



# La Bussola dell'Economia Italiana

**Direzione Studi e Ricerche**

Settembre 2021

**IMI**

CORPORATE &  
INVESTMENT  
BANKING

**La bussola dell'economia italiana****Indice****L'evoluzione dello scenario congiunturale**

Migliora più del previsto lo scenario di crescita e di finanza pubblica

Sintesi della previsione macroeconomica

L'industria è ancora in espansione...

...anche se rallenta la fiducia delle imprese manifatturiere

Qualche lieve segnale di decelerazione anche nelle costruzioni

La crescita in questa fase è trainata dai servizi

Restano positive le prospettive per i consumi delle famiglie

Si intensificano i segnali di miglioramento del mercato del lavoro

Prosegue la ripresa del commercio estero

Ancora rischi al rialzo per l'inflazione nei prossimi mesi

**Tendenze del settore bancario**

Frenata dei prestiti alle società non-finanziarie

Ancora forti afflussi sui conti correnti delle famiglie

**Settembre 2021****2****2****8**

Nota Mensile

**9****10****Direzione Studi e Ricerche****11****12****13****14****Paolo Mameli**

Economista Macro Italia

**15****16****Andrea Volpi**

Economista - Area euro

**17****17****Elisa Coletti**

Economista Banche

**20**

## L'evoluzione dello scenario congiunturale

### Migliora più del previsto lo scenario di crescita e di finanza pubblica

Gli ultimi mesi sono stati caratterizzati da sorprese positive sia sul ciclo economico che sulla finanza pubblica: nelle prossime settimane ci attendiamo un processo generalizzato di revisione al rialzo delle stime di crescita, e al ribasso su deficit e debito. Vediamo un PIL vicino al 6% quest'anno e al 4% l'anno prossimo, grazie agli ulteriori margini di recupero per i consumi di servizi e agli effetti del PNRR sugli investimenti. A nostro avviso, i rischi sulle stime di crescita sono oggi verso l'alto, così come i rischi sul profilo di inflazione (attesa moderare l'anno prossimo). Le ipotesi alla base dello scenario sono il contenimento di nuove ondate pandemiche e la stabilità politica.

Paolo Mameli

In Italia, l'evoluzione della cosiddetta "quarta ondata" epidemiologica (Figure 1 e 2) è sinora coerente con la nostra ipotesi di una **maggiore decorrelazione**, rispetto a quanto avvenuto nelle ondate precedenti, **tra le curve dei contagi da COVID-19 e quelle dei casi più gravi** (ospedalizzazioni, ricoveri in terapia intensive, decessi), che appare come effetto del diffondersi della campagna vaccinale, e che sembra poter scongiurare un aumento delle pressioni sul sistema sanitario paragonabile a quello visto anche solo nella precedente ondata. La situazione però resta differenziata per area geografica: **i maggiori rischi riguardano regioni, come la Sicilia, rimaste più indietro nella campagna vaccinale**. L'ulteriore ampliamento della platea di "immunizzati" (la quota di popolazione over 12 completamente vaccinata è pari al 77,7% al 26 settembre, ed è attesa superare l'80% entro fine mese) e le norme più stringenti in materia di "green pass" sembrano allontanare l'eventualità che nei prossimi mesi possano essere introdotte misure di *lockdown* generalizzato come quelle viste durante le ondate precedenti, anche se **permane un certo grado di incertezza nel medio termine**.

La "quarta" ondata pandemica non appare sinora tale da indurre misure restrittive simili a quelle viste durante le ondate precedenti

Il quadro di crescita è migliorato sensibilmente rispetto a qualche mese fa, soprattutto grazie a un **rapido recupero di attività nei comparti maggiormente colpiti dalla crisi COVID**. In effetti, il balzo ampiamente superiore alle attese del PIL visto nel 2° trimestre (2,7% t/t) è stato trainato dai servizi, sia dal lato dell'offerta (il valore aggiunto nei servizi è cresciuto di 2,9% t/t) che da quello della domanda (i consumi di servizi sono aumentati di 9,4% t/t). Inoltre, l'espansione sarebbe stata ancora più ampia al netto delle scorte, che hanno sottratto quasi un punto alla crescita: verosimilmente, le aziende non sono state in grado di ricostituire adeguatamente i magazzini per via dei noti "colli di bottiglia" a livello internazionale nella filiera di approvvigionamento di materie prime e componentistica: ciò segnala che **il ciclo delle scorte non è ancora iniziato, e potrebbe sostenere il PIL nei prossimi trimestri**.

Il quadro di crescita è decisamente migliorato...

Insomma, il testimone della crescita è già passato dall'industria ai servizi. Anzi **per manifatturiero e costruzioni è possibile una (moderata) decelerazione dell'attività nei prossimi mesi**, per via dell'aggravarsi dei colli di bottiglia dal lato dell'offerta (Figure 3 e 4); nei settori già tornati a livelli di attività superiori a quelli pre-pandemici, come le costruzioni (+12,2% rispetto a fine 2019), alcuni comparti industriali, ma anche i servizi di informazione e comunicazione (+6,8% rispetto al pre-COVID), potrebbero manifestarsi anche difficoltà nel reperire manodopera, come segnalato dal recente aumento del tasso di posti vacanti. Tuttavia, **il contributo dei servizi in precedenza soggetti a restrizioni appare tale in questa fase da più che compensare un eventuale minore dinamismo prospettico degli altri comparti**: i margini di recupero dopo i drammatici effetti della pandemia restano consistenti (il valore aggiunto nel 2° trimestre 2021 restava del 5% inferiore ai livelli di fine 2019 per l'insieme dei servizi, del 9,4% per commercio, trasporto, alloggio e ristorazione, e del 14,4% per le altre attività dei servizi).

...trainato soprattutto dai servizi...

In questo scenario, **abbiamo rivisto al rialzo la nostra stima di crescita del PIL italiano quest'anno, al 5,7%**. La revisione è motivata soprattutto dal dato superiore alle attese registrato nel 2° trimestre (2,7% t/t). Tale stima è coerente con una crescita ancora vigorosa nel 3° trimestre (1,5% t/t) e con un rallentamento più marcato (a 0,8% t/t) nello scorcio finale dell'anno. A nostro avviso,

...segnalando la possibilità per quest'anno di un rimbalzo del PIL vicino al 6%

**I rischi su questa stima sono verso l'alto**, e dipenderanno molto da quanto forte sarà l'ulteriore recupero dei servizi nel trimestre estivo (Figura 5); le aziende del terziario non segnalano per ora un significativo ridimensionamento delle aspettative sugli affari (Figura 6), ma cruciale, in particolare per i consumi dal lato della domanda e per i servizi dal lato dell'offerta, sarà l'evoluzione del quadro epidemiologico nei prossimi mesi (Figure 7 e 8). **Lasciamo viceversa invariata al 4% la previsione di crescita per l'anno prossimo**: se da un lato la sorpresa positiva di quest'anno avrebbe un effetto di trascinamento positivo sul 2022, dall'altro il rimbalzo più veloce del previsto post-COVID lascia minori margini di recupero per l'anno prossimo. **Confermiamo comunque l'idea che la crescita del PIL possa rimanere ben superiore al potenziale per diversi anni** (Figura 9). Uno dei principali carburanti per la crescita nei prossimi anni saranno gli **extra-risparmi accumulati dallo scoppio della pandemia**, che potrebbero tramutarsi, sia pure lentamente e solo in parte (in quanto concentrati tra le famiglie più abbienti), in maggiori consumi (l'effetto potenziale vale circa il 3,5% del PIL; Figure 10 e 11). Proprio **i consumi daranno il maggiore contributo alla crescita** nel biennio in corso (anzi atteso ampliarsi nel 2022 rispetto al 2021: Figura 12). **Continuerà anche nei prossimi anni**, sia pure verosimilmente a un ritmo più basso rispetto all'incremento a due cifre atteso quest'anno, **l'espansione degli investimenti**, che hanno già recuperato i livelli pre-crisi ma beneficeranno del ridursi dell'incertezza, delle condizioni ancora favorevoli della domanda finale, di condizioni di finanziamento accomodanti e dell'ampia liquidità a disposizione delle imprese (nonché degli effetti, diretti e indiretti, del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza). Nel complesso, **sarà la domanda interna a sostenere il PIL**, in presenza di un apporto nullo o lievemente negativo di commercio estero e scorte.

Le sorprese positive sulla crescita del PIL stanno avendo implicazioni favorevoli per lo scenario di finanza pubblica. Il Governo entro fine mese diffonderà la Nota di Aggiornamento al DEF con le nuove previsioni sui principali aggregati, ma le sorprese positive viste nei dati sinora pubblicati sul fabbisogno del settore statale (-36,2 miliardi nei primi 8 mesi dell'anno rispetto al 2020: Figura 13) e la stessa crescita delle disponibilità liquide del Tesoro (il conto disponibilità del Tesoro presso la Banca d'Italia ha raggiunto un massimo storico di 102,8 miliardi a luglio: Figura 14) segnalano la **possibilità che il rapporto deficit/PIL quest'anno possa non solo essere rivisto al ribasso rispetto al target contenuto nel DEF di aprile (11,8%), ma anche essere inferiore al livello registrato nel 2020 (9,6%)**: la nostra attuale stima è 8,7%, sebbene l'incertezza sia elevata (Figura 15). Pertanto, **è possibile che il rapporto debito/PIL scenda a sorpresa già quest'anno**, stimiamo a 154% da 155,6% l'anno scorso (Figura 16). **L'evoluzione l'anno prossimo dipenderà dall'orientamento di politica fiscale che sarà scelto dal Governo**: se da un lato il miglioramento delle entrate derivante dal rimbalzo del ciclo e il calo delle spese dovuto al venir meno delle misure di supporto temporaneo potrebbero far scendere nettamente il deficit tendenziale (forse poco sopra il 3%), dall'altro lato è possibile che il Governo scelga di accompagnare il recupero dell'attività con una manovra netta ancora espansiva, attenuando la stretta prevista per il 2022 che era implicita nei tendenziali di finanza pubblica del DEF 2021. In ogni caso, **un deciso ridimensionamento del deficit, e un ulteriore calo del debito, appaiono più che probabili per il 2022**.

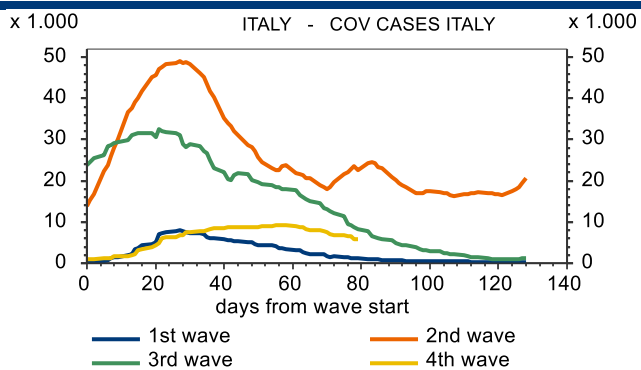
Il principale appuntamento politico nei prossimi 6 mesi (dopo il turno di elezioni comunali di inizio ottobre, che non dovrebbe avere implicazioni per lo scenario nazionale) sarà l'**elezione del prossimo Presidente della Repubblica** (il mandato dell'attuale Capo dello Stato Sergio Mattarella scade il 3 febbraio 2022). Sebbene non si possano escludere del tutto turbolenze nel corso del 2022, **il nostro scenario centrale è che il Governo presieduto da Mario Draghi possa rimanere in carica sino a fine legislatura (2023), con il principale compito di gestire il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza**, che vale come noto, sull'orizzonte al 2026, 191,5 miliardi tra sovvenzioni (68,9 miliardi) e prestiti (122,6 miliardi); a questi si aggiungono oltre 13 miliardi provenienti dal programma React-EU e oltre 30 miliardi che il Governo Draghi ha messo a disposizione attraverso la creazione di un Fondo complementare finanziato con risorse nazionali, portando così il piano complessivo a oltre 235 miliardi. **Lo scorso 13 agosto, la Commissione europea ha già erogato all'Italia a titolo di prefinanziamento 24,9 miliardi di euro**; le restanti rate saranno pagate

**In deciso miglioramento lo scenario di finanza pubblica**

**Lo scenario centrale è che l'attuale Governo resti in carica, con il compito di gestire il PNRR**

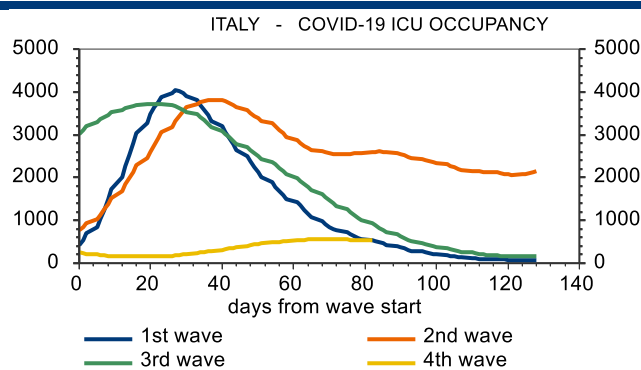
semestralmente (Figura 17). Il PNRR italiano appare ben "incardinato", e le prime scadenze previste per il 2° e 3° trimestre di quest'anno sono state rispettate o sono in via di completamento. Il crono-programma concordato con la Commissione include ben 528 scadenze da qui al 2026, ma la condizionalità appare ridotta nella parte iniziale del programma (Figura 18). Cionondimeno, **il volume di legislazione richiesto già entro fine 2021 è di portata rilevante, in particolare in tema di riforme**, sia nel merito delle questioni (soprattutto sul nodo della legislazione sul processo penale e civile e sull'insolvenza) sia per la quantità dei provvedimenti legislativi richiesti in ambito settoriale. Confermiamo comunque la nostra stima secondo cui **il grosso dell'impatto del PNRR sulla crescita del PIL sarà nel 2022-23** (in media, oltre mezzo punto aggiuntivo di crescita l'anno nel biennio).

**Fig. 1 – Andamento dei casi di COVID-19 in Italia a partire dall'inizio delle varie ondate pandemiche**



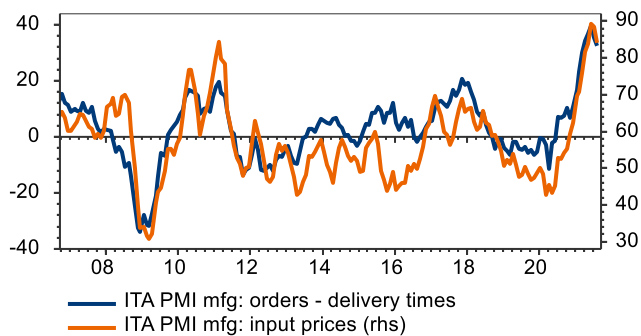
Fonte: ISS, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 2 – Andamento dei ricoveri in terapia intensiva da COVID-19 in Italia a partire dall'inizio delle varie ondate pandemiche**



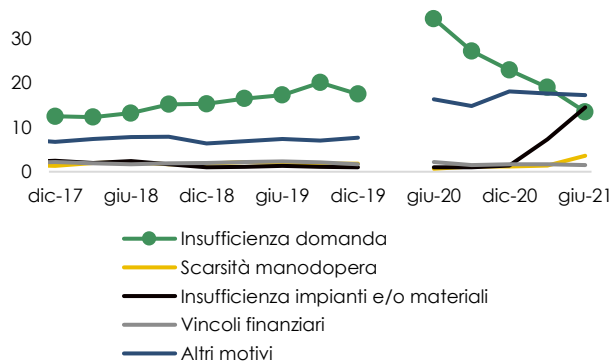
Fonte: ISS, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 3 – Nell'industria, si stanno manifestando colli di bottiglia dal lato dell'offerta e rincari dei prezzi all'input**



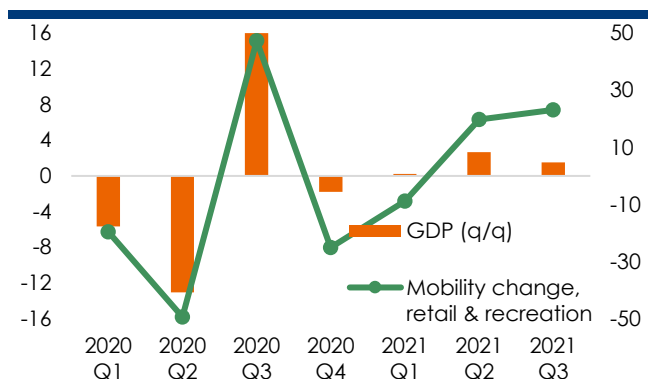
Fonte: IHS Markit, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 4 – Tra gli ostacoli alla produzione nell'industria, diminuisce l'importanza dell'insufficienza della domanda e aumenta quella della carenza di materiali**



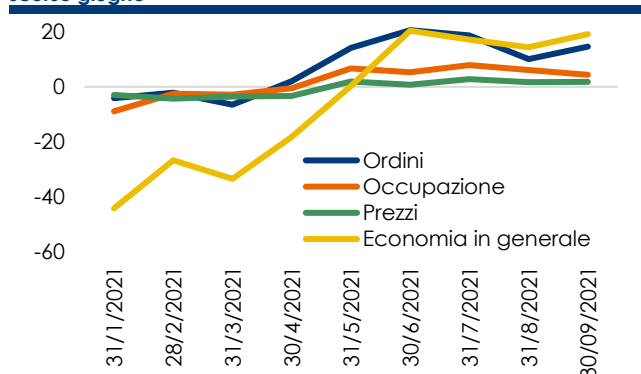
Nota: indagine trimestrale Istat sugli ostacoli alla produzione nelle imprese manifatturiere (in % delle risposte). Fonte: Istat

**Fig. 5 – L'andamento degli indici di mobilità segnala rischi al rialzo sulle stime di crescita del PIL nel trimestre estivo**



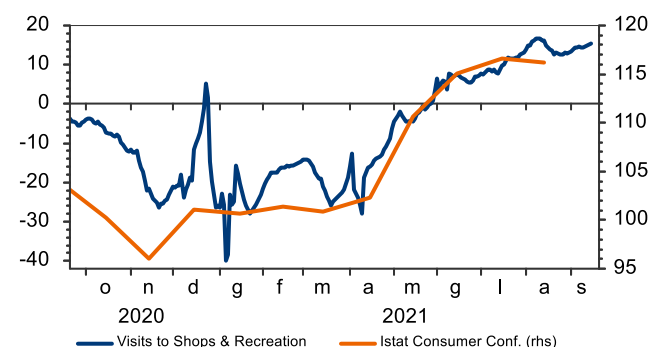
Fonte: Google LLC COVID-19 Community Mobility Reports, Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 6 – Le attese delle aziende nel settore dei servizi di mercato mostrano solo una modesta decelerazione dai picchi toccati lo scorso giugno**



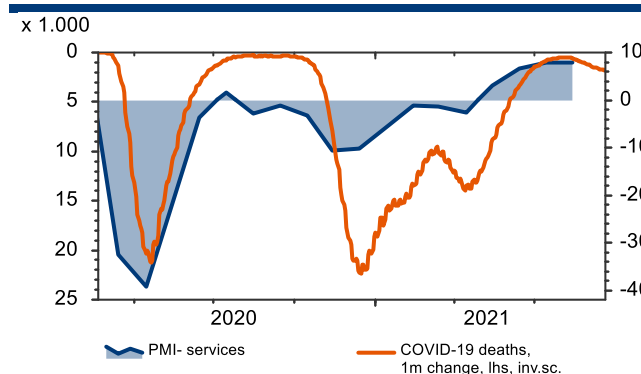
Fonte: Istat (indagine sulle imprese dei servizi di mercato, attese)

**Fig. 7 – Nei prossimi mesi, l'evolversi della situazione epidemiologica e, di conseguenza, della mobilità, sarà cruciale per le prospettive della fiducia e della spesa dei consumatori...**



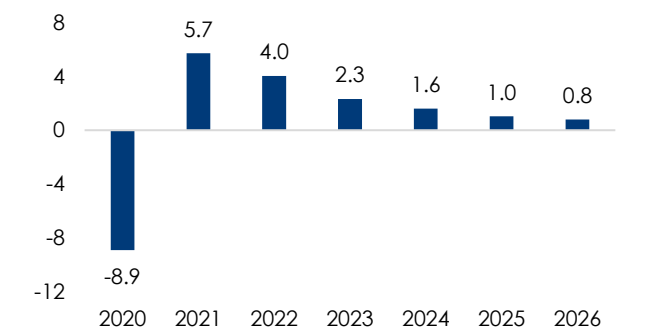
Nota: Visits to Shops & Recreation = media indici "Grocery and Pharmacy" e "Retail and Recreation" (Report sugli spostamenti della comunità Google).  
Fonte: Google LLC COVID-19 Community Mobility Reports, Istat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 8 –...così come per quelle dell'attività economica nel settore dei servizi**



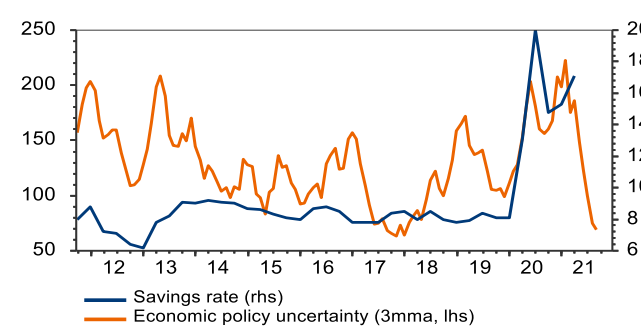
Fonte: IHS Markit, ISS, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 9 – Confermiamo l'idea che il tasso di crescita del PIL possa rimanere superiore al potenziale per diversi anni**



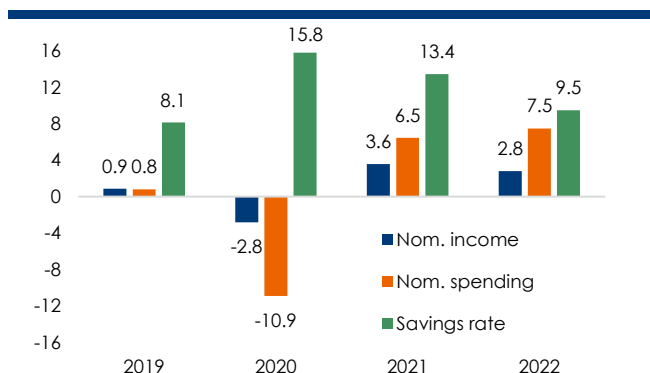
Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 10 – Il tasso di risparmio è atteso ridursi al graduale diminuire dell'incertezza sulla situazione sanitaria ed economica...**



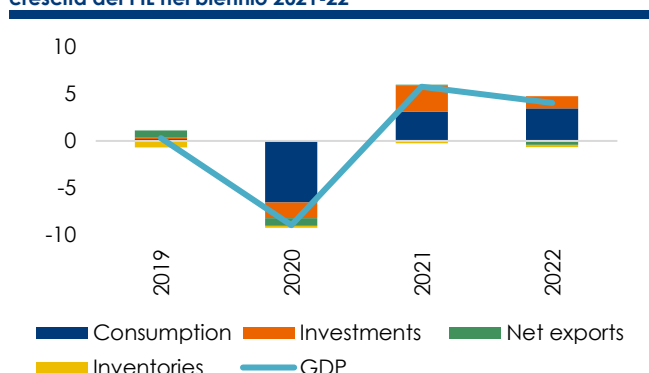
Fonte: Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat e [www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com)

**Fig. 11 – ... favorendo una accelerazione dei consumi nel 2022**



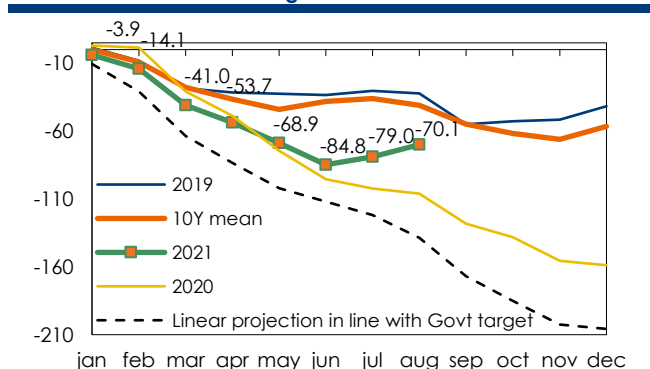
Nota: var. % a/a del reddito e della spesa delle famiglie a prezzi correnti, tasso di risparmio in % del reddito disponibile. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 12 – Proprio i consumi daranno il maggior contributo alla crescita del PIL nel biennio 2021-22**



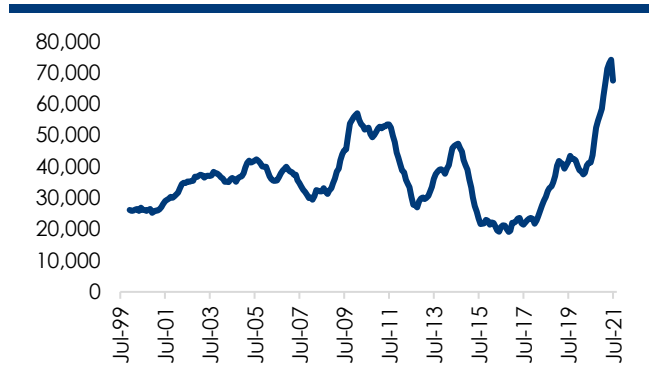
Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 13 – I dati sul fabbisogno del settore statale nei primi 8 mesi dell'anno sono stati molto migliori delle attese**



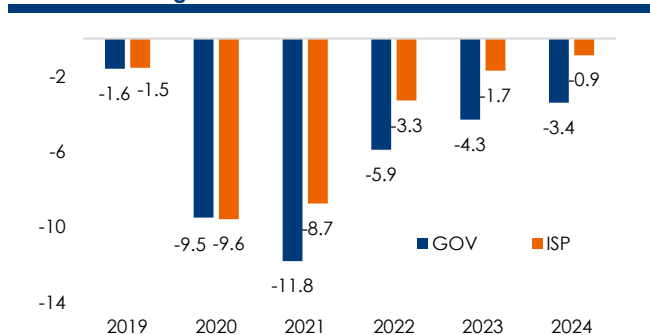
Fonte: MEF, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 14 – Le disponibilità liquide del Tesoro italiano sono ai massimi storici**



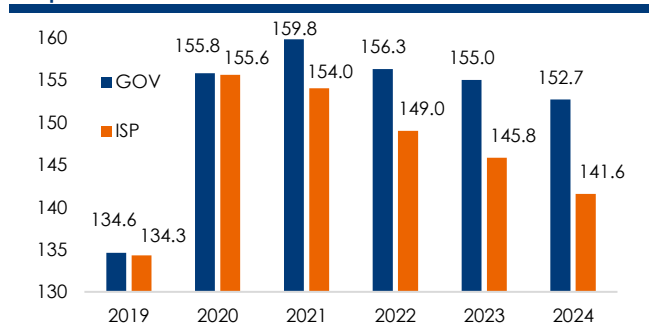
Nota: depositi del Tesoro presso la Banca d'Italia (media mobile a 12 mesi). Fonte: Banca d'Italia, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 15 – Il rapporto deficit/PIL quest'anno potrebbe risultare inferiore sia al target del DEF sia ai valori dello scorso anno...**



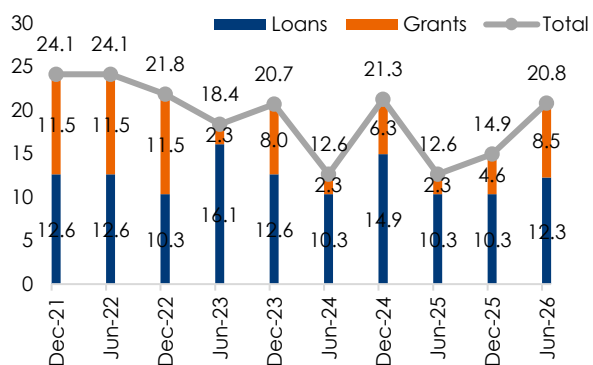
Nota: le differenze su 2019-20 sono dovute alla revisione dei dati annuali comunicata dall'Istat il 22 settembre. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, quadro programmatico Governo italiano (DEF 2021)

**Fig. 16 – ...e il rapporto debito/PIL potrebbe calare a sorpresa già da quest'anno**



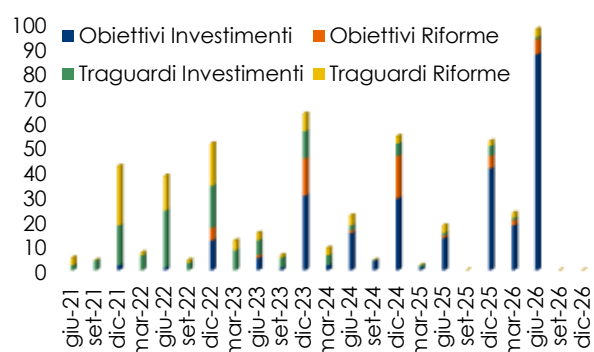
Nota: le differenze su 2019-20 sono dovute alla revisione dei dati annuali comunicata dall'Istat il 22 settembre. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, quadro programmatico Governo italiano (DEF 2021)

**Fig. 17 – Le erogazioni previste per l'Italia nell'ambito del Dispositivo di Ripresa e Resilienza in senso stretto (miliardi di euro)**



Nota: la ripartizione non tiene conto dell'anticipo da 24,9 miliardi erogato all'Italia lo scorso agosto. Fonte: PNRR, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 18 – “Obiettivi” e “Traguardi” previsti dal PNRR italiano su investimenti e riforme (numero di condizioni richieste per trimestre)**



Fonte: PNRR, elaborazioni Intesa Sanpaolo



## Sintesi della previsione macroeconomica

## Previsioni macroeconomiche

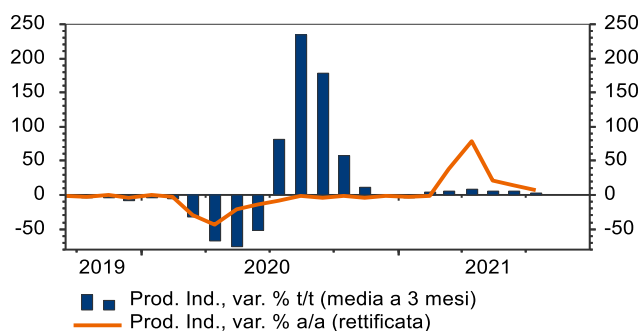
	2020	2021p	2022p	2020		2021				2022			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi 2015, a/a)	-8.9	5.7	4.0	-5.2	-6.5	-0.7	17.3	2.6	5.3	6.0	4.0	3.2	3.0
- var.ne % t/t				16.0	-1.8	0.2	2.7	1.5	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
Consumi delle famiglie	-10.7	5.2	5.8	13.1	-2.7	-1.1	5.0	2.8	1.2	1.1	0.9	0.7	0.6
Consumi pubblici	1.6	0.2	-0.2	1.4	1.6	-0.5	-0.9	-0.5	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Investimenti fissi	-9.2	15.1	6.5	29.5	0.4	3.8	2.4	0.4	1.7	1.9	1.7	1.5	1.4
Investimenti in macchinari	-8.8	10.5	8.3	16.4	1.1	2.1	1.8	1.5	2.0	2.5	2.0	1.8	1.8
Investimenti in trasporti	-28.1	19.3	8.2	56.5	6.7	-0.5	3.3	2.5	2.3	2.0	1.6	1.4	1.2
Investimenti in costruzioni	-6.6	19.6	4.5	42.6	-1.0	6.0	2.9	-1.0	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1
Esportazioni	-14.5	11.7	5.3	31.0	1.8	0.6	3.2	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	0.8
Importazioni	-13.1	12.3	7.1	14.7	5.8	2.5	2.3	2.5	2.0	1.8	1.4	1.0	0.9
<b>Contr. % PIL</b>													
Commercio estero	-0.8	0.1	-0.4	4.3	-1.0	-0.5	0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.0
Domanda finale interna	-7.9	5.9	4.7	13.2	-1.2	0.0	3.2	1.7	1.0	1.0	0.9	0.7	0.7
Var. scorte	-0.2	-0.2	-0.2	-1.5	0.5	0.7	-0.8	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Attività produttiva</b>													
Produzione industriale	-11.0	11.1	2.8	29.2	0.0	1.5	1.2	0.8	0.4	0.7	0.8	0.7	0.6
<b>Prezzi, salari e redditi</b>													
Prezzi al consumo (a/a)	-0.1	1.6	1.5	-0.5	-0.2	0.6	1.2	2.1	2.5	2.0	1.6	1.3	1.1
- escl. alimentari, energia (a/a)	0.5	0.7	0.8	0.3	0.4	0.8	0.3	0.7	1.2	0.9	0.9	0.8	0.9
PPI (a/a)	-3.3	7.3	3.7	-3.2	-2.2	1.0	8.0	10.4	10.0	8.0	4.8	1.3	1.0
Disoccupazione (%)	9.3	9.6	9.3	10.0	9.8	10.1	9.8	9.3	9.4	9.4	9.4	9.3	9.2
Occupati totali	-2.7	0.5	2.1	0.4	0.1	-0.6	1.5	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
Salari contrattuali	0.6	0.6	0.8										
Reddito disponibile reale	-2.6	2.3	1.2										
Tasso di risparmio (%)	15.8	13.4	9.5										
<b>Bilancia dei pagamenti</b>													
Partite correnti (% PIL)	3.4	2.5	1.7										
<b>Finanza pubblica</b>													
Saldo di bilancio della PA (% Pil)	-9.7	-8.7	-3.3										
Debito (% Pil)	155.6	154.0	149.0										
<b>Variabili finanziarie</b>													
3-mths Euribor	-0.54	-0.55	-0.55	-0.49	-0.54	-0.54	-0.54	-0.55	-0.55	-0.54	-0.55	-0.54	-0.55
Long term (10Y) rate (%)	1.11	0.73	0.96	0.98	0.61	0.59	0.80	0.67	0.74	0.80	0.90	1.05	1.10
BTP/Bund spread	1.60	1.10	1.16	1.47	1.18	1.04	1.02	1.11	1.10	1.10	1.15	1.20	1.20

Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

### L'industria è ancora in espansione...

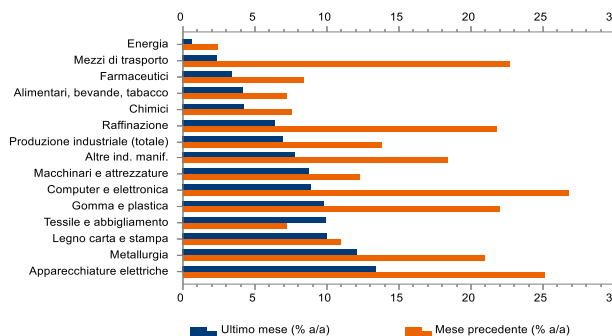
La produzione industriale è salita a sorpresa a luglio, di **+0,8% m/m**, dopo il rimbalzo di +1,1% m/m visto a giugno. L'output resta in ampia espansione su base annua, pur rallentando a +7% da +13,8% precedente (sui dati corretti per gli effetti di calendario). **Nel mese, la crescita è trainata da beni di investimento, beni intermedi e beni di consumo non durevoli** (+1,9%, +1,4% e +1,3% m/m, rispettivamente), mentre si registra una parziale correzione per l'energia e il secondo calo mensile consecutivo per i durevoli. Su base annua, tutti i macro-settori sono in espansione, con la sola eccezione dei prodotti energetici. **La produzione manifatturiera è cresciuta di ben +1,2% m/m**, trascinata soprattutto da macchinari e attrezzature (+2,7% m/m): un segnale che il ciclo degli investimenti è ormai avviato, grazie alle prospettive positive sulla domanda, alle favorevoli condizioni di finanziamento e all'ampia liquidità a disposizione delle imprese. Alcuni comparti manifatturieri registrano però una correzione nel mese: si tratta soprattutto di raffinazione, farmaceutico, apparecchiature elettriche, mezzi di trasporto, settore metallurgico. Su base annua, gli unici comparti in calo sono proprio il farmaceutico (-1,9%) e (al di fuori del manifatturiero) l'attività estrattiva (-2,8%). **La produzione industriale già a giugno era tornata al di sopra dei livelli pre-COVID, e a luglio ha consolidato i progressi del mese precedente** (+1,5% rispetto a febbraio 2020). **L'output è in rotta per un altro incremento nel 3° trimestre, sia pure meno marcato di quello visto nei primi due trimestri dell'anno.** Le indagini di fiducia delle imprese confermano che l'industria resta in fase espansiva, anche se si nota una moderata decelerazione rispetto ai ritmi della prima parte dell'anno. Le difficoltà di approvvigionamento di materiali, e i rincari delle materie prime, sembrano negli ultimi mesi aver acquisito maggiore importanza come ostacolo all'attività produttiva delle aziende. In ogni caso, anche se il trend di rallentamento nell'industria dovesse accentuarsi, il contributo dei servizi appare tale in questa fase da più che compensare un eventuale minore dinamismo prospettico del manifatturiero.

#### L'industria va "normalizzandosi", ma resta in espansione



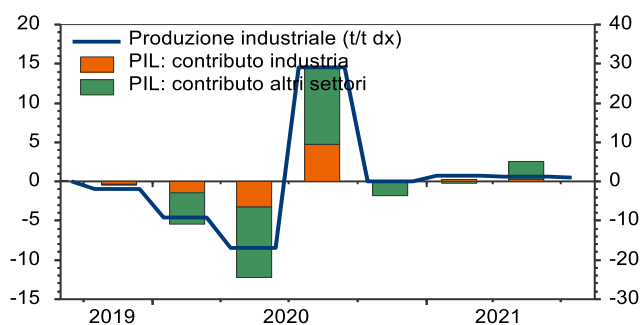
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

#### Tutti i principali comparti sono in crescita su base annua



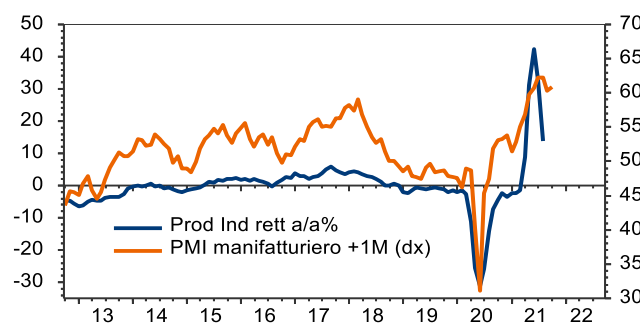
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

#### In questa fase, il contributo dell'industria è meno decisivo di quello dei servizi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

#### Le indagini segnalano rallentamento, non un'inversione del ciclo



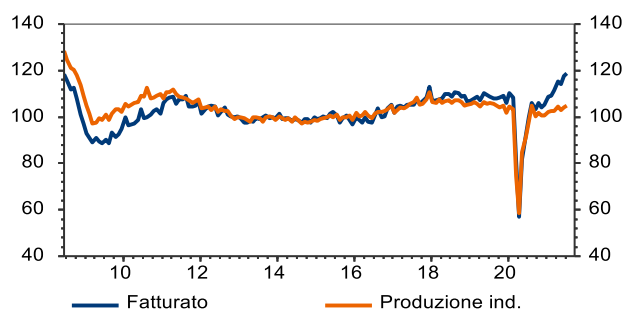
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

**...anche se rallenta la fiducia delle imprese manifatturiere**

L'indice di fiducia delle imprese manifatturiere è calato per il secondo mese di fila (anche se meno delle attese) a settembre, a 113 da un precedente 113,2. I giudizi sugli ordinativi sono risultati poco variati (anzi si nota un aumento delle commesse provenienti dal mercato interno), ma le imprese hanno riportato un minor ottimismo prospettico relativamente a produzione e ordini futuri. Le aspettative per l'economia e per l'occupazione sono tornate a salire dopo la flessione registrata nel mese precedente. **A luglio il fatturato industriale è cresciuto per il secondo mese consecutivo: +0,9% m/m da +3,1% m/m precedente.** In termini tendenziali e corretti per i giorni lavorativi il fatturato risulta in aumento del 19,1% dal 28,5% precedente; il dato tocca un **nuovo record dall'inizio della serie (2000)**. Il dato congiunturale è sintesi di un incremento (+1,7% m/m) per il fatturato sul mercato interno mentre calano moderatamente, dopo quattro mesi di solidi rialzi, i ricavi dall'estero (-0,8% m/m). **Tra i principali raggruppamenti di industrie sono i beni strumentali (+4,8% m/m) e l'energia (+3,6% m/m) a trainare le vendite,** a fronte di flessioni registrate tra i beni di consumo (-0,9% m/m) e i beni intermedi (-1,2% m/m). A livello settoriale tutti i comparti risultano in espansione rispetto allo scorso anno con i maggiori rialzi registrati per metallurgia, raffinazione e chimica e trasporti. **Il dato di luglio si unisce a quello registrato, nello stesso mese, per l'attività produttiva e conferma un quadro di solida domanda per il settore.**

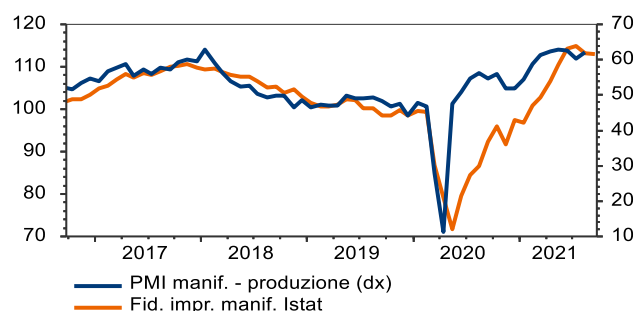
La decelerazione in corso nel manifatturiero potrebbe accentuarsi nei prossimi mesi per via dell'aggravarsi dei colli di bottiglia dal lato dell'offerta (non solo nell'approvvigionamento di materie prime e componentistica ma, in alcuni comparti, anche nel reperimento di manodopera).

**La ripresa del fatturato è meno marcata di quella della produzione**



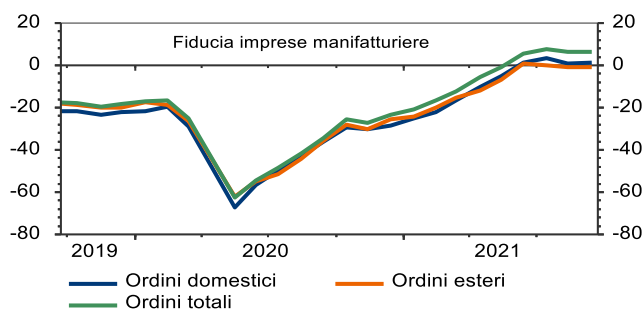
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

**Gli indici di fiducia restano coerenti con un'intonazione ancora espansiva**



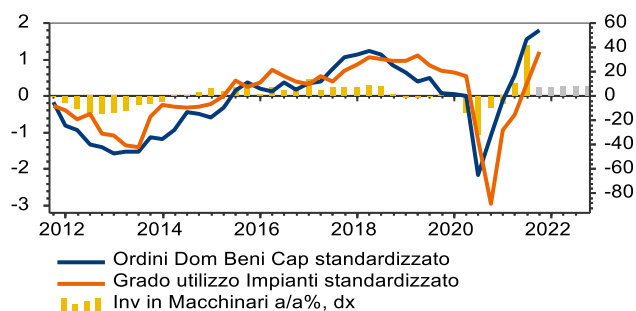
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

**Le valutazioni delle imprese sugli ordini correggono solo marginalmente dai recenti massimi**



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

**Continua il recupero per il grado di utilizzo degli impianti**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

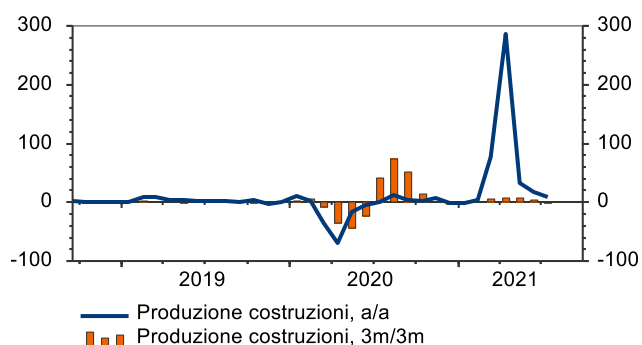
### Qualche lieve segnale di decelerazione anche nelle costruzioni

A luglio, la produzione nelle costruzioni è calata di -1,9% m/m, dopo il +1,6% di giugno. La crescita tendenziale e corretta per gli effetti di calendario è rallentata a 9,1% da 17% precedente, nel quadro di una graduale normalizzazione al venir meno del confronto con i mesi eccezionali del 2020. Il calo di luglio lascia l'output in rotta per una correzione nel trimestre estivo dopo il balzo visto nella prima metà dell'anno.

L'indice di fiducia delle imprese delle costruzioni è comunque tornato a salire a settembre, a 155,5 da 153,8 di agosto: si tratta della seconda lettura più alta mai rilevata dopo il record storico di 158,6 toccato lo scorso luglio.

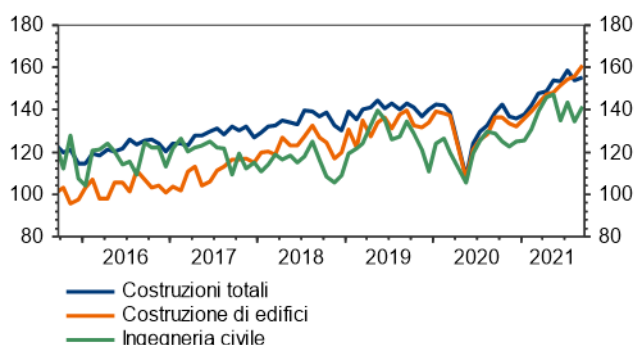
Le costruzioni sono l'unico tra i principali settori ad aver già recuperato i livelli di attività pre-COVID (+12% rispetto a fine 2019), ma riteniamo possano avere ancora margini di crescita grazie agli incentivi fiscali e ai programmi infrastrutturali previsti dal PNRR. Non escludiamo però l'emergere di colli di bottiglia che potrebbero limitare l'espansione della produzione nel settore, non solo sul fronte dei materiali di costruzione ma anche sul mercato del lavoro (il tasso dei posti vacanti nel settore ha mostrato un significativo aumento di recente, segnalando difficoltà di reperire manodopera, che potrebbero riguardare anche le opere infrastrutturali pubbliche previste per i prossimi anni).

#### La tendenza annua della produzione nelle costruzioni si "normalizzando" al graduale venir meno del confronto con i mesi eccezionali del 2020



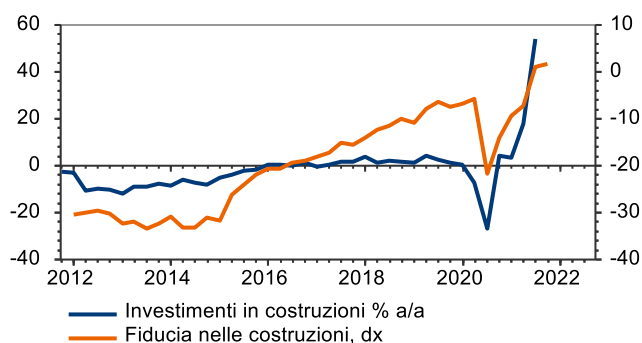
Fonte: Refinitiv-Datastream

#### La fiducia delle imprese del settore rimane vicina ai massimi storici



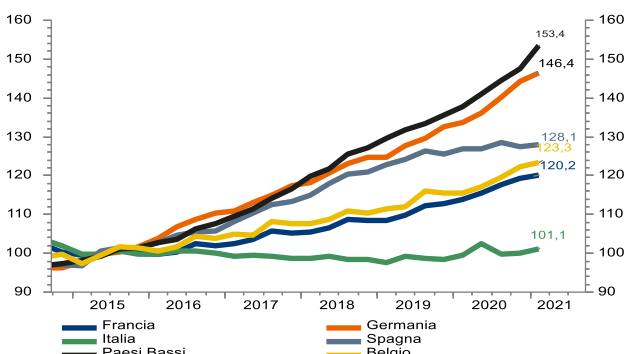
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream

#### La fiducia dei costruttori è coerente con il mantenimento di un trend espansivo per gli investimenti in costruzioni di contabilità nazionale



Fonte: Refinitiv-Datastream

#### Prezzi delle abitazioni in crescita di +1,7% t/t e +0,4% a/a nel 2° trimestre 2021, anche se la tendenza resta assai più moderata che negli altri Paesi europei



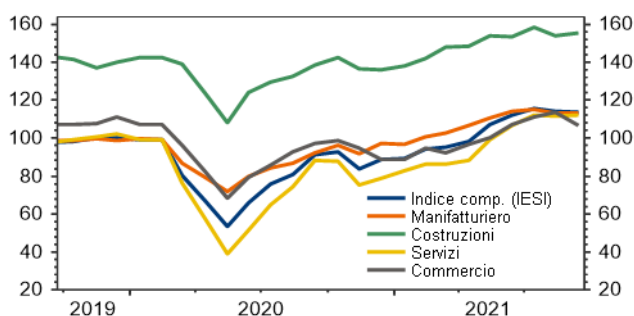
Fonte: Refinitiv-Datastream

### La crescita in questa fase è trainata dai servizi

Il fatturato nei servizi è balzato di +6,4% t/t nel 2° trimestre dopo il più modesto incremento di +0,7% t/t registrato nei primi tre mesi dell'anno. **L'attività nel settore ha beneficiato dell'effetto dell'allentamento delle restrizioni rispetto al trimestre precedente, che ha permesso al comparto di fornire il contributo maggiore alla crescita del valore aggiunto durante la primavera.** A livello settoriale sono risultati infatti proprio i comparti maggiormente colpiti dalle restrizioni a registrare il più ampio rimbalzo del fatturato, come i servizi di alloggio e ristorazione (+34,6% t/t) seguiti da commercio all'ingrosso e vendita e riparazione di veicoli (+7,4% t/t) e dalle attività di trasporto e immagazzinaggio (+7,3% t/t). Più modesto invece l'incremento nei servizi d'informazione e comunicazione (+0,7% t/t) a fronte di flessioni per le attività professionali, scientifiche e tecniche (-1,3% t/t) e agenzie di viaggio e servizi di supporto alle imprese (-1,5% t/t), dopo i rimbalzi messi a segno nel 1° trimestre. In termini tendenziali la crescita risulta di 33,9% (dato "viziato" dal confronto con la primavera dello scorso anno). **Con il balzo congiunturale registrato nel 2° trimestre il fatturato nei servizi ha recuperato gran parte del terreno perso durante la crisi con un gap rispetto ai livelli di fine 2019 di solo l'1,4%: con il graduale ritorno alla normalità il percorso di riavvicinamento dovrebbe proseguire anche nei prossimi mesi, come peraltro suggerito dalle più recenti indagini congiunturali.**

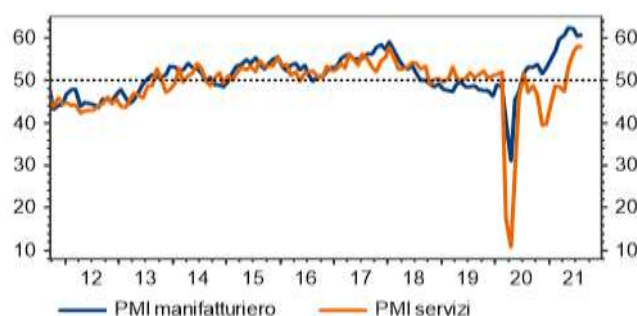
**L'indice composito di fiducia delle imprese dei servizi è tornato a salire a settembre**, a 112,3 da 111,8 di agosto: si tratta di un massimo dal 2007: le preoccupazioni per la "quarta ondata" pandemica in corso non sembrano aver pesato sul morale delle aziende operanti nel settore dei servizi, che sarà trainante per la crescita del PIL ancora nei prossimi trimestri.

#### La fiducia delle imprese nei servizi ha recuperato terreno negli ultimi mesi



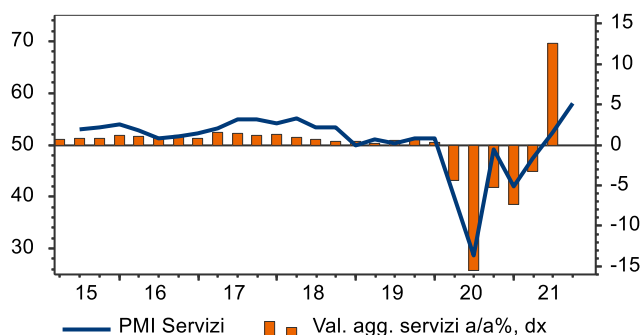
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datstream

#### Si è quasi chiuso il gap di attività economica tra industria e servizi



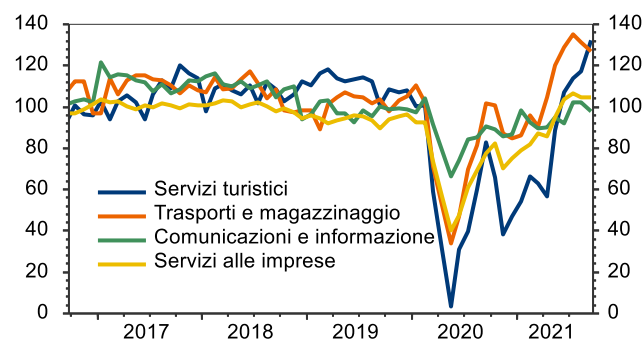
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datstream

#### Valore aggiunto nei servizi in deciso recupero



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datstream

#### I miglioramenti recenti riguardano soprattutto i servizi turistici

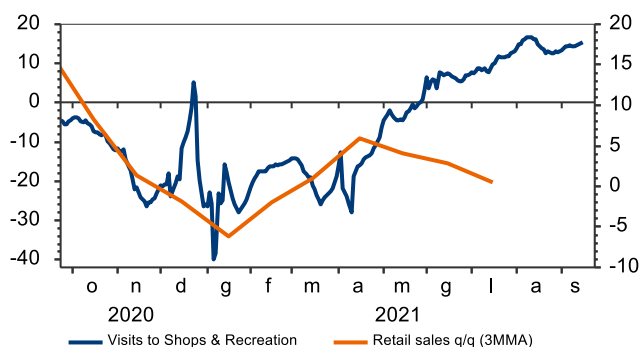


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datstream

### Restano positive le prospettive per i consumi delle famiglie

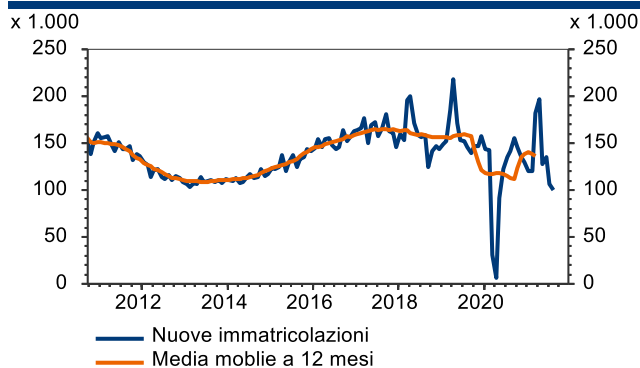
L'indice di fiducia delle famiglie ha riportato un ampio rimbalzo a 119,6 a settembre, dopo che ad agosto era sceso a 116,2: l'indice raggiunge così un nuovo massimo storico dall'inizio delle rilevazioni (1998). Tutte le principali componenti hanno registrato un miglioramento, particolarmente marcato per quanto riguarda la valutazione del clima corrente e la situazione economica nazionale. Anche le preoccupazioni relative alla disoccupazione sono calate (al livello più basso dallo scoppio della pandemia). Insomma, le preoccupazioni per la "quarta ondata" pandemica in corso non sembrano aver pesato sul morale delle famiglie. **A luglio le vendite al dettaglio erano tornate a calare**, di -0,4% m/m in valore (-0,7% m/m in volume), dopo il rimbalzo registrato nel mese precedente (+0,7% m/m). La crescita tendenziale ha quindi decelerato a 6,7% da 7,9% precedente, in fase di normalizzazione per via del progressivo venir meno del confronto con i mesi di maggiore severità delle restrizioni. **Il calo è la sintesi di una stagnazione degli acquisti di beni alimentari e di una flessione (-0,6% m/m) per quelli di beni non alimentari.** Le vendite di alimenti restano significativamente superiori ai livelli pre-crisi ed è possibile che nei prossimi mesi, con il progressivo ritorno alla normalità anche in termini di abitudini di spesa, evidenzino un minor dinamismo. La prima contrazione delle vendite di beni non alimentari dopo due mesi di rialzo rispecchia invece quanto avvenuto anche nelle altre principali economie dell'area euro, che hanno registrato una fisiologica battuta d'arresto una volta esaurito l'impatto immediato delle riaperture sul commercio. Gli acquisti di beni non alimentari non hanno ancora raggiunto i livelli precedenti la pandemia e quindi, disponendo di maggior spazio di recupero potenziale e visto l'andamento degli indici di mobilità verso gli esercizi commerciali che restano sopra la media pre-COVID, dovrebbero essere rimasti su un trend espansivo anche durante l'estate. **Nonostante un debole inizio di trimestre, le vendite al dettaglio dovrebbero mantenersi in espansione anche durante l'estate, dopo aver chiuso il 2° trimestre in crescita del 2,8% t/t. Nel 2° semestre, oltre al progressivo recupero degli acquisti di beni, sarà soprattutto la ripartenza delle spese nei servizi a sostenere i consumi e il PIL.**

Sulla base dei dati sulla mobilità, la tendenza delle vendite al dettaglio è attesa in deciso miglioramento nei prossimi mesi



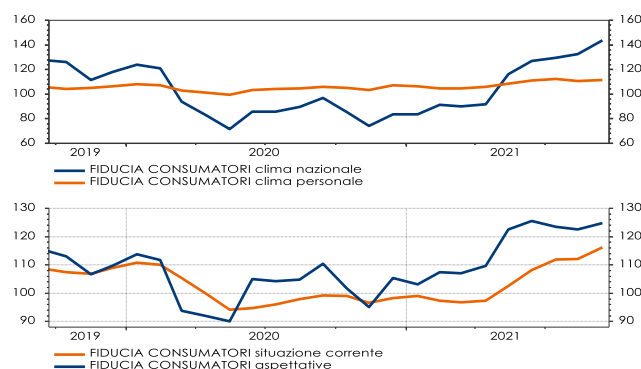
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Rientra l'effetto-incentivi statali sulle vendite di auto



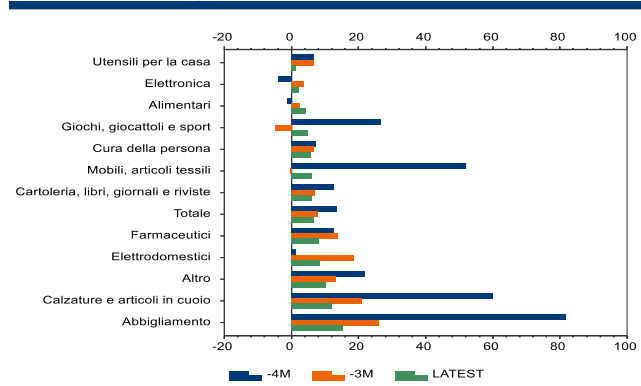
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Clima nazionale e aspettative stanno trainando il recupero per la fiducia dei consumatori



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

### Tutti i gruppi di prodotti vedono un rialzo delle vendite al dettaglio su base annua a luglio



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Si intensificano i segnali di miglioramento del mercato del lavoro

**A luglio il tasso di disoccupazione è calato a 9,3% da 9,4% precedente** (rivisto al ribasso da 9,7%), sui minimi da maggio 2020. Nel mese sono diminuiti sia gli occupati che i disoccupati, rispettivamente di 23 mila (-0,1% m/m) e di 29 mila (-1,2% m/m) unità; gli inattivi sono invece aumentati di 28 mila unità (+0,2% m/m). La flessione del tasso dei senza lavoro è quindi dovuta soprattutto a un maggior flusso di persone in uscita dalla forza lavoro. Il calo mensile degli occupati è però il primo dopo cinque mesi consecutivi di crescita, e potrebbe risultare temporaneo.

Come suggerito dalle indagini congiunturali condotte presso le imprese, nei prossimi mesi la crescita degli occupati dovrebbe infatti proseguire e anzi rafforzarsi sull'onda della ripresa economica. È possibile che il riassorbimento degli inattivi (rispetto ai livelli pre-COVID il tasso di inattività è ancora superiore di 0,7 punti percentuali mentre quello di occupazione è inferiore di 0,4pp) e l'effetto della rimodulazione delle misure governative di supporto possano innescare delle pressioni al rialzo sul tasso di disoccupazione, tuttavia riteniamo che **lo scenario per il mercato del lavoro italiano nei prossimi trimestri possa risultare più favorevole rispetto a quanto fosse plausibile attendersi nei mesi scorsi**. Dopo aver toccato un picco intorno al 10% a inizio anno, il tasso dei senza lavoro potrebbe quindi stabilizzarsi intorno agli attuali livelli nel corso dei prossimi mesi.

#### Il tasso di disoccupazione ha ripreso a calare negli ultimi mesi



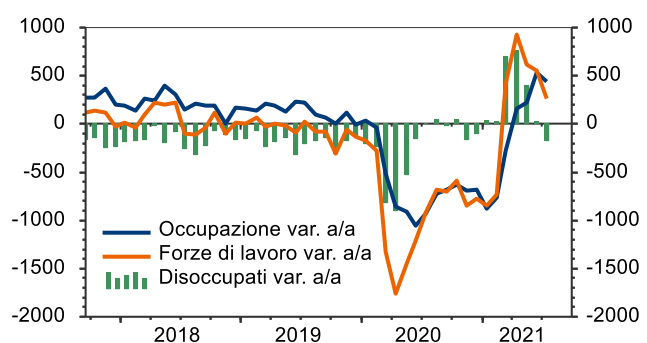
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

#### La flessione è spiegata da un aumento degli occupati ma il rientro degli inattivi nella forza lavoro potrebbe limitare ulteriori cali nei prossimi mesi



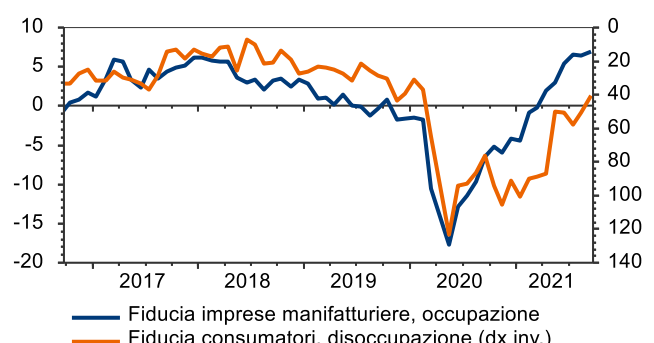
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

#### Negli ultimi mesi, il tasso di crescita dell'occupazione ha superato quello delle forze di lavoro



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

#### Le aspettative sull'occupazione delle imprese industriali restano espansive; meno ottimiste le famiglie

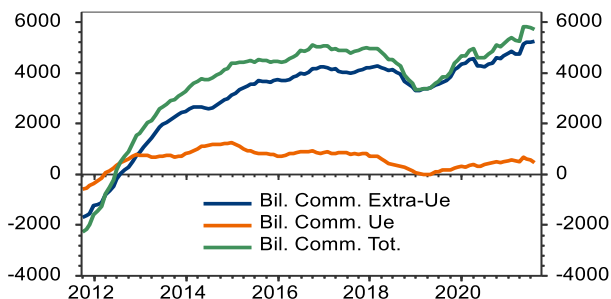


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Prosegue la ripresa del commercio estero

**Il terzo trimestre è iniziato con esportazioni in crescita a ritmi superiori rispetto alle importazioni.** A luglio l'export è infatti aumentato di +2,6% m/m, in accelerazione da +1,4% m/m di giugno, mentre la dinamica dell'import ha decelerato a +1,3% m/m da +1,9% precedente. L'incremento delle esportazioni è però frutto di consegne occasionali ad alto valore nel settore della cantieristica navale verso paesi non appartenenti all'UE, al netto delle quali, secondo l'Istat, l'export risulterebbe in contrazione di -2,5% m/m. Tra i raggruppamenti principali d'industrie, il progresso di luglio risulta infatti trainato dai beni strumentali (+14,6% m/m); in crescita anche le vendite di beni di consumo durevoli (+1,3% m/m), a fronte di flessioni generalizzate all'energia (-8,2% m/m), ai beni intermedi (-3,6% m/m) e ai beni di consumo non durevoli (-1,8% m/m). La dinamica congiunturale dell'import invece risulta guidata dai prodotti energetici (+12,5% m/m) per via del forte aumento dei prezzi, al netto del quale le importazioni risultano stagnanti. Tra gli altri comparti si registra infatti una crescita dei beni durevoli (+5,4% m/m) e dei beni strumentali (+2,4% m/m) ed intermedi (+1,5% m/m) che risultano controbilanciate da un calo per i beni di consumo non durevoli (-5,6% m/m). In termini tendenziali la crescita di esportazioni e importazioni rallenta rispettivamente a 16,1% da 25,4% e a 23,8% da 32,6%, in fase di normalizzazione per via del progressivo venir meno del confronto favorevole con la primavera dello scorso anno. Tra i principali settori di attività economica sono i mezzi di trasporto al netto degli autoveicoli, la metallurgica e la chimica a sostenere la variazione tendenziale dell'export; negativo invece l'apporto di elettronica, autoveicoli e farmaceutica. A luglio il saldo commerciale è risultato pari a +8.762 milioni di euro (+9.689 a luglio 2020) e a +12.383 milioni (+11.675 milioni un anno prima) al netto dell'energia. Nel 2° trimestre, nonostante importazioni di beni in aumento a ritmi superiori alle esportazioni, il canale estero ha contribuito positivamente alla crescita del PIL, probabilmente per l'effetto dei servizi che pesano per circa il 20% degli scambi internazionali italiani. **È possibile che anche durante il trimestre estivo saranno ancora i servizi a risultare determinanti riducendo il ruolo segnaletico dei dati mensili sul commercio in beni.**

#### Il saldo della bilancia commerciale resta sui massimi storici...



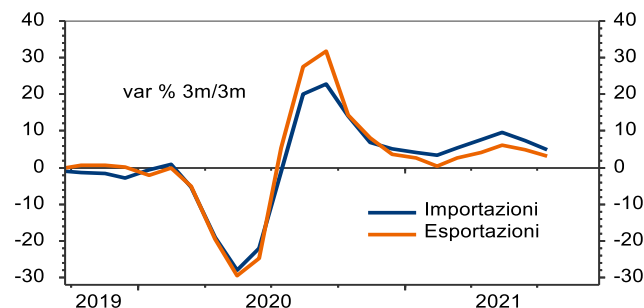
Fonte: Refinitiv-Datastream

#### La tendenza dell'export dovrebbe mantenersi espansiva grazie alla buona impostazione della domanda mondiale...



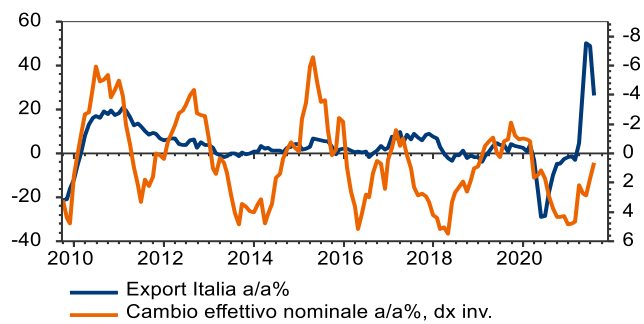
Nota: media mobile a 3 mesi della variazione % annua dell'export.  
Fonte: Refinitiv-Datastream

#### ...anche se in questa fase le importazioni mostrano una maggiore vivacità rispetto alle esportazioni



Fonte: Refinitiv-Datastream

#### ...ma il recupero potrebbe essere frenato da un tasso di cambio ancora sfavorevole



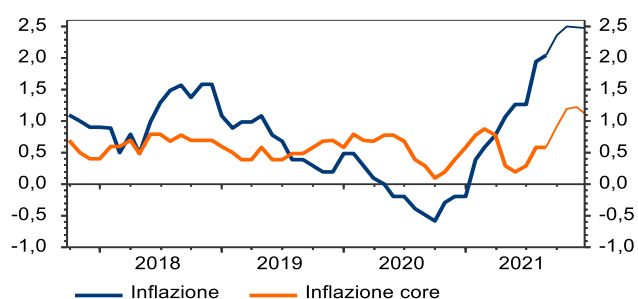
Fonte: Refinitiv-Datastream



### Ancora rischi al rialzo per l'inflazione nei prossimi mesi

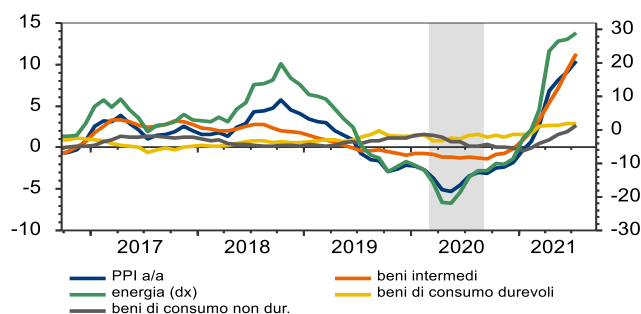
In agosto l'inflazione annua è risultata pari al **2,0% a/a** (+0,4% m/m) sull'indice nazionale (da 1,9% a/a precedente), sui massimi da gennaio 2013, e al **2,5% a/a** (+0,2% m/m) sull'armonizzato, ai massimi dal 2012. Il rialzo dell'inflazione si deve prevalentemente alla spinta dei prezzi dell'energia (da +18,6% a +19,8%) sia per il rincaro delle quotazioni internazionali del petrolio rispetto allo scorso anno che per l'incremento delle tariffe di luce e gas a partire da luglio. **Ulteriori aumenti significativi delle tariffe sono previsti a ottobre**, attesi spingere l'inflazione (sull'indice domestico) sopra il 2,5% nei mesi finali dell'anno. L'inflazione al netto delle componenti più volatili (energia e alimentari) resta ampiamente sotto controllo (stabile a 0,6% a/a ad agosto), anche se nelle nostre previsioni potrebbe salire poco sopra l'1% negli ultimi mesi del 2021. In altri termini, **la stabilità dei prezzi interni, dovuta principalmente alla stagnazione del costo del lavoro, sta compensando la crescita dei listini dei beni importati**. In prospettiva, le tensioni sui prezzi all'import derivanti dai colli di bottiglia in alcune filiere produttive internazionali potrebbero permanere nel breve termine, prima di ridursi il prossimo anno in coerenza con l'ipotesi di una moderata decelerazione del ciclo mondiale. La tendenza sottostante dei prezzi domestici potrebbe invece mostrare una moderata accelerazione, sulla scorta dell'intensificarsi dell'effetto-domanda nei settori dei servizi più colpiti dalla crisi pandemica. In sintesi, **vediamo un'inflazione a 1,6% in media d'anno nel 2021 e in lieve moderazione a 1,5% nel 2022**. Viceversa, l'inflazione core (al netto di energetici e alimentari) potrebbe mostrare una lieve accelerazione, pur restando ampiamente sotto controllo, da 0,7% quest'anno a 0,8% l'anno prossimo. **I rischi su questo profilo sono oggi verso l'alto**, anche se l'inflazione italiana è attesa rimanere su ritmi più contenuti rispetto alla media dell'area euro. Anche i **prezzi alla produzione nell'industria** confermano le pressioni al rialzo a monte della catena produttiva: a luglio sono cresciuti del 2,1% m/m, in forte accelerazione dall'1,4% m/m di giugno, e del 10,4% su base annua. L'incremento è stato trainato dal forte rincaro dell'energia (+6,7% m/m, +29% a/a), al netto del quale la crescita mensile dei prezzi è risultata più contenuta (+0,8% m/m, +6,1% a/a).

**L'inflazione headline potrebbe salire ulteriormente nei prossimi mesi, anche sulla scia degli attesi aumenti delle tariffe**



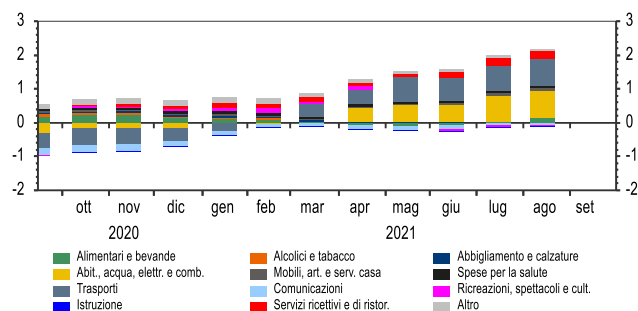
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

**Il PPI è accelerato al 10,4% a/a a luglio, con pressioni non solo dall'energia ma anche dai beni intermedi**



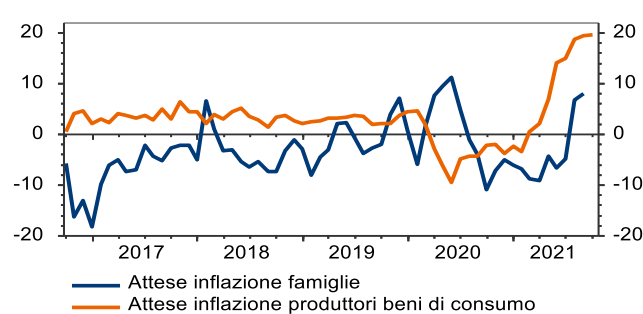
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

**Le principali pressioni inflazionistiche su base annua vengono ancora dalle componenti più legate all'energia (trasporti e spese per la casa)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

**Le imprese industriali continuano a segnalare un aumento delle aspettative di inflazione**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## Tendenze del settore bancario

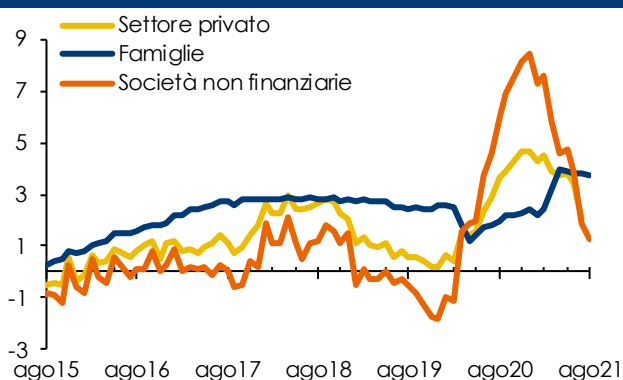
### Frenata dei prestiti alle società non-finanziarie

I prestiti alle società non-finanziarie hanno registrato una rapida frenata, col tasso di crescita sceso a 1,7% a/a a luglio e a 1,3% ad agosto secondo i dati preliminari di fonte BCE. I flussi lordi mensili mostrano che la frenata è stata particolarmente marcata anche per i prestiti di dimensione minore, dopo aver inizialmente interessato quelli di taglio maggiore. Il rallentamento è molto evidente per i prestiti all'industria manifatturiera e meno marcato per quelli al commercio, mentre i prestiti alle costruzioni sono tornati in calo. Resta confermata la crescita più forte dei prestiti alle famiglie, che nel complesso hanno registrato una variazione del 3,8% a/a a luglio e del 3,7% ad agosto, essenzialmente in linea con i tre mesi precedenti. La crescita è trainata dai mutui per l'acquisto di abitazioni mentre il credito al consumo è in ripresa moderata. Secondo le anticipazioni ABI, ad agosto il ritmo del complesso dei prestiti a famiglie e imprese ha segnato un +2,3% a/a, proseguendo nel rallentamento dal +5,5% di fine 2020.

Elisa Coletti

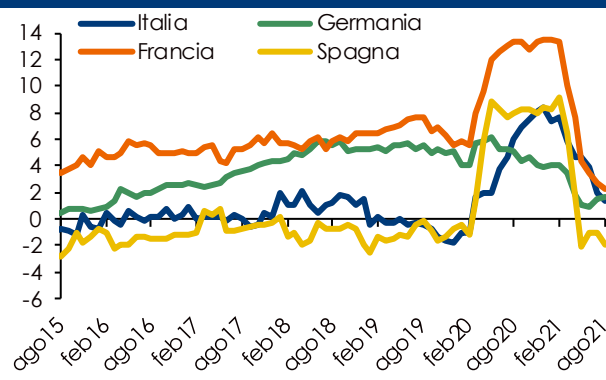
Nei mesi estivi i prestiti alle società non-finanziarie hanno registrato una rapida frenata, col tasso di crescita sceso a 1,7% a/a a luglio e a 1,3% ad agosto secondo i dati preliminari di fonte BCE, dal 3,8% di giugno e dal picco di 8,3% a fine 2020. L'andamento è coerente con la decelerazione particolarmente marcata osservata in Francia (+2,3% a/a ad agosto dal 13,5% di inizio anno) e Spagna, dove la variazione è tornata in negativo da maggio (-1,9% ad agosto).

Prestiti al settore privato residente in Italia, dati corretti per le cartolarizzazioni e al netto delle controparti centrali (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia

Dinamica dei prestiti a società non-finanziarie nei principali paesi dell'area euro, dati corretti per le cartolarizzazioni (var. % a/a)

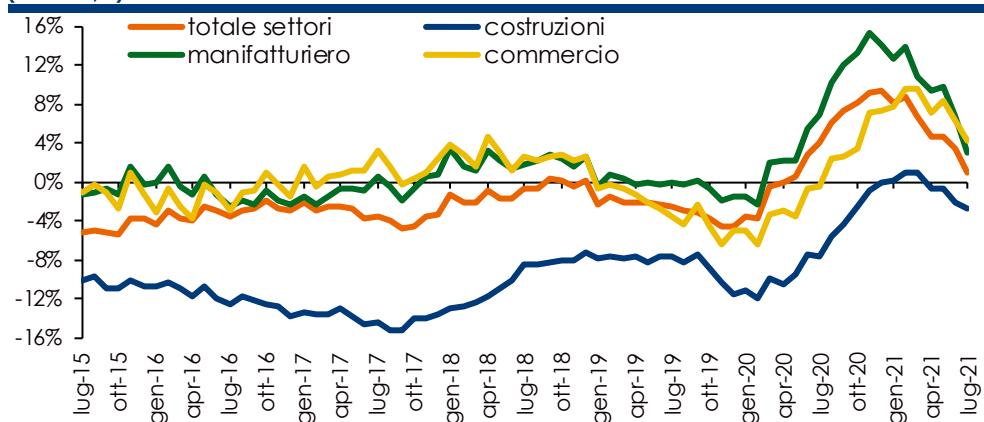


Fonte: BCE

L'andamento in frenata ha interessato indistintamente i macro-settori di attività economica. **La dinamica dei finanziamenti al manifatturiero è scesa infatti a +2,9% a/a a luglio**, che si confronta col 14,2% di fine 2020. **Per i prestiti al commercio il rallentamento è stato meno marcato e il ritmo è rimasto ancora buono**, pari a +4,3% a/a a luglio. Da aprile, dopo soli quattro mesi di variazioni leggermente sopra lo zero, risulta **nuovamente in calo la variazione dei prestiti alle imprese di costruzioni**, scesa a luglio a -2,7% a/a.

I flussi lordi mensili di credito mostrano un calo che da maggio **ha interessato in misura marcata anche i prestiti di dimensione contenuta, dopo aver coinvolto quelli di taglio maggiore**. In dettaglio, le erogazioni oltre 1 milione alle società non finanziarie, in flessione da marzo, hanno segnato una contrazione del 24% a/a a luglio. Le erogazioni fino a 1 milione, il cui calo è iniziato due mesi dopo quello dei prestiti di maggior dimensione, hanno registrato una variazione negativa del -41,7% a/a.

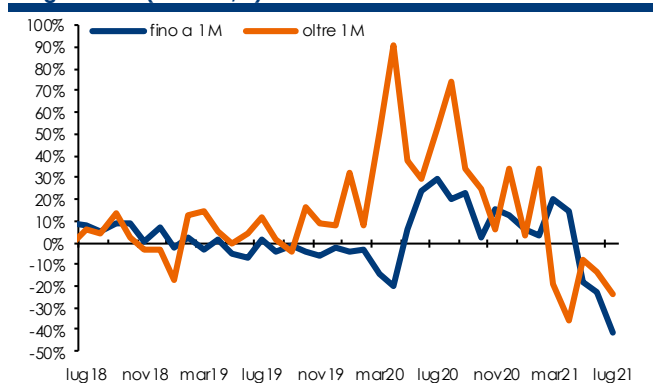
**Prestiti vivi per i principali settori di attività economica, società non-finanziarie e famiglie produttrici (var. % a/a)**



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

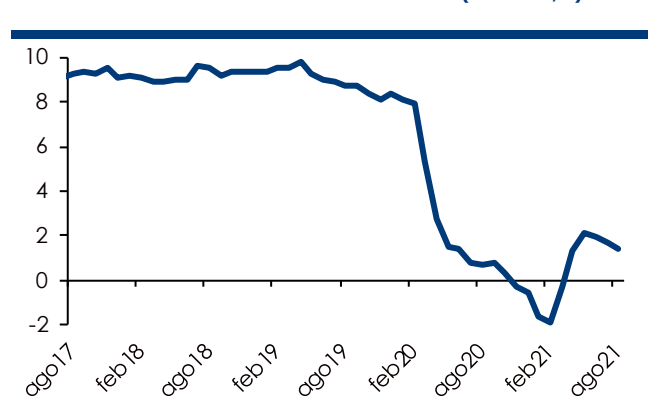
Accanto alla frenata dei prestiti alle imprese, **si conferma la crescita robusta di quelli alle famiglie** che nel complesso hanno registrato **un tasso di variazione del 3,8% a/a a luglio e del 3,7% ad agosto** secondo i dati preliminari BCE, in linea con l'andamento tra il 4 e il 3,9% registrato da aprile (dati corretti per le cartolarizzazioni). **La dinamica è trainata dai prestiti per l'acquisto di abitazioni, ma anche il credito al consumo risulta in crescita.** In particolare, il credito al consumo erogato dalle banche ha registrato una variazione annua dell'1,7% a/a a luglio e dell'1,4% ad agosto, leggermente più moderata rispetto a maggio-giugno (+2,1 e +1,9% a/a rispettivamente), dopo il ritorno in positivo ad aprile.

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



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Andamento dello stock di credito al consumo (var. % a/a)**



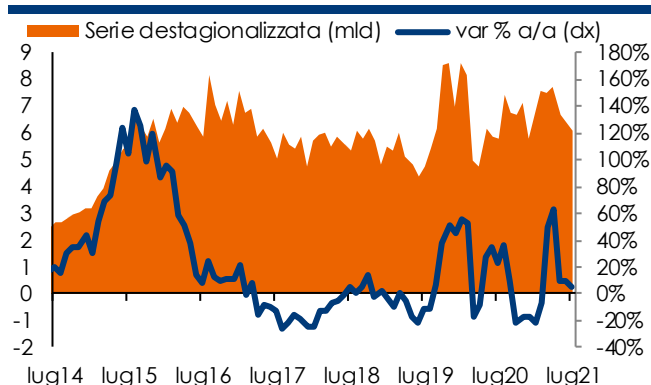
Fonte: BCE

**I prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni hanno visto un ulteriore miglioramento della dinamica.** Nei mesi estivi, il tasso di variazione dello stock è salito sopra il 4% a/a, in dettaglio a +4,4% a/a a luglio e +4,3% ad agosto, il doppio di fine 2020 (dati non corretti per le cartolarizzazioni).

**In termini di flussi, prosegue la serie di risultati positivi.** A luglio la dinamica del flusso lordo complessivo (comprensivo di rinegoziazioni e nuovi contratti), tornata positiva da marzo, è risultata più moderata rispetto ai mesi precedenti (+4,9% a/a dal 9,9% di giugno e +57% medio di marzo-aprile). **Il buon andamento continua a essere trainato dalle erogazioni per nuovi contratti,** che restano in crescita a due cifre, del 27,5% a/a a luglio. Il flusso di luglio 2021, pari a 7 miliardi, è più alto anche rispetto agli stessi mesi degli anni precedenti quando si registravano volumi tra i 5,3 e i 5,7 miliardi (+32% su luglio 2019).

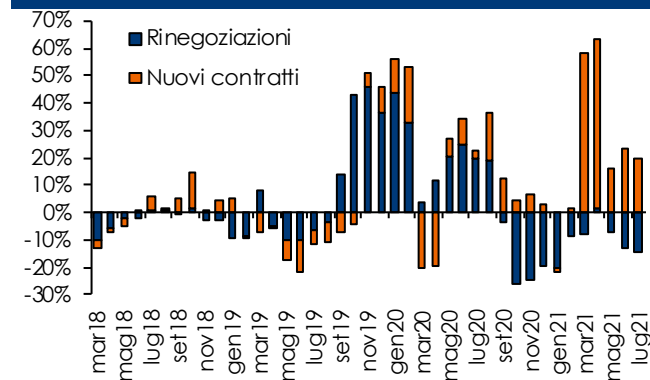
**Le rinegoziazioni, invece, sono rimaste mediamente in calo** (-52,3% a/a a luglio), come già osservato nei mesi precedenti.

**Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, flussi lordi mensili**



Fonte: Banca d'Italia, elaborazioni Intesa Sanpaolo

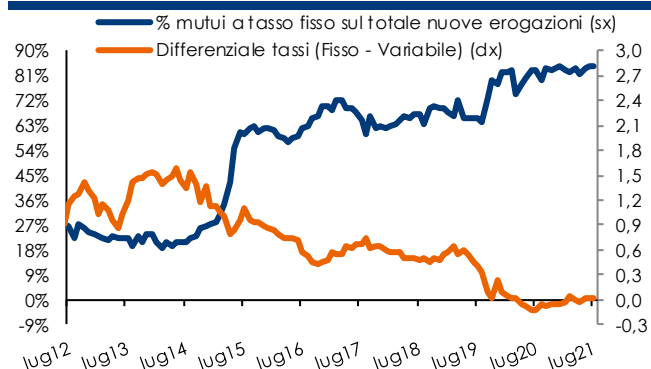
**Contributo di rinegoziazioni e nuovi contratti alla crescita delle operazioni mensili di prestiti per acquisto abitazioni (%)**



Fonte: BCE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

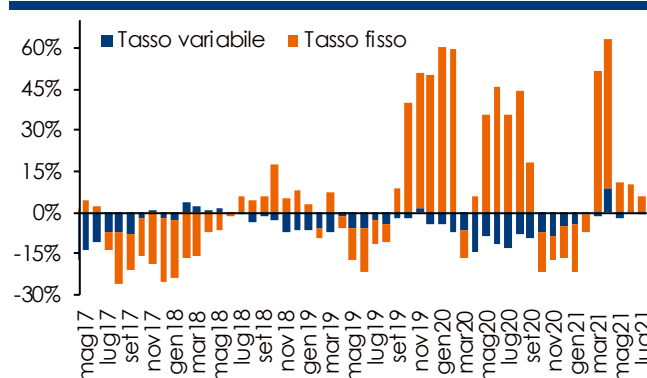
**Le erogazioni a tasso fisso hanno continuato a guadagnare terreno**, con una dinamica che si è fatta tuttavia più moderata, pari a +7,0% a/a a luglio, dopo l'impennata di marzo-aprile (con una variazione in ciascuno dei due mesi del 70% a/a). Diversamente, le erogazioni a tasso variabile sono rimaste deboli, in calo del 5,6% a/a. Pertanto, la quota di mutui a tasso fisso sul totale delle erogazioni lorde è ancora una volta elevata, superiore all'84%.

**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 (%)**



Nota: (\*) Periodo di determinazione iniziale del tasso oltre 10 anni.  
Fonte: Banca d'Italia

Ciò considerato, **la dinamica dei prestiti al settore privato prosegue a un ritmo decisamente più moderato**, pari a 2,1% a/a a luglio, dimezzato rispetto a inizio 2021 (dati al netto delle controparti centrali e corretti per le cartolarizzazioni). Sulla base delle anticipazioni ABI e come riportato dai dati preliminari di fonte BCE, ad agosto **la crescita ha rallentato ulteriormente**, sia per i prestiti complessivi al settore privato, ma soprattutto per l'aggregato più ristretto dei **prestiti a famiglie e imprese che segnerebbe un +2,3% a/a dal +2,7% registrato a luglio** e +3,9% a giugno.

### Ancora forti afflussi sui conti correnti delle famiglie

Elisa Coletti

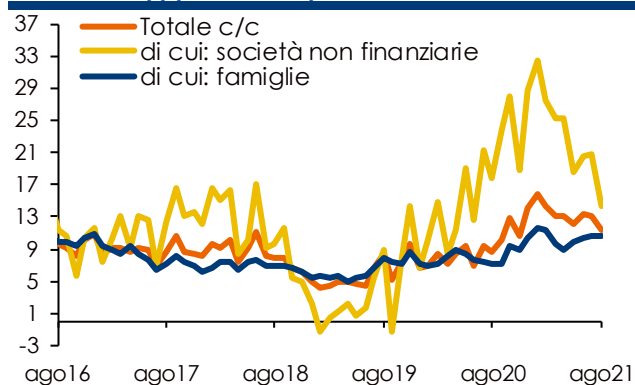
La crescita dei depositi resta molto sostenuta, del 9,3% a luglio. Un moderato rallentamento è emerso ad agosto, con un tasso di variazione di 1 punto percentuale più basso secondo le stime ABI. E' proseguita la preferenza per i depositi a vista. I conti correnti hanno registrato una dinamica ancora a due cifre, del 13% a/a a luglio e dell'11,3% ad agosto secondo i dati preliminari di fonte BCE. L'afflusso molto consistente di quasi 25 miliardi a luglio, di cui ben 18 di liquidità delle società non-finanziarie, è stato solo in parte compensato ad agosto (-8 miliardi dovuti ai -9,4 miliardi delle società non-finanziarie). E' proseguito senza soluzione di continuità l'accumulo di risparmio sui conti correnti delle famiglie, per un totale di oltre 41 miliardi da gennaio ad agosto. Tale dinamica continua a trainare la crescita della raccolta complessiva da clientela, che resta robusta, del 7,4% a/a a luglio, come a giugno, e più moderata di 1 punto percentuale ad agosto secondo le anticipazioni ABI.

**La crescita dei depositi resta molto sostenuta, pari a luglio a 9,3% a/a, in linea con i quattro mesi precedenti.** Un moderato rallentamento del trend è emerso ad agosto, con un tasso di variazione di 1 punto percentuale inferiore rispetto al mese precedente secondo le stime ABI.

Nei mesi estivi **i conti correnti hanno registrato una dinamica ancora a due cifre**, del 13% a/a a luglio e dell'11,3% ad agosto, dopo il 13,4% a/a di giugno. **Il flusso sul complesso dei conti correnti è stato molto positivo a luglio, pari a quasi 25 miliardi, solo in parte compensato ad agosto, con un saldo netto di -8 miliardi.** Il contributo principale alla dinamica mensile dei conti correnti di sistema è da ascrivere alla **liquidità delle società non-finanziarie, con un afflusso netto per oltre 18 miliardi a luglio e un saldo negativo di -9,4 miliardi ad agosto.** Il tasso di crescita dello stock è rimasto a due cifre, del 20,8% a/a a luglio e relativamente più moderato ad agosto (+14,4%).

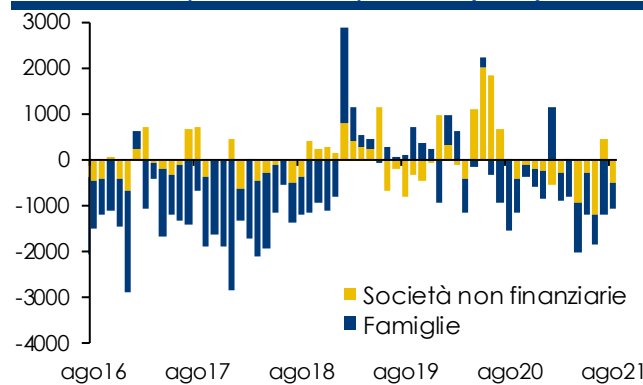
E' **proseguito senza soluzione di continuità il momento positivo dei conti correnti delle famiglie**, che hanno visto un apporto di ben 9,3 miliardi nel mese di luglio e di quasi 4,5 miliardi ad agosto, con un tasso di crescita dello stock del +10,5% a/a. L'accumulo di risparmio sui conti correnti delle famiglie ha raggiunto oltre 41 miliardi da gennaio ad agosto, superiore ai 36 miliardi registrati nello stesso periodo del 2020.

Conti correnti (\*) (var. % annua)



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

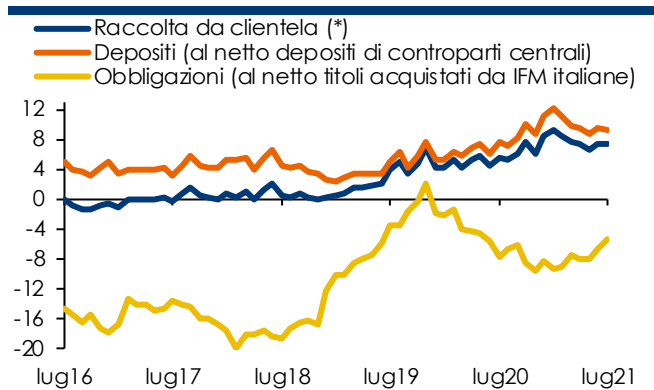
Flussi mensili di depositi con durata prestabilita (EUR M)



Fonte: BCE

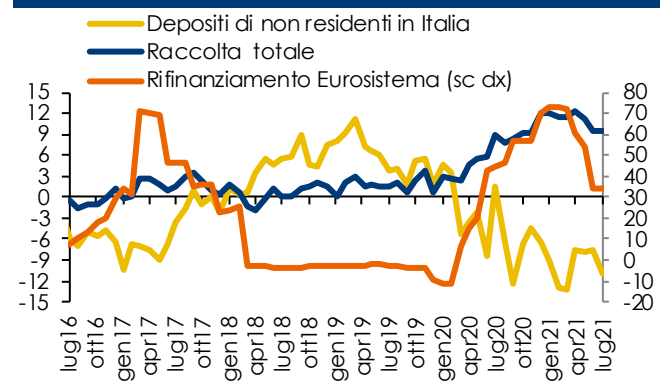
**Le obbligazioni hanno confermato un trend negativo**, con una riduzione dello stock del 5,3% a/a, seguita ad agosto da calo del -6,1% secondo le stime ABI.

**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, di cui rifinanziamento BCE e depositi di non residenti (var. % a/a)**



Fonte: Banca d'Italia

**La crescita della raccolta complessiva da clientela resta quindi robusta, del 7,4% a/a a luglio, come a giugno** (dal picco di +9,3% a gennaio 2021). Secondo le anticipazioni ABI, ad agosto il ritmo è rallentato di 1 punto percentuale. Per quanto riguarda l'aggregato della raccolta totale, si registra un tasso di variazione del 9,5% a/a, in linea con giugno e relativamente più contenuto rispetto alla media dell'11,8% a/a da gennaio a maggio. Vi contribuiscono la **progressiva decelerazione del forte tasso di crescita del rifinanziamento BCE** (+34% a giugno-luglio, era del +73% a inizio 2021) mentre **i depositi di non residenti, comprensivi dell'interbancario, sono rimasti in calo** (del -10,9% a/a).

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa-Sanpaolo-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

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

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

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

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

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

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

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

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

### Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

## Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Spa agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

### Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

#### Macroeconomic Analysis

##### Macroeconomic Research

Paolo Mameli – Economista macro Italia

62128

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi – Economista macro Area euro/Italia

62339

andrea.volpi@intesasnpaolo.com

#### Industry & Banking Research

##### Banking Research

Elisa Coletti – Economista Banche

62097

elisa.coletti@intesasnpaolo.com