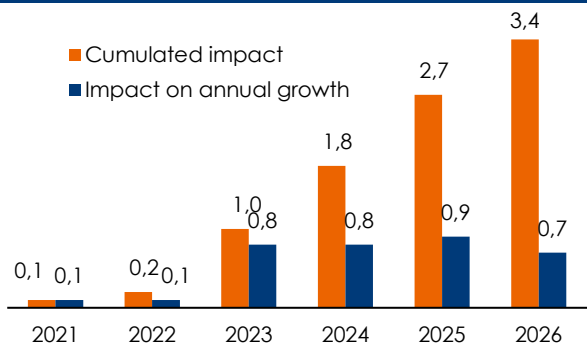
L'altra incognita, guardando soprattutto alle manovre finanziarie che ci si può attendere per i prossimi anni, è la seguente: il miglioramento del saldo strutturale che il Governo include nel quadro programmatico (+0,9% sul 2024 e circa mezzo punto l'anno nel 2025-26), e soprattutto la riduzione proposta del debito (-0,7 punti percentuali nel 2024, mezzo punto l'anno nel 2025-26) saranno coerenti con il **venir meno della clausola di salvaguardia generale del Patto di Stabilità e Crescita** a valere già dal budget 2024 che dovrà essere predisposto il prossimo autunno, in vigenza delle regole fiscali che sono al momento in discussione e che, agendo principalmente sulla spesa corrente, dovrebbero comunque assicurare un taglio adeguato del rapporto debito/PIL? In base alle proposte che sinora sono state presentate sulla riforma del quadro di governance fiscale nella UE, sembrano sussistere dei **dubbi circa il fatto che un sentiero di discesa così "dolce" del debito possa configurare una compliance rispetto al nuovo quadro regolatorio**; in tal caso, potrebbe essere necessaria una correzione in sede di manovra di bilancio.

Per quanto riguarda l'**effetto dei crediti fiscali legati ai bonus edilizi**, come noto la riclassificazione decisa da Istat in accordo con Eurostat ha considerato il "Superbonus 110%" e il "Bonus facciate" come "pagabili" e, di conseguenza, ha registrato come spesa pubblica l'intero importo maturato del credito nell'anno in cui il contribuente ha sostenuto la spesa che dà luogo al beneficio fiscale. La riclassificazione non incide su saldi di cassa e debito ma ha gonfiato il deficit di competenza nel 2021 e 2022. Anche per gli anni dal 2023 al 2025 (ultimo anno di proroga delle agevolazioni), il Governo nel DEF ha considerato i crediti come "pagabili", inputandoli dunque dal lato della spesa (come contributi agli investimenti) per l'anno di competenza. Tuttavia, **le modifiche normative intervenute con il DL 11/2023**, che hanno abolito la trasferibilità dei crediti stessi e il meccanismo dello "sconto in fattura", **potrebbero indurre Eurostat a considerare i nuovi crediti contratti dopo il 17 febbraio 2023 come "non pagabili"** e quindi soggetti alla "vecchia" classificazione (come minori entrate "spalmate" lungo tutto l'orizzonte di fruizione del beneficio fiscale). **In tal caso, il deficit tendenziale di competenza per il 2023-25 potrebbe essere rivisto in senso migliorativo** rispetto alle stime contenute nel DEF.

Infine, il Documento di Economia e Finanza non fornisce aggiornamenti circa la **ripartizione temporale della spesa finanziata dai fondi Next Gen EU**: le proiezioni di spesa attivata dal PNRR con le risorse della Recovery and Resilience Facility contenute nella NADEF predisposta dal Governo Draghi a fine settembre quantificavano in 40,9 miliardi la spesa attesa nel 2023 (+25,9 mld rispetto al 2022); le recenti evidenze di ritardi nella spesa effettiva, certificate anche dalla "Relazione sullo stato di attuazione del PNRR" presentata dalla Corte dei Conti lo scorso 28 marzo, suggerirebbero di incorporare nel quadro macroeconomico di riferimento previsioni più prudentiali. Il Governo ha scelto di non fornire aggiornamenti ufficiali in merito allo stato, visto che sono in corso le interlocuzioni con le istituzioni europee per la revisione e la rimodulazione di

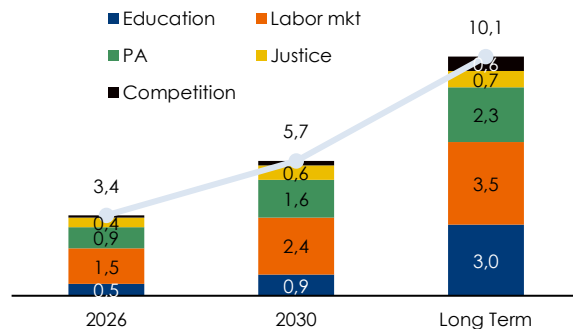
alcuni degli interventi previsti dal PNRR, oltre che l'elaborazione dei progetti relativi a RePowerEU (che devono essere presentati entro il 30 aprile). In ogni caso, le stime di impatto sul PIL contenute nel DEF 2023 non sembrano discostarsi da quelle implicite nella NADEF 2022, suggerendo che l'assunzione provvisoria sia quella di una riconferma della ripartizione temporale prevista in precedenza.

Impatto sul PIL del PNRR (modello QUEST-III R&D)



Nota: impatto cumulato = scostamento percentuale del livello del PIL rispetto allo scenario base senza PNRR. Fonte: Governo italiano (DEF 2023)

Impatto sul PIL delle riforme contenute nel PNRR (modello QUEST-III R&D)



Nota: scostamento percentuale del livello del PIL rispetto allo scenario base senza PNRR. Fonte: Governo italiano (DEF 2023)

In ogni caso, in sintesi, **il Governo nel DEF ha confermato un approccio assai prudente in tema di finanza pubblica**, non rinunciando a pacchetti fiscali di supporto alla domanda ma solo se compatibili con il mantenimento dei precedenti obiettivi sull'indebitamento netto.

Sintesi della previsione macroeconomica

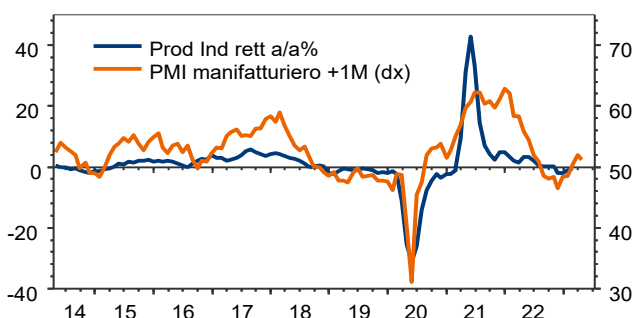
	2022	2023p	2024p	2022		2023				2024			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.8	0.8	1.5	2.5	1.4	1.3	0.5	0.4	0.8	1.2	1.4	1.7	1.8
- var.ne % t/t				0.4	-0.1	0.0	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4	0.5	0.3
Consumi delle famiglie	4.6	0.3	1.5	2.2	-1.6	-0.5	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3
Consumi pubblici	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
Investimenti in macchinari	7.3	4.4	4.2	2.0	2.0	0.4	0.6	0.8	0.9	1.2	1.2	1.1	1.0
Investimenti in trasporti	8.2	6.1	4.1	7.6	4.1	-1.0	0.5	0.8	0.9	1.2	1.1	1.1	1.0
Investimenti in costruzioni	12.2	0.0	0.1	-2.2	1.7	1.0	-1.0	-1.0	-0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
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
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
Contr. % PIL													
Commercio estero	-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	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
Var. scorte	-0.4	-1.0	0.1	-0.1	-1.1	-0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Affività produttiva													
Produzione industriale	0.4	0.1	2.0	-0.5	-1.5	0.2	0.6	0.9	0.7	0.4	0.4	0.4	0.1
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (NIC, a/a)	8.2	5.2	1.8	8.4	11.7	8.9	6.2	4.5	1.5	1.2	1.8	2.2	2.0
- escl. alimentari, energia (a/a)	3.7	5.2	2.2	4.5	5.6	6.2	5.9	5.0	3.6	2.5	2.1	2.1	2.1
PPI (a/a)	34.4	0.7	0.8	39.6	29.6	8.6	4.7	-3.8	-5.4	0.5	0.9	0.9	0.9
Disoccupazione (%)	8.1	8.2	8.1	8.0	7.9	8.0	8.2	8.3	8.2	8.1	8.1	8.1	8.1
Occupati totali	2.5	0.7	0.4	0.0	0.5	0.3	-0.2	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Salari contrattuali	1.0	2.3	1.8										
Reddito disponibile reale	-1.1	-1.5	2.0										
Tasso di risparmio (%)	8.2	6.6	7.1										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	-1.3	1.3	0.8										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-8.0	-4.7	-3.8										
Debito (% PIL)	144.4	142.5	142.4										
Variabili finanziarie													
Euribor 3 mesi	2.07	4.04	3.55	1.01	2.07	2.91	3.49	3.98	4.04	4.05	4.03	3.81	3.55
Tasso BTP 10 anni (%)	3.05	4.30	5.00	3.50	4.13	4.13	4.25	4.35	4.47	4.61	4.94	5.17	5.26
BTP/Bund spread	1.88	1.81	1.74	2.18	2.00	1.82	1.85	1.81	1.75	1.73	1.73	1.74	1.76

Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

L'industria non beneficia ancora appieno del calo dei prezzi energetici...

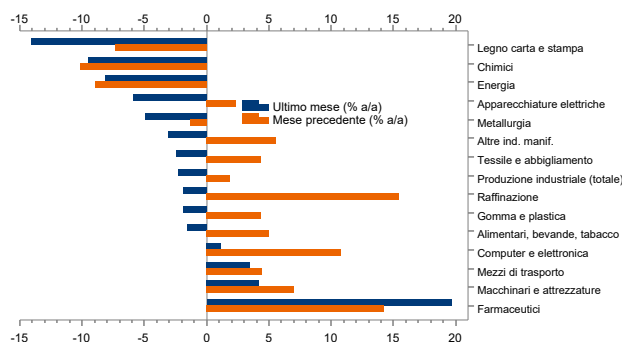
La produzione industriale è diminuita di **-0,2% m/m a febbraio** da un precedente **-0,5% m/m** (rivisto da **-0,7%**). **Su base annua e corretta per gli effetti di calendario, la produzione è tornata in territorio negativo** da **+1,6%** a **-2,3%**: è la seconda lettura più bassa degli ultimi 12 mesi. **Il calo di febbraio è più diffuso rispetto a quello di gennaio**, in quanto interessa tutti i principali raggruppamenti di industrie con la sola eccezione dell'energia (in crescita per il terzo mese). Il maggior contributo alla flessione mensile è venuto dai beni strumentali (-0,9%), ma anche i beni di consumo hanno visto una contrazione (-0,7%), appesantiti dai durevoli (-1,8%). **La produzione di beni intermedi è scesa, seppur moderatamente (-0,3%), per il sesto mese consecutivo**, confermando che alcune imprese potrebbero aver reagito all'aumento dei costi di produzione con importazioni sostitutive. La produzione in tutti i principali gruppi di prodotti rimane ben inferiore ai livelli di un anno prima, con la sola eccezione dei beni strumentali, che tuttavia mostrano una dinamica meno vivace. **Nel solo settore manifatturiero, il calo della produzione nel mese è più pronunciato (-0,7% m/m) e diversi settori hanno registrato cali mensili significativi**: tra essi, computer ed elettronica (-2,2%), alimentari, bevande e tabacco (-2,2%) e legno, carta e stampa (-3,3%). Quest'ultimo (ad alta intensità energetica) rimane anche il comparto con la peggiore performance tendenziale (-15,9% a/a). All'estremo opposto troviamo il **farmaceutico, che può vantare una crescita della produzione di ben 19,6% rispetto a un anno prima**. Il calo congiunturale di febbraio lascia la produzione industriale in rotta per una stagnazione nel 1° trimestre, dopo il -1,4% del 4° trimestre 2022; ciò significa che **l'industria non dovrebbe contribuire al valore aggiunto a inizio anno**.

Le indagini segnalano un possibile miglioramento della produzione industriale nei prossimi mesi



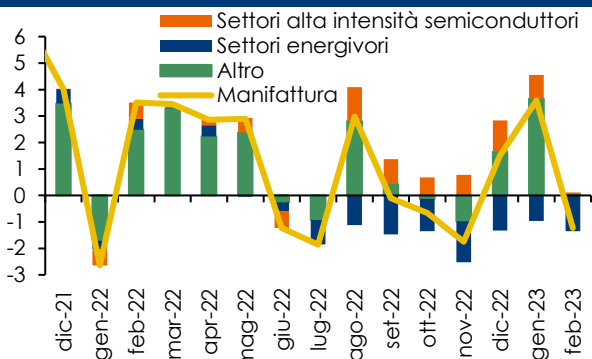
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Su base annua i settori ad alta intensità energetica restano i più deboli. Brilla il farmaceutico



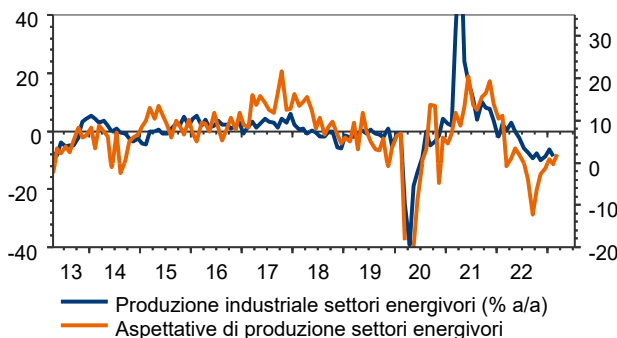
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I comparti energivori continuano frenare la dinamica annua della produzione manifatturiera



Nota: contributi alla variazione % a/a; i settori ad alta intensità di semiconduttori sono computer ed elettronica, apparecchiature elettriche, mezzi di trasporto. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il miglioramento delle aspettative suggerisce una possibile ripresa dell'output anche nei settori energivori



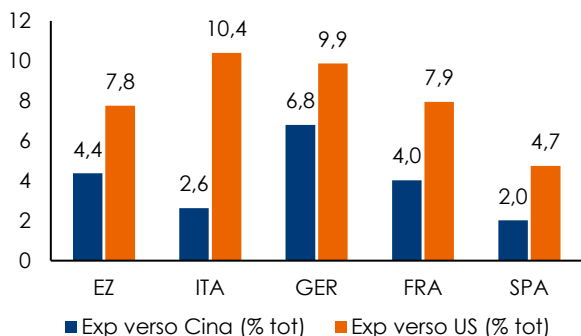
Nota: i settori ad alta intensità energetica sono carta, chimica, raffinerie e metalli. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Commissione UE

...ma la fiducia delle imprese manifatturiere è in chiaro miglioramento

Nella fase iniziale dello shock energetico l'industria italiana è stata colpita meno di quanto si temesse, grazie a una specializzazione settoriale della produzione, e dell'export, su comparti a intensità energetica relativamente bassa (meccanica, farmaceutica, moda, alimentari lavorati).

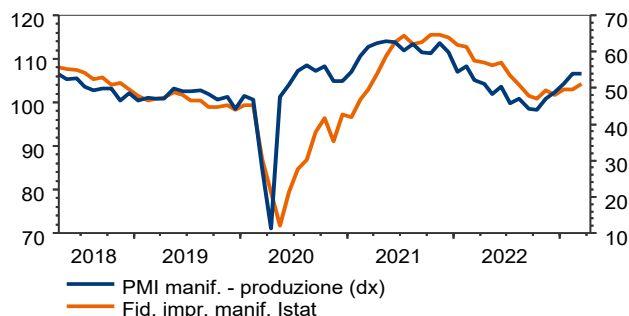
Tuttavia, negli ultimi mesi la produzione industriale in Italia sta mostrando un andamento meno favorevole a quello visto negli altri paesi dell'Eurozona, proprio per via di un minor impatto positivo del contro-shock sui fattori di offerta (moderazione dei prezzi energetici e minori carenze di materiali), vista appunto la minor rilevanza dei settori ad alta intensità di energia e di semiconduttori. Inoltre, **la ripresa della domanda cinese è più trainante per altre economie europee come la Germania che non per l'Italia. Infine, i comparti energivori in Italia (+0,3% m/m a febbraio da -0,8% a gennaio, contro +1,3% da +1,4% nell'Eurozona) sembrano reagire meno alla moderazione dei prezzi energetici piuttosto che in Germania**, probabilmente a causa di interventi governativi diretti meno pervasivi, e di un maggiore ritardo nella trasmissione dei prezzi all'ingrosso dell'energia sugli utenti finali. **Le aspettative di produzione delle imprese iniziano però già a riflettere il calo dei prezzi:** a marzo la **fiducia delle imprese manifatturiere** è salita a 104,2 da 103 di febbraio, **il livello più alto dal luglio dello scorso anno**. Il miglioramento è trainato dalle aspettative su ordini e produzione mentre le valutazioni correnti sono aumentate solo in misura modesta. **Anche il PMI manifatturiero è rimasto in territorio espansivo** (a 51,1 da 52 a febbraio): produzione e occupazione hanno mantenuto i livelli elevati del mese scorso, mentre gli ordini dall'estero sono tornati sopra il valore-soglia dopo quasi un anno.

La ripresa della domanda cinese sarà meno trainante per l'Italia, che al contrario risentirà del rallentamento statunitense



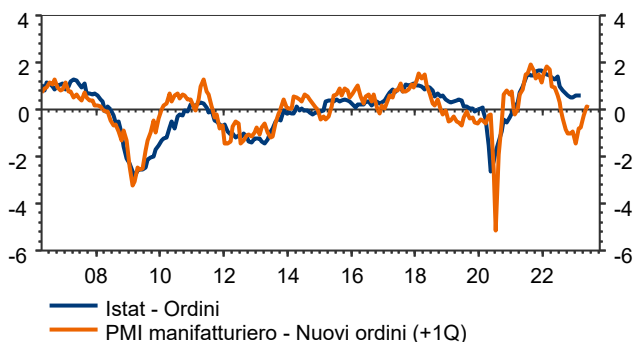
Fonte: Intesa Sanpaolo, FMI

PMI e indagini Istat in territorio espansivo



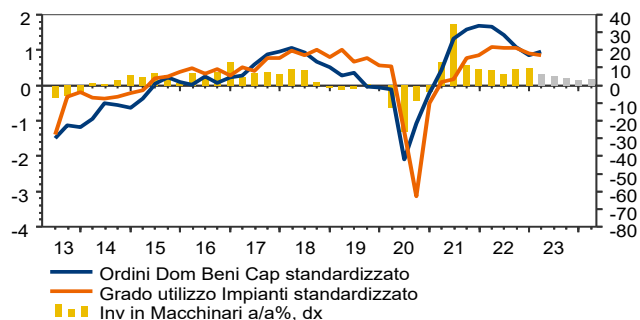
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Le indagini (soprattutto i PMI) puntano verso una ripresa degli ordini



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Il ciclo degli investimenti non sembra essere terminato

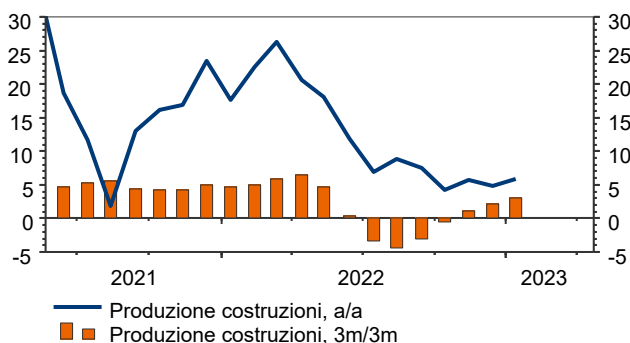


Nota: previsioni in grigio. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Nelle costruzioni, frena il residenziale mentre ritrova spinta l'ingegneria civile

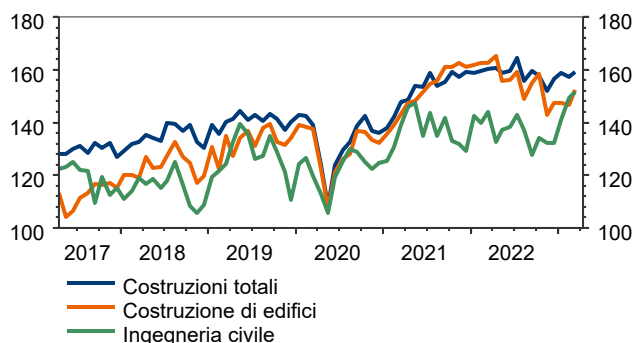
Nel 4° trimestre del 2022 i permessi di costruire nel comparto residenziale hanno registrato un rimbalzo assai modesto dopo l'ampia flessione dei tre mesi precedenti, sia per quanto riguarda il numero di nuove abitazioni (0,4% da -14,9% t/t) che la superficie abitabile (0,7% da -12,3% t/t). La crescita tendenziale è rimasta in territorio ampiamente negativo (-10,7% e -8,1%, rispettivamente, per quanto riguarda numero di abitazioni e superficie). Viceversa, i permessi nel comparto non residenziale sono tornati a crescere, del 4% su base congiunturale, dopo due trimestri di contrazione (-7,9% t/t nei mesi estivi), ed è tornata in positivo anche la variazione annua (a 16,1% da -10,6%). In sintesi, dopo un robusto 2021 e una ancor solida prima parte del 2022, a cominciare dal secondo semestre dello scorso anno l'edilizia residenziale sembra aver iniziato a risentire degli effetti della minore generosità dei bonus fiscali, nonché della restrizione monetaria (attesi pesare sull'attività anche nei prossimi trimestri). È invece possibile che sull'edilizia non residenziale si cominci a vedere l'impatto dell'accelerazione della spesa infrastrutturale prevista dal PNRR. Nei prossimi trimestri potremmo quindi vedere una miglior performance della componente non residenziale rispetto a quella abitativa, come sembrano peraltro suggerire le indagini di fiducia, che hanno registrato un deciso miglioramento del morale nell'ingegneria civile da fine 2022. Peraltro, nonostante il progressivo esaurimento degli incentivi fiscali, il completamento dello stock di commesse invase, su livelli decisamente superiori alla media storica e alle altre principali economie, potrebbe offrire ancora sostegno all'attività nel breve termine, seppure la tendenza rimanga in decelerazione. D'altronde, nonostante la stretta sui bonus edilizi, il morale delle imprese del settore, dopo aver toccato un minimo lo scorso novembre, è tornato a crescere e si è attestato a marzo su livelli storicamente molto elevati e non troppo lontano dal record storico toccato nel luglio dello scorso anno.

Le costruzioni potrebbero essere tornate a contribuire alla crescita del valore aggiunto nel 1° trimestre del 2023



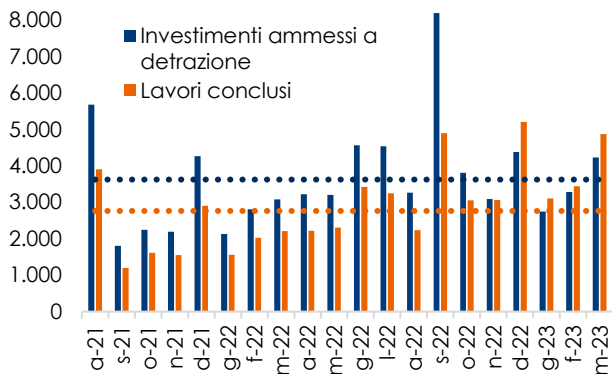
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il recente recupero del morale nell'ingegneria civile potrebbe riflettere la partenza degli investimenti infrastrutturali del PNRR



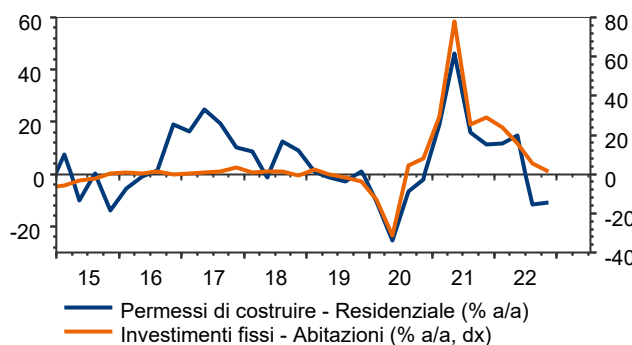
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il ricorso al Superecobonus 110% ha visto una riaccelerazione in febbraio e marzo



Nota: investimenti aggiuntivi per mese, la linea tratteggiata indica la media mensile. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ENEA, Governo

I dati sui permessi di costruzione anticipano una possibile flessione tendenziale per gli investimenti residenziali nei prossimi trimestri

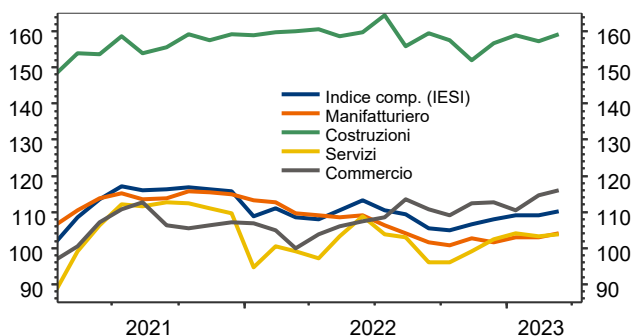


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La ripresa dell'attività nei servizi sta diventando più evidente

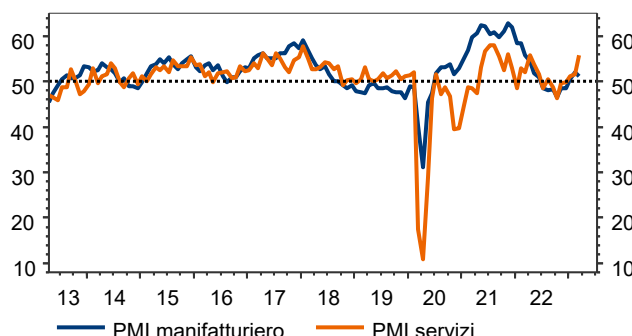
Nonostante la limitata disponibilità di dati reali relativi all'attività nei servizi, le indagini condotte tra gli operatori del settore sono compatibili con una **ripartenza probabilmente già in corso** nel comparto, **anche grazie a evidenze di una stagione turistica primaverile molto positiva**. Dopo la frenata di fine 2022, gli indici di fiducia sono tornati su livelli espansivi. **Il PMI servizi di marzo è salito a 55,7 da un precedente 51,6, ai massimi da quasi un anno**. L'indagine è trainata da una netta accelerazione dell'attività corrente, al livello più alto da novembre 2021, e da intenzioni di assunzione ancora ampiamente espansive. Rallenta inoltre la crescita dei prezzi, sia pagati che ricevuti, suggerendo che anche il picco per l'inflazione nei servizi possa essere prossimo. **L'indicatore dell'Istat sul clima di fiducia delle imprese dei servizi è salito anch'esso a marzo**, a 103,8 da un precedente 103,3, pur rimanendo al di sotto dei livelli di dicembre. L'indice composito IESI, ai massimi dallo scorso agosto, suggerisce la presenza di **rischi al rialzo sul nostro profilo di crescita tra il 1° e il 2° trimestre del 2023**. Nel 1° trimestre, il contributo dei servizi al valore aggiunto potrebbe risultare circa nullo, come quello dell'industria in senso stretto (ma sul terziario sembra sussistere qualche rischio al rialzo su tale stima), mentre un apporto positivo dovrebbe continuare a venire dalle costruzioni (anche se in misura minore rispetto a quanto visto nell'ultimo trimestre dello scorso anno). In sintesi, per il momento **manteniamo la nostra previsione di un PIL circa stabile a inizio anno e in crescita dello 0,2% t/t a trimestre, a partire dalla primavera, spinto soprattutto dal settore dei servizi**, in presenza di una ripresa verosimilmente moderata per l'industria, e di una tendenza in rallentamento per l'edilizia.

Le indagini Istat di marzo hanno registrato un miglioramento del morale diffuso ai principali comparti e trainato dal commercio



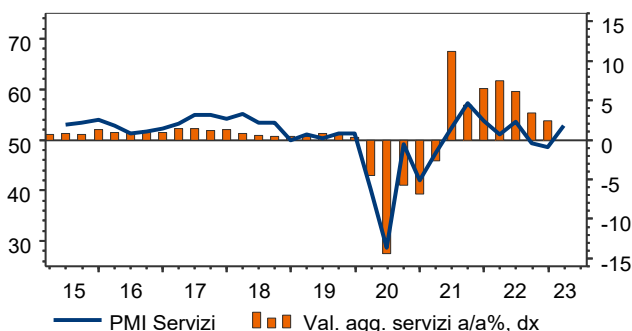
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I PMI sono tornati entrambi su livelli espansivi; quello dei servizi mostra una netta accelerazione a marzo



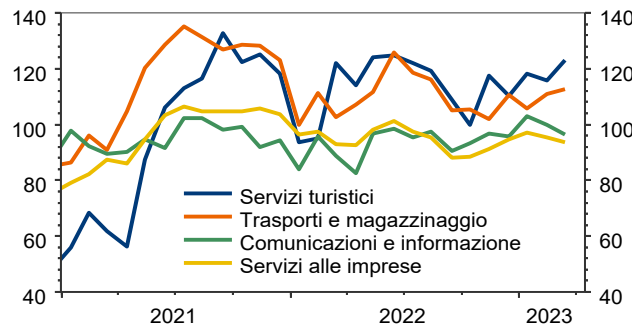
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

I servizi potrebbero essere tornati a contribuire positivamente alla crescita del valore aggiunto già dal 1° trimestre



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

A livello settoriale prosegue la ripresa nel turismo, a marzo corregge il morale nei servizi alle imprese e nelle comunicazioni

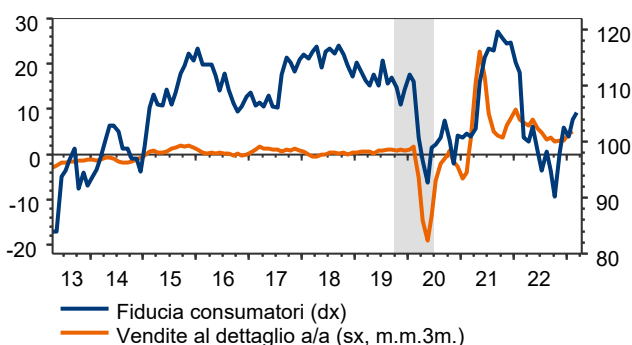


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Morale delle famiglie in recupero ma i consumi per ora restano fiacchi

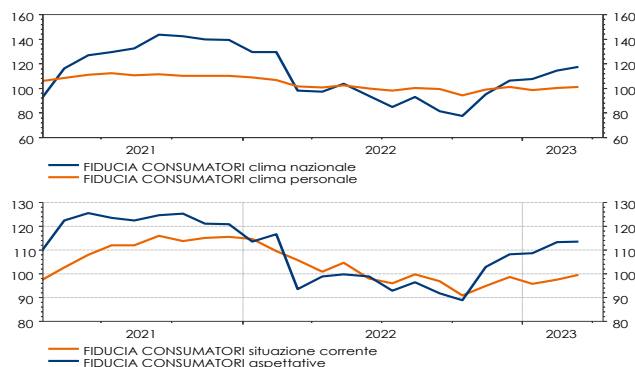
A marzo, il morale delle famiglie è salito a 105,1 da 104 di febbraio: è il livello più alto dallo scoppio della guerra in Ucraina. L'aumento è guidato da un **balzo del clima economico nazionale e delle valutazioni correnti**, mentre i progressi sono stati meno pronunciati per la situazione personale delle famiglie, e le aspettative per il futuro sono risultate poco variate. **I risparmi sia attuali che futuri sono diminuiti, un segnale che le famiglie stanno riducendo il tasso di risparmio per sostenere la spesa nonostante la perdita di potere d'acquisto.** Le indicazioni delle indagini sono confermate dai conti trimestrali: nel 4° trimestre il potere d'acquisto delle famiglie ha subito la più ampia contrazione dopo quella registrata durante il primo lockdown (-3,7% t/t) mentre i consumi hanno evidenziato un calo relativamente più contenuto (-1,6% t/t) a fronte di un **tasso di risparmio che è sceso ad un nuovo minimo storico (5,3%)**. Dopo aver offerto sostegno alle spese nel 2022, l'extra-liquidità accumulata durante la pandemia si sta progressivamente ridimensionando mentre il probabile recupero della propensione al risparmio nei prossimi trimestri limita la spinta che ci si può attendere dai consumi. **A febbraio il volume delle vendite al dettaglio è calato di -0,9% m/m** dopo la crescita di 1,1% di gennaio: il dato lascia gli acquisti in rotta per una contrazione nel 1° trimestre del 2023 (sarebbe la terza consecutiva). La flessione più ampia è stata registrata dagli acquisti di beni alimentari, in calo per la prima volta dopo cinque mesi anche in valore. La **ripresa della fiducia delle imprese del commercio al dettaglio, che ha toccato un nuovo massimo storico assoluto a marzo**, segnala però che una svolta in positivo anche per i consumi di beni potrebbe essere prossima.

Fiducia dei consumatori ai massimi da febbraio 2022, ma le vendite al dettaglio restano deboli



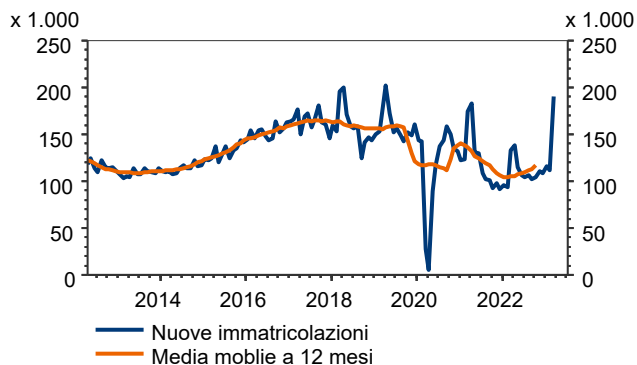
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020; l'area ombreggiata corrisponde al periodo recessivo. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il progresso della fiducia di marzo è guidato da clima nazionale e situazione corrente



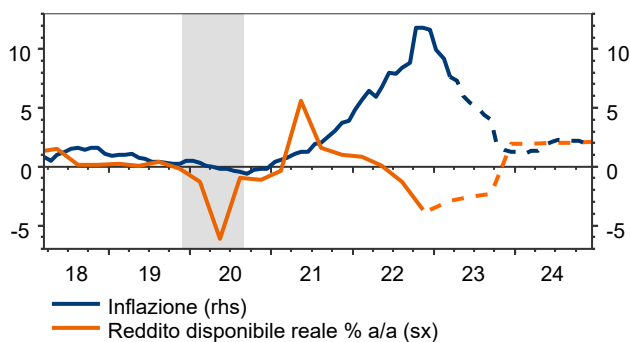
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La normalizzazione delle filiere sostiene le immatricolazioni auto (+41% a/a a marzo), che però nei prossimi mesi potrebbero risentire del rialzo dei tassi



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

Il reddito disponibile reale resterà in negativo su base annua per gran parte del 2023



Nota: l'area ombreggiata corrisponde al periodo recessivo. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Il mercato del lavoro non mostra significativi segnali di indebolimento

È rimasto stabile il tasso di disoccupazione a febbraio, dopo che la lettura del mese precedente è stata rivista al rialzo a 8% (da 7,9%). Si è registrata una lieve diminuzione mensile dei disoccupati (-12 mila, dopo due mesi d'incremento), spiegata dalla crescita degli occupati (+10 mila) a fronte di un tasso di attività sostanzialmente invariato. La crescita dell'occupazione è concentrata nella componente maschile (+54 mila contro un calo di -44 mila tra le donne) e riguarda tutte le fasce d'età ad eccezione dell'intervallo 35-49 anni. A livello contrattuale sono stati gli autonomi a risultare trainanti. I tassi di attività e di occupazione (rispettivamente al 66,2% e al 60,8%) stazionano sui massimi da almeno il 2004, tuttavia il paragone con il resto dell'Eurozona è ancora sfavorevole, visto che l'Italia resta il Paese con i più bassi tassi di occupazione e di attività. Anche il tasso di disoccupazione, seppur su livelli mediamente inferiori a quelli registrati nell'ultimo decennio, resta tra i più elevati (superato solo da Spagna e Grecia). Il potenziale di recupero è perciò ampio e non vediamo significativi segnali d'inversione. Le intenzioni di assunzione delle imprese restano in territorio espansivo, le preoccupazioni sulla disoccupazione dei nuclei familiari sono in calo (a marzo sono scese al livello più basso dal 2019), e il tasso di posizioni vacanti resta prossimo ai massimi storici in tutti i principali settori. **Non vediamo un significativo incremento della disoccupazione nel corso del 2023.**

A febbraio il tasso di disoccupazione si è stabilizzato all'8%



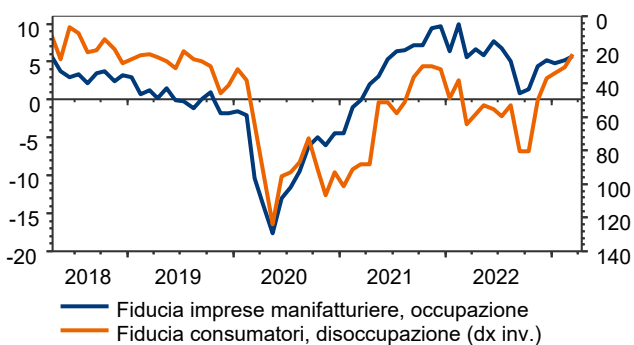
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il tasso di partecipazione è sui massimi da almeno il 2004, il tasso di disoccupazione è ancora superiore ai livelli pre-crisi finanziaria



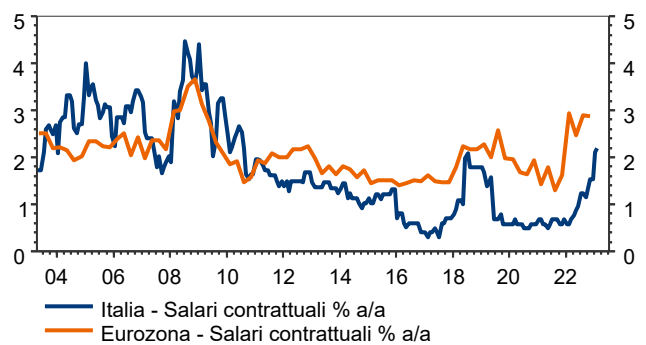
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il mercato del lavoro resta in buona salute e le indagini non mostrano segnali d'inversione



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

La crescita dei salari contrattuali ha accelerato a fine 2022 ma rimane inferiore alla media dell'area euro

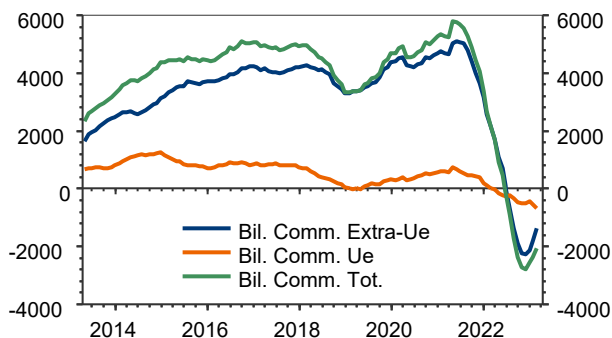


Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

Continua a ridursi il disavanzo commerciale

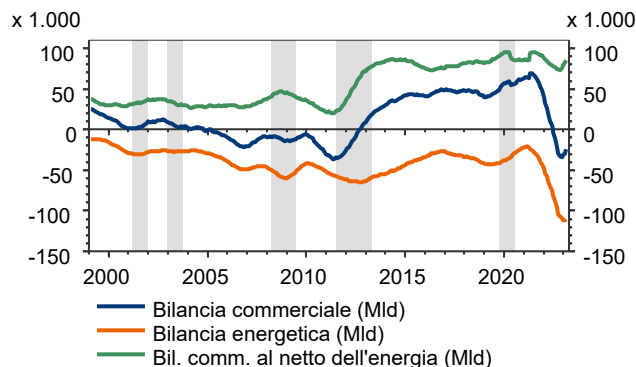
I dati sul commercio estero di febbraio hanno registrato il secondo progresso congiunturale consecutivo per le esportazioni (0,4% m/m da 0,3% di gennaio) a fronte del sesto calo per le importazioni (-1,4% da -3% precedente). La crescita dell'export è spiegata soprattutto dagli scambi con i Paesi extra-UE (+1,7% m/m) e dall'energia (+12,3%), al netto della quale le esportazioni sarebbero stagnanti. Si registra infatti un'ampia flessione per le vendite all'estero di beni intermedi (-3,6%) e di consumo durevoli (-1,7%), compensata dalla crescita dei non durevoli (+3,9%) e dalla sostanziale stagnazione dei beni strumentali (0,3%). Il calo dell'import continua a riflettere i ribassi dei prezzi (-1,7% m/m), soprattutto dell'energia (gli acquisti di prodotti energetici flettono di -7,3% m/m). Al netto dell'energia le importazioni sono quasi stagnanti (-0,1% m/m). In termini tendenziali i dati espressi in volume evidenziano una sostanziale stagnazione dell'export (+0,1%) a fronte di un ampio calo (-2,5%) per l'import. Su base settoriale è ancora la farmaceutica, soprattutto verso la Cina, a trainare le esportazioni, seguita dalle vendite di macchinari in Francia e Germania. Il saldo commerciale ha registrato un avanzo di 2,1 miliardi di euro (contro un deficit di -1,5 miliardi un anno prima), grazie al ridimensionamento del disavanzo energetico (-5,8 miliardi da -6,9 di febbraio 2022) e all'ampliamento del surplus nell'interscambio di beni non energetici (7,9 miliardi da 5,4). Nei prossimi mesi il rallentamento del ciclo globale frenerà l'export ma il calo dei prezzi energetici dovrebbe continuare a ridurre le pressioni sulla bilancia commerciale, attesa riassorbire progressivamente gli squilibri registrati nel 2022.

Saldo commerciale ancora in deficit ma in recupero dai minimi del 2022



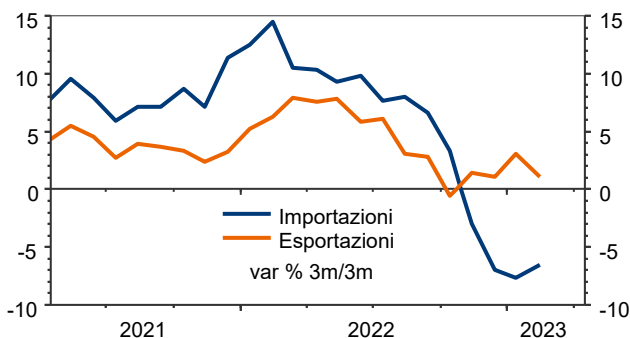
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il calo dei prezzi dell'energia dovrebbe continuare a ridurre le pressioni sulle ragioni di scambio



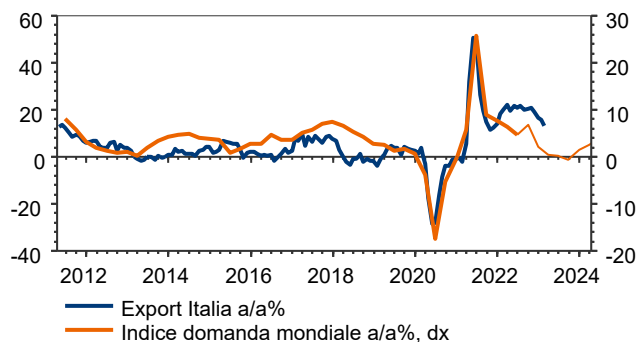
Nota: le aree ombreggiate corrispondono a periodi di recessione.
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le esportazioni restano più dinamiche delle importazioni



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il rallentamento della domanda mondiale, tuttavia, non potrà non pesare sull'export italiano

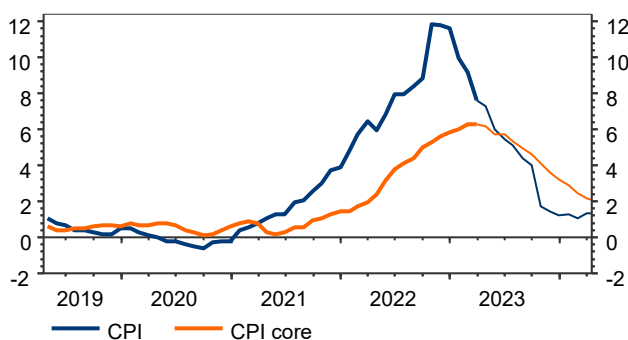


Nota: media mobile a 3 mesi della variazione % annua dell'export.
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

Si stabilizza l'inflazione core, per la prima volta dopo 13 mesi di rialzi

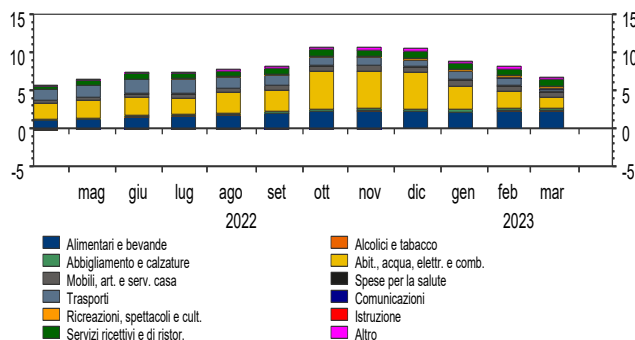
A marzo, l'inflazione calcolata sull'indice nazionale è scesa al 7,6% dal 9,1% di febbraio, quella armonizzata è calata all'8,1% dal 9,8%. Nel mese i prezzi sono diminuiti di -0,4% m/m sul NIC e cresciuti di +0,8% m/m sull'IPCA. **Il mercato rallentamento tendenziale è imputabile prevalentemente alla componente energetica** (da 28,2% a 10,8% a/a; -8,9% m/m), spinta al ribasso dai prezzi del gas e dell'energia elettrica. **La crescita annua dei prezzi degli alimentari è rimasta stabile** (12,9% a/a; +0,9% m/m): l'accelerazione degli alimentari freschi (da 8,7% a 9,1%; +1% m/m) è stata spiazzata da un lieve rallentamento di quelli lavorati (da 15,5% a 15,3%; +0,7% m/m). Rallentano i beni industriali non energetici (a 5,4% da 5,5% a/a, 0,3% m/m) mentre **continua l'accelerazione tendenziale dei servizi** (da 4,4% a 4,5%), spinti dai servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona, e dai servizi di alloggio. **L'inflazione al netto di energetici e alimentari freschi è rimasta stabile a 6,3% a/a (per la prima volta dopo 13 mesi consecutivi di rialzi)**. Riteniamo che la discesa dell'inflazione possa continuare nei prossimi mesi spinta dagli effetti base sull'energia; stimiamo una media annua al 5,6% sull'IPCA e al 5,2% sul NIC nel 2023. Come altrove nell'Eurozona, **i rischi al rialzo sono concentrati sulla componente core** che potrebbe iniziare a calare stabilmente solo nel 2° semestre. **I prezzi alla produzione nell'industria sono scesi di -1% m/m a febbraio** (9,6% a/a da 11,1%, nuovo minimo da metà 2021), trainati dai prodotti energetici e, in misura minore, dai beni intermedi. Al netto dell'energia, il PPI ha registrato un aumento congiunturale modesto (+0,1%) e una crescita tendenziale in rallentamento a 8,7% da 9,7% di gennaio. Pensiamo che nei prossimi mesi la tendenza al ribasso possa divenire più diffusa, trasmettendosi dall'energia alle altre principali tipologie di beni.

Per l'inflazione core la discesa sarà più lenta rispetto alla dinamica headline



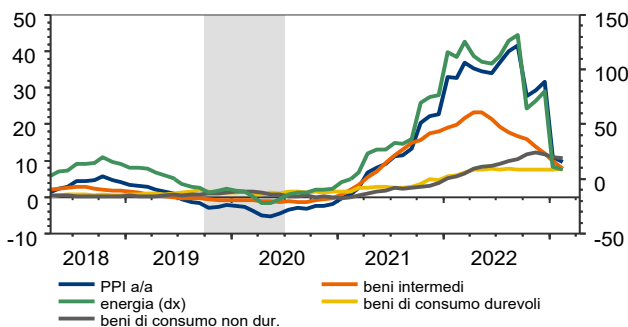
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Inflazione energetica in ridimensionamento, resta ampio il contributo degli alimentari



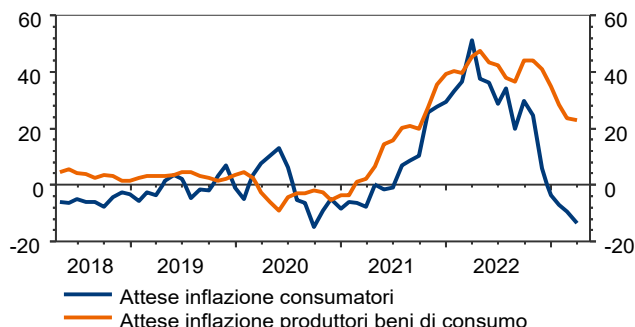
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il calo dell'energia potrebbe trasferirsi sui prezzi alla produzione anche negli altri comparti



Nota: in ombreggiato i periodi recessivi. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Prosegue la tendenza al ribasso delle aspettative sui prezzi di consumatori e imprese manifatturiere



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

Tendenze del settore bancario

Prestiti alle imprese in lieve calo, ulteriore rallentamento di quelli alle famiglie

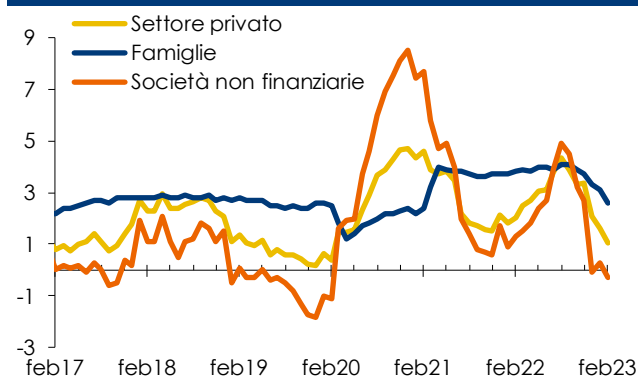
In conseguenza del notevole rialzo dei tassi, prosegue il rallentamento del credito bancario. La crescita dei prestiti al settore privato a febbraio è scesa a +1,1% a/a dall'1,6% di gennaio e risulta essersi interrotta a marzo, con un +0,2%, secondo le anticipazioni ABI. Per i prestiti alle società non-finanziarie, dopo la frenata di fine 2022, i primi due mesi del 2023 si sono chiusi all'insegna della debolezza, con un lieve calo a febbraio, pari a -0,5%. È proseguito il rallentamento dei prestiti alle famiglie, il cui tasso di crescita è sceso a 2,5% da 3% di gennaio. L'andamento riflette quello dei mutui per l'acquisto di abitazioni, in decelerazione a +3,7% a febbraio da +4,3% a gennaio. A sua volta, tale andamento risente del calo in atto da alcuni mesi nei volumi per nuovi contratti di mutuo. I flussi mensili hanno confermato un aumento anno su anno delle erogazioni a tasso variabile e, all'opposto, un calo di quelle a tasso fisso. Tuttavia, la quota del tasso variabile sul totale delle operazioni mensili si sta ridimensionando, in relazione alla riduzione del differenziale tra tasso fisso e variabile. Quest'ultimo, ampliatosi nel 2022 a punte di 0,9% e 1% per chiudere l'anno a 0,8%, nei primi mesi del 2023 si è ridotto sensibilmente, a soli 18pb a febbraio.

Elisa Coletti

In conseguenza del notevole rialzo dei tassi d'interesse, prosegue il rallentamento del credito bancario. **La crescita dei prestiti al settore privato si è ulteriormente indebolita a febbraio**, scendendo a +1,1% a/a dall'1,6% di gennaio e +2,1% di fine 2022 e risulta essersi interrotta a marzo quando, secondo le anticipazioni ABI, si è registrato un +0,2% (dati al netto delle controparti centrali e corretti per le cartolarizzazioni e altre cessioni). Per il totale dei **prestiti a famiglie e imprese la dinamica è stata dell'1,0% a febbraio, dall'1,5% del mese precedente, ed è stimata da ABI a +0,5% a marzo.**

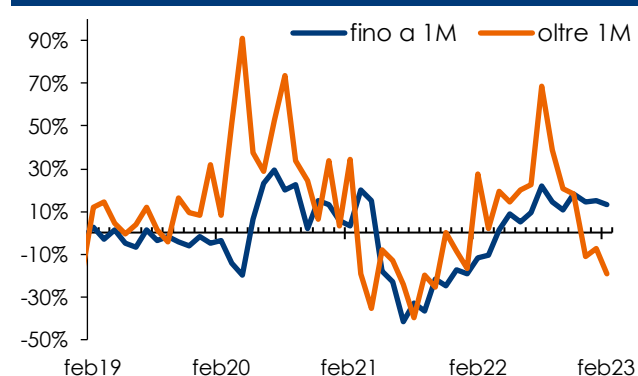
Per i prestiti alle società non-finanziarie, dopo il marcato rallentamento di fine 2022, i primi mesi del 2023 si sono chiusi all'insegna della debolezza, **con febbraio che ha segnato un tasso di variazione leggermente negativo, del -0,5% a/a**, dal +0,04% di gennaio e -0,3% di fine 2022. **Anche le erogazioni lorde mensili sono tornate in calo, pari a -8,7% a/a a febbraio**, confermando l'interruzione a dicembre 2022 della fase di aumento a due cifre osservata fino a novembre. L'andamento complessivo riflette quello delle operazioni oltre 1 milione che, dopo aver svolto in negativo a dicembre, a febbraio hanno riportato un'accentuazione del calo, pari a -19,2% a/a da -7,2% di gennaio (-11% a dicembre). Diversamente, è proseguita a ritmi sostenuti la crescita dei flussi lordi fino a 1 milione, in positivo per l'undicesimo mese consecutivo, del +13,4% a febbraio, dopo due rilevazioni in aumento, prossimo al 15%.

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)

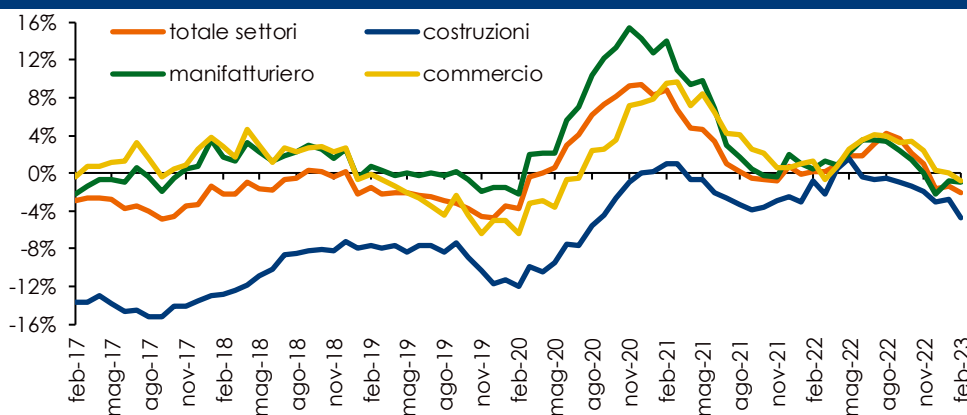


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le dinamiche creditizie dei macrosettori confermano una debolezza generale a inizio 2023, dopo la frenata nell'ultima parte del 2022. In dettaglio, **per il 3° mese consecutivo, i prestiti alle imprese**

manifatturiere sono risultati in lieve calo anno su anno, del -1% a febbraio, in linea col -0,8% di gennaio (dati riferiti ai prestiti escluse le sofferenze). Anche i prestiti al commercio sono scesi leggermente in negativo, col -0,7% a/a a febbraio che fa seguito a due mesi di variazioni circa nulle (+0,1% a gennaio). **I prestiti alle costruzioni hanno segnato un peggioramento** di una dinamica in negativo già da diversi mesi, **registrando una contrazione del -4,7% a/a a febbraio** più intensa rispetto al -2,8% di gennaio e -3% di fine 2022. Nel complesso, **l'aggregato dei prestiti a società non-finanziarie e famiglie produttrici ha riportato un calo del -2% a/a**, leggermente più marcato di quanto osservato nei due mesi precedenti (-1,4% a/a a gennaio e -1,7% a dicembre).

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

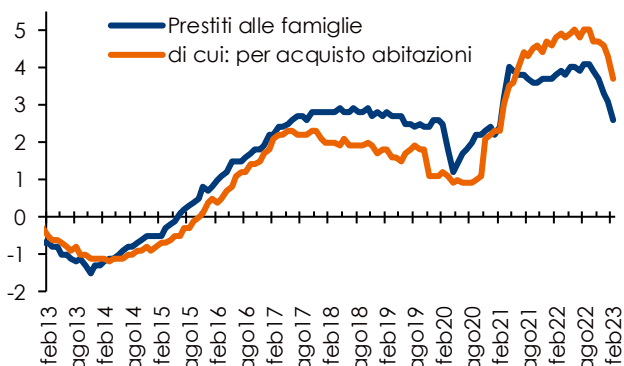


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

E' proseguito il rallentamento dei prestiti alle famiglie, il cui tasso di crescita è sceso a 2,5% a/a a febbraio da 3% a gennaio. L'andamento riflette quello dei **mutui per l'acquisto di abitazioni, in significativa decelerazione a +3,7% a febbraio** da +4,3% a gennaio e +4,7% nel 4° trimestre 2022.

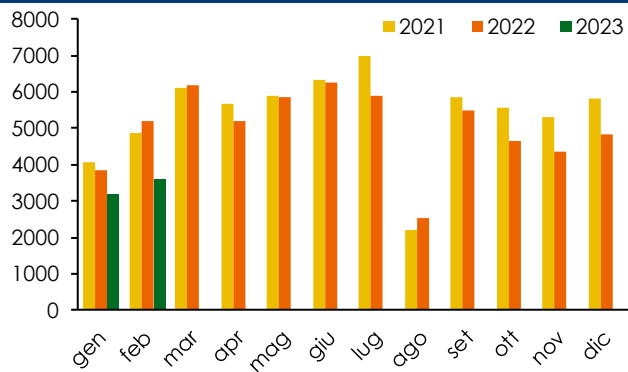
A sua volta, il rallentamento dello stock di mutui risente del **calo in atto da alcuni mesi delle erogazioni di mutui casa**. In particolare, **con l'avvio del rialzo dei tassi di policy**, nel 2° semestre 2022 il flusso lordo di prestiti per nuovi contratti di mutuo è risultato significativamente più contenuto rispetto ai volumi elevati di un anno prima, segnando variazioni negative a due cifre, del -17% nel 4° trimestre. **Il calo dei volumi per nuovi contratti di mutuo risulta ancora più accentuato a febbraio**, quando si è registrato un -31% a/a.

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



Fonte: BCE

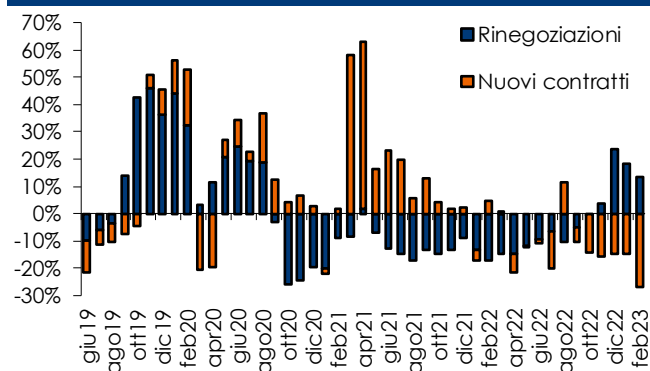
Flussi mensili per nuovi contratti di prestiti per acquisto abitazioni: tre anni a confronto (EUR mln)



Fonte: BCE, elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

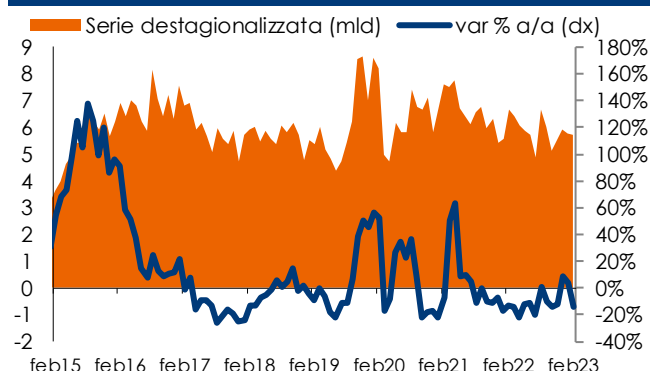
Le **rinegoziazioni, all'opposto, hanno mantenuto una crescita a tre cifre** che riflette da un lato il rimbalzo di fine 2022 e dall'altro i modesti volumi registrati nella prima parte dell'anno scorso. A febbraio, come già a gennaio, l'importo delle rinegoziazioni è risultato circa doppio rispetto a dodici mesi prima, attestandosi al 29% del totale delle operazioni mensili, da pressappoco un terzo nei due mesi precedenti. Tale forte dinamica non è però riuscita a controbilanciare il calo delle operazioni per nuovi contratti, cosicché il **flusso lordo complessivo** (somma di rinegoziazioni e nuovi contratti) **è tornato a ridursi**, dopo soli due mesi di ripresa (-13,6% a/a a febbraio, da +8,9% a/a a fine 2022 e una flessione in media del 13% circa negli undici mesi precedenti).

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



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, flussi lordi mensili (EUR mln e var. % a/a)

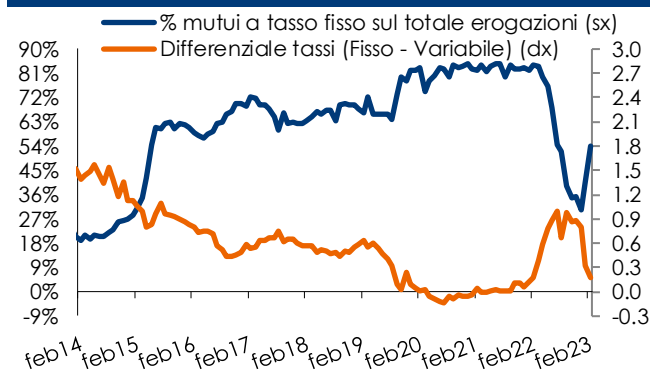


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

A febbraio è **proseguito l'aumento delle erogazioni di mutui a tasso variabile**, un trend in atto da maggio 2022. Il ritmo di crescita è rimasto a tre cifre, come osservato da luglio 2022, ma **il volume e la loro quota sul totale delle operazioni mensili si sta progressivamente ridimensionando, in relazione alla riduzione del differenziale tra tasso fisso e variabile**. Quest'ultimo, ampliatisi da giugno 2022 a punte di 0,9% e 1% per chiudere l'anno a 0,8%, nei primi due mesi del 2023 si è ridotto sensibilmente, **a 0,3% a gennaio e a 0,18% a febbraio**. Infatti, il tasso variabile ha gradualmente recuperato il ritardo osservato nel 2022 nell'adeguamento ai rialzi dei tassi di policy.

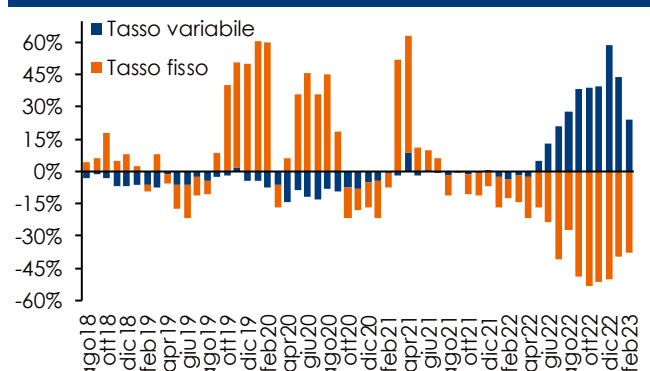
Per quanto riguarda le **erogazioni a tasso fisso, è proseguito l'andamento opposto rispetto alle operazioni a tasso variabile, con un calo a due cifre che però da gennaio è relativamente meno intenso a confronto con i mesi precedenti** (-44,6% a/a a febbraio, da una media di -62% nell'ultimo trimestre 2022). In particolare, **a febbraio, il volume di erogazioni di mutui a tasso fisso è tornato a essere superiore a quello a tasso variabile**. Pertanto, **la quota del tasso variabile sul totale delle operazioni (incluse le rinegoziazioni) è scesa al 46%**, dal 59% di gennaio e dal picco di 69% registrato a fine 2022 (65% la media degli ultimi 4 mesi dell'anno, 17% nel 1° trimestre 2022).

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 ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Alla riduzione dei depositi si contrappone l'aumento dei titoli a custodia

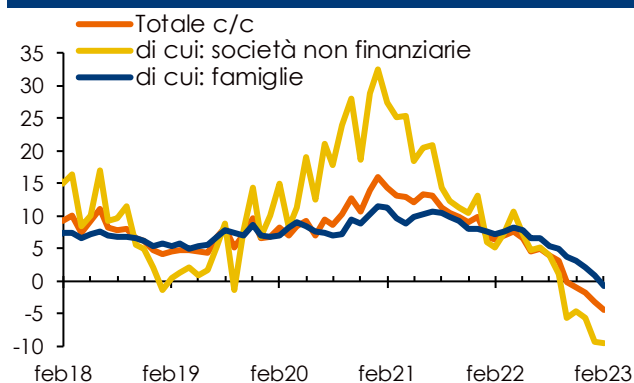
Nel 1° trimestre 2023 è proseguito il calo dei depositi, iniziato sul finire del 2022 per la prima volta dalla crisi del debito sovrano del 2011. A febbraio lo stock ha segnato una riduzione del 2,4% a/a, proseguita a marzo secondo le anticipazioni ABI. Il trend dei depositi totali riflette l'evoluzione dei conti correnti, che a febbraio hanno registrato un calo del 4,3% a/a, in conseguenza di un significativo utilizzo di liquidità nel 1° bimestre dell'anno, pari a 73 miliardi, di cui quasi 67 dai conti correnti di famiglie e società non-finanziarie. In parte, il deflusso è stato controbilanciato da uno spostamento verso i depositi a tempo, aumentati di poco più di 10 miliardi nel bimestre per l'aggregato di famiglie e imprese. In parallelo al deflusso netto dai depositi, si è invertito il lungo trend negativo dei titoli di debito in custodia presso le banche che da circa un anno sono di nuovo in crescita. La ripresa riguarda i titoli a custodia delle famiglie consumatrici, tornate a investire direttamente in titoli governativi italiani, ma anche quelli delle imprese. Nel complesso, i titoli a custodia di famiglie e imprese sono cresciuti di 36 miliardi nel 1° bimestre 2023.

Elisa Coletti

Le statistiche bancarie di febbraio hanno confermato le indicazioni dei dati preliminari che delineavano il proseguimento del calo dei depositi, iniziato sul finire del 2022 per la prima volta dalla crisi del debito sovrano del 2011. **Dopo il -1,8% di gennaio, febbraio ha riportato una riduzione dello stock dei depositi del 2,4% a/a, continuata a marzo** secondo le anticipazioni ABI (con una variazione di -2,9% a/a dal -2,2% di febbraio su dati omogenei). Il trend dei depositi totali riflette l'evoluzione dei **conti correnti, che a febbraio hanno registrato un calo del 4,3% a/a**, dal -3,1% di gennaio. Queste variazioni risentono del cospicuo utilizzo di liquidità nel 1° bimestre dell'anno, pari a 73 miliardi, di cui quasi 67 dai conti correnti di famiglie e società non-finanziarie (rispettivamente -19,4 e -47,3 miliardi) nella totalità più intenso di quanto registrato nello stesso periodo del 2022. In parte, il deflusso è stato controbilanciato da uno **spostamento verso i depositi a tempo**, aumentati di poco più di 10 miliardi nel bimestre per l'aggregato di famiglie e imprese.

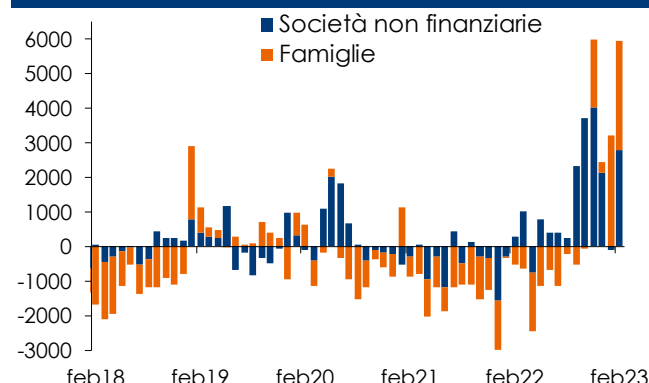
Con riferimento allo **stock complessivo dei depositi a durata prestabilita, è quindi proseguita l'accelerazione del trend, col +32% a/a a febbraio dal +21,3% di gennaio, quarto dato in crescita** dopo il +14,3% di fine 2022. Il rapido recupero riflette la risalita dei tassi corrisposti su questi strumenti a fronte della vischiosità di quelli sui conti correnti.

Conti correnti (*) (var. % annua)



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

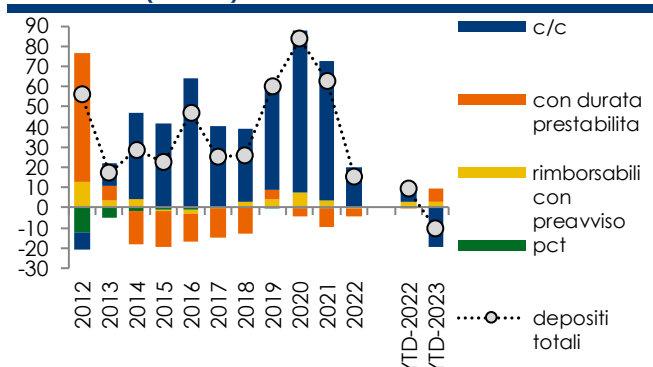
Flussi mensili di depositi con durata prestabilita (EUR mln)



Fonte: BCE

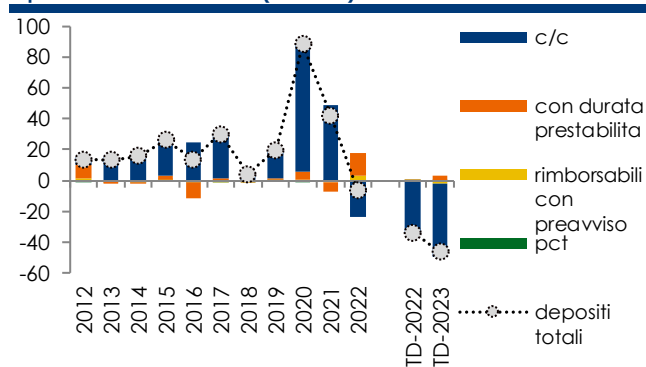
In parallelo al deflusso dai depositi, si è invertito il lungo trend negativo dei titoli di debito in custodia presso le banche che da circa un anno sono di nuovo in crescita. **La ripresa dei titoli di debito a custodia interessa soprattutto le famiglie consumatrici**, tornate a investire direttamente in titoli governativi italiani: da aprile 2022 a febbraio 2023 risulta un aumento dello stock dei loro titoli a custodia per 88,7 miliardi, cifra che fa seguito a una continua riduzione durata dieci anni, per un volume di circa -540 miliardi. Un aumento si riscontra anche per i titoli in custodia delle imprese, di 29,2 miliardi da aprile 2022 a febbraio 2023. Nel complesso, i titoli a custodia di famiglie e imprese sono cresciuti di 36 miliardi nel 1° bimestre 2023.

Flussi netti verso i depositi delle famiglie, dati annui e primi due mesi del 2023 (EUR mld)



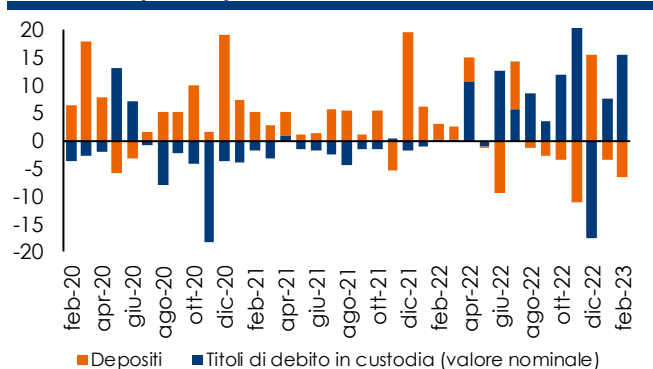
Fonte: BCE ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Flussi netti verso i depositi delle società non-finanziarie, dati annui e primi due mesi del 2023 (EUR mld)



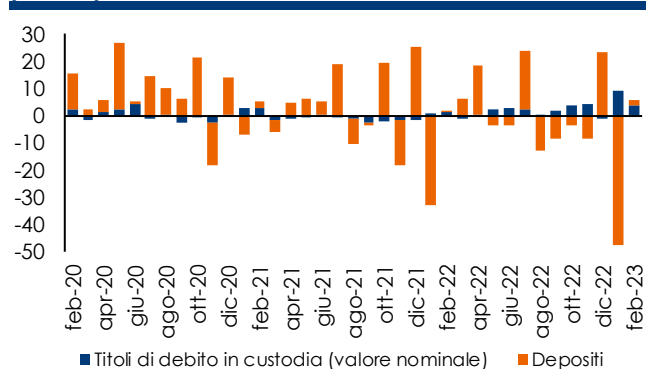
Fonte: BCE ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Flussi netti mensili di depositi e titoli a custodia delle famiglie consumatrici (EUR mld)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

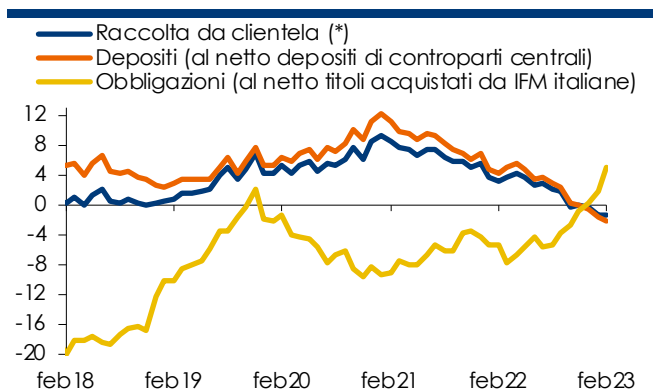
Flussi netti mensili di depositi e titoli a custodia delle imprese (EUR mld)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

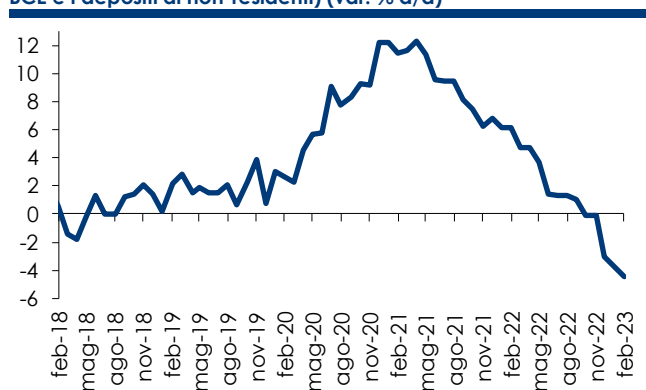
Tornando alla raccolta diretta, l'andamento dello **stock di obbligazioni è in netto miglioramento. Dopo essere tornate in crescita a inizio 2023, dell'1,7% a/a a gennaio e 5% a febbraio**, a marzo il ritmo è più che raddoppiato, a +10,9% secondo le stime ABI. Tuttavia, a causa della flessione dei depositi, da fine 2022 **la raccolta totale da clientela segna variazioni negative (-1,5% a/a a febbraio)** ed è stimata ancora in calo a marzo (-1,6%, fonte ABI). Anche la raccolta complessiva, incluso rifinanziamento BCE e depositi di non residenti, è in calo da fine 2022, del -4,4% a febbraio.

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

Macroeconomic Analysis

Macroeconomic Research

Paolo Mameli – Economista macro Italia

Andrea Volpi – Economista macro Area euro/Italia

Simone Zava – Economista

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com

simone.zava@intesasnpaolo.com

Industry & Banking Research

Banking Research

Elisa Coletti – Economista Banche

elisa.coletti@intesasnpaolo.com