



La Bussola dell'Economia Italiana

Direzione Studi e Ricerche

Maggio 2023

IMI

CORPORATE &
INVESTMENT
BANKING

La bussola dell'economia italiana

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Il punto sull'implementazione del PNRR	2
Sintesi della previsione macroeconomica	2
Produzione industriale in calo per il terzo mese a marzo	5
Fiducia delle imprese manifatturiere in decisa flessione ad aprile	6
Tengono meglio del previsto le costruzioni	6
I servizi si confermano il principale "motore di crescita"	7
Morale dei consumatori in recupero ma ancora sotto la media storica	7
Dinamica occupazionale positiva, ancora contenute le pressioni salariali	8
Migliora il saldo commerciale per effetto del contro-shock energetico	9
La risalita dell'inflazione ad aprile dovrebbe risultare temporanea	10

Tendenze del settore bancario

Ancora in lieve calo i prestiti alle imprese e in rallentamento quelli alle famiglie	14
Prosegue la ricomposizione dei portafogli verso depositi a tempo e titoli di debito	18

Maggio 2023

Nota Mensile

Direzione Studi e Ricerche

Paolo Mameli

Economista Macro Italia

Andrea Volpi

Economista Macro

Simone Zava

Economista Macro

Elisa Coletti

Economista Banche

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Il punto sull'implementazione del PNRR

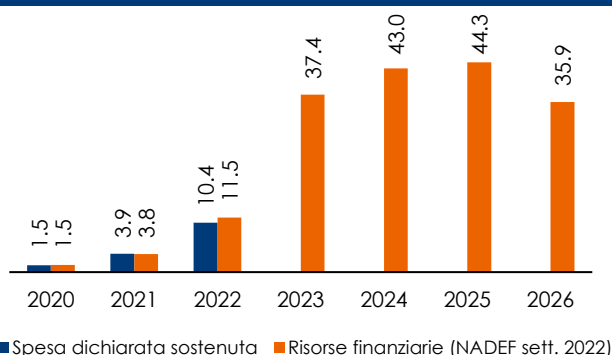
Paolo Mameli

Al di là dello sblocco della terza rata dei fondi NGEU all'Italia da 19 miliardi di euro, sono aumentate le evidenze di ritardi nell'implementazione del Piano: l'obiettivo di spendere oltre 40 miliardi nel 2023, e di completare tutti i progetti entro il 2026, appare sfidante. Il Governo ha annunciato l'intenzione di discutere con la UE una "rimodulazione" del PNRR nelle prossime settimane: potrebbero essere definanziate alcune opere infrastrutturali a vantaggio di meccanismi "automatici" di incentivi alle imprese.

- Si sono riaccessi i fari dei riflettori sul PNRR italiano, dopo che è ancora in corso la verifica da parte della Commissione (inizialmente prevista entro il 31 marzo, termine poi prorogato al 30 aprile) del rispetto delle 55 condizioni previste dal Piano per il 2° semestre 2022, cui è soggetto lo **sblocco della terza rata da 19 miliardi** di euro.
- Gli **interventi oggetto di approfondimento**, secondo la [Nota di Palazzo Chigi](#) dello scorso 27 marzo, sono tre: 1) le **concessioni portuali** (la Commissione propone di limitarne la durata massima, come stabilito dal Decreto inviato al Consiglio di Stato il 14 ottobre 2022); 2) le **reti di teleriscaldamento** (Bruxelles ha messo in dubbio l'ammissibilità di alcuni interventi selezionati attraverso la procedura di gara del 30 giugno 2022); 3) i **Piani Urbani Integrati** (la UE ha contestato l'ammissibilità degli interventi relativi al "Bosco dello Sport" di Venezia e allo "Stadio Artemio Franchi" di Firenze). Un [comunicato del Dipartimento per le Politiche Europee della Presidenza del Consiglio dei Ministri](#) chiariva lo scorso 22 aprile che **gli interventi relativi al Bosco dello Sport di Venezia e dello stadio Franchi di Firenze non saranno rendicontati a valore delle risorse PNRR**. Il raggiungimento di un compromesso per tenere conto dei rilievi della Commissione in merito ai primi due punti non pare un ostacolo insormontabile, ma al momento in cui si scrive non vi è ancora evidenza dello sblocco della tranche in oggetto.
- Sembrano esserci dei **ritardi anche per il raggiungimento formale delle 27 condizioni richieste entro il 30 giugno**. Di queste, secondo Openpolis, solo 5 sono già state pienamente centrate, 3 appaiono vicine al completamento, 12 sono giudicate in linea con la tempistica attesa e 7 mostrano dei ritardi (2 riforme: riduzione dei tempi di pagamento della PA e delle Autorità sanitarie, semplificazione amministrativa e riduzione degli ostacoli normativi alla diffusione dell'idrogeno; 5 investimenti: produzione di idrogeno in aree industriali dismesse, utilizzo dell'idrogeno in settori *hard-to-abate*, sperimentazione dell'idrogeno per il trasporto stradale, abilitazione e facilitazione migrazione al Cloud, tecnologia satellitare ed economia spaziale). Gli obiettivi richiesti entro il 1° semestre sono concentrati soprattutto nella missione 1 "Digitalizzazione, innovazione, competitività, cultura e turismo" (10) e nella 2 "Rivoluzione verde e transizione ecologica" (9). All'interno di queste 27 condizioni (19 su investimenti e 8 in merito alle riforme), continua a essere prevalente il peso delle *milestone* di carattere più "qualitativo" (20) rispetto ai *target* quantitativi (7), ma i *target* ("misurabili" e perciò di più difficile realizzazione) assumono maggiore peso progressivamente, diventando prevalenti già nella seconda metà dell'anno (ben 45 su 63 condizioni totali, la maggior parte dei quali riguardano gli investimenti): in tal senso, **sia per il numero di condizioni totali che per il peso dei target sugli investimenti, la scadenza di fine 2023 appare particolarmente sfidante**.
- Le regole permettono in teoria un esborso parziale, come accaduto in febbraio nel caso della Lituania (per la quale è stato riconosciuto il completamento di 31 condizioni su 33). Ma, al di là dello sblocco della terza tranche, **le maggiori preoccupazioni riguardano l'implementazione del Piano nel suo complesso**, e i ritardi già evidenziati nella capacità di spesa: il Ministro per gli Affari europei, il Sud, le Politiche di Coesione e il PNRR, Raffaele Fitto, ha ammesso che diversi progetti rischiano di non poter essere realizzati entro il 2026.
- La "[Relazione sullo stato di attuazione del PNRR](#)" presentata dalla Corte dei Conti lo scorso 28 marzo ha evidenziato che **a fine 2022 sono stati spesi 23,3 miliardi** (il 12% delle dimensioni finanziarie complessive del Piano), ovvero meno della metà dei 59,5 miliardi previsti inizialmente ma più dei 20,4 miliardi che erano stimati per fine 2022 nella NADEF di fine settembre 2022. Sembra dunque esserci stata una **accelerazione nella spesa effettiva rispetto**

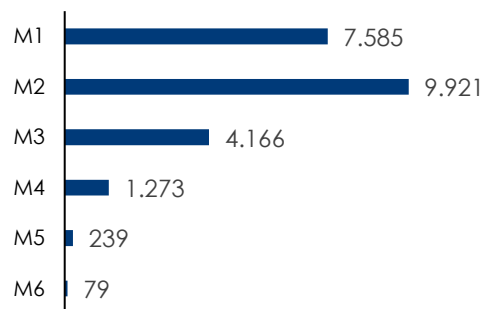
all'ultimo monitoraggio ufficiale (la Relazione al Parlamento di inizio ottobre stimava spese sostenute al 31 agosto per 11,7 miliardi), **che però è interamente riconducibile all'adesione più ampia del previsto ai crediti d'imposta** relativi al piano Transizione 4.0 e a Ecobonus-Sismabonus (che evidentemente non impegnano la capacità progettuale e di spesa della PA): **al netto di questi, la spesa effettiva si ferma a fine 2022 a 10 miliardi** (il 6% della dotazione totale del Piano, al netto dei crediti d'imposta).

Spesa sostenuta e pianificata al netto della misura di rafforzamento dell'Ecobonus-Sismabonus (in miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Corte dei Conti

Spesa effettiva a fine dicembre 2022 ripartita per missioni (in milioni di euro)



Nota: Missione 1= Digitalizzazione, innovazione, competitività, cultura e turismo; Missione 2= Rivoluzione verde e transizione ecologica; Missione 3= Infrastrutture per una mobilità sostenibile; Missione 4= Istruzione e ricerca; Missione 5= Coesione e inclusione; Missione 6= Salute. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Corte dei Conti

- In sintesi, **l'implementazione è più rapida del previsto per quanto concerne gli "automatismi"** (l'adesione ai crediti di imposta), è circa in linea con le attese laddove i progetti riguardano le grandi imprese a partecipazione statale (come RFI), mentre viceversa mostra ampi ritardi nei casi in cui ad attuare gli interventi siano chiamati gli enti locali. L'esperienza fin qui accumulata sembra indicare che una eccessiva **frammentazione** dei progetti abbia amplificato i rischi di implementazione. Una ulteriore criticità deriva dal fatto che la filiera delle **costruzioni**, su cui è incentrata la maggior parte degli interventi (circa 110 miliardi), mostra segni di saturazione della capacità produttiva, e dunque vi sono dei dubbi sul fatto che il comparto sia in grado di aumentare ulteriormente la produzione in tempi rapidi (le simulazioni settoriali del Governo implicano per il settore un aumento del valore aggiunto vicino al 60% nell'orizzonte del Piano). Nel complesso, **gli obiettivi di spesa per i prossimi anni appaiono sfidanti** in quanto implicherebbero una accelerazione della spesa al netto del Superbonus da 10,4 miliardi dello scorso anno a 37,4 miliardi nel 2023, fino a un picco di 43-44 miliardi nel biennio 2024-25.
- Tra le **principali cause dei ritardi nella capacità di spesa** si possono individuare le seguenti:
 - **colli di bottiglia nel reperimento di personale:** i piani di reclutamento straordinario hanno incontrato difficoltà soprattutto nella ricerca di professionalità tecniche specializzate (nei concorsi per ingegneri e architetti oltre due terzi dei posti è rimasto scoperto), e specie nel caso delle assunzioni da parte dei Comuni (che hanno livelli retributivi più bassi e che con le norme attuali non possono stabilizzare il personale dopo 15 mesi di servizio come è possibile invece, dopo le ultime modifiche normative, nel caso dei Ministeri);
 - **carezza di progetti arrivati dai Comuni**, specie dalle aree più svantaggiate del Paese: i Comuni hanno dimostrato un aumento della capacità di spesa rispetto al periodo pre-PNRR (+27% nel 2021-22 rispetto al 2017-20), ma una piena implementazione del Piano richiederebbe una crescita annua del +67% rispetto al 2017-20;
 - **lentezza delle procedure ministeriali per selezionare i progetti da finanziare**, ad esempio in tema di asili nido e scuole dell'infanzia, cui il PNRR dedica 4,6 miliardi, e in quello dell'economia circolare, cui sono destinati 2,6 miliardi;

- Le imprese aggiudicatrici possono chiedere anticipi fino al 30% del valore dell'opera, ma **gli acconti iniziali garantiti dal MEF ai soggetti attuatori sono in genere limitati al 10%**: ciò, visto il rincaro dei costi di realizzazione, ha creato delle carenze di liquidità negli enti;
- il **sistema «ReGis»**, che consente il monitoraggio dell'implementazione del Piano, fatica a essere gestito dalle amministrazioni già gravate da numerosi adempimenti ministeriali; inoltre, esso consente l'inserimento solo delle fatture già pagate per poter ottenere l'erogazione delle rate successive dei finanziamenti.
- Alcuni di questi nodi sono stati affrontati da **interventi normativi**, tra i quali i decreti semplificazioni e in tema di governance (l'ultimo dei quali, il cosiddetto "Decreto PNRR 3" del 24 febbraio, convertito in legge lo scorso 21 aprile, punta a rafforzare i poteri di intervento sostitutivi del Governo centrale nei confronti dei soggetti territoriali attuatori in caso di ritardi) e il «Fondo per l'avvio delle opere indifferibili» da 7,5 miliardi sul 2022-26 per fronteggiare gli aumenti dei prezzi (ma la sola Alta Velocità Palermo-Catania ha assorbito 1,2 miliardi).
- Il regolamento 2021/241 che ha istituito lo strumento di ripresa e resilienza (*Recovery and Resilience Facility* - RRF) prevede, all'art. 21, la possibilità di richiedere **modifiche al PNRR in qualsiasi momento, ma soltanto se alcune misure non possono essere realizzate per circostanze oggettive** (le modifiche devono essere approvate dal Consiglio su proposta della Commissione): Germania, Finlandia e Lussemburgo si sono già avvalsi di tale possibilità, ma si è trattato di modifiche circoscritte a un numero esiguo di progetti. Il rincaro dei costi dei materiali per la realizzazione dei progetti infrastrutturali potrebbe rientrare tra le circostanze di natura oggettiva che consentirebbero la modifica di alcuni progetti, ma non la possibilità di estendere il calendario dell'attuazione di riforme e investimenti oltre il 31 agosto 2026, data fissata dall'art. 18.4(i) del regolamento e, allo stato delle cose, non modificabile. **L'alternativa eventuale sarebbe quella di rinunciare ad alcuni progetti e di conseguenza a una parte dei prestiti.**
- L'intento del Governo nella negoziazione con la UE sarebbe quello di **spostare alcune opere dal finanziamento con i fondi NGEU a quello attraverso i fondi di coesione**, il cui orizzonte è al 2029. **La soluzione di ultima istanza, per non rinunciare ai progetti, sarebbe evidentemente il finanziamento con risorse nazionali** (ad esempio, aumentando la dotazione del Piano Nazionale Complementare che oggi vale 30,6 miliardi, su cui peraltro parimenti si riscontrano ritardi: la Corte dei Conti stima che dei 50 obiettivi relativi al PNC da completare entro fine 2022, solo 10 sono stati pienamente completati, mentre 13 risultano non conseguiti e i restanti solo parzialmente completati).
- Il 31 agosto è il termine entro il quale gli Stati UE devono presentare alla Commissione **i programmi nazionali per l'attuazione del piano di transizione energetica REPowerEU**, con accesso a risorse specifiche derivanti dalla riallocazione di prestiti RRF non utilizzati (oltre 70 miliardi di euro potrebbero essere potenzialmente disponibili per l'Italia) e da altri 5 miliardi di euro circa per l'Italia risultanti dalla vendita di quote dell'EU ETS (*European Union Emissions Trading Scheme*), nonché da riallocazioni da altri programmi europei (fondi di coesione e politica agricola). Entro tale termine, gli Stati potranno presentare alla Commissione anche **modifiche ai propri Piani Nazionali di Ripresa e Resilienza in modo da assicurare una coerenza con gli obiettivi di REPowerEU.**
- Secondo fonti di stampa, **la "rimodulazione" del PNRR italiano in coerenza con gli obiettivi di REPowerEU potrebbe essere finalizzata entro fine giugno**. In quell'occasione, se il Governo dimostrasse che alcuni interventi infrastrutturali sono irrealizzabili per circostanza oggettiva, potrebbe **spostare una quota di risorse verso i meccanismi che si sono dimostrati sinora più efficaci, come i crediti di imposta** (in particolare: incentivi alle imprese con meccanismi automatici e rapidi). Il Ministro Fitto ha recentemente dichiarato che sarà inevitabile "definanziare una serie di interventi non strategici, su cui abbiamo acquisito la certezza di non realizzabilità". **Anche alcune delle 27 condizioni legate alla quarta rata da 16 miliardi con scadenza a giugno potrebbero essere ridiscusse** nella trattativa con la UE (che in ogni caso si chiuderà entro la fine di agosto).

Sintesi della previsione macroeconomica

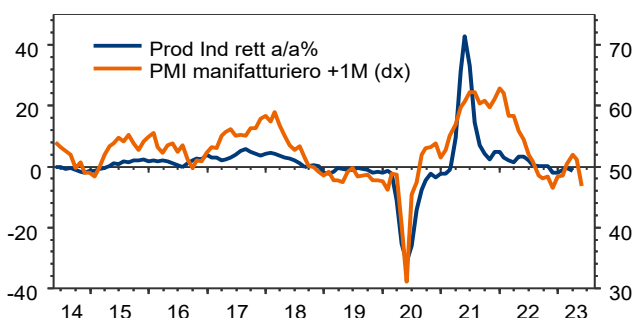
	2022	2023p	2024p	2022		2023				2024			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.8	1.0	1.5	2.5	1.4	1.8	0.9	0.6	1.0	1.0	1.3	1.7	1.8
- var.ne % t/t				0.4	-0.1	0.5	0.2	0.1	0.3	0.5	0.4	0.4	0.3
Consumi delle famiglie	4.6	0.6	1.5	2.2	-1.6	-0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3
Consumi pubblici	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	2.4	2.2	0.2	2.0	0.7	-0.2	-0.1	0.2	0.9	0.9	0.8	0.8
Investimenti in macchinari	7.3	4.7	4.2	2.0	2.0	0.6	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	3.6	2.5	0.0	2.6	0.4	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	1.1	0.0	-0.8	1.4	0.5	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.0
Domanda finale interna	4.7	0.9	1.4	1.3	-0.4	0.0	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Var. scorte	-0.4	-0.9	0.0	-0.1	-1.1	0.0	-0.1	-0.1	0.1	0.1	0.0	-0.1	0.0
Attività produttiva													
Produzione industriale	0.4	-1.0	1.4	-0.6	-1.5	-0.1	-0.1	0.6	0.6	0.3	0.3	0.3	0.1
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (NIC, a/a)	8.2	6.0	2.1	8.4	11.7	8.9	7.2	5.7	2.5	2.3	2.2	2.2	1.8
- escl. alimentari, energia (a/a)	3.7	5.3	2.1	4.5	5.6	6.2	6.0	5.2	3.7	2.5	1.9	1.9	2.0
PPI (a/a)	34.4	-0.6	0.6	39.6	29.6	8.1	3.1	-5.2	-6.8	-0.6	0.9	0.9	0.9
Disoccupazione (%)	8.1	8.1	8.0	8.0	7.9	7.9	8.1	8.2	8.1	8.0	7.9	7.9	7.9
Occupati totali	2.5	0.8	0.4	0.0	0.5	0.4	-0.1	-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	-4.9	-3.7										
Debito (% PIL)	144.4	140.1	140.0										
Variabili finanziarie													
Euribor 3 mesi	2.07	4.06	3.55	1.01	2.07	2.91	3.50	4.02	4.06	4.05	4.03	3.81	3.55
Tasso BTP 10 anni (%)	3.05	4.44	5.04	3.50	4.13	4.13	4.31	4.61	4.71	4.76	5.01	5.17	5.20
BTP/Bund spread	1.88	1.84	1.71	2.18	2.00	1.82	1.86	1.88	1.82	1.78	1.73	1.68	1.65

Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Produzione industriale in calo per il terzo mese a marzo

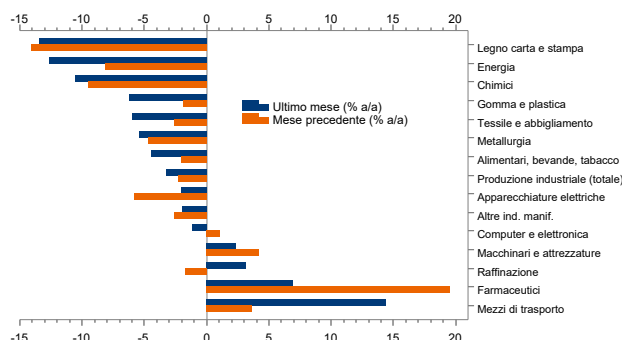
La produzione industriale italiana è calata ancora a sorpresa a marzo (-0,6% m/m), come già era accaduto il mese precedente. Su base annua (corretta per gli effetti di calendario), l'output è diminuito ulteriormente a -3,2% dopo il -2,3% di febbraio: è il secondo dato più basso dal 2020. L'indice destagionalizzato è tornato al di sotto dei livelli pre-pandemici (-0,2% rispetto a febbraio 2020), come non accadeva da gennaio 2022, ed è ora inferiore di -2,8% rispetto al livello precedente la guerra in Ucraina (febbraio 2022). Il calo di marzo è dovuto ai beni di consumo non durevoli (-1,9% m/m) e all'energia (-1,4% m/m), mentre la produzione di beni strumentali e di beni durevoli ha visto un rimbalzo dopo la flessione di febbraio (rispettivamente +0,7% da -0,7% e +0,6% da -1,8%). La produzione di beni intermedi è scesa, sia pur moderatamente (-0,4%), per il settimo mese consecutivo, confermando che le imprese hanno reagito all'aumento dei costi di produzione interni sostituendo parte della loro catena del valore con importazioni di beni intermedi dall'estero. 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 (+3,9% a/a da +3,5% di febbraio). Nel solo settore manifatturiero, il calo della produzione nel mese è stato lievemente meno pronunciato rispetto a quello dell'indice generale (-0,4% m/m). A parte l'industria della raffinazione, molto volatile (che ha registrato un rimbalzo di oltre l'11% m/m dopo il calo di circa la stessa entità registrato a febbraio), **diversi settori, tra cui alcuni ad alta intensità energetica, hanno registrato una contrazione su base mensile**: tra questi, farmaceutico (-4,7%), gomma e plastica (-2%), chimica (-1,5%) e tessile e abbigliamento (-1,4%). In positivo troviamo i mezzi di trasporto (5,3% m/m) e le apparecchiature elettriche (2,4% m/m). Il primo è il settore più brillante su base annua (+12,4% a/a), grazie alla normalizzazione delle catene del valore globali (con conseguente riduzione delle problematiche di approvvigionamento di componentistica, in particolare di semiconduttori): **la produzione di autoveicoli registra una crescita del 17,4% m/m e del 35,8% a/a** (un massimo da giugno 2021).

Le indagini segnalano un indebolimento dell'attività industriale



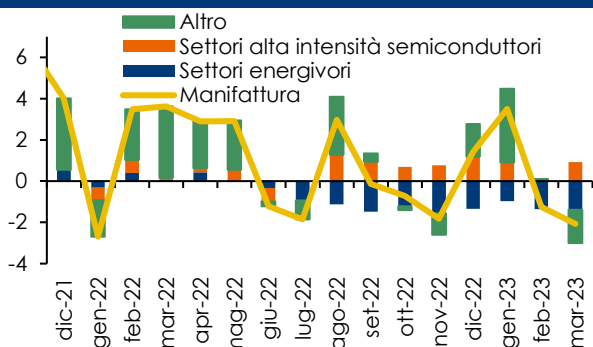
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

I mezzi di trasporto sono il settore più vivace su base annua



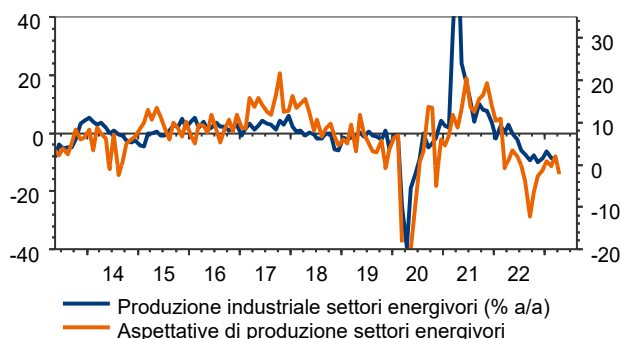
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I settori energivori continuano ad agire da freno



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

Le aspettative non mostrano segnali di chiaro recupero

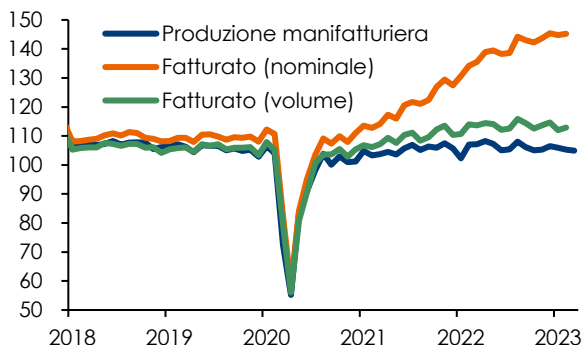


Nota: i settori ad alta intensità energetica sono carta, chimica, raffinerie e metalli. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Commissione UE

Fiducia delle imprese manifatturiere in decisa flessione ad aprile

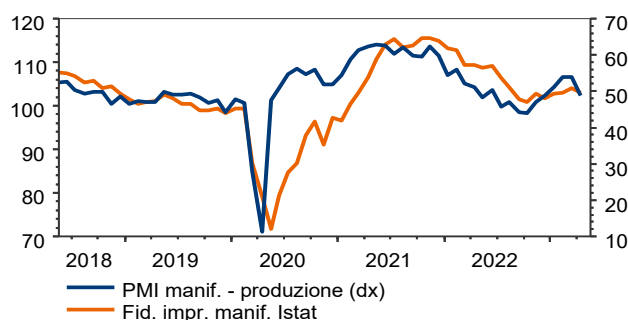
Le indagini Istat di aprile hanno registrato un calo del morale manifatturiero a 103 da 104,1 di marzo, un minimo da due mesi. La flessione risulta diffusa tra i principali comparti, che evidenziano un peggioramento delle attese sulla produzione e un calo degli ordinativi domestici. In diminuzione (ai minimi da dicembre) anche l'indicatore relativo alla produzione corrente, un possibile segnale che il sostegno offerto dal calo dei prezzi energetici non si è ancora manifestato sui settori più energivori mentre il resto della manifattura subisce una domanda che ancora stenta a riaccelerare. **Il contesto di debolezza per la domanda è confermato anche dall'indice PMI manifatturiero** che ad aprile ha sorpreso al ribasso con una flessione a 46,8 da 51,1. Il ritorno al di sotto della soglia d'invarianza (ai minimi dallo scorso ottobre), dopo tre mesi di espansione, è spiegato da un'ampia flessione degli indici relativi a produzione e ordinativi, sia domestici che esteri, che tornano in territorio negativo dopo il rimbalzo di inizio anno. **L'industria italiana è risultata più resiliente del previsto, e di quella di altri Paesi dell'Eurozona, per la maggior parte dello scorso anno, viceversa negli ultimi mesi mostra un andamento della produzione meno favorevole rispetto a quello visto negli altri Paesi dell'Eurozona**, per via di un minor impatto positivo del contro-shock sui fattori di offerta (moderazione dei prezzi energetici e minori carenze di materiali), data appunto la minor rilevanza dei settori ad alta intensità di energia e di semiconduttori. Inoltre, **la ripresa della domanda cinese è senz'altro più trainante per altre economie europee come la Germania che non per l'Italia. Infine, i comparti energivori in Italia sembrano reagire meno alla moderazione dei prezzi energetici piuttosto che in altri Paesi europei**, 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.

Indici di produzione e fatturato manifatturiero



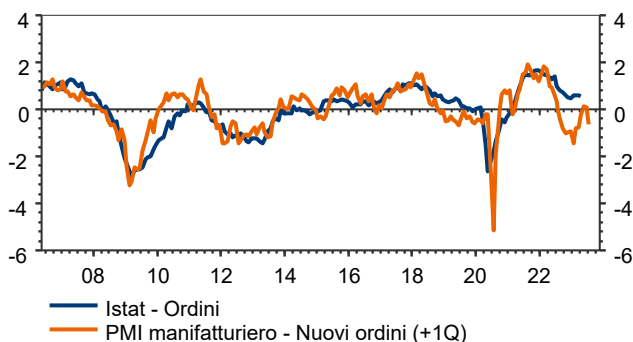
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le indagini non offrono segnali di riaccelerazione



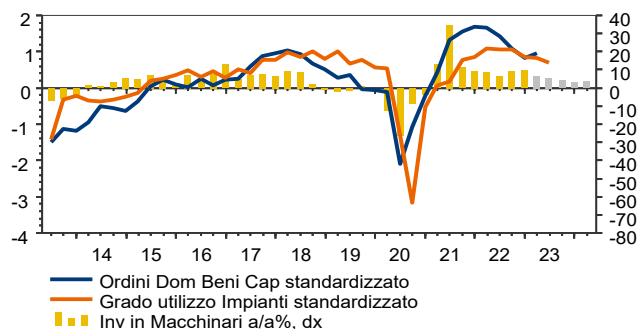
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Gli indici PMI segnalano che gli ordini sono calati ad aprile



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Il ciclo degli investimenti non sembra essere ancora concluso



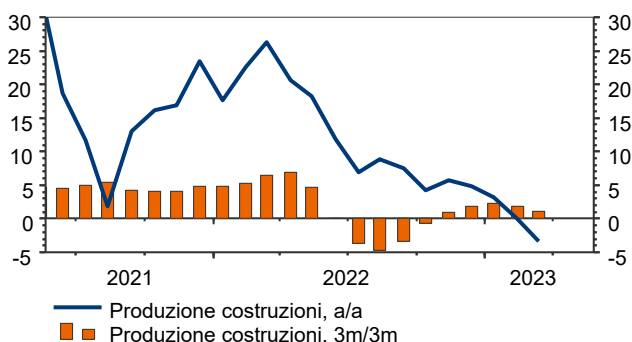
Nota: previsioni in grigio. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Tengono meglio del previsto le costruzioni

La produzione nelle costruzioni è cresciuta marginalmente a marzo, di 0,1% m/m mentre l'incremento registrato a febbraio è stato rivisto al ribasso a 0,3% da un precedente 1,5%. Dopo essere tornata in territorio negativo già nel mese precedente, la variazione tendenziale e corretta per gli effetti di calendario è diminuita ulteriormente a -3,4%. **Il 1° trimestre si chiude con un'espansione dell'output di 1,1% t/t**, confermando che il settore, assieme ai servizi, è stato il principale contributore alla crescita del PIL a inizio anno.

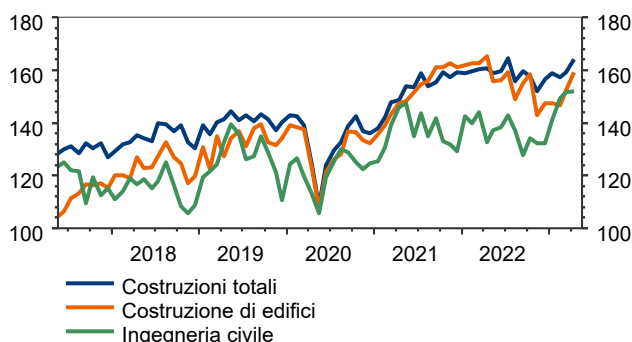
I dati sui flussi netti di credito per l'acquisto di abitazioni, nonché il rallentamento dei permessi di costruzione, sarebbero coerenti una frenata del settore nei prossimi trimestri, tuttavia **la presenza di commesse ancora in lavorazione** (comprese quelle relative al Superecobonus 110%, pari a circa 15 miliardi di investimenti ancora da completare a fine aprile) **e i primi cantieri del PNRR potrebbero continuare ad offrire sostegno** all'attività nonostante la restrizione finanziaria. In tale contesto, ad aprile **la fiducia delle imprese delle costruzioni è migliorata a sorpresa, portandosi a 164,2 da 159,1, il secondo livello più alto dall'inizio delle rilevazioni**. Negli ultimi mesi il morale nel settore era stato sostenuto dal recupero dell'ingegneria civile dopo la sottoperformance registrata nel biennio precedente, probabilmente in scia ai primi effetti dei progetti infrastrutturali contenuti nel PNRR. Tuttavia, il progresso di aprile, pur essendo diffuso a tutti i comparti, risulta guidato dalla costruzione di edifici, un segnale incoraggiante per la tenuta del settore.

Le costruzioni dovrebbero aver contribuito positivamente alla crescita del valore aggiunto a inizio anno



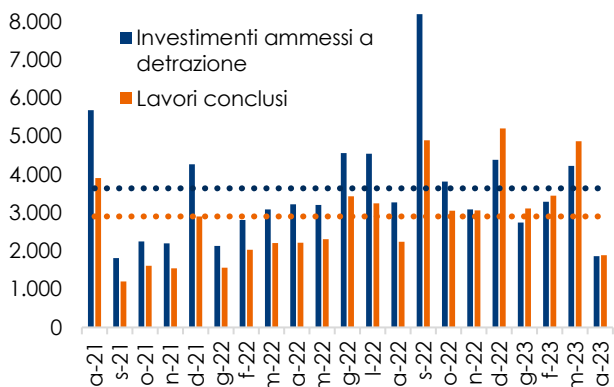
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Ad aprile la fiducia dei costruttori si riavvicina al massimo storico, con progressi diffusi a tutti i comparti



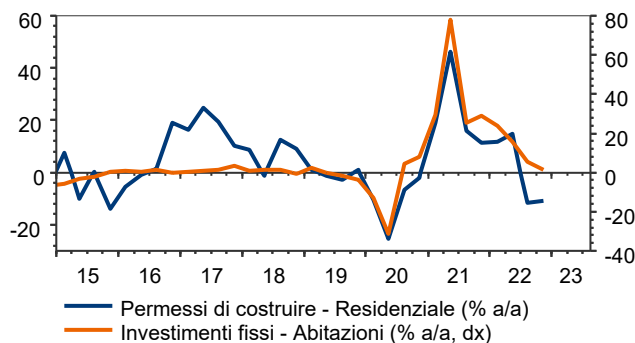
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Si reduce il ricorso ai bonus edilizi ad aprile



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 fase di rallentamento degli investimenti residenziali nei prossimi trimestri



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

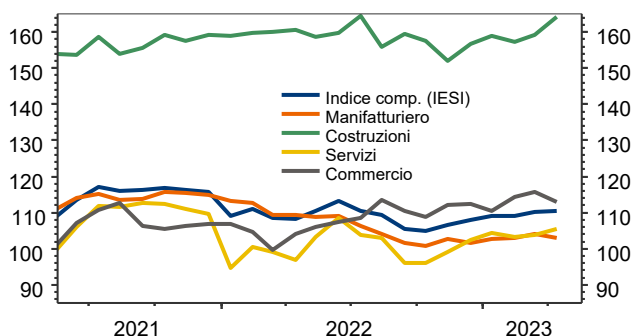
I servizi si confermano il principale "motore di crescita"

Le indagini di fiducia di aprile mostrano un settore dei servizi in ampio recupero che, a fronte di una manifattura ancora in affanno, si candida come principale traino per la crescita anche nei prossimi trimestri. L'indice di fiducia delle imprese del settore, diffuso dall'Istat, è tornato sui massimi da giugno dello scorso anno, portandosi a 105,5 da 103,9 di marzo, trainato da un'attività particolarmente vivace nel turismo che compensa il minor dinamismo registrato dai comparti più esposti al rallentamento industriale (come trasporti e magazzinaggio).

Anche il PMI servizi è salito più delle attese, a 57,6 da 55,7 sui massimi da agosto 2021; l'indagine registra un miglioramento delle aspettative sugli affari e dell'occupazione, nonché un livello dei prezzi sia pagati che ricevuti più elevato che nell'analoga indagine sul manifatturiero.

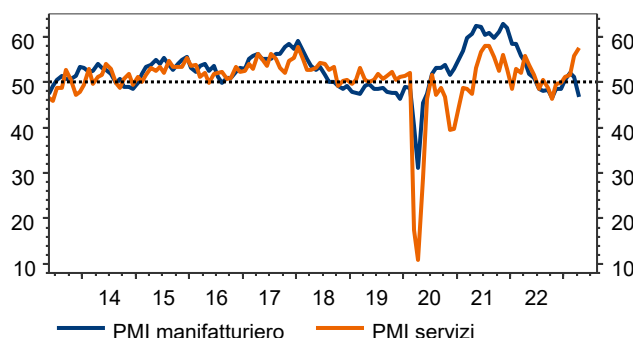
Nel commercio al dettaglio la fiducia ad aprile è calata a 113 da 115,7 del mese precedente; tuttavia, la correzione, benché ampia, non appare particolarmente preoccupante in quanto dopo il record storico toccato in marzo l'indice rimane su livelli elevati e un calo potrebbe essere interpretato come fisiologico, soprattutto in un contesto in cui il morale dei consumatori mostra segnali di recupero.

Ad aprile le indagini Istat hanno riportato un miglioramento del clima nei servizi; in calo il morale nel commercio, che pure resta su livelli elevati



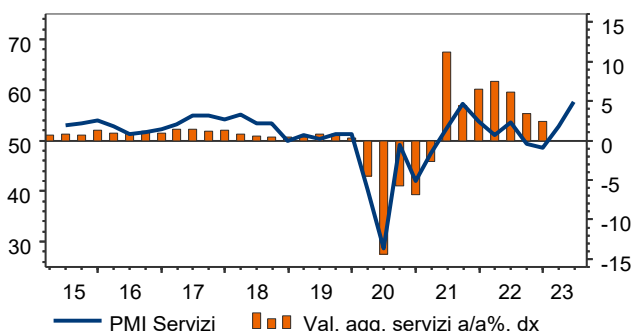
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le indagini segnalano un'ampia divergenza tra manifattura e servizi



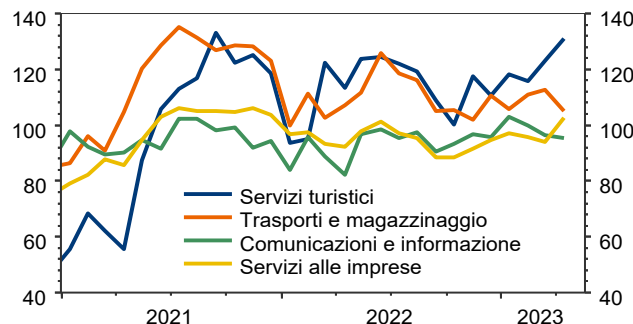
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

Il valore aggiunto nel settore dei servizi è in una fase di riaccelerazione



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

In questa fase, trainante è il settore turistico



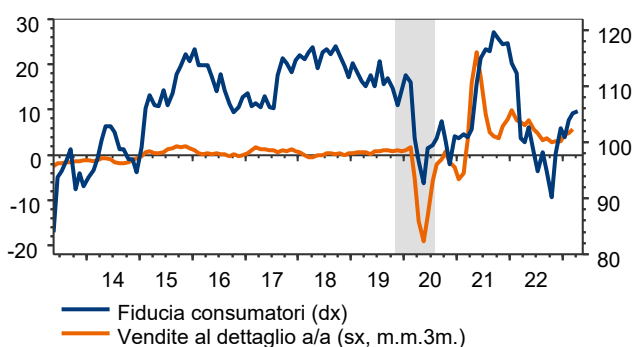
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Morale dei consumatori in recupero ma ancora sotto la media storica

La fiducia dei consumatori è salita a 105,5 ad aprile, da un precedente 105,1. Il secondo miglioramento consecutivo è dovuto a giudizi più favorevoli sulla situazione economica generale e sulle attese personali. È rimasto sostanzialmente invariato il clima personale corrente, su livelli comunque superiori a quelli registrati in media a cavallo d'anno. In calo anche le attese sulla disoccupazione, al livello più basso da luglio 2021. Il recupero dai minimi autunnali del morale delle famiglie è incoraggiante, ma la fiducia resta al di sotto dei livelli raggiunti prima dello scoppio del conflitto in Ucraina, ed è coerente con una dinamica ancora piuttosto fiacca dei consumi privati nel 1° semestre dell'anno.

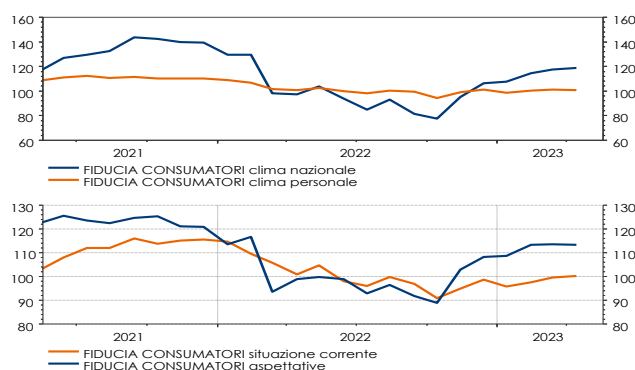
I più recenti dati reali sulle vendite al dettaglio sembrano confermare la debolezza delle spese private, in un contesto di pressioni inflattive ancora severe. A marzo si registra una stagnazione in valore, e un calo di -0,3% m/m in volume. In termini tendenziali, le vendite sono diminuite di -2,9% in volume, mentre sono cresciute del 5,8% in valore (il dato è gonfiato dall'effetto-prezzi). La contrazione congiunturale risulta diffusa, ma la flessione più ampia è stata registrata dagli acquisti di beni alimentari (-0,7% m/m in volume, in calo per il secondo mese consecutivo, e invariati rispetto al mese precedente in valore). Il 1° trimestre si è chiuso con un aumento di 1,9% t/t per le vendite in valore e un calo di -0,1% t/t per quelle in volume.

Morale dei consumatori in ripresa per il secondo mese ma ancora al di sotto dei livelli precedenti allo scoppio del conflitto



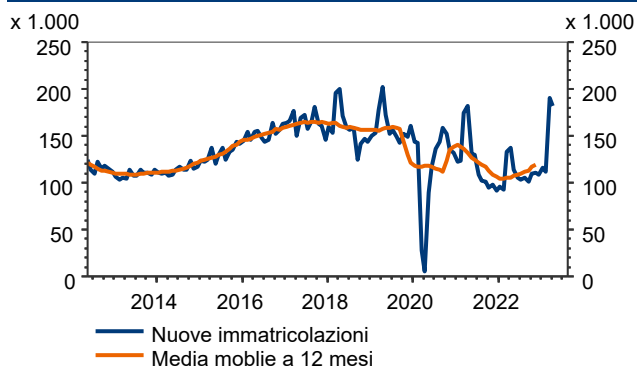
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020; l'area ombreggiata corrisponde al periodo recessivo. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il progresso di aprile è guidato dal clima nazionale e dalle aspettative



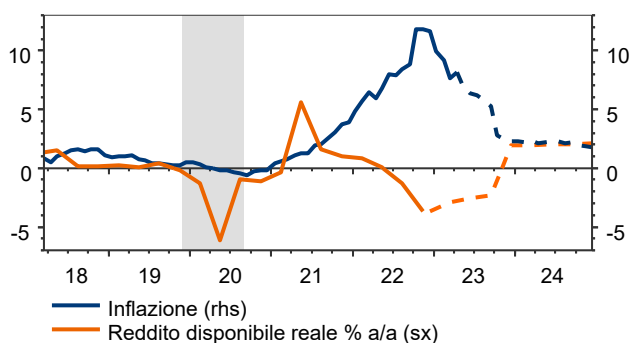
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Immatricolazioni di auto in deciso recupero per effetto delle consegne sugli ordini arretrati



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

Il calo dell'inflazione dovrebbe riportare il reddito disponibile reale in crescita su base annua nella parte finale dell'anno

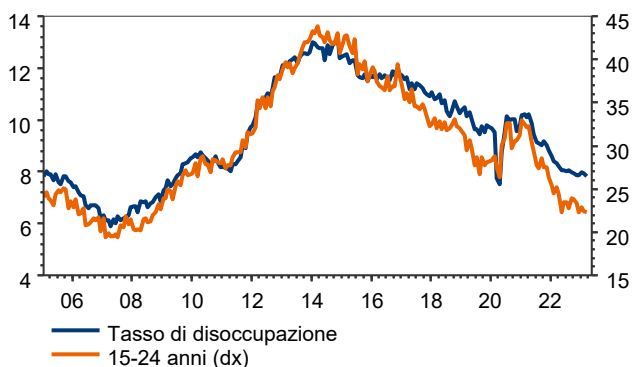


Nota: l'area ombreggiata corrisponde al periodo recessivo. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Dinamica occupazionale positiva, ancora contenute le pressioni salariali

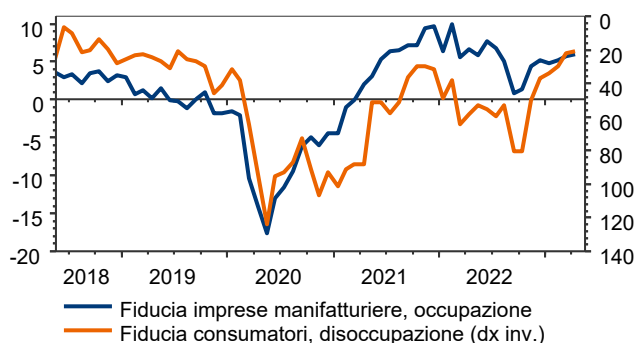
Il tasso di disoccupazione ha sorpreso al ribasso a marzo, con un calo a 7,8% dopo che la lettura del mese precedente è stata rivista al ribasso a 7,9% (da 8%). **Se si escludono i mesi del primo lockdown nel 2020, è un minimo dal 2009.** Nel mese si registra una crescita degli occupati di 22 mila unità, concentrata tra i dipendenti e tra i 35-49enni, a fronte di un tasso di attività invariato. Il mercato del lavoro sta mostrando una tenuta migliore delle attese, e **le indagini non registrano segnali d'inversione per le intenzioni di assunzione**, che restano espansive specie nei servizi. Il **tasso di posizioni vacanti** per il totale delle imprese con dipendenti nel 1° trimestre è calato di appena due decimi a 2,1%, rimanendo su livelli storicamente molto elevati (e per le aziende con almeno 10 dipendenti è rimasto fermo al massimo storico di 1,9%). Non ci aspettiamo quindi un significativo aumento della disoccupazione nei prossimi trimestri. Nonostante un mercato del lavoro che, soprattutto in alcuni settori, resta teso, **le pressioni salariali rimangono complessivamente molto contenute**: l'indice delle retribuzioni contrattuali orarie a marzo ha registrato un incremento dello 0,1% m/m, accelerando su base annua a 2,2% a/a: si tratta di un massimo da agosto del 2010. Nel 1° trimestre gli aumenti tendenziali più vivaci sono stati registrati nella pubblica amministrazione (4,9% a/a) per via degli incrementi programmati relativi al triennio 2019-21. Più modesti gli aumenti per industria (1,4% a/a) e servizi privati (0,9%). Secondo l'Istat, sulla base dei contratti in vigore, la crescita delle retribuzioni contrattuali dovrebbe attestarsi in media al 2,2% nel prossimo semestre e al 2,1% nel 2023. I dati sulla tensione contrattuale segnalano però che oltre il 50% degli occupati è in attesa di rinnovo (75,3% nei servizi privati) suggerendo che i rinnovi attesi **nei prossimi mesi potrebbero causare una accelerazione dei salari (su ritmi comunque inferiori a quelli visti nel resto dell'Eurozona).**

Se si escludono i mesi di lockdown nella primavera 2020, il tasso di disoccupazione è ai minimi dal 2009



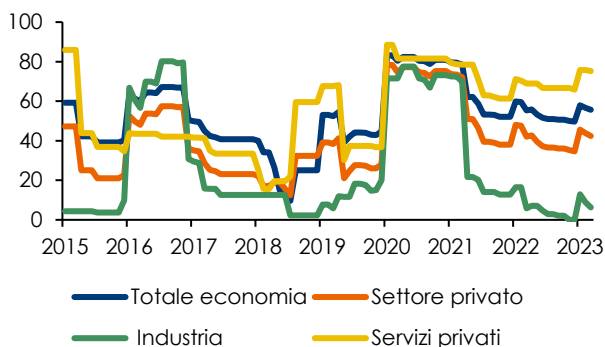
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le intenzioni di assunzione delle imprese restano espansive e calano le preoccupazioni delle famiglie per la disoccupazione



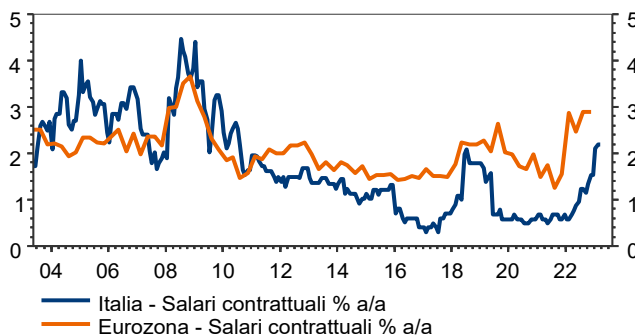
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I dati sulla tensione contrattuale potrebbero anticipare un recupero delle retribuzioni in occasione dei prossimi rinnovi



Nota: dipendenti in attesa di rinnovo sul totale dei dipendenti (%)
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La crescita dei salari negoziali dovrebbe comunque rimanere al di sotto della media Eurozona

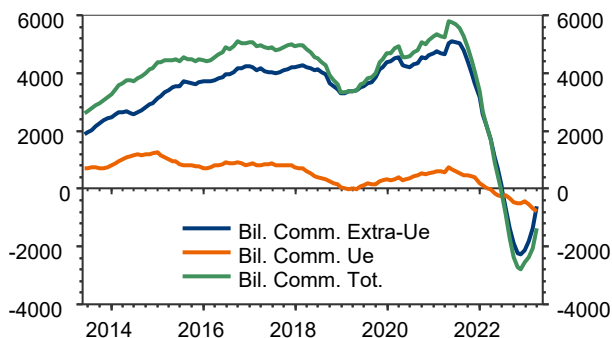


Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE, Istat

Migliora il saldo commerciale per effetto del contro-shock energetico

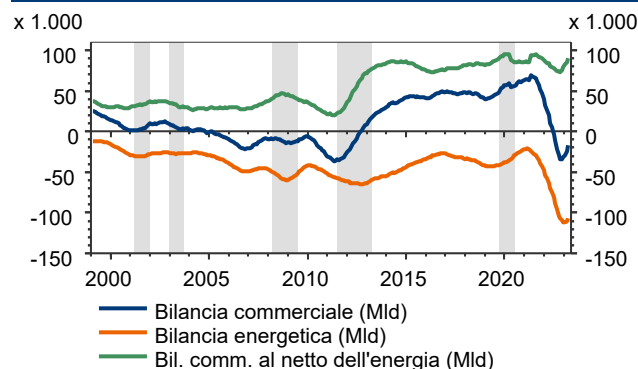
A marzo si registra la settima flessione mensile consecutiva per le importazioni, in calo di -6,5% m/m da un precedente -1,7%, e tornano a diminuire dopo due mesi di aumento le esportazioni, che correggono del -2,5% da +0,4% di febbraio. I dati relativi ad entrambi i flussi continuano a essere condizionati dall'ampia contrazione dei flussi relativi ai prodotti energetici (-22,1% m/m per l'export, -14,5% per l'import) per effetto del netto calo dei prezzi, ma **anche al netto dell'energia la flessione degli acquisti dall'estero resta più ampia di quella registrata dalle vendite** (-4,9% contro -1,4% m/m). Il calo dell'import è diffuso a tutte le principali componenti, mentre le esportazioni risentono della correzione dei beni di consumo non durevoli (-5,8%) e intermedi (-0,8%), a fronte di un progresso per beni strumentali e durevoli. **In termini tendenziali le importazioni cedono il -9,8% mentre le esportazioni guadagnano il 4,7%**, sostenute da macchinari, autoveicoli e alimentari, e dalle vendite verso Stati Uniti e Cina. Se si considerano i dati espressi in volume, anche le esportazioni risultano in calo rispetto ad un anno prima (-3,1%) mentre le importazioni sono in ribasso di -8,8% (i prezzi all'import sono tornati a calare anche su base tendenziale). **Il saldo commerciale registra un avanzo di 7,5 miliardi** (-0,8 miliardi un anno prima), **il dato più alto per il mese di marzo da quando è stato introdotto l'euro**, grazie al minor disavanzo energetico e all'ampliamento del surplus nell'interscambio di beni non energetici. Nei prossimi mesi il rallentamento della domanda dall'estero frenerà l'export ma il calo dei prezzi dell'energia dovrebbe continuare a ridurre le pressioni sulla bilancia commerciale, attesa riassorbire progressivamente gli squilibri registrati nel 2022.

Saldo commerciale in recupero dai minimi dello scorso anno



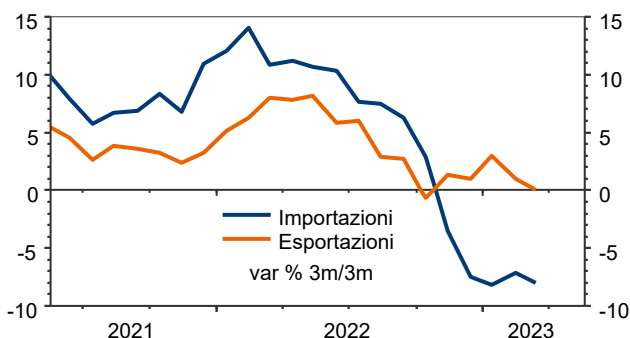
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il disavanzo energetico inizia a mostrare segnali di stabilizzazione, riaccelera il surplus al netto dell'energia



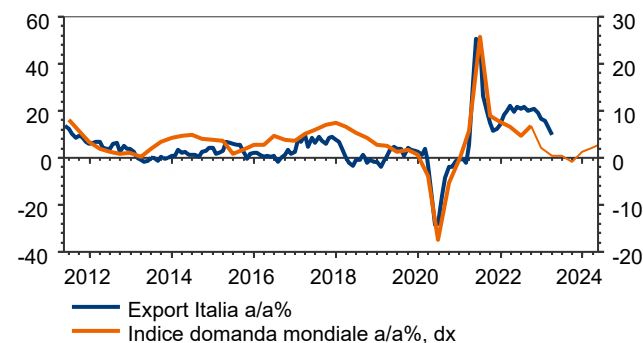
Nota: le aree ombreggiate corrispondono a periodi di recessione.
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Nel 1° trimestre le esportazioni nette dovrebbero aver contribuito positivamente alla crescita del PIL



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'export in prospettiva potrebbe rallentare in scia alla decelerazione della domanda globale

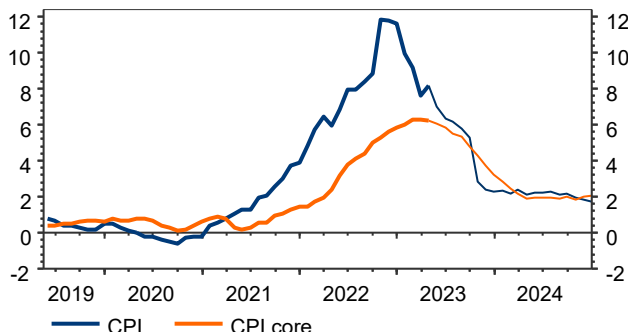


Nota: media mobile a 3 mesi della variazione % annua dell'export.
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

La risalita dell'inflazione ad aprile dovrebbe risultare temporanea

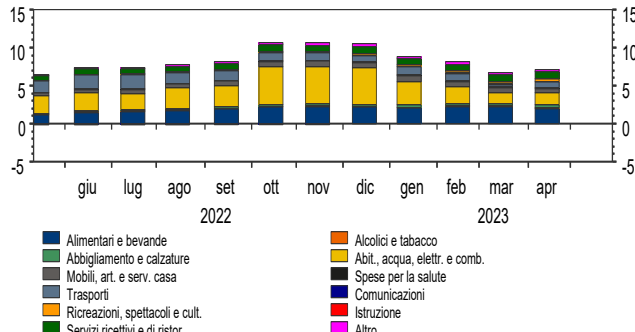
L'inflazione è tornata a salire ad aprile, all'8,2% dal 7,6% di marzo sul NIC (+0,4% m/m) e all'8,7% dall'8,1% sull'IPCA (+0,9%), quest'ultima più alta per via della fine ritardata dei saldi stagionali (la stima del NIC esclude gli effetti dei saldi). **Il rialzo di aprile è imputabile soprattutto alla componente energetica non regolamentata** (salita da 18,9% a 26,6% a/a), per via di rincari superiori all'8% su base mensile per gas ed energia elettrica sul mercato libero. Accelerano anche i servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (da 6,3% a 6,9% a/a) e i servizi vari (da 2,5% a 2,9% a/a). Viceversa, sono calati i prezzi degli energetici regolamentati (da -20,3% a -26,7%, -19,6% m/m), per via di un ribasso di -41% m/m dell'energia elettrica sul mercato tutelato; viceversa, il prezzo del gas sul mercato tutelato è aumentato sensibilmente (+30,1% m/m) per via di una prima riduzione del sussidio ai consumatori introdotto lo scorso anno (implicito nella componente tariffaria UG2C), che verrà meno completamente da maggio. Rallentano su base annua gli alimentari (da 12,9% a 11,8% a/a; +0,3% m/m). **L'inflazione al netto di energetici e alimentari freschi (sul NIC) è scesa per la prima volta dopo 14 mesi, a 6,2% da 6,3% a/a della lettura preliminare e del dato di marzo.** **Riteniamo che l'inflazione possa tornare a calare da maggio, per moderare al 2,3% a dicembre 2023; il calo dell'indice "core BCE" sarà più lento** (è atteso rimanere sopra il 3% a fine anno). I prezzi alla produzione nell'industria sono scesi di -1,5% m/m a marzo (3,8% a/a da 9,6% di febbraio), per effetto del calo dei prodotti energetici. Al netto dell'energia, il PPI ha registrato una diminuzione più modesta (-0,1% m/m, 6,2% a/a da 8,3% precedente) e concentrata sui beni intermedi. In sintesi, **il rientro delle pressioni a monte delle filiere produttive continua a essere guidato dai minori costi energetici e dei materiali**, che dovrebbero presto iniziare a trasmettersi anche agli altri comparti, mentre restano robuste e diffuse le pressioni inflattive sulla componente alimentare.

Inflazione al 2,3% a fine anno, più lento il rientro dell'indice core



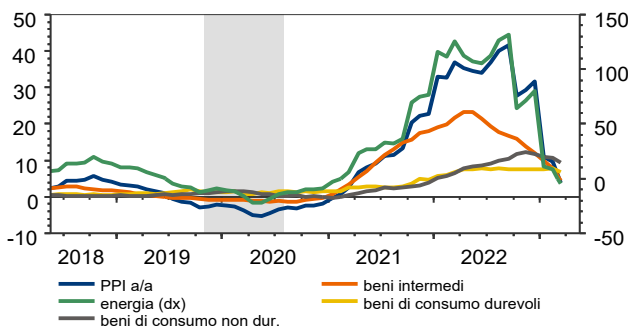
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Sono gli alimentari a trainare l'inflazione



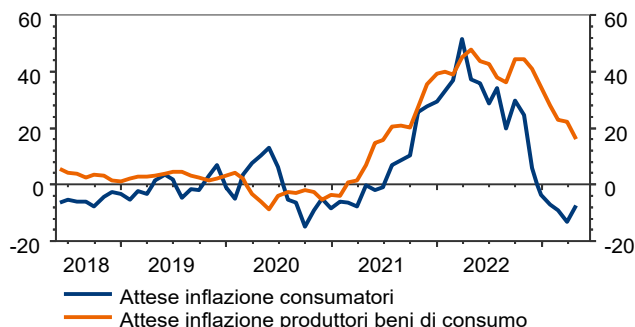
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Si attenuano le pressioni a monte delle filiere industriali



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

Le aspettative d'inflazione restano su una tendenza discendente



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

Tendenze del settore bancario

Ancora in lieve calo i prestiti alle imprese e in rallentamento quelli alle famiglie

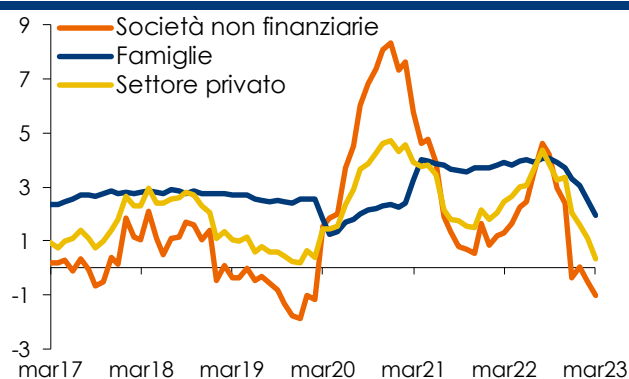
Prosegue il rallentamento del credito bancario. A marzo la crescita dei prestiti al settore privato è scesa quasi a zero e risulta essersi interrotta ad aprile, secondo le anticipazioni ABI. Per i prestiti alle società non-finanziarie, dopo la svolta leggermente in negativo di fine 2022, a marzo il tasso di variazione si è portato a -1,0% a/a. Quanto ai prestiti alle famiglie, il tasso di crescita è sceso a +1,9% a seguito della decelerazione dei mutui per l'acquisto di abitazioni a +3,3%. In particolare, da luglio scorso, con l'avvio del rialzo dei tassi di policy, si registra un calo a due cifre delle erogazioni per nuovi contratti di mutuo, del -26% a/a nel 1° trimestre. I flussi mensili hanno confermato l'aumento delle operazioni a tasso variabile e, all'opposto, il calo di quelle a tasso fisso. Tuttavia, la quota del tasso variabile sul totale delle erogazioni mensili continua a ridimensionarsi, a seguito della riduzione del differenziale tra tasso fisso e variabile.

Elisa Coletti

Nel contesto di tassi più alti, condizioni creditizie più restrittive e domanda di finanziamenti in calo, i prestiti bancari continuano a segnare un rallentamento. **A marzo la crescita dei prestiti al settore privato è scesa quasi a zero**, a +0,3% a/a dal +1,1% di febbraio e +2% di fine 2022, variazioni che si confrontano col massimo del 2022 del 4,3% raggiunto ad agosto. La dinamica risulta essersi interrotta ad aprile che ha registrato una variazione nulla, secondo le anticipazioni ABI (dati al netto delle controparti centrali e corretti per le cartolarizzazioni e altre cessioni). Per il **totale dei prestiti a famiglie e imprese l'evoluzione è stata analoga, con un modesto +0,4% a/a a marzo dal +1,0% a febbraio, ed è stimata da ABI anch'essa a zero ad aprile**.

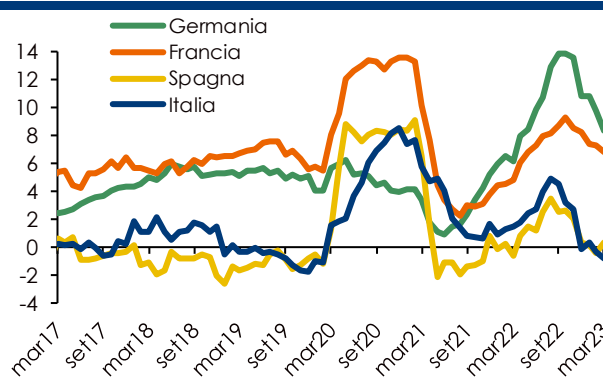
Per i prestiti alle società non-finanziarie, anche marzo si è confermato debole. Dopo la svolta leggermente in negativo di fine 2022 e il -0,5% a/a di febbraio, **il tasso di variazione si è portato a -1,0% a/a**. Nel confronto europeo, l'evoluzione osservata in Italia appare risentire maggiormente del contesto restrittivo, in analogia con quanto osservato in Spagna, dove a marzo la crescita del credito bancario alle società non-finanziarie si è fermata (+0,3% a/a). Diversamente, in Germania e Francia, come nella media dell'area euro, i prestiti alle società non-finanziarie continuano a crescere a un ritmo robusto, rispettivamente dell'8,3% a/a, del 6,8% e del 4,8% a marzo, seppure in evidente rallentamento.

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

Andamento dei prestiti alle società non-finanziarie nei principali paesi dell'area euro (var. % a/a)



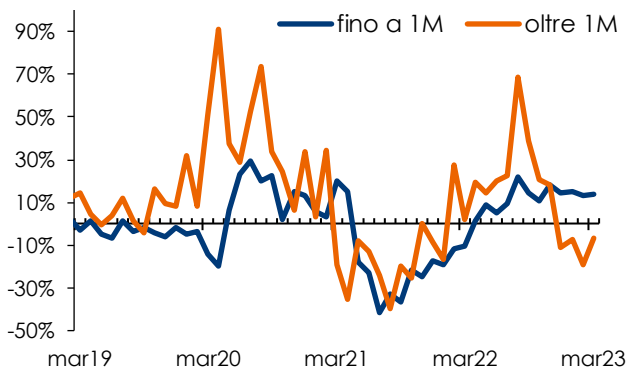
Fonte: BCE

Le erogazioni lorde mensili alle società non-finanziarie da fine 2022 vedono una dinamica incerta ma debole, confermando l'interruzione della fase di aumento a due cifre osservata da aprile a novembre 2022. A marzo, la variazione annua è tornata leggermente positiva, come a gennaio, segnando un +1,7% dopo il -8,7% di febbraio. L'andamento complessivo riflette quello delle operazioni oltre 1 milione che, dopo aver svolto in negativo a dicembre, a marzo hanno riportato un calo meno marcato dei mesi precedenti, pari a -6,6% dal -19,2% a/a di febbraio.

Diversamente, è proseguita a ritmi sostenuti la crescita dei flussi lordi fino a 1 milione, in positivo per il dodicesimo mese consecutivo, del +14,1% a/a dal +13,4% di febbraio.

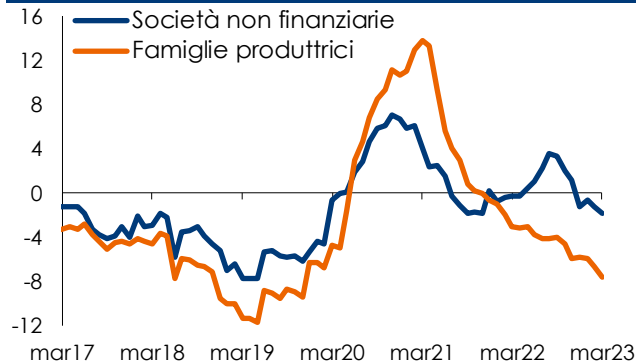
Da notare che, accanto alla debolezza dei prestiti alle società non-finanziarie, **prosegue la flessione dei finanziamenti alle famiglie produttrici**, in atto da fine 2021, con una progressiva accentuazione del trend, che a marzo ha toccato il -7,6% a/a dal -6,7% di febbraio e -5,8% di fine 2022.

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



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

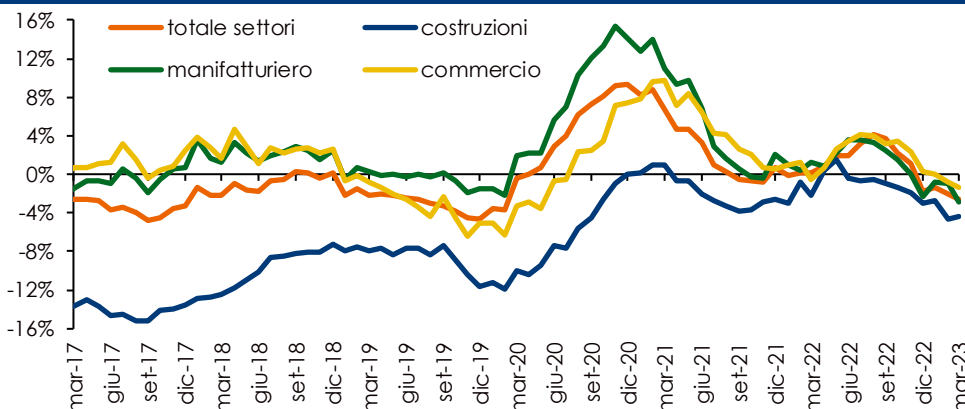
Andamento dei prestiti alle famiglie produttrici a confronto con il trend di quelli alle società non-finanziarie (var. % a/a)



Fonte: BCE

Le dinamiche creditizie dei macrosettori confermano una debolezza generale. **Per il 4° mese consecutivo i prestiti alle imprese manifatturiere sono risultati in calo anno su anno**, del -2,8% a marzo dal -0,9% di febbraio e -0,8% di gennaio (dati riferiti ai prestiti escluse le sofferenze). I **prestiti al commercio**, scesi **leggermente in negativo** a febbraio, col -0,7% a/a, a marzo hanno segnato un -1,4%. **I prestiti alle costruzioni sono rimasti in riduzione**. In dettaglio, dopo il peggioramento a febbraio della dinamica negativa in atto da diversi mesi, a marzo hanno registrato una contrazione del -4,4%, dal -4,7% del mese precedente. Nel complesso, **i prestiti a società non-finanziarie e famiglie produttrici hanno riportato un calo del -2,6% a/a**, leggermente più marcato di quanto osservato nei tre mesi precedenti (-2,0% a febbraio e -1,7% a dicembre).

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

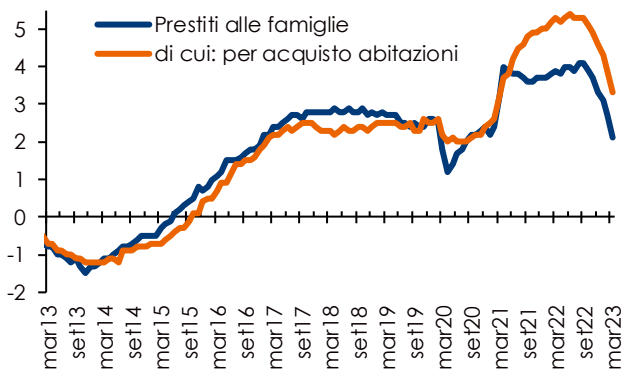


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La **crescita dei prestiti alle famiglie ha segnato un ulteriore rallentamento**, a +1,9% a/a dal 2,5% di febbraio e 3% a gennaio. L'andamento risente di quello dei **mutui per l'acquisto di abitazioni**, in **continua decelerazione a +3,3% a marzo** da +3,9% a febbraio e +4,9% nel 4° trimestre 2022.

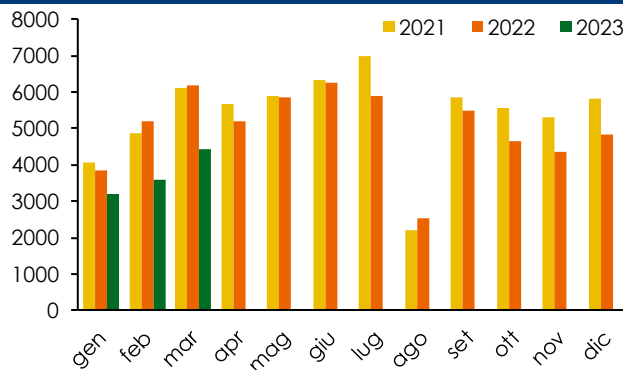
In particolare, da luglio scorso, con l'avvio del rialzo dei tassi di policy, si registra un **calo a due cifre delle erogazioni per nuovi contratti di mutuo**. Tale tendenza si è accentuata a febbraio e marzo 2023, quando si sono registrate variazioni rispettivamente del -31% e -28% a/a. Il 1° trimestre si è quindi chiuso con una flessione dei nuovi mutui del -26% a/a, dal -17% nel 4° trimestre 2022.

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



Fonte: BCE

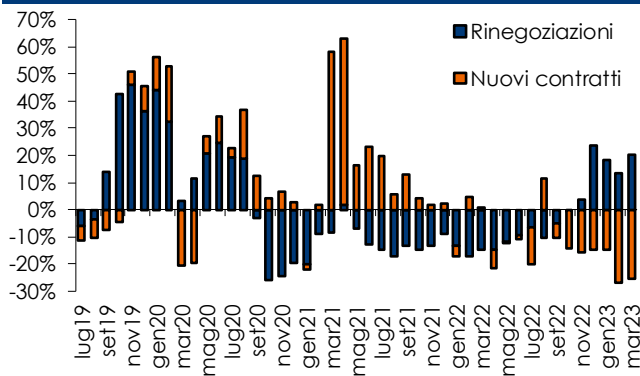
Flussi mensili per nuovi contratti di prestiti per acquisto abitazioni: tre anni a confronto (EUR mln)



Fonte: BCE, elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

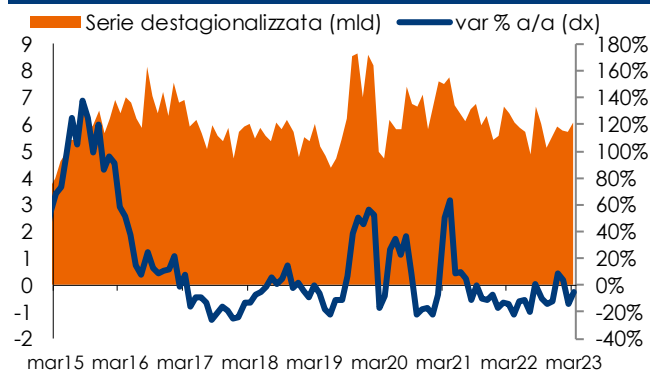
Le **rinegoziazioni, all'opposto, hanno mantenuto una crescita a tre cifre, in atto da fine 2022**, che sconta il confronto con i modesti volumi registrati in gran parte dell'anno scorso. A marzo, l'importo delle rinegoziazioni è risultato quasi triplo rispetto a dodici mesi prima, attestandosi al 32% del totale delle operazioni mensili, come a dicembre 2022, mentre dodici mesi prima contavano soltanto per il 10%. Tuttavia, ancora una volta, tale forte dinamica non è stata tale da controbilanciare il calo delle operazioni per nuovi contratti, cosicché il **flusso lordo complessivo** (somma di rinegoziazioni e nuovi contratti) **è rimasto in calo** (-5,4% a/a a marzo).

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)



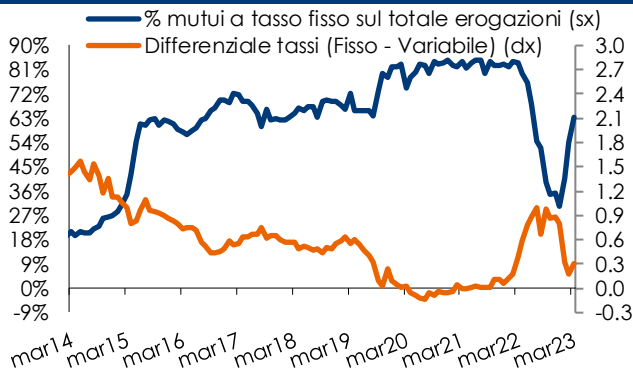
Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

A marzo è **proseguito il forte 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 è ridimensionata, in relazione alla riduzione del differenziale tra tasso fisso e variabile**. Quest'ultimo, ampliatosi da giugno 2022 per chiudere l'anno a 0,8%, nei primi tre mesi del 2023 si è ridotto sensibilmente, posizionandosi **a 30pb a marzo, in linea con gennaio, dopo aver toccato 18pb a febbraio**.

All'opposto, per le **erogazioni a tasso fisso è proseguito il calo a due cifre che però da gennaio è relativamente meno intenso dei mesi precedenti** (-28% a/a a marzo, da una media di -62%

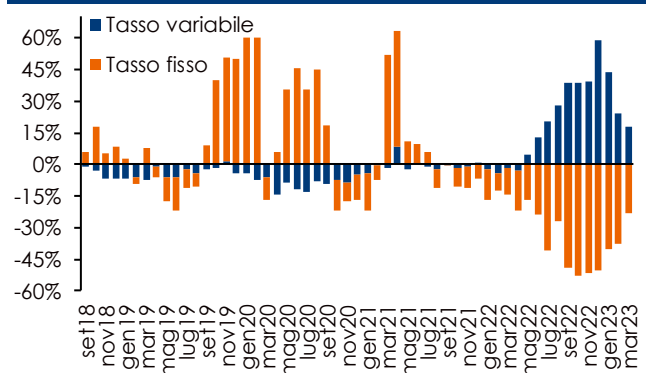
nell'ultimo trimestre 2022). In particolare, **da febbraio il volume mensile di erogazioni a tasso fisso è tornato a essere superiore a quello dei mutui a tasso variabile**. Pertanto, **la quota del tasso variabile sul totale delle operazioni (incluse le rinegoziazioni) è scesa ulteriormente, al 37% dal 46% di febbraio** 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

Prosegue la ricomposizione dei portafogli verso depositi a tempo e titoli di debito

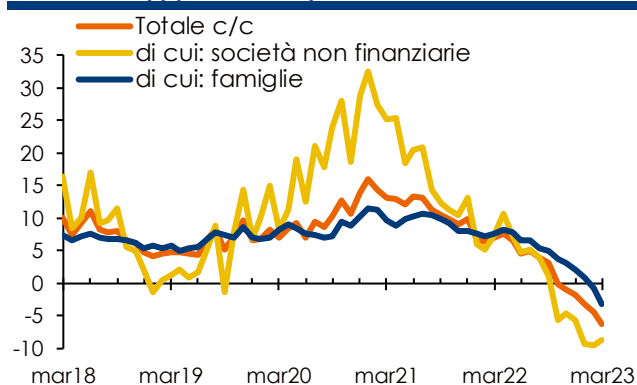
A marzo è proseguito il trend di riduzione dei depositi delle banche italiane, con un calo del 3,2% a/a. L'andamento resta determinato dalla contrazione dei conti correnti, che a marzo si è intensificata, al -6,1% a/a, una variazione registrata in precedenza solo nel luglio 2012. Nel mese in esame, il deflusso dai conti correnti è stato originato da quelli delle famiglie, che hanno riportato una variazione netta di -16,7 miliardi di euro m/m, solo in piccola parte compensata da un afflusso sui depositi con durata prestabilita. Di conseguenza, marzo ha registrato un minimo storico, col più forte deflusso mensile dai depositi totali delle famiglie, pari a -14,4 miliardi. Tale risultato non è giunto inatteso ed è stato determinato dalla riallocazione di fondi verso i più remunerativi titoli del Tesoro italiano. La ricomposizione dei portafogli innescata dal rialzo dei tassi sta inducendo anche una rapida ripresa delle obbligazioni bancarie, in crescita da inizio 2023, del 10% circa a marzo, come anche ad aprile secondo le stime ABI. Tuttavia, a seguito del calo dei depositi, da fine 2022 la raccolta totale da clientela segna variazioni leggermente negative.

Elisa Coletti

A marzo è proseguito il trend di riduzione dei depositi delle banche italiane, che da inizio anno risulta più accentuato, rispetto alla svolta iniziata con lentezza nell'ultimo trimestre 2022. **Dopo il -2,4% di febbraio, marzo ha riportato una riduzione dello stock dei depositi del 3,2% a/a, continuata ad aprile**, secondo le anticipazioni ABI (con una variazione di -3,7% a/a dal -3,0% di marzo su dati omogenei). L'andamento dei depositi totali resta determinato dalla **contrazione dei conti correnti, che a marzo si è intensificata, dal -4,3% di febbraio al -6,1% a/a, una variazione registrata in precedenza solo nel luglio 2012**. Infatti, l'utilizzo di liquidità è stato cospicuo nel 1° trimestre, pari a quasi 88 miliardi, di cui oltre 75 mld dai conti correnti di famiglie e società non-finanziarie (rispettivamente -36,1 e -39,5 miliardi), nella totalità decisamente più intenso di quanto registrato nello stesso periodo del 2022, per soli 15 miliardi. In parte, il deflusso è stato controbilanciato da uno **spostamento verso i depositi a tempo**, aumentati di 18,6 miliardi nel trimestre per l'aggregato di famiglie e imprese.

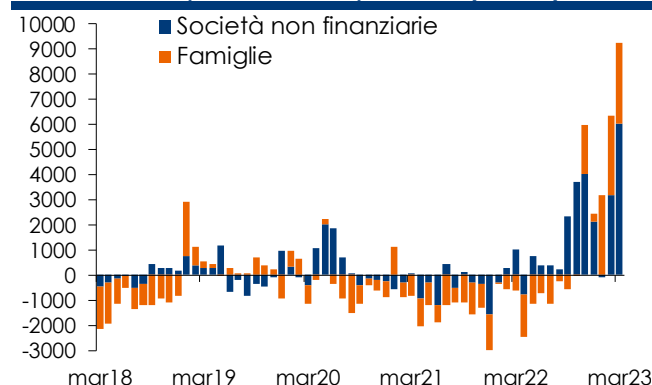
A marzo, **il deflusso dai conti correnti è originato da quelli delle famiglie**, che hanno riportato una variazione netta mensile di -16,7 miliardi, solo in piccola parte compensata da un afflusso sui depositi con durata prestabilita per 3,2 miliardi. Di conseguenza, **marzo ha registrato un minimo storico, col più forte deflusso mensile dai depositi totali delle famiglie**, sulla base delle statistiche diffuse da inizio 2003, **pari a -14,4 miliardi**. Tale risultato non è giunto inatteso ed è stato determinato dalla **riallocazione di fondi verso i più remunerativi BTP Italia** offerti nel mese. All'opposto, **dal lato delle società non-finanziarie, marzo ha visto afflussi su tutta la linea**, pari a 7,5 miliardi m/m sui conti correnti e 6 miliardi sui depositi con durata prestabilita, per un totale di +13,9 miliardi sui depositi complessivi.

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)

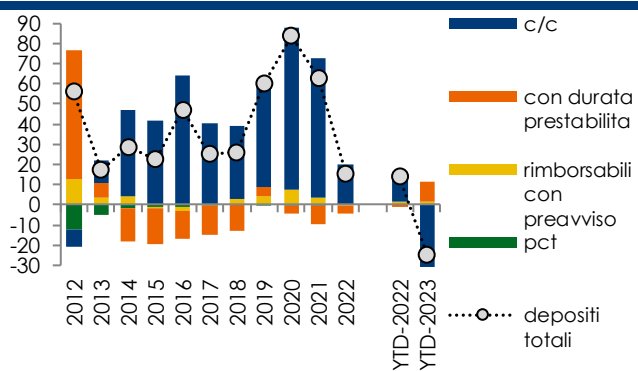


Fonte: BCE

Con riferimento allo **stock complessivo dei depositi con durata prestabilita, è proseguita l'accelerazione del trend, col +47,4% a/a a marzo** dal +32,5% di febbraio, in crescita per il quinto mese consecutivo. Il rapido recupero, dopo due anni in calo, riflette la risalita dei tassi corrisposti su questi strumenti a fronte della vischiosità di quelli sui conti correnti.

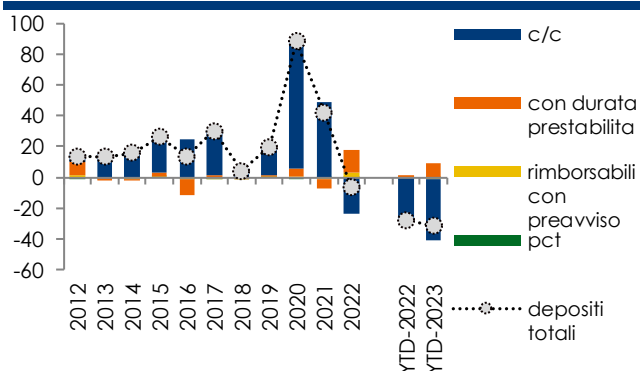
In parallelo al deflusso dai depositi, **prosegue la ripresa dei titoli di debito a custodia delle famiglie consumatrici**, tornate a investire direttamente in titoli governativi italiani: da aprile 2022 a marzo 2023 risulta un aumento dello stock dei loro titoli a custodia per 108 miliardi, cifra che fa seguito a una continua riduzione durata dieci anni, per un importo di circa -540 miliardi. **Nel solo mese di marzo l'aumento dei titoli in custodia delle famiglie consumatrici è stato pari a 19 miliardi, a cui si aggiungono +4 miliardi m/m di titoli a custodia delle imprese.** Nel complesso, i titoli a custodia di famiglie e imprese sono cresciuti di 53 miliardi nel 1° trimestre 2023.

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



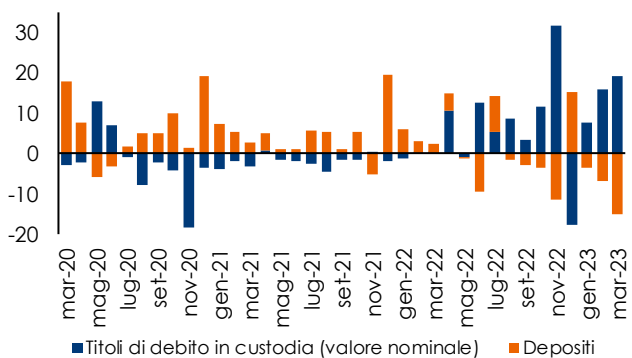
Fonte: BCE ed elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

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



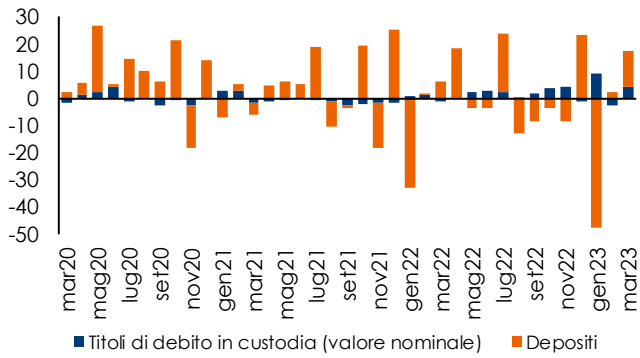
Fonte: BCE ed elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

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



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

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

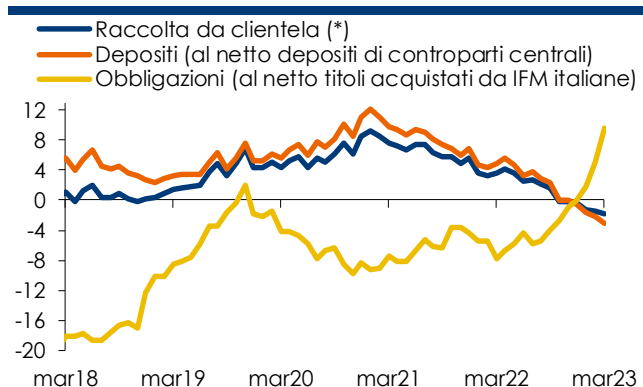


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

La **ricomposizione dei portafogli innescata dal rialzo dei tassi sta determinando anche una considerevole e rapida ripresa delle obbligazioni bancarie.** Dopo essere tornate in crescita soltanto a inizio 2023, dell'1,7% a/a a gennaio e del 5% a febbraio, **a marzo il ritmo è salito a +9,6% per portarsi a +10,1% ad aprile**, secondo le stime ABI.

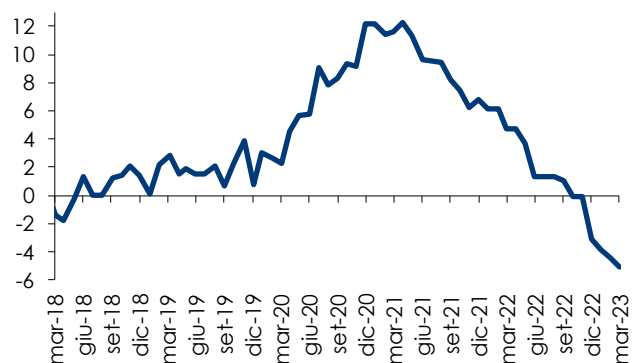
Tuttavia, a causa della flessione dei depositi, da fine 2022 **la raccolta totale da clientela segna variazioni leggermente negative** (-1,8% a/a a marzo) ed è stimata ancora in riduzione ad aprile (-2,3%, fonte ABI). Anche la raccolta complessiva, incluso rifinanziamento BCE e depositi di non residenti, è in calo da fine 2022, del -5,0% a marzo.

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 Macro Area euro/Italia

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