

La Bussola dell'Economia Italiana

Direzione Studi e Ricerche

Luglio 2021

IMI

CORPORATE &
INVESTMENT
BANKING

La bussola dell'economia italiana

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

| | |
|--|----|
| Il mercato del lavoro è a un punto di svolta | 2 |
| Sintesi della previsione macroeconomica | 2 |
| Produzione industriale in calo a maggio, ma la tendenza rimane espansiva | 9 |
| Prosegue il recupero della fiducia delle aziende e del fatturato nell'industria | 10 |
| Resta robusta la ripresa nelle costruzioni | 11 |
| La crescita potrebbe risultare trainata dal terziario nei prossimi mesi | 12 |
| Famiglie più ottimiste, i consumi stanno ripartendo | 13 |
| Cala il tasso di disoccupazione, ma una svolta per il mercato del lavoro non è imminente | 14 |
| Nonostante lo stop di maggio, il trend per il commercio estero resta positivo | 15 |
| Rischi al rialzo per il profilo di inflazione | 16 |

Tendenze del settore bancario

| | |
|--|----|
| Continua l'aumento dei tassi sui mutui per l'acquisto di abitazioni | 17 |
| Notevole ripresa dei prestiti alle famiglie | 18 |
| Di nuovo afflussi consistenti sui conti correnti di famiglie e imprese | 22 |

Luglio 2021

Nota Mensile

Direzione Studi e Ricerche

Paolo Mameli

Economista Macro Italia

Elisa Coletti

Economista Banche

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Il mercato del lavoro è a un punto di svolta

Il graduale venir meno dei meccanismi di supporto governativi potrebbe far aumentare i licenziamenti nei prossimi mesi, tuttavia la dinamica degli occupati dovrebbe mantenersi positiva per via dell'intensificarsi delle assunzioni. In ogni caso, la ripresa della partecipazione potrebbe far salire il tasso di disoccupazione dagli attuali livelli. La situazione del mercato del lavoro è molto differenziata per settore, ma si notano segnali di miglioramento anche nei comparti più colpiti dalla pandemia.

Paolo Mameli

Dal 1° luglio, è scaduto il divieto di licenziamento previsto dal D.L. 25 maggio 2021, n. 73, **per le imprese manifatturiere e delle costruzioni** che avevano accesso alla cassa integrazione ordinaria, con le eccezioni in esso previste. Proprio alla vigilia della scadenza prevista, il Governo ha emanato il D.L. 30 giugno 2021, che ha introdotto la **proroga del blocco dei licenziamenti per le imprese del settore moda**, e che prevede anche per le imprese di altri settori che avessero esaurito gli ammortizzatori COVID l'accesso ad **ulteriori 13 settimane di cassa integrazione**. In sostanza, dal 1° luglio, per industria ed edilizia, è tornata la cassa integrazione ordinaria ma "scontata" (non si pagano le addizionali fino a dicembre): le imprese che la utilizzano non potranno licenziare finché usano l'ammortizzatore scontato; le aziende che invece non fanno ricorso alla CIG scontata possono tornare a licenziare. **Per servizi e terziario, il blocco dei licenziamenti è in vigore sino al 31 ottobre**, ancora accompagnato dal regime emergenziale della CIG.

Il mercato del lavoro è a un bivio: quali evoluzioni attendersi per i prossimi mesi?

Che cosa accadrà nei prossimi mesi, con il graduale venir meno erga omnes del blocco dei licenziamenti e del ricorso universale e gratuito/scontato alla CIG? A nostro avviso, il mercato del lavoro sarà soggetto alle seguenti dinamiche, il cui saldo netto è allo stato attuale difficile da quantificare:

- potrebbero continuare ed anzi rafforzarsi i recenti segnali di **ripresa delle assunzioni** (con effetti evidentemente al rialzo sugli occupati e al ribasso sul tasso di disoccupazione);
- viceversa, il graduale venir meno dei meccanismi di sostegno governativi (blocco dei licenziamenti e ricorso agevolato alla CIG) potrebbe innescare un **aumento dei licenziamenti** (con effetti al ribasso sull'occupazione e al rialzo sulla disoccupazione);
- su queste dinamiche, si innesterà una tendenza alla **ripresa della partecipazione al mercato del lavoro** ovvero del tasso di attività (che, *ceteris paribus*, ha un effetto al rialzo sul tasso di disoccupazione).

I dati provvisori mensili su occupati e disoccupati diffusi dall'Istat (aggiornati al mese di maggio) mostrano che:

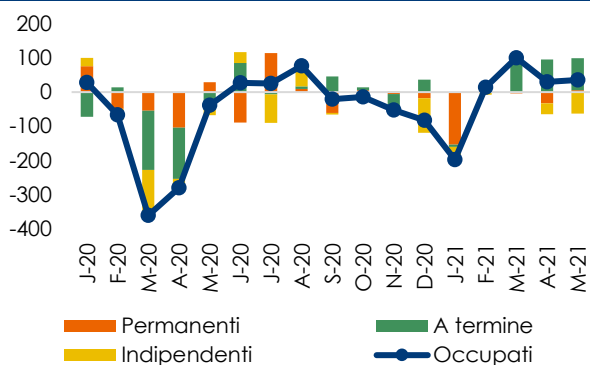
- **gli occupati sono saliti in ciascuno degli ultimi 4 mesi** (da febbraio a maggio), dopo cinque mesi consecutivi di calo: **il recupero è trainato dai dipendenti a termine** (cresciuti di oltre 90 mila unità in ciascuno degli ultimi 3 mesi), che hanno già recuperato i livelli pre-COVID (+46 mila unità rispetto a febbraio 2020); viceversa, non vi sono segnali di ripresa né per i dipendenti permanenti, né tantomeno **per gli autonomi**, per i quali anzi **è continuata l'emorragia di posti di lavoro** negli ultimi mesi (-32 mila ad aprile e -63 mila a maggio); nel complesso, il numero di occupati è ancora inferiore di 735 mila unità rispetto al mese precedente a quello di inizio della pandemia (-3,2%), e la flessione è dovuta soprattutto ai lavoratori indipendenti (-427 mila unità ovvero -8,2%);
- **la ripresa degli occupati** degli ultimi 4 mesi (+180 mila unità ovvero +0,8%) ha coinvolto entrambi i generi, ma **è stata più marcata per gli uomini** (+136 mila unità, +1,1%) che per le donne (+44 mila, +0,5%), **ed ha riguardato tutte le classi di età, con la rilevante eccezione dei 35-49enni** (che appare però riconducibile a variabili demografiche, visto che per questa

I dati mensili Istat (aggiornati a maggio) mostrano un recupero degli occupati negli ultimi mesi...

classe di età tasso di occupazione, disoccupazione e inattività, e incidenza dei disoccupati, risultano poco variare a maggio rispetto a gennaio);

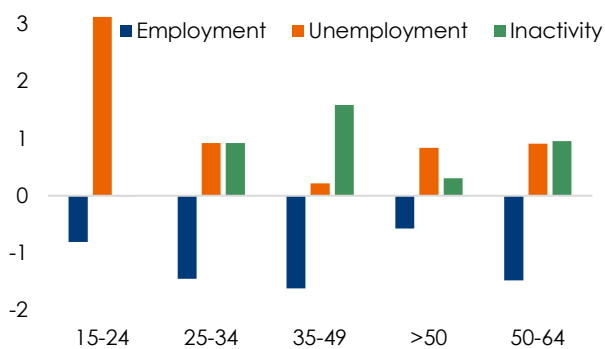
- il confronto tra tassi di occupazione, disoccupazione e inattività per classi di età rispetto ai livelli pre-crisi mostra che **il tasso di occupazione resta di oltre un punto e mezzo inferiore ai livelli pre-pandemici per tutte le classi di età tra i 25 e i 64 anni**; l'unica coorte in cui la partecipazione è tornata ai livelli pre-crisi è quella dei più giovani, che non a caso risulta anche quella con il maggior incremento della disoccupazione; viceversa, per i 35-49enni il balzo dell'inattività (+1,6%) si accompagna a un aumento contenuto della disoccupazione (appena due decimi sopra i livelli di febbraio 2020).

Fig. 1 – Il recupero degli occupati negli ultimi mesi è trainato dai contratti a termine, mentre prosegue l'emorragia tra i lavoratori autonomi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 2 – Confronto tra tassi di occupazione, disoccupazione e inattività per classi di età (maggio 2021 vs febbraio 2020): l'aumento della disoccupazione è più contenuto laddove più è cresciuta l'inattività

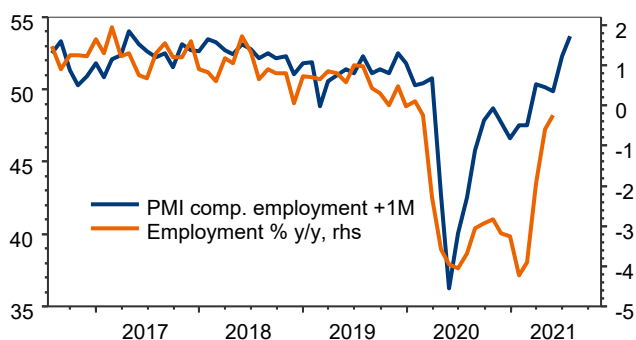


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Il recupero dell'occupazione evidenziato dai dati mensili Istat aggiornati al mese di maggio appare destinato ad accentuarsi nei prossimi mesi, in coerenza con i segnali venuti dalle indagini su famiglie e imprese, che mostrano, in particolare per le aziende (non più solo nel settore manifatturiero ma anche nei servizi), un aumento delle aspettative sui livelli degli organici per i prossimi mesi.

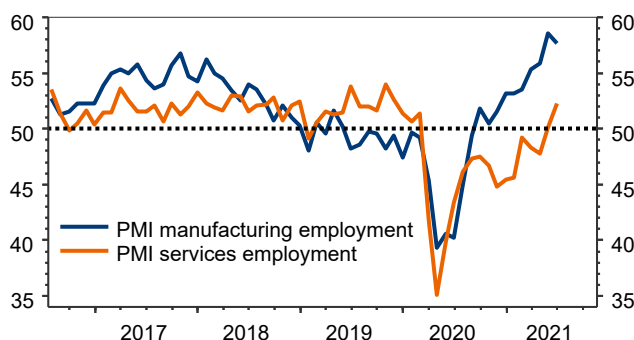
...destinato ad accentuarsi nei prossimi mesi sulla base di quanto segnalato dalle indagini prospettiche

Fig. 3 – La ripresa degli occupati dovrebbe rafforzarsi nei prossimi mesi, sulla scia del recupero delle intenzioni di assunzione delle imprese



Fonte: Refinitiv, elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat e IHS Markit

Fig. 4 – I progressi non sono più limitati solo al manifatturiero ma ora riguardano anche i servizi



Fonte: Refinitiv, IHS Markit

La Rilevazione sulle forze di lavoro diffusa sempre dall'Istat e relativa al 1° trimestre evidenziava, **a fronte di una sostanziale stagnazione del PIL, un ulteriore calo dell'occupazione** (-1,1% t/t), in presenza però di una **tenuta delle ore lavorate** (-0,2% t/t), con un quadro molto differenziato tra servizi (-1,4%) da un lato e altri settori dall'altro (agricoltura +2,8%, industria in senso stretto +0,9%, costruzioni +7,2%). I dati sulla domanda di lavoro dipendente mostravano una **crescita delle ore lavorate per dipendente** dell'1% t/t (+0,4% a/a).

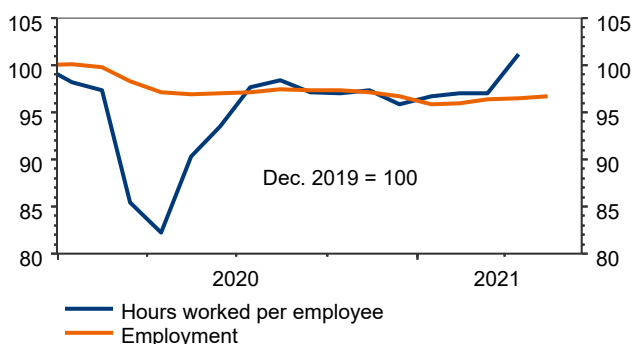
La situazione resta molto differenziata per settore

I dati relativi al 1° trimestre evidenziavano anche un'ulteriore crescita su base annua (per il quinto trimestre consecutivo, sebbene a un ritmo meno accentuato rispetto ai tre mesi precedenti) **del numero di inattivi** di 15-64 anni (+501 mila, +3,7% a/a), a 14.127.000 unità. Di questi, 343 mila (il 2,4% del totale degli inattivi) erano persone in cassa integrazione guadagni assenti dal lavoro per più di tre mesi¹, che in oltre tre quarti dei casi dichiaravano di non cercare lavoro perché in attesa di tornare al loro impiego. L'aumento tendenziale dell'inattività era spiegato da motivi familiari (+169 mila, +6,2%), di studio (+62 mila, +1,4%) – in entrambi i casi soltanto per le donne – e, soprattutto, da altri motivi (+661 mila, +32,1%) in maggioranza legati alla pandemia, il che segnala come **tale aumento di inattività sia destinato a rientrare (almeno in gran parte) man mano che si riduca l'emergenza sanitaria**.

Da notare anche, sempre nel 1° trimestre 2021, un ulteriore **aumento del tasso dei posti vacanti** (+0,1% t/t, +0,8% a/a), che per il totale di industria e servizi torna, all'1,2%, vicino ai livelli pre-COVID (1,4%). Emerge una situazione assai differenziata per settore: **i settori dove si registrano le maggiori difficoltà di reperire manodopera sono l'informazione e comunicazione e le costruzioni**, dove il tasso dei posti vacanti fa segnare un balzo nel 1° trimestre 2021, rispettivamente a 2,4% e 2%, toccando un massimo storico da quando esistono dati comparabili (2016) nel primo caso, e tornando vicino ai valori pre-COVID, che rappresentavano anche in questo caso un massimo pluriennale, nelle costruzioni. **All'estremo opposto troviamo le attività estrattive**, che, a 0,4%, mostrano sì una ripresa dai minimi (0,1% nel 2° trimestre 2020) ma restano il settore con il più basso tasso dei posti vacanti; da notare infine che **trasporto/magazzinaggio e attività artistiche, sportive, di intrattenimento e divertimento hanno mostrato una flessione negli ultimi trimestri**, che ha portato il tasso di posti vacanti di nuovo su valori molto bassi (rispettivamente 0,6% e 0,5%). In sintesi, mentre in alcuni settori dei servizi permane un ampio eccesso di offerta di lavoro, in altri si notano difficoltà da parte delle imprese a reperire manodopera.

Questo problema potrebbe permanere anche nella fase delle riaperture: la ricomposizione della struttura produttiva, a favore di alcuni settori e a danno di altri, potrebbe provocare un mismatch nelle competenze tra i profili richiesti dai settori in crescita e quelli dei lavoratori in uscita dai settori in crisi. **Tali squilibri potrebbero persistere per un periodo di tempo relativamente lungo (anche diversi trimestri), frenando (ceteris paribus) la dinamica occupazionale**; in ogni caso, anche nel momento in cui l'occupazione recupererà i livelli pre-pandemici, la sua composizione (per settore, per età, ecc..) potrebbe risultare anche significativamente diversa rispetto a quella precedente la crisi.

Fig. 5 – La ripresa delle ore lavorate anticipa quella dell'occupazione



Fonte: Refinitiv, elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 6 – Il tasso dei posti vacanti è in ripresa non solo nell'industria ma anche nei servizi...



Nota: tassi di posti vacanti nel totale imprese con dipendenti.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

¹ I 343 mila inattivi includono i 145 mila che sarebbero risultati inattivi anche con la vecchia definizione Istat (quella precedente all'adozione del Regolamento UE 2019/1700 dal 1° gennaio 2021), ossia gli assenti dal lavoro per più di tre mesi causa CIG che percepiscono meno del 50% della retribuzione.

Fig. 7 – ...la situazione però è molto differenziata per settore

| | T4- 2018 | T1- 2019 | T2- 2019 | T3- 2019 | T4- 2019 | T1- 2020 | T2- 2020 | T3- 2020 | T4- 2020 | T1- 2021 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Estrazione di minerali da cave e miniere | 1.3 | 1.3 | 1.5 | 1.2 | 1.1 | 0.5 | 0.1 | 0.2 | 0.4 | 0.4 |
| Attività manifatturiere | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 0.4 | 0.5 | 0.8 | 0.9 | 1.0 |
| Fornitura di energia | 0.5 | 0.5 | 0.9 | 0.9 | 0.7 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.6 | 1.0 |
| Fornitura di acqua, gestione rifiuti | 1.0 | 1.1 | 0.8 | 1.0 | 0.8 | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 1.1 | 0.9 |
| Costruzioni | 1.9 | 1.8 | 2.2 | 2.3 | 2.2 | 0.9 | 1.1 | 1.7 | 1.3 | 2.0 |
| Commercio all'ingrosso e al dettaglio | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.1 | 0.5 | 0.6 | 0.8 | 0.9 | 1.0 |
| Trasporto e magazzinaggio | 0.9 | 1.0 | 1.1 | 1.2 | 0.9 | 0.4 | 0.7 | 0.9 | 0.7 | 0.6 |
| Attività dei servizi di alloggio e di ristorazione | 2.7 | 2.5 | 2.9 | 2.9 | 3.0 | 0.5 | 2.2 | 1.2 | 1.1 | 1.3 |
| Servizi di informazione e comunicazione | 1.6 | 2.1 | 2.0 | 1.9 | 1.7 | 1.3 | 1.2 | 1.3 | 1.4 | 2.4 |
| Attività finanziarie e assicurative | 0.7 | 0.8 | 0.6 | 0.8 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.9 |
| Attività professionali, scientifiche e tecniche | 1.7 | 1.5 | 1.4 | 1.6 | 2.3 | 1.3 | 1.5 | 1.8 | 2.0 | 1.7 |
| Noleggio, agenzie viaggio, servizi alle imprese | 1.3 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 1.0 | 0.4 | 0.6 | 0.8 | 0.8 | 1.2 |
| Istruzione | 1.6 | 1.4 | 2.0 | 2.1 | 1.8 | 0.9 | 1.0 | 1.2 | 1.3 | 1.3 |
| Sanità e assistenza sociale | 1.3 | 1.2 | 1.5 | 1.3 | 0.9 | 1.1 | 1.3 | 1.5 | 1.0 | 1.5 |
| Attività artistiche, sportive, di intrattenimento | 1.7 | 2.0 | 1.9 | 1.6 | 1.7 | 0.0 | 1.4 | 1.3 | 1.1 | 0.5 |
| Altre attività di servizi | 1.5 | 1.7 | 1.4 | 1.6 | 2.1 | 0.3 | 0.6 | 0.8 | 0.4 | 1.1 |

Nota: tassi di posti vacanti per sezione di attività economica della Classificazione Ateco 2007 nel totale imprese con dipendenti. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

In ogni caso, **continuiamo a ritenere che i numeri ufficiali forniscano una rappresentazione verosimilmente troppo ottimistica delle condizioni del mercato del lavoro**, in quanto le misure di occupazione potrebbero essere distorte al rialzo dal fatto che un numero significativo di lavoratori è ancora soggetto a riduzioni di orario (in regime di blocco dei licenziamenti e ricorso allargato alla CIG) e le misure dell'offerta di lavoro potrebbero essere distorte verso il basso dal calo della partecipazione. La revisione delle modalità di calcolo del tasso dei senza-lavoro adottata dall'Istat a partire dallo scorso aprile² ha, a nostro avviso, solo in parte attenuato la prima delle due distorsioni. In tal senso, abbiamo costruito una serie di **"tasso di disoccupazione aumentato"** che tenga conto di questi due fattori:

- **blocco dei licenziamenti:** se i licenziamenti di natura economica (sui contratti a tempo indeterminato) a partire da marzo 2020 fossero stati in linea con la media del 2019, il tasso di disoccupazione risulterebbe più alto di un punto e mezzo (al 12% a maggio, anziché 10,5% come da dati Istat)³; in pratica, **da marzo 2020 a maggio 2021 si sarebbero accumulati quasi 400 mila licenziamenti "sospesi"** (circa 26 mila al mese);
- **effetto-inattività:** nei mesi di marzo e aprile dell'anno scorso, il *lockdown* ha causato un balzo del tasso di inattività, che è stato solo in parte riassorbito nei mesi successivi (anzi l'inattività è tornata a crescere durante la seconda ondata COVID): in pratica, confrontando la situazione di maggio 2021 con quella pre-COVID (febbraio 2020), il risultato è che il calo degli occupati (-735 mila unità) si è riflesso solo in parte in un aumento dei disoccupati (+125 mila), e per la maggior parte in una crescita degli inattivi (+451 mila unità). **Se questi inattivi in più fossero conteggiati come disoccupati**, ovvero ipotizzando che, a partire da marzo 2020, il tasso di partecipazione fosse rimasto invariato ai livelli pre-COVID, **la disoccupazione a maggio 2021 risulterebbe pari al 12,3%**, ovvero più alta di quasi due punti rispetto alle cifre

² La revisione è stata comunicata dall'Istat il 6 aprile, e recepisce quanto stabilito dal Regolamento (UE) 2019/1700. La novità più importante è che i lavoratori in cassa integrazione e i lavoratori autonomi non sono più considerati occupati in caso di assenza dal lavoro superiore ai 3 mesi. Ciò ha causato una revisione al ribasso delle stime sugli occupati, e al rialzo di quelle sui disoccupati, rispetto alle precedenti stime.

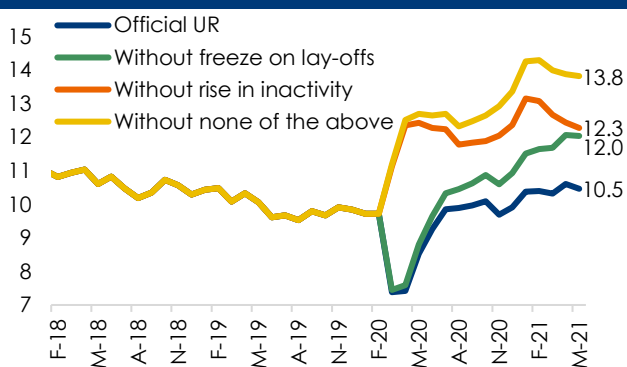
³ Tale simulazione rischia però di sovrastimare l'effetto sul tasso di disoccupazione, in quanto la nuova definizione Istat (dopo l'adozione del Regolamento UE 2019/1700) già include tra i disoccupati i cassintegrati assenti dal lavoro per oltre 3 mesi, che potrebbero perdere il lavoro nell'ipotesi di assenza di blocco dei licenziamenti

La disoccupazione resta soggetta a possibili pressioni al rialzo derivanti dalla fine del blocco dei licenziamenti e dalla ripresa del tasso di attività

ufficiali; se a questo effetto si aggiungesse quello relativo al punto precedente (il venir meno del blocco sui licenziamenti), la disoccupazione sarebbe pari al 13,8%.

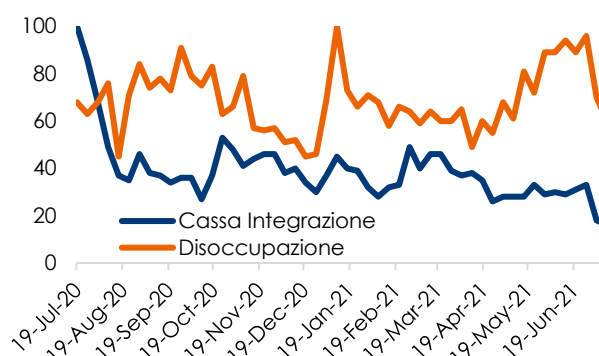
Evidentemente, le simulazioni di cui sopra amplificano verosimilmente gli effetti del venir meno del blocco dei licenziamenti e della possibile ripresa della partecipazione, dato anche che entrambi i fenomeni saranno gradualisti; inoltre, nel primo caso l'effetto dell'aumento dei licenziamenti sarà compensato dalla crescita delle assunzioni con il consolidarsi della ripresa, e nel secondo caso non è scontato che si torni al livello di partecipazione pre-COVID. In ogni caso, l'indicazione è che **il punto di svolta per il mercato del lavoro, e in particolare per il tasso di disoccupazione, potrebbe non essere ancora imminente.**

Fig. 8 – Il tasso di disoccupazione sarebbe più elevato senza il blocco dei licenziamenti e l'aumento dell'inattività



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 9 – Negli ultimi mesi, si nota una diminuzione del numero di ricerche relative a disoccupazione e cassa integrazione svolte attraverso il motore di ricerca Google

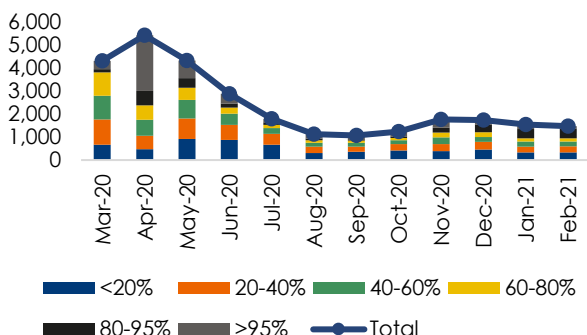


Nota: ricerche su argomenti "disoccupazione" e "cassa integrazione" fatte in Italia nell'ultimo anno (in % della settimana in cui si registra la maggiore frequenza di ricerca del termine), dati settimanali. Fonte: Google Trends

Anche la cassa integrazione, oltre al blocco dei licenziamenti, probabilmente distorce tuttora al rialzo i dati sugli occupati. Le cifre ufficiali sul numero di persone in cassa integrazione non sono particolarmente aggiornate: l'ultimo dato disponibile risale al mese di febbraio, e mostrava che, dei 6,4 milioni di dipendenti che, per periodi diversi, sono passati per la CIG nell'anno pandemico osservato (marzo 2020-febbraio 2021), **quasi un milione e mezzo di lavoratori risultava ancora in CIG lo scorso febbraio, di cui circa 100 mila a zero ore e in totale 537 mila con una percentuale di ore lavorate inferiore al 20%**. È verosimile che il numero di cassintegrati sia diminuito negli ultimi mesi (come visibile anche dal calo del numero di ricerche relative alla cassa integrazione svolte attraverso il motore di ricerca Google), ma il numero di ore autorizzate è tornato ad aumentare nel trimestre marzo-maggio rispetto a febbraio, e il monte-ore CIG sul totale si attestava a 42,1 per mille ad aprile, da 32,5 di febbraio. In sintesi, **vi è evidenza che il ricorso alla cassa integrazione tuttora distorca significativamente al rialzo i numeri sugli occupati**, anche se non è possibile oggi stimare in quale misura il venir meno del regime di CIG emergenziale abbia come esito la possibile cessazione dei rapporti di lavoro.

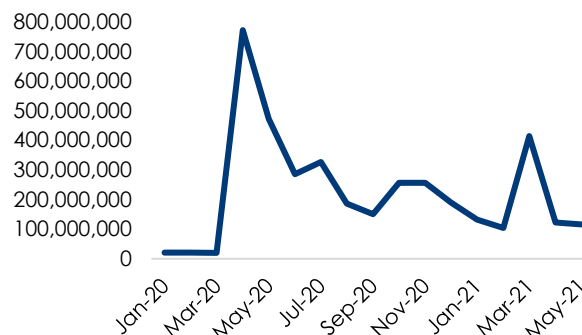
Anche la CIG distorce verosimilmente al rialzo i numeri sugli occupati

Fig. 10 – Il ricorso alla CIG è diminuito, ma resta rilevante (lo scorso febbraio, oltre mezzo milione di lavoratori risultava in CIG con una percentuale di ore lavorate inferiore al 20%)



Nota: distribuzione dei beneficiari di CIG per incidenza della CIG sull'orario contrattuale mensile (valori in migliaia). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INPS

Fig. 11 – Il numero totale di ore di CIG autorizzate restava, nel mese di maggio, superiore ai livelli di febbraio



Fonte: INPS, elaborazioni Intesa Sanpaolo

In questa fase, abbiamo a disposizione informazioni ancora più tempestive sulla dinamica dell'occupazione dipendente su scala nazionale, derivanti dalle comunicazioni obbligatorie delle imprese in merito ai rapporti di lavoro attivati, trasformati o cessati (aggiornati a fine giugno⁴). Da questi dati emerge che **la dinamica occupazionale, già in ripresa nei mesi precedenti, sembra essersi rafforzata a giugno**, favorita dalla progressiva rimozione dei vincoli alle attività economiche. **Nei primi sei mesi dell'anno sono stati creati 719 mila posti di lavoro, oltre il 12% in più rispetto allo stesso periodo del 2019**, sebbene l'aumento sia dovuto soprattutto a contratti a tempo determinato. Inoltre, rimane ancora ampio il divario tra i contratti di lavoro attivati dall'inizio della pandemia e quelli che si stima sarebbero stati osservati in assenza della crisi COVID-19 (circa -270 mila, in base a proiezioni compatibili con le previsioni macroeconomiche della Banca d'Italia, formulate prima dell'emergenza sanitaria). In ogni caso, l'industria è già tornata a crescere al di sopra dei ritmi pre-pandemia: nei primi sei mesi del 2021 sono stati creati circa 165 mila posti di lavoro (+22% rispetto allo stesso periodo del 2019), ma del miglioramento del quadro epidemiologico hanno cominciato a beneficiare anche i servizi, che, dopo il marcato rallentamento registrato in marzo e aprile, hanno iniziato a crescere rapidamente: **nei servizi privati, tra l'inizio di maggio e la fine di giugno sono stati attivati, al netto delle cessazioni, oltre 500 mila contratti. L'accelerazione ha interessato soprattutto il commercio e il comparto turistico**: in quest'ultimo si registrano oltre 300 mila attivazioni nette, sebbene il rimbalzo sia ancora parziale in alcune aree territoriali. Il numero di posti di lavoro creati nella prima metà dell'anno è ancora inferiore rispetto allo stesso periodo del 2019 nelle città d'arte e nei comuni costieri (-11,9% e -4,9% rispettivamente), mentre nelle altre località si registra un'espansione. In maggio e giugno però il recupero è stato generalizzato.

I dati più recenti mostrano, a giugno, un rafforzamento della dinamica delle assunzioni (anche nel turismo)

Ma – si dirà – che cosa succederà al mercato del lavoro da luglio, ovvero da quando scade il divieto di licenziare per le aziende dei settori industriali (a eccezione di tessile, abbigliamento e calzature, ed escluse le imprese artigiane)? **I primi dati, del tutto parziali in quanto riferiti ai primi 10 giorni di luglio nella sola Regione Veneto⁵, evidenziano sì un "gradino" al rialzo nei licenziamenti** per motivi economici di occupati a tempo indeterminato nelle imprese private non artigiane dell'industria (con esclusione del settore moda), ma la nuova tendenza è solo di poco

I primi dati parziali di luglio sulla regione Veneto mostrano un aumento dei licenziamenti, ma senza scossoni

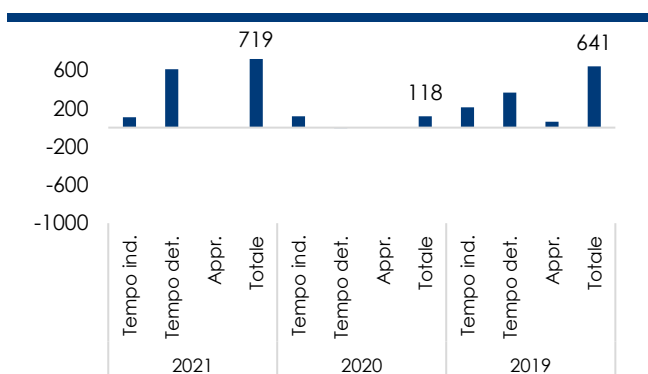
⁴ Si veda la nota congiunta di Banca d'Italia e Ministero del Lavoro (<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/comunicazioni-obbligatorie/comunicazioni-obbligatorie-2021/Comunicazioni-obbligatorie-2021.04.pdf>)

⁵ Si veda l'analisi dell'Osservatorio di Veneto Lavoro "Gli effetti dello sblocco dei licenziamenti nei primi 10 giorni di luglio" (<https://www.venetolavoro.it/-/primi-impatti-sblocco-licenziamenti-veneto>)

superiore a quella registrata nello stesso mese degli anni pre-COVID (2018 e 2019). Si sono prese in considerazione le comunicazioni di cessazione con effetto dal 1° luglio, quindi anche quelle datate 30 giugno (ultimo giorno in cui lavoratore e azienda sono legati). Complessivamente, negli 11 giorni considerati i licenziamenti sono stati 359 con un aumento molto marcato rispetto ai 55 dello scorso anno, ma solo moderato rispetto ai 272 del 2018 e ai 323 del 2019. Inoltre, il dato è parzialmente gonfiato dal fatto che il 7 luglio un'unica impresa di costruzioni ha effettuato 71 licenziamenti per fine cantiere. Si nota anche una maggiore numerosità di casi di aziende che licenziano (171 contro le 159 del 2019 e le 166 del 2018).

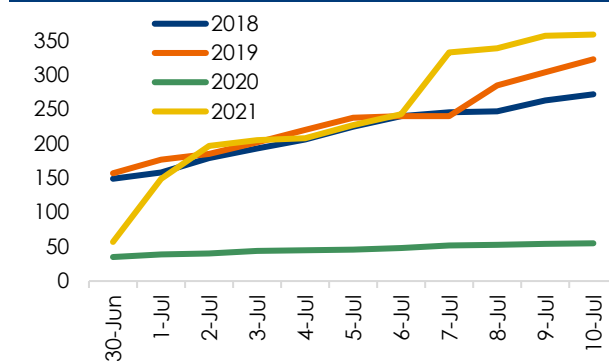
Nel complesso dunque, le primissime evidenze segnalano un **numero dei licenziamenti nei primi giorni di luglio solo moderatamente superiore alla tendenza pre-COVID**. Si tratta di un possibile segnale del fatto che non tutti i licenziamenti "sospesi" maturati nell'ultimo anno e mezzo sono destinati a materializzarsi, visto il miglioramento delle prospettive cicliche intervenuto nel frattempo.

Fig. 12 – Le attivazioni nette di nuovi contratti di lavoro dipendente nel 1° semestre 2021 sono state superiori a quelle del 2019



Nota: migliaia di unità. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Banca d'Italia e Ministero del Lavoro

Fig. 13 – I dati relativi ai primi giorni di luglio nella regione Veneto mostrano che i licenziamenti economici nell'industria sono solo moderatamente superiori alla media degli anni pre-COVID



Nota: licenziamenti per motivi economici di occupati a tempo indeterminato nelle imprese private non artigiane dell'industria (con esclusione del settore moda) in Veneto (dati giornalieri cumulati tra il 30 giugno e il 10 luglio). Fonte: Osservatorio Mercato del Lavoro Regione Veneto

In sintesi, sulla base dell'analisi fatta:

- **prevediamo un rafforzamento della dinamica occupazionale nei prossimi mesi**, in quanto l'aumento dei licenziamenti connesso alla graduale rimozione dei provvedimenti governativi sarà più che compensato dalle nuove assunzioni. Nel nostro scenario previsivo, il numero degli occupati continuerebbe a espandersi (stimiamo di circa mezzo punto percentuale a trimestre nei prossimi 12 mesi), tornando al di sopra dei livelli pre-crisi però solo a inizio 2024;
- continuiamo a pensare che, ancora per qualche trimestre, il recupero dell'occupazione non tenga il passo della ripresa delle forze di lavoro connessa a un graduale ritorno della partecipazione a livelli vicini a quelli pre-crisi, con il risultato di un **possibile aumento del tasso di disoccupazione rispetto ai livelli attuali** (il picco potrebbe essere toccato, su livelli vicini all'11%, tra fine 2021 e inizio 2022);
- in ogni caso, sulla scia dei recenti segnali positivi sulle assunzioni e del rafforzarsi della ripresa del ciclo, **rivediamo al ribasso le nostre stime sul tasso dei senza-lavoro**, a 10,7% in media d'anno nel 2021 e 10,8% nel 2022 (ma una inversione duratura della disoccupazione, come detto, si dovrebbe vedere già tra 6 mesi circa).

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 | 4.6 | 4.0 | -5.2 | -6.5 | -0.8 | 15.1 | 1.3 | 4.0 | 4.8 | 4.6 | 3.4 | 3.3 |
| - var.ne % t/t | | | | 15.9 | -1.8 | 0.1 | 1.0 | 2.0 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.7 |
| Consumi delle famiglie | -10.7 | 3.6 | 5.7 | 13.0 | -2.7 | -1.2 | 2.7 | 3.3 | 1.4 | 1.1 | 0.9 | 0.7 | 0.6 |
| Consumi pubblici | 1.6 | 2.0 | 0.8 | 1.5 | 1.6 | -0.2 | 0.4 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| Investimenti fissi | -9.2 | 15.0 | 6.4 | 29.5 | 0.4 | 3.7 | 2.0 | 1.3 | 1.5 | 1.8 | 1.5 | 1.4 | 1.4 |
| Investimenti in macchinari | -8.8 | 9.6 | 8.1 | 16.2 | 0.7 | 2.3 | 1.0 | 1.5 | 2.0 | 2.5 | 2.0 | 1.9 | 1.8 |
| Investimenti in trasporti | -28.1 | 26.2 | 7.0 | 62.9 | 10.5 | 4.4 | 1.5 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 1.4 | 1.3 | 1.2 |
| Investimenti in costruzioni | -6.6 | 19.5 | 4.6 | 42.2 | -1.1 | 5.0 | 3.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| Esportazioni | -14.5 | 10.7 | 5.7 | 30.8 | 1.5 | -0.1 | 2.5 | 2.0 | 1.5 | 1.3 | 1.2 | 1.0 | 0.8 |
| Importazioni | -13.1 | 12.7 | 7.3 | 14.5 | 5.7 | 2.3 | 3.0 | 2.5 | 2.3 | 2.0 | 1.2 | 0.8 | 0.7 |
| Contr. % PIL | | | | | | | | | | | | | |
| Commercio estero | -0.8 | -0.3 | -0.4 | 4.4 | -1.1 | -0.7 | -0.1 | -0.1 | -0.2 | -0.2 | 0.0 | 0.1 | 0.0 |
| Domanda finale interna | -7.9 | 5.3 | 4.8 | 13.1 | -1.2 | -0.1 | 2.0 | 2.2 | 1.2 | 1.1 | 0.9 | 0.7 | 0.7 |
| Var. scorte | -0.2 | -0.4 | -0.4 | -1.6 | 0.5 | 0.9 | -0.9 | -0.1 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Attività produttiva | | | | | | | | | | | | | |
| Produzione industriale | -11.0 | 11.5 | 3.9 | 29.9 | -0.1 | 1.3 | 2.2 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 1.1 | 2.3 | 0.8 |
| Prezzi, salari e redditi | | | | | | | | | | | | | |
| Prezzi al consumo (a/a) | -0.1 | 1.3 | 1.3 | -0.5 | -0.2 | 0.6 | 1.2 | 1.7 | 1.8 | 1.4 | 1.2 | 1.3 | 1.4 |
| - escl. alimentari, energia (a/a) | 0.5 | 0.6 | 0.9 | 0.3 | 0.4 | 0.8 | 0.3 | 0.4 | 0.9 | 0.7 | 0.9 | 1.0 | 1.1 |
| PPI (a/a) | -3.3 | 5.5 | 2.0 | -3.2 | -2.2 | 1.0 | 7.6 | 7.1 | 6.6 | 4.6 | 1.7 | 0.9 | 0.7 |
| Disoccupazione (%) | 9.3 | 10.7 | 10.8 | 9.9 | 9.9 | 10.4 | 10.6 | 10.8 | 10.9 | 10.9 | 10.9 | 10.8 | 10.7 |
| Occupati totali | -2.7 | -1.0 | 1.9 | 0.2 | -0.3 | -1.1 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.3 |
| Salari contrattuali | 0.6 | 0.5 | 0.7 | | | | | | | | | | |
| Reddito disponibile reale | -2.6 | 1.9 | 1.5 | | | | | | | | | | |
| Tasso di risparmio (%) | 15.8 | 14.3 | 10.7 | | | | | | | | | | |
| Bilancia dei pagamenti | | | | | | | | | | | | | |
| Partite correnti (% PIL) | 3.4 | 3.1 | 2.6 | | | | | | | | | | |
| Finanza pubblica | | | | | | | | | | | | | |
| Saldo di bilancio della PA (% Pil) | -9.5 | -10.6 | -5.1 | | | | | | | | | | |
| Debito (% Pil) | 155.8 | 158.6 | 155.5 | | | | | | | | | | |
| Variabili finanziarie | | | | | | | | | | | | | |
| 3-mths Euribor | -0.54 | -0.56 | -0.53 | -0.49 | -0.54 | -0.54 | -0.54 | -0.56 | -0.56 | -0.55 | -0.55 | -0.55 | -0.53 |
| Long term (10Y) rate (%) | 0.54 | 1.50 | 1.80 | 0.89 | 0.54 | 0.63 | 1.02 | 1.10 | 1.50 | 1.60 | 1.76 | 1.76 | 1.80 |
| BTP/Bund spread | 1.60 | 1.18 | 1.64 | 1.47 | 1.18 | 1.04 | 1.04 | 1.19 | 1.46 | 1.58 | 1.64 | 1.66 | 1.67 |

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

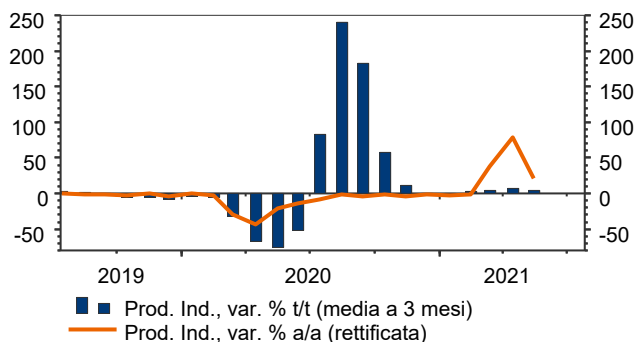
Produzione industriale in calo a maggio, ma la tendenza rimane espansiva

La produzione industriale è calata a sorpresa a maggio, di -1,5% m/m. Si tratta di una correzione dopo il +1,5% m/m di aprile (rivisto al ribasso di tre decimi). In ogni caso, è la prima flessione su base congiunturale dopo 5 mesi ininterrotti di crescita. **Nel mese di maggio, il calo è diffuso a tutti i raggruppamenti principali di industrie, con la sola eccezione dei beni di consumo durevoli** (+0,8% m/m); la caduta è particolarmente marcata per la produzione di energia (-5,2% m/m). **La produzione manifatturiera ha registrato un calo limitato a -1,2% m/m**, trascinata al ribasso in particolare dai mezzi di trasporto e dal tessile (-4,6% e -2,8% m/m, rispettivamente). Gli unici comparti in progresso su base congiunturale sono il farmaceutico (+2,4% m/m; si tratta però dell'unico settore manifatturiero in calo rispetto a maggio 2020) e la raffinazione (+1,1% m/m). Nonostante la correzione di maggio, **l'indice destagionalizzato della produzione industriale è solo lievemente inferiore ai livelli pre-COVID** (-0,8% rispetto a febbraio 2020). Inoltre, **l'output è in rotta per un incremento nel secondo trimestre**, sia pure meno marcato di quello di inizio anno (0,6% da 1,2% t/t). **Il dato di maggio conferma il sospetto che il balzo di aprile potesse essere dovuto a effetti di calendario.** In ogni caso, pensiamo che la flessione di maggio della produzione industriale non sia un segnale particolarmente preoccupante in chiave prospettica:

- **i dati di maggio sulla produzione sono stati negativi in tutti i principali Paesi europei:** potrebbero avere pesato (oltre che un contributo mediamente negativo dell'energia) le difficoltà di approvvigionamento e i rincari di alcune materie prime: se così fosse, il freno sarebbe temporaneo, ma potrebbe avere effetti per tutto il resto dell'anno. Peraltro, in Italia vi è meno evidenza (rispetto ad esempio alla Germania) dell'impatto della carenza di materiali o attrezzature come fattore di limitazione della produzione;
- **il trend per l'industria è atteso rimanere espansivo anche nei prossimi mesi**, come segnalato dalle indagini di fiducia tra le aziende del settore, ai massimi da oltre 20 anni (che pure, per il fattore ricordato sopra, potrebbero in questa fase sovrastimare l'entità della ripresa della produzione).

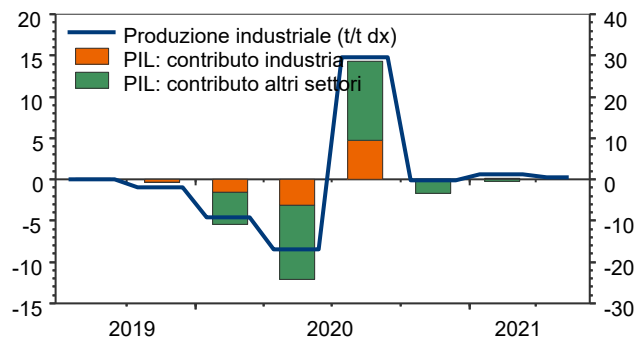
In ogni caso, pensiamo che la crescita del PIL già dal 2° trimestre dell'anno (e forse in misura ancora maggiore nel trimestre estivo) **possa essere trainata non dall'industria ma dai servizi.**

Primo calo per la produzione industriale dopo cinque mesi consecutivi di ripresa, ma il trend rimane espansivo



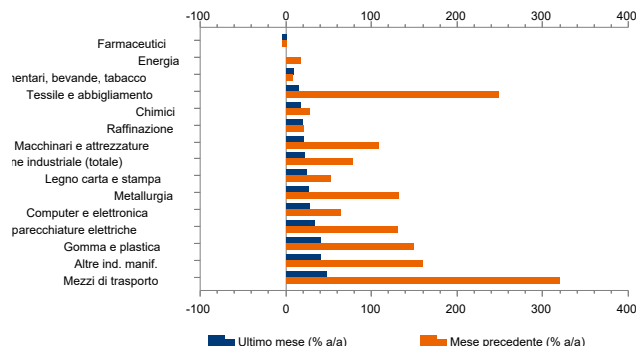
Fonte: Refinitiv-Datastream

Nel 2° trimestre l'industria potrebbe contribuire positivamente al PIL ma in misura minore rispetto ai primi tre mesi dell'anno



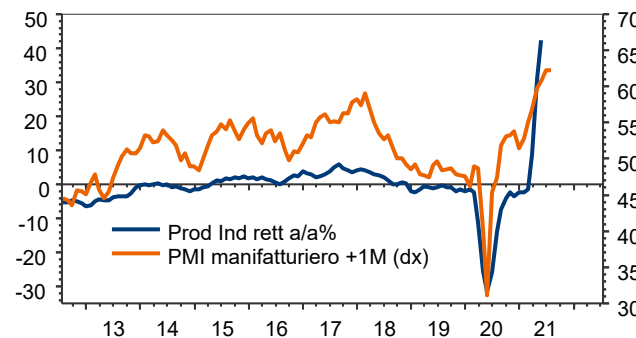
Fonte: Refinitiv-Datastream

Il confronto favorevole con il 2020 sostiene la variazione annua in quasi tutti i settori con la sola eccezione del farmaceutico



Fonte: Refinitiv-Datastream

Le indagini sono coerenti con un proseguimento della ripresa industriale nei prossimi mesi



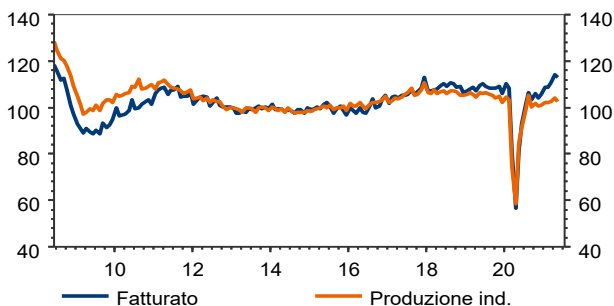
Fonte: Refinitiv-Datastream

Prosegue il recupero della fiducia delle aziende e del fatturato nell'industria

Nel settore manifatturiero, la fiducia delle imprese è salita ancora una volta più del previsto a giugno, a 114,8 dal 110,9 di maggio (rivisto da una stima preliminare a 110,2): si tratta di un nuovo record da novembre del 2000. Sono migliorate tutte le componenti principali dell'indagine, in particolare gli ordini correnti (particolarmente dall'estero) e le aspettative sull'economia; **gli ordini esteri e le attese sui prezzi di vendita hanno toccato nuovi massimi da gennaio del 2000.** Le scorte continuano ad essere giudicate in diminuzione, ma il saldo è meno negativo rispetto al mese scorso (quando si era registrato un minimo da oltre 10 anni). **Sempre a giugno, il PMI manifatturiero è rimasto in territorio espansivo per il dodicesimo mese consecutivo, stabilizzandosi intorno al massimo storico raggiunto nel mese precedente** a 62,2 da 62,3, sostenuto da un'accelerazione degli ordini e da solide indicazioni sull'attività produttiva. Le imprese continuano a segnalare una crescita delle commesse inevase ed un calo delle scorte.

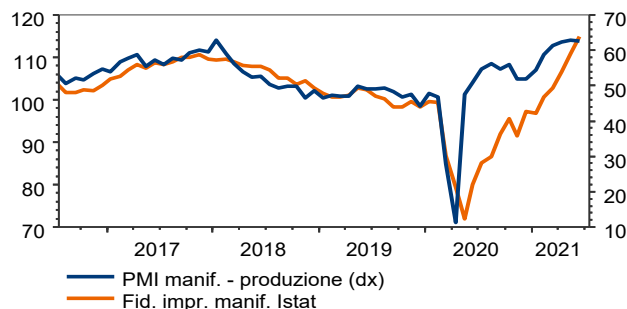
Dopo cinque mesi consecutivi di rialzo, il fatturato industriale è tornato a calare a maggio, di -1% m/m dopo il +3,3% di aprile. In termini tendenziali e corretti per i giorni lavorativi il ritmo di crescita è rallentato a 40,2% da 105,1%, ancora sostenuto dal confronto con lo scorso anno, anche se meno favorevole rispetto ad aprile. La flessione congiunturale è imputabile al solo mercato interno (-1,9% m/m da +3,9% precedente) che però, a differenza di quello estero (+0,7% m/m da +1,8%), ha già ampiamente superato i livelli pre-crisi. Tra i principali raggruppamenti di industrie **sono i beni strumentali (-6,2% m/m) a penalizzare le vendite**, a fronte di progressi per i beni intermedi (+0,8% m/m), di consumo (+1,0% m/m) e soprattutto per l'energia (+5,6% m/m), al netto della quale la flessione del fatturato risulta dunque più accentuata (-1,4% m/m). **La contrazione del fatturato si aggiunge a quella registrata nello stesso mese per la produzione, ma la battuta d'arresto dovrebbe risultare temporanea:** il trend per il settore è atteso restare espansivo nei prossimi mesi, sostenuto da una domanda sia interna che estera ancora robusta.

I principali indicatori nell'industria mostrano un calo a maggio, ma mantengono un trend di recupero



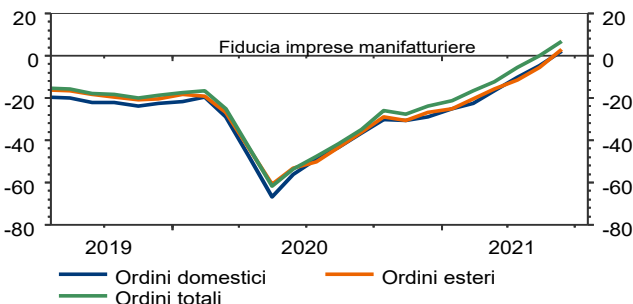
Fonte: Refinitiv-Datastream

Le indagini segnalano una significativa accelerazione per i prossimi mesi, ma potrebbero sovrastimare l'entità della ripresa



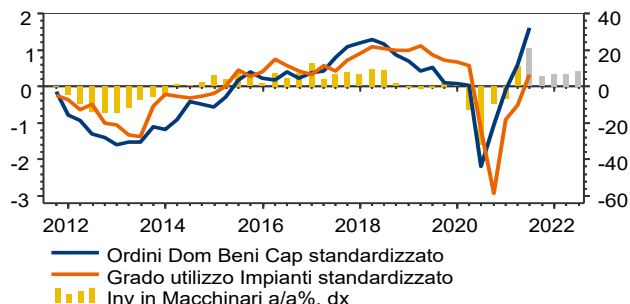
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream

Le aziende manifatturiere segnalano un'ulteriore ripresa degli ordini correnti, sia dall'interno che dall'estero



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

Ordini di beni capitali e grado di utilizzo degli impianti in recupero



Fonte: Refinitiv-Datastream

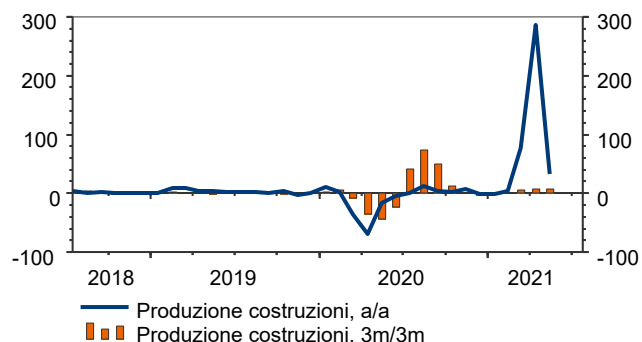
Resta robusta la ripresa nelle costruzioni

A maggio la produzione nelle costruzioni è calata di -3,6% m/m, ma il dato di aprile è stato rivisto decisamente al rialzo, a +2,2% m/m da una stima iniziale diametralmente opposta (-2,2% m/m). Il calo risulta quindi il primo dopo quattro mesi di robusta crescita (da inizio anno l'output risulta in aumento di quasi il 5%) e lascia comunque l'attività nel settore in rotta per un'espansione di oltre il 3% t/t nel 2° trimestre, dopo che già ad inizio anno l'output aveva registrato un ampio rimbalzo rispetto a fine 2020. La crescita tendenziale e corretta per gli effetti di calendario è invece rallentata a 32,6% da 287,1% precedente, dato ancora viziato dall'effetto di confronto con i mesi primaverili del 2020.

Le costruzioni dovrebbero continuare a contribuire positivamente alla crescita del valore aggiunto anche nei prossimi trimestri: **l'indagine Istat di giugno sul morale dei costruttori è rimasta su livelli ampiamenti espansivi, registrando solo una marginale correzione rispetto al mese precedente** (a 153,6 da 153,9 precedente), che appare comunque fisiologica dopo che a maggio era stato toccato un massimo da ottobre 2001.

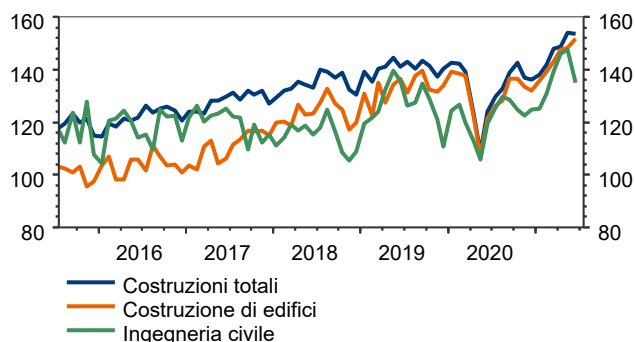
Le costruzioni sono l'unico tra i principali settori ad aver già recuperato i livelli di attività pre-COVID. In prospettiva, l'attività potrebbe essere ulteriormente stimolata dagli **incentivi fiscali** e dai **programmi infrastrutturali** previsti dal PNRR.

La tendenza annua della produzione nelle costruzioni è viziata dal confronto con le chiusure di marzo-aprile 2020, ma il trend degli ultimi mesi è espansivo



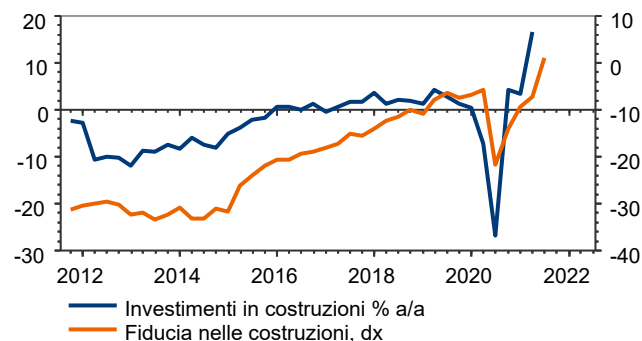
Fonte: Refinitiv-Datastream

La fiducia delle imprese del settore rimane vicina ai massimi dal 2001



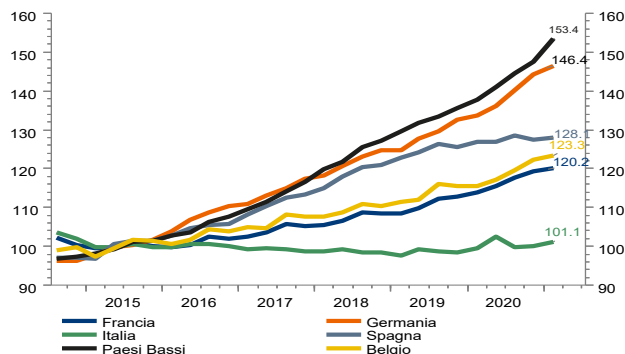
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream

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 +1,1% t/t e +1,7% a/a nel 1° trimestre 2021, anche se la tendenza resta assai più moderata che negli altri Paesi europei



Fonte: Refinitiv-Datastream

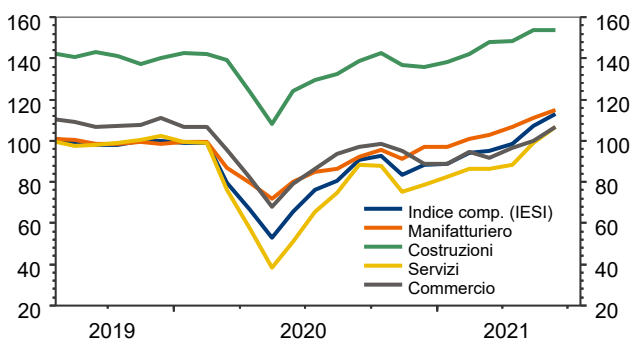
La crescita potrebbe risultare trainata dal terziario nei prossimi mesi

Le indagini Istat sulla fiducia delle imprese a giugno hanno evidenziato un nuovo netto miglioramento del morale nel terziario, diffuso ai servizi di mercato (106,7 da 99,1) e al commercio al dettaglio (106,7 da 99,9) che registrano nuovi massimi rispettivamente da giugno 2018 e febbraio 2020. L'indagine sui servizi ha riportato progressi generalizzati a tutte le componenti, mentre a livello settoriale sono state le imprese operanti nel turismo a registrare i maggiori miglioramenti. Nel commercio al dettaglio emergono indicazioni di crescita delle vendite e di un ridimensionamento dell'accumulo delle scorte; sono rimaste improntate a ottimismo le aspettative sulle vendite. Il miglioramento del morale è risultato più marcato nella distribuzione tradizionale che nella grande distribuzione.

Sempre a giugno, il PMI servizi è salito ai massimi da gennaio 2018, a 56,7 da 53,1, in territorio espansivo per il secondo mese consecutivo. Si evidenziano in particolare un ampio miglioramento dei nuovi affari, aspettative particolarmente ottimistiche per i prossimi mesi ed indicazioni incoraggianti circa la ripresa delle assunzioni nel settore.

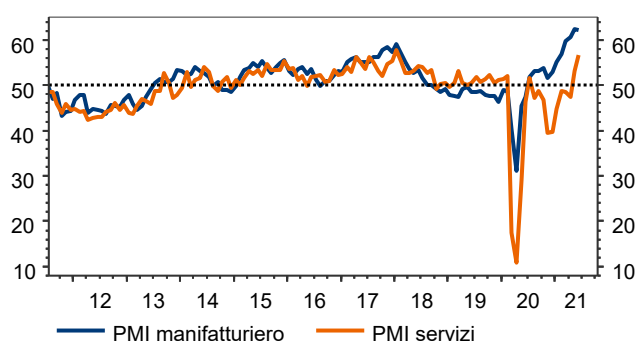
Saranno quindi con ogni probabilità i servizi a trainare la ripresa economica nella seconda metà dell'anno: il processo di riapertura dell'economia è risultato più veloce del previsto: gli indici di mobilità verso esercizi commerciali e luoghi ricreativi sono tornati ai livelli toccati nell'ultimo anno e mezzo solo agli inizi di settembre 2020.

I servizi restano il settore più colpito dalla crisi, ma potrebbero trainare la ripresa nel 2° semestre



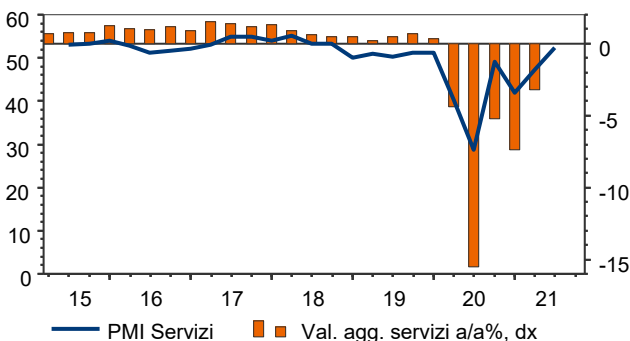
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream

Va riducendosi il gap di attività economica tra industria e servizi



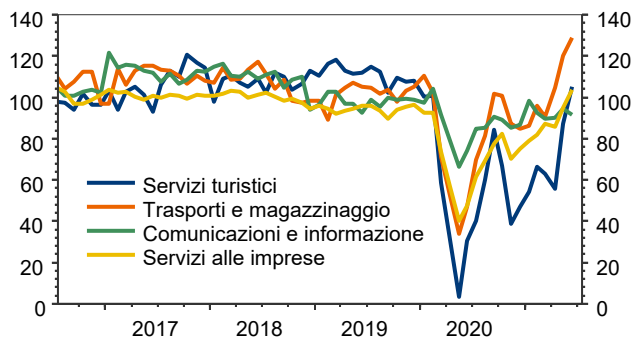
Fonte: Refinitiv-Datastream

Il valore aggiunto nei servizi è atteso in recupero già dal 2° trimestre



Fonte: Refinitiv-Datastream

I miglioramenti recenti riguardano soprattutto il trasporto e magazzinaggio e i servizi turistici



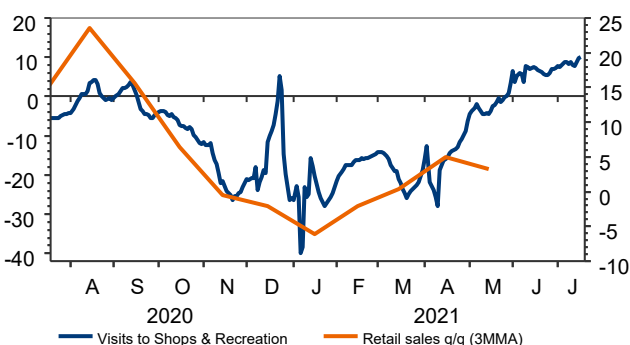
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream

Famiglie più ottimiste, i consumi stanno ripartendo

La fiducia dei consumatori è salita per il terzo mese a giugno, accelerando ulteriormente a 115,1 da 110,6 del mese scorso. Il dato è più forte sia delle stime di consenso (che si posizionavano a 112) che della nostra (più ottimistica) previsione (114), e porta l'indice ai massimi da ottobre del 2018. Il miglioramento è trainato dal clima economico nazionale, e, in minor misura, dai giudizi sulle condizioni correnti, mentre i progressi sulla situazione personale degli intervistati e sulle aspettative sono stati meno ampi (ma il clima personale ha toccato un nuovo massimo storico, così come anche le attese sulla situazione economica dell'Italia e le opportunità attuali legate all'acquisto di beni durevoli). L'unico segnale meno incoraggiante viene dalle aspettative sulla disoccupazione, tornate ad aumentare (su livelli superiori alla media storica), probabilmente sulla scia delle preoccupazioni circa gli effetti del venir meno del blocco dei licenziamenti; si tratta di un segnale coerente con la nostra idea che una svolta per il mercato del lavoro non sia ancora imminente.

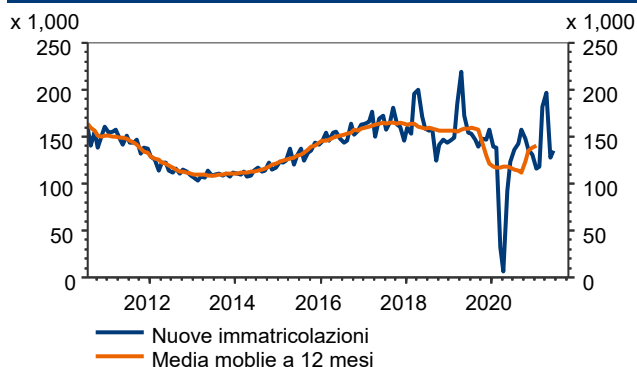
Le vendite al dettaglio a maggio hanno registrato un contenuto incremento di +0,2% m/m in valore (+0,4% m/m in volume) mentre la flessione di aprile è stata ridimensionata di tre decimi a -0,1% m/m. La sostanziale stagnazione è la sintesi di un rimbalzo delle vendite di beni non alimentari (+2% m/m da -1% precedente), sostenuto dall'effetto delle riaperture degli esercizi commerciali ma controbilanciato da una contrazione (dopo due mesi di solida espansione) di pari entità delle vendite di beni alimentari. La crescita tendenziale rallenta a 13,3% da 30,4% per via del venir meno del confronto con il mese di massima severità del confinamento (aprile 2020). I dati sulla mobilità personale evidenziano nelle ultime settimane un ulteriore incremento degli spostamenti verso gli esercizi commerciali, giunti ormai al di sopra dei livelli dell'estate scorsa. Le vendite al dettaglio potrebbero chiudere il 2° trimestre in crescita di oltre il 2% t/f. Soprattutto, al recupero degli acquisti di beni si aggiunge la ripresa dei consumi di servizi, che sarà determinante nel trainare la spesa delle famiglie e la crescita del PIL nei prossimi trimestri.

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



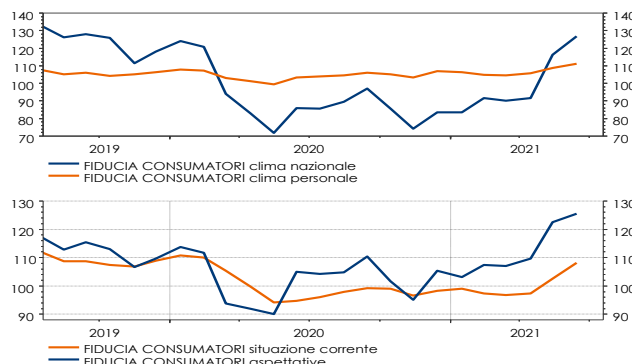
Fonte: Google, Istat, Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rientra l'effetto-incentivi statali sulle vendite di auto



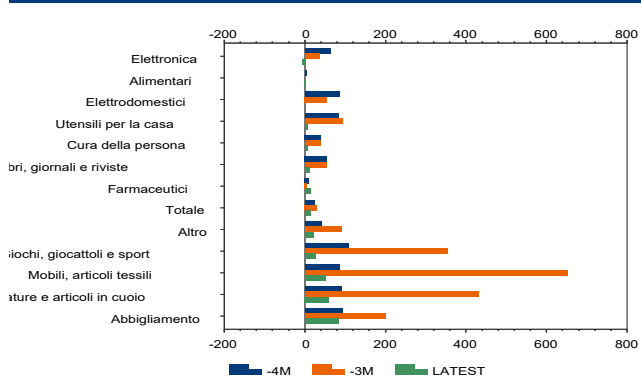
Fonte: Refinitiv-Datastream

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: Refinitiv-Datastream

Tutti i gruppi di prodotti vedono un balzo delle vendite al dettaglio su base annua a maggio (viziato dal confronto con il 2020)



Nota: variazioni % a/a. Fonte: Refinitiv-Datastream

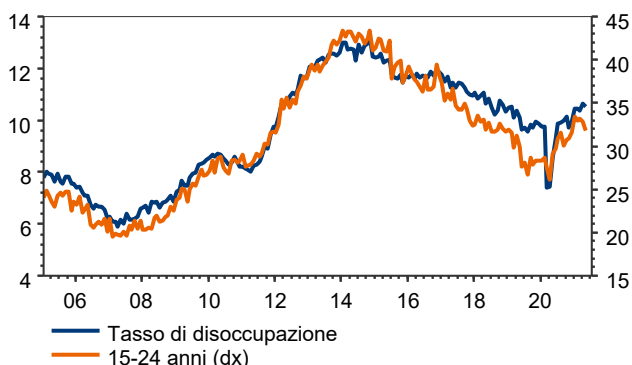
Cala il tasso di disoccupazione, ma una svolta per il mercato del lavoro non è imminente

A maggio il tasso di disoccupazione ha registrato un inatteso calo di due decimi, a 10,5%, dal 10,7% di aprile (restando comunque marginalmente al di sopra della media del 1° trimestre). La flessione è dovuta a un aumento degli occupati (+36 mila unità rispetto ad aprile) a fronte di una stabilità delle forze di lavoro (ma gli inattivi in età lavorativa sono calati di -30 mila unità).

Maggio risulta quindi il quarto mese consecutivo di aumento degli occupati e calo degli inattivi; come già nei mesi precedenti, la creazione di posti di lavoro è dovuta interamente al recupero dei contratti a termine, che sono già tornati al di sopra dei livelli pre-COVID. Viceversa, è continuata, e anzi si è accentuata ai massimi nell'anno, l'emorragia di posti di lavoro tra i lavoratori autonomi (-63 mila unità), che restano di ben 427 mila unità al di sotto dei valori di febbraio 2020.

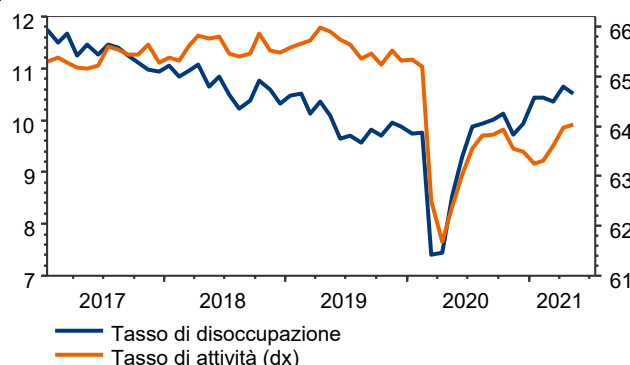
Continuiamo a ritenere che una svolta in positivo per il mercato del lavoro italiano non sia ancora imminente: l'effetto di breve termine della rimodulazione di CIG e divieto dei licenziamenti dal 1° luglio potrebbe essere limitato, ma il recupero della partecipazione, che resta di oltre un punto al di sotto dei livelli pre-crisi, dovrebbe spostare in avanti il punto di svolta del tasso dei senza-lavoro.

A maggio il tasso di disoccupazione è calato di due decimi al 10,5%



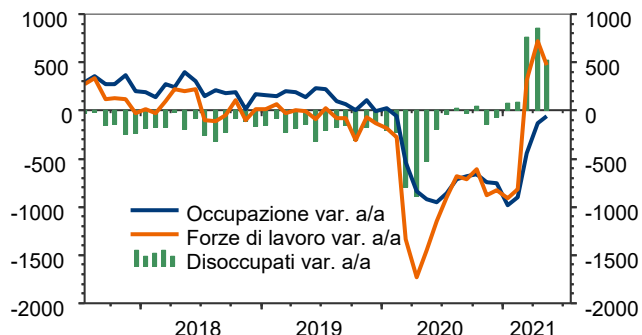
Fonte: Refinitiv-Datastream

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



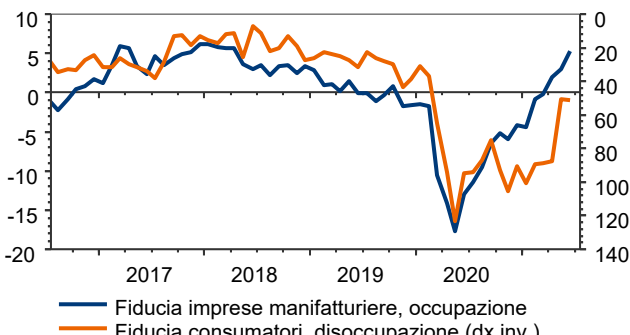
Fonte: Refinitiv-Datastream

Il confronto su base annua mostra che la ripresa dell'occupazione non ha tenuto il passo della forza-lavoro



Fonte: Refinitiv-Datastream

In decisa ripresa le aspettative sull'occupazione delle imprese industriali, meno ottimiste le famiglie

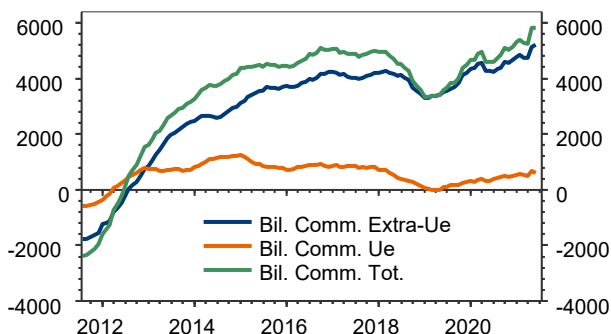


Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo

Nonostante lo stop di maggio, il trend per il commercio estero resta positivo

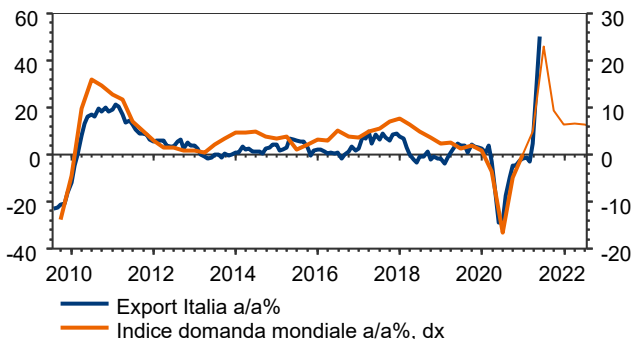
A maggio la ripresa delle esportazioni ha subito una battuta d'arresto con la prima flessione mensile dopo quattro mesi di crescita (-2% m/m, dal +3,4% di aprile). **Le importazioni hanno registrato una correzione più moderata** (-0,3% m/m da +1,9% m/m). Il calo dell'export è stato trainato dai beni strumentali (-4,6% m/m) e di consumo (-4,3% m/m per i durevoli, -2,9% m/m i non durevoli) a fronte di una crescita per quelli intermedi (+1,1% m/m) e per l'energia (+9,2% m/m), al netto della quale la flessione dell'export risulta più ampia (-2,3% m/m). Anche la dinamica congiunturale dell'import mostra una contrazione per i beni strumentali (-4,6% m/m) e di consumo (-0,5% m/m) e viceversa un incremento per beni intermedi (+0,5% m/m) ed energia (+7,4% m/m). Lo spaccato geografico evidenzia come, a fronte di una stagnazione per le esportazioni dirette verso l'Unione Europea, sia stata la flessione delle vendite extra-UE (-4,0% m/m) a penalizzare l'export italiano a maggio. Il calo dovrebbe essere stato però condizionato da operazioni occasionali ad elevato impatto nella cantieristica navale, al netto delle quali la contrazione risulta più contenuta (-1,2% m/m). In termini tendenziali la crescita di esportazioni e importazioni rimane comunque solida, rispettivamente a +41,9% e +51,2%, ancora sostenuta dal confronto favorevole con i mesi primaverili dello scorso anno. Tutti i settori di attività economica a eccezione della farmaceutica contribuiscono infatti positivamente alla crescita tendenziale dell'export, con gli incrementi più sostenuti che riguardano macchinari, metalli e mezzi di trasporto (i comparti più penalizzati nel 2020). A maggio il saldo commerciale è risultato pari a +5.642 milioni di euro (+5.620 a maggio 2020) e a +8.632 milioni (+6.633 milioni un anno prima) al netto dell'energia. **Nel complesso, nonostante la battuta d'arresto di maggio, esportazioni e importazioni hanno già superato i livelli pre-COVID e restano in rotta per una robusta espansione nel 2° trimestre (gli scambi con l'estero dovrebbero comunque contribuire negativamente alla crescita del PIL, per via di una maggiore vivacità dell'import rispetto all'export).**

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



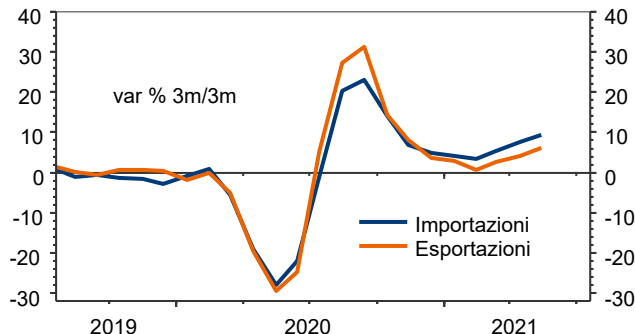
Fonte: Refinitiv-Datastream

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



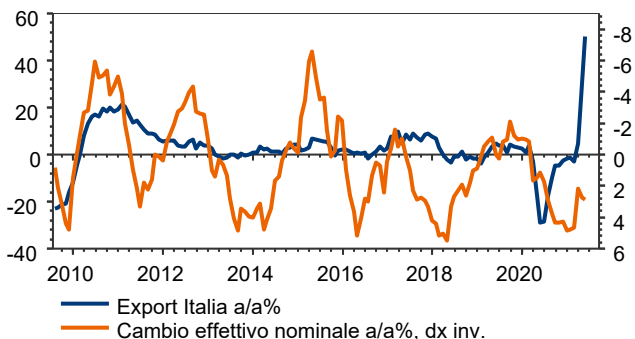
Nota: media mobile a 3 mesi della variazione % annua dell'export. Fonte: Refinitiv-Datastream

...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



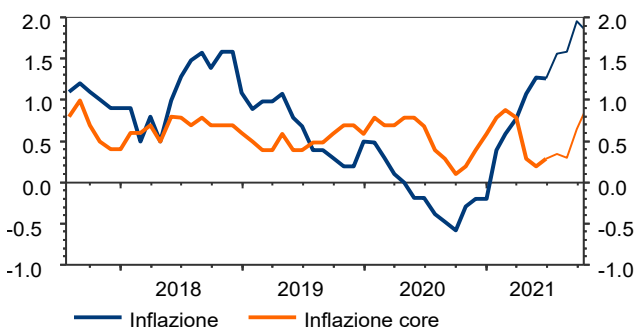
Fonte: Refinitiv-Datastream

Rischi al rialzo per il profilo di inflazione

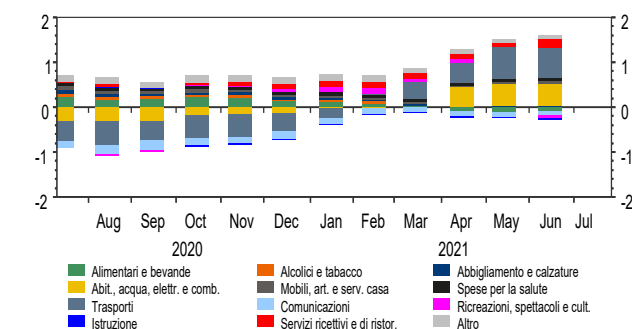
L'inflazione a giugno è risultata pari all'1,3% (stabile rispetto al mese scorso sull'indice nazionale e in aumento di un decimo sulla misura armonizzata UE). Nel mese i prezzi sono saliti di un decimo sul NIC e di due decimi sull'IPCA. Nel mese, i rincari sono venuti soprattutto dai trasporti (+0,8% m/m) e dai servizi ricettivi e di ristorazione (+0,6%): un segnale che in questa fase **le pressioni inflattive vengono non solo dall'energia (per via dei carburanti) ma anche dall'effetto-domanda nei settori in precedenza soggetti a restrizioni**. Viceversa, continua il trend di calo nelle comunicazioni (-1% m/m, -2,9% a/a) e si registra una correzione per i listini alimentari dopo gli aumenti dei mesi scorsi (in parte legati a fattori meteo). L'inflazione di fondo è salita di un decimo a 0,3% a/a, quella sul cosiddetto "carrello della spesa" è meno negativa del mese scorso (a -0,4% a/a a giugno, da -0,9% di maggio). **Rivediamo lievemente al rialzo la stima di inflazione media 2021, a 1,3%; ci aspettiamo un'ulteriore salita nei prossimi mesi, sino a un picco vicino al 2% a settembre**. I rischi su questo profilo previsivo appaiono oggi verso l'alto. **A maggio i prezzi alla produzione nell'industria** sono cresciuti di +1,0% m/m da +1,3% m/m precedente: è il sesto mese consecutivo di rincaro. Sull'anno la crescita si porta a +8,0% da +6,8% di aprile, ai massimi da agosto 2008. **Sul mercato interno la salita dei prezzi è diffusa a tutti i principali comparti ma ancora trainata**, come nei mesi precedenti, **dall'energia e dai beni intermedi**. Anche a livello settoriale la crescita tendenziale risulta generalizzata, con gli incrementi più ampi registrati tra le industrie più esposte ai rincari delle materie prime come la raffinazione, la fornitura di energia, le attività estrattive e, in minor misura, metallurgia e chimica. **I dati confermano la presenza di pressioni inflattive a monte della catena produttiva che non sembrano ancora affievolirsi e che pongono rischi al rialzo per i prezzi al consumo nei prossimi mesi**. Nelle più recenti indagini congiunturali le imprese segnalano infatti l'intenzione di trasferire i maggiori costi agli utilizzatori finali. **La salita dei prezzi alla produzione non coinvolge solo l'industria ma anche le costruzioni**, settore particolarmente esposto all'aumento dei prezzi delle materie prime (3,5% a/a da 2,4% precedente: è un massimo da fine 2012).

L'inflazione headline potrebbe salire ulteriormente nei prossimi mesi, i rischi sono verso l'alto

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



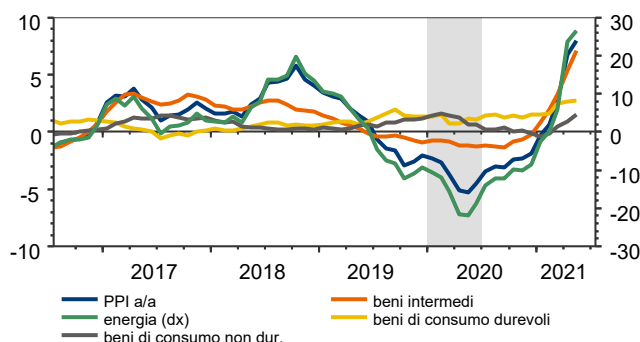
Fonte: Refinitiv-Datastream



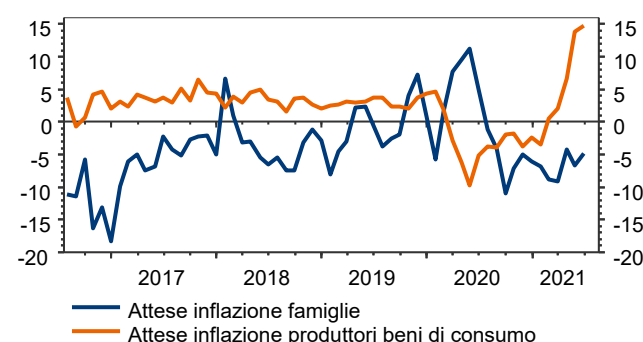
Fonte: Refinitiv-Datastream

Il PPI è accelerato all'8% a/a a maggio, ai massimi da agosto 2008

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



Fonte: Refinitiv-Datastream



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

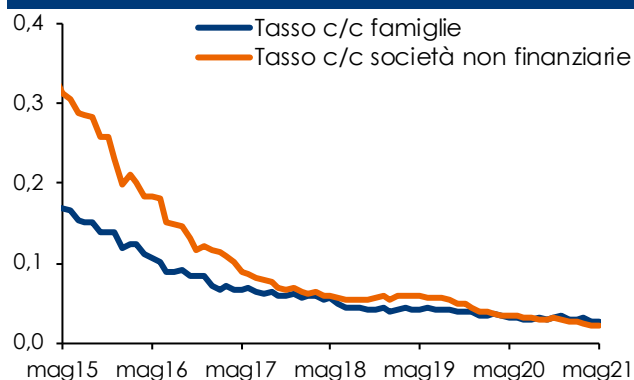
Tendenze del settore bancario

Continua l'aumento dei tassi sui mutui per l'acquisto di abitazioni

Anche a maggio si è osservata l'invarianza del tasso sui conti correnti a 0,03% e del medio sullo stock di depositi a 0,32%, visti entrambi stabili a giugno secondo le stime ABI. Un ribasso è stato registrato dai tassi sui nuovi depositi a tempo delle famiglie, in particolare da quello sulle scadenze fino a 1 anno, a 0,6% dallo 0,8% dei tre mesi precedenti. Si segnala la discesa in negativo, per la prima volta, del tasso sulle nuove operazioni di pronti contro termine, a -0,03% dallo 0,51% di aprile. Dai tassi sui nuovi prestiti alle società non-finanziarie risulta un taglio del tasso medio di altri 6pb m/m a 1,13%, visto in leggero recupero a giugno secondo le anticipazioni ABI, a 1,16%. Per i tassi sulle erogazioni di mutui per l'acquisto di abitazioni è proseguita la tendenza all'aumento, guidata principalmente dal tasso fisso. A maggio il tasso medio è salito a 1,40%, con +2pb m/m e 15pb su fine 2020, ed è visto in ulteriore rialzo a giugno a 1,44% secondo le stime ABI.

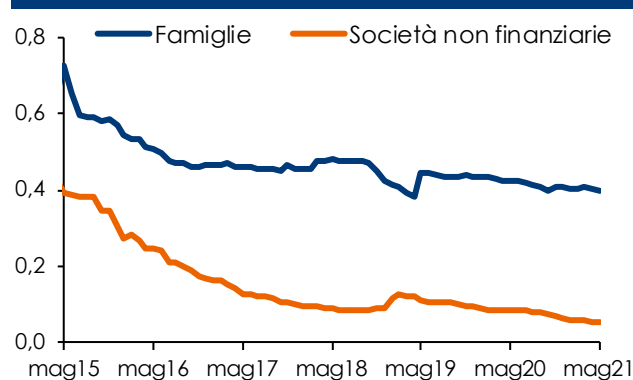
Elisa Coletti

Tassi sui depositi in conto corrente di famiglie e società non-finanziarie (%)



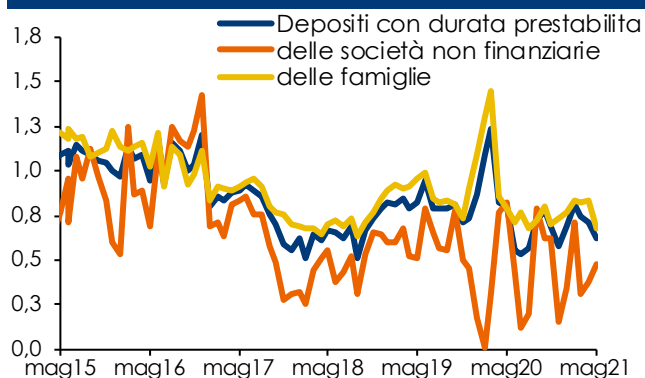
Fonte: Banca d'Italia

Tassi medi sulle consistenze dei depositi complessivi di famiglie e società non-finanziarie, esclusi i pronti contro termine (%)



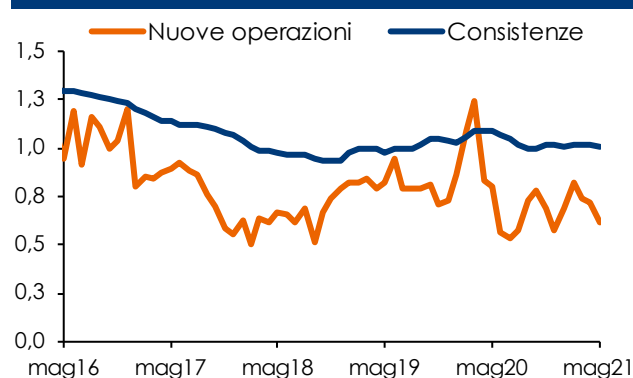
Fonte: Banca d'Italia

Tassi sui nuovi depositi con durata prestabilita delle famiglie e delle società non-finanziarie (%)



Fonte: Banca d'Italia

Tassi medi sui depositi con durata prestabilita: nuove operazioni e consistenze in essere (%)

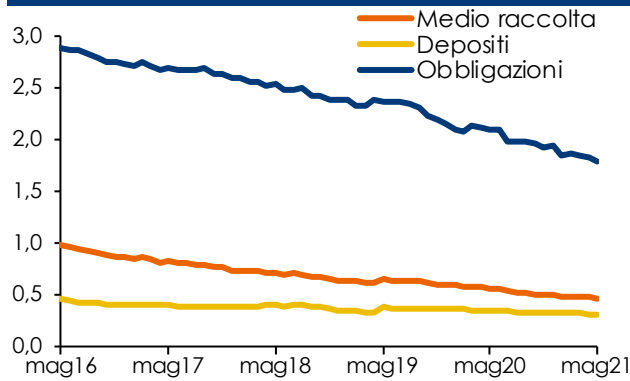


Fonte: Banca d'Italia

Un ribasso è stato registrato dal tasso medio sui nuovi depositi con durata prestabilita alle famiglie, in particolare da quello sulle scadenze fino a 1 anno, sceso a 0,6% da un livello di 0,8% dei tre mesi precedenti, mentre il tasso sulle durate maggiori è rimasto circa stabile a 0,83%. Al contempo il tasso corrisposto alle società non-finanziarie è salito di 10pb m/m a 0,47%. **Da notare la discesa in negativo, per la prima volta in assoluto, del tasso sulle nuove operazioni di pronti contro termine**, risultato pari -0,03% dallo 0,51% di aprile. Ciò potrebbe rappresentare il primo segnale di una estensione del perimetro dei tassi negativi anche ad altri segmenti dei depositi bancari, oppure potrebbe restare un fenomeno circoscritto a una nicchia la cui materialità è marginale in termini di volumi.

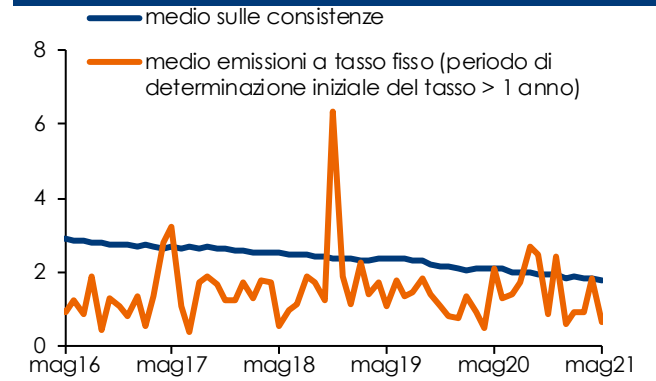
In lieve calo è risultato il tasso sullo stock di obbligazioni, di altri -2pb m/m a 1,80%, per restare invariato a giugno, secondo le anticipazioni ABI. Di conseguenza, **il costo complessivo dello stock di raccolta da clientela è sceso di 1pb m/m a 0,47% ed è visto stabile a giugno** in base alle stime ABI.

Tassi sulla raccolta bancaria – consistenze (%)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tassi su obbligazioni bancarie in essere e nuove emissioni (%)

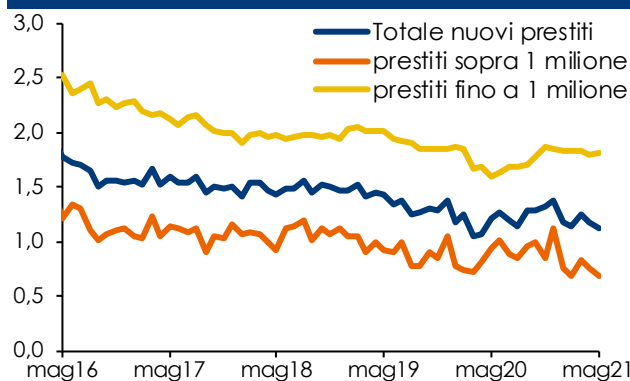


Fonte: Banca d'Italia

Dai **tassi sui nuovi prestiti alle società non-finanziarie risultano movimenti contenuti**, con quello sui finanziamenti di minore entità in lieve recupero di 1pb m/m a 1,81% a maggio, mentre il tasso sulle operazioni oltre 1 milione ha mostrato un altro aggiustamento verso il basso, a 0,70% (-7pb m/m). Pertanto, **il tasso medio sulle erogazioni è sceso di altri 6pb m/m a 1,13% ed è visto in leggero recupero a giugno** secondo le anticipazioni ABI, a 1,16%, in linea con la media dei due mesi precedenti.

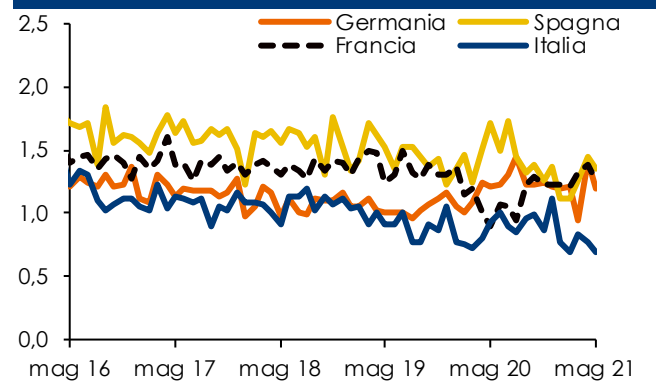
Nel confronto con l'Eurozona, dove i tassi sono scesi a maggio (-4pb m/m per i prestiti fino a 1 milione e -15pb m/m per quelli di maggiore entità) **il differenziale col tasso italiano sui flussi di prestiti fino a 1 milione si è leggermente ampliato, restando lievemente positivo per il settimo mese consecutivo** (6pb la distanza tra Italia e area euro). **Per il tasso sui nuovi prestiti oltre 1 milione il differenziale negativo resta ampio, sebbene si sia ristretto a -48pb dai -57pb di aprile.**

Tassi sui nuovi prestiti alle società non-finanziarie in Italia (%)



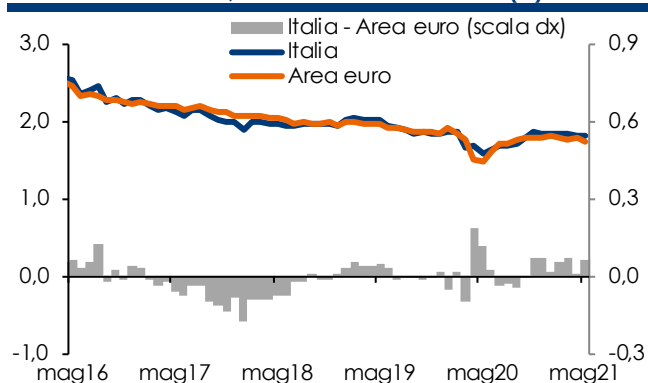
Fonte: Banca d'Italia

Tassi sui nuovi prestiti oltre 1 milione a società non-finanziarie (%)



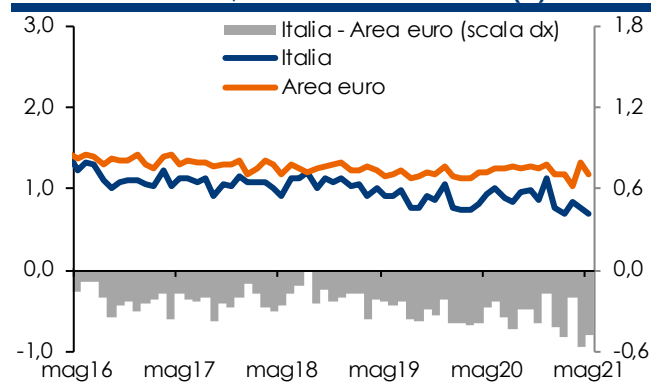
Fonte: BCE

Tasso medio sui nuovi prestiti di importo fino a 1 milione alle società non-finanziarie, confronto Italia – Area euro (%)



Fonte: Banca d'Italia, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

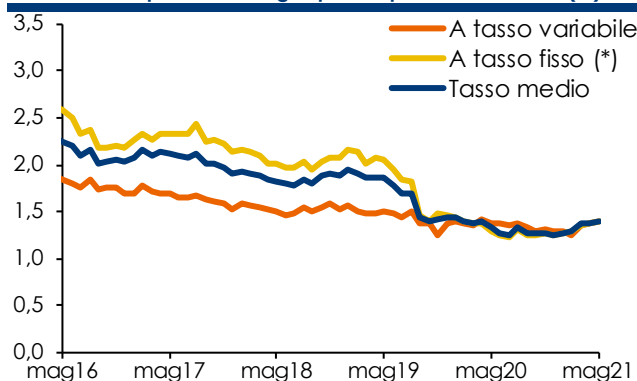
Tasso medio sui nuovi prestiti di importo superiore a 1 milione alle società non-finanziarie, confronto Italia – Area euro (%)



Fonte: Banca d'Italia, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

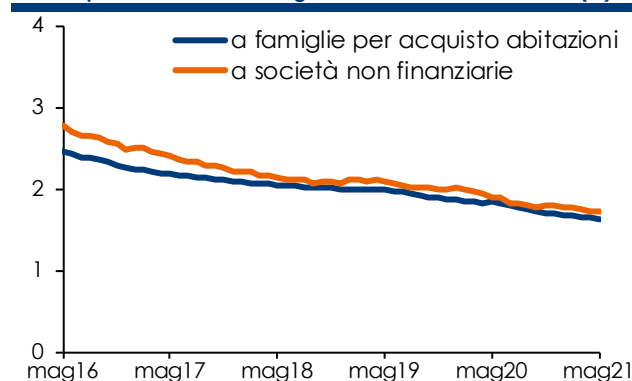
Per i tassi sulle erogazioni di mutui per l'acquisto di abitazioni è proseguita la tendenza all'aumento, guidata principalmente dal tasso fisso che a maggio è risultato pari a 1,40%, +3pb m/m e 16pb più alto rispetto a fine 2020. Anche il tasso variabile è salito, per il 3° mese consecutivo sebbene solo di 1pb m/m a 1,39%, con un aumento di 10pb in cinque mesi, risultando marginalmente più basso del tasso fisso. Nel complesso, nei primi cinque mesi del 2021 i due tassi sono stati allineati. Cosicché, a maggio il tasso medio sui flussi di prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è risultato perfettamente in linea col tasso fisso e quindi pari a 1,40%, in aumento di 2pb m/m e di 15pb su fine 2020. **Le stime ABI danno un ulteriore rialzo a giugno del tasso medio sulle erogazioni, a 1,44%.**

Tassi sui nuovi prestiti a famiglie per acquisto di abitazioni (%)



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

Tassi sui prestiti in essere a famiglie e a società non-finanziarie (%)

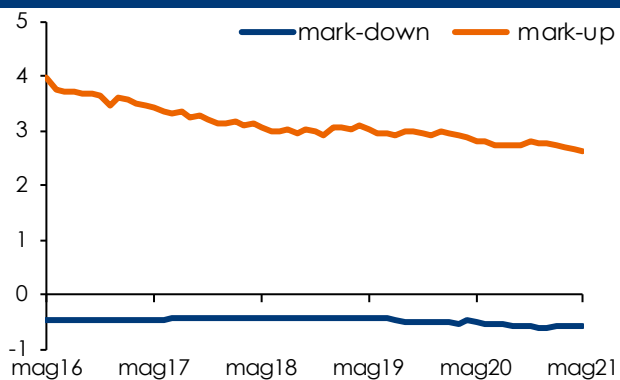


Fonte: Banca d'Italia

Per il **tasso medio sullo stock di prestiti, proseguono le graduali riduzioni**, di 1pb m/m a maggio a 2,21%, cui fa seguito un altro ritocco analogo a giugno a 2,20%, come stimato da ABI.

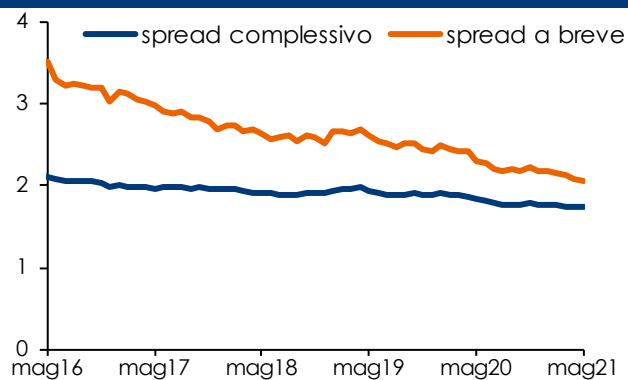
Pertanto, **la forbice tra tassi attivi e passivi è rimasta invariata**, a 1,74%. **La contribuzione dei depositi a vista ha confermata la stabilità**, col *mark-down* a -0,58% per il 4° mese consecutivo. Per il *mark-up* sui tassi attivi a breve è proseguito il calo, ma soltanto di 1pb m/m a maggio, a 2,64%.

Contribuzione a breve termine (%) (*)



Nota: (*) mark-down = euribor a 1 mese – tasso medio sui conti correnti a famiglie e imprese; mark-up = tasso attivo a breve termine – euribor a 1 mese. Fonte: Banca d'Italia, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Spread a breve termine e spread complessivo (%)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

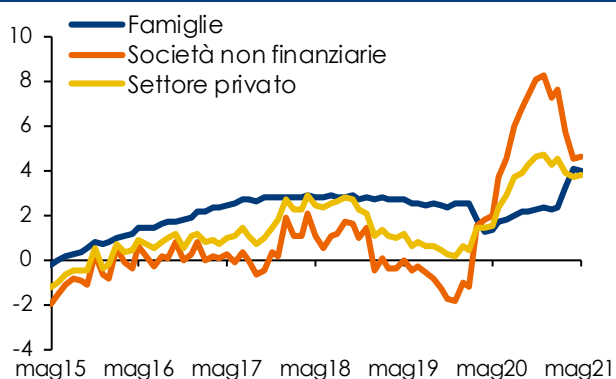
Notevole ripresa dei prestiti alle famiglie

A maggio la crescita dei prestiti alle società non-finanziarie si è stabilizzata a +4,6% a/a, dopo il rallentamento osservato nei primi quattro mesi dell'anno. L'andamento dei flussi lordi mensili mostra che la frenata ha coinvolto anche i prestiti di dimensione inferiore, dopo aver inizialmente interessato quelli di taglio maggiore. L'andamento più moderato, iniziato dapprima per i prestiti all'industria manifatturiera, sta interessando anche i servizi, mentre la dinamica di quelli alle costruzioni è circa stabile. Si conferma la crescita più forte dei prestiti alle famiglie, che a maggio nel complesso hanno registrato un tasso di variazione del 4% a/a, in linea con aprile ma quasi doppio rispetto al 2,2% di inizio anno. La ripresa interessa sia i mutui per l'acquisto di abitazioni sia il credito al consumo. Secondo le anticipazioni ABI, a giugno il ritmo del complesso dei prestiti a famiglie e imprese ha segnato un +4,0% a/a dal +4,4% dei tre mesi precedenti.

Elisa Coletti

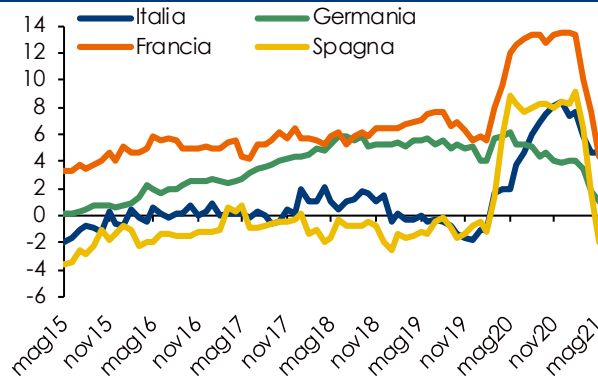
Dopo il rallentamento osservato nei primi quattro mesi dell'anno, a maggio la crescita dei prestiti alle società non-finanziarie si è stabilizzata. La variazione annua dello stock è risultata pari a +4,6% a/a, in linea con aprile, dal picco di 8,3% a fine 2020. Il ritmo di sviluppo rimane comunque sostenuto. Ancora una volta, l'andamento è coerente con quello osservato nei principali paesi europei, dove la decelerazione è particolarmente marcata in Spagna e Francia, risentendo nettamente del confronto col rimbalzo di un anno prima.

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)

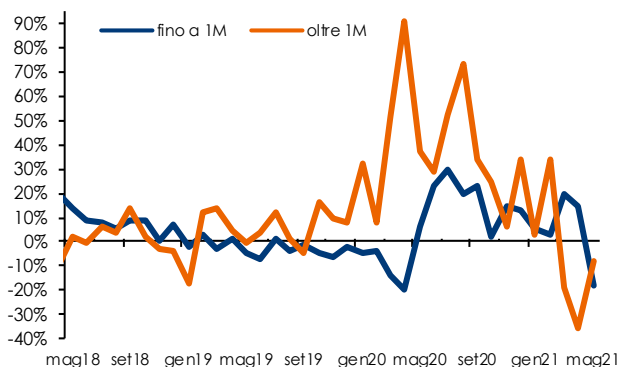


Fonte: BCE

Dai flussi lordi mensili di credito emerge che **a maggio la frenata ha interessato anche i prestiti di dimensione contenuta, dopo aver coinvolto quelli di taglio maggiore.** In dettaglio, le erogazioni oltre 1 milione alle società non finanziarie da marzo hanno invertito il trend, risentendo del suddetto effetto base, per segnare un calo dapprima a due cifre e più moderato a maggio (pari a -8,1% a/a). Le erogazioni fino a 1 milione, la cui ripresa era iniziata due mesi dopo quella dei prestiti di maggior dimensione, hanno proseguito la crescita fino ad aprile 2021 e, come da attese, da maggio hanno registrato una variazione negativa, pari a -18,1% a/a.

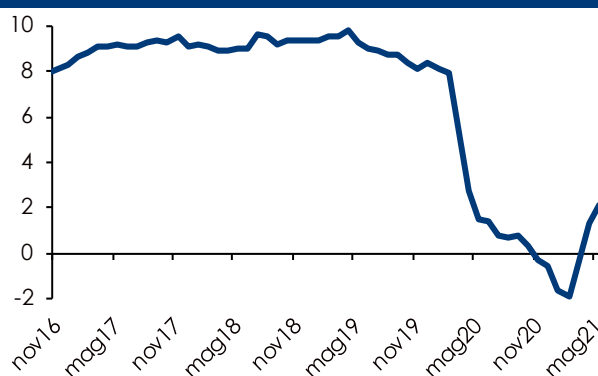
Tra i macro-settori di attività economica, **l'andamento più moderato, iniziato dapprima per i prestiti all'industria manifatturiera, sta interessando anche i servizi. La dinamica dei finanziamenti al manifatturiero resta però molto sostenuta**, del 9% a/a a maggio (era del 12,4% a febbraio 2021). **Per i prestiti ai servizi il ritmo si è cerca dimezzato**, a +3,4% a/a dal 6,9% di febbraio. **Resta sostanzialmente stabile la variazione dei prestiti alle imprese di costruzioni**, dall'1,9% a/a dal 2% di febbraio, secondo i dati corretti per tener conto delle cartolarizzazioni.

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)

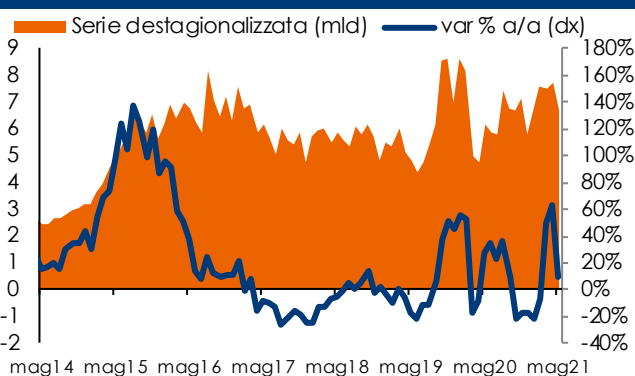


Fonte: BCE

Accanto alla crescita più contenuta dei prestiti alle imprese, **si conferma la dinamica accelerata di quelli alle famiglie** che a maggio nel complesso hanno registrato **un tasso di variazione del 4% a/a, in linea con aprile ma quasi doppio rispetto al 2,2% di inizio anno** (dati corretti per le cartolarizzazioni).

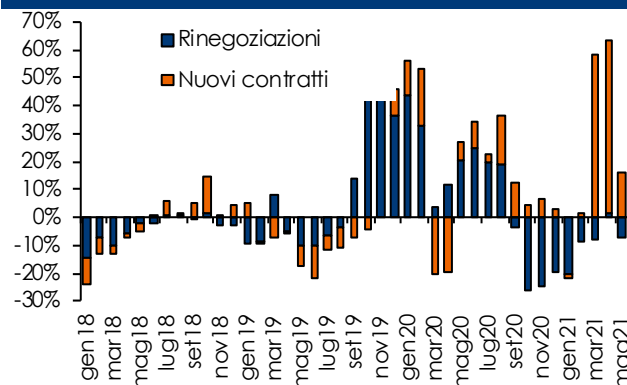
In particolare, **il credito al consumo prosegue nel trend di ripresa**, con una variazione annua del 2,1% a maggio dopo il ritorno alla crescita ad aprile (rispetto al -0,3% di marzo).

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

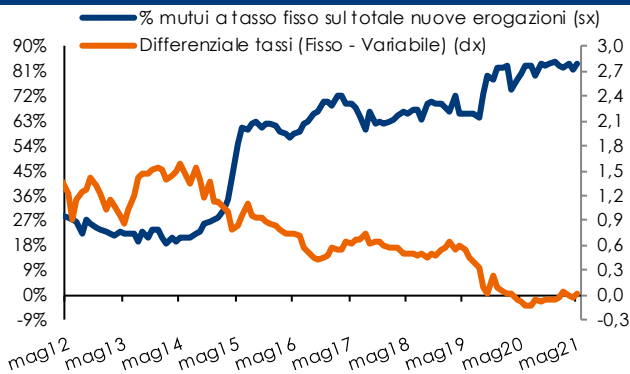
I prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni hanno visto un ulteriore miglioramento della dinamica. A maggio, il tasso di variazione dello stock è risultato pari a **+3,8% a/a**, dal 2,5% di febbraio (dati corretti per le cartolarizzazioni).

In termini di flussi, prosegue la serie di risultati positivi. A maggio la dinamica del flusso lordo complessivo (comprensivo di rinegoziazioni e nuovi contratti), tornata positiva da marzo, è risultata più moderata rispetto ai due mesi precedenti (+9% a/a dal +57% medio di marzo-aprile), dopo la riduzione registrata da ottobre 2020 a febbraio 2021. **Il buon andamento è trainato dalle erogazioni per nuovi contratti**, che a maggio hanno visto un aumento ancora a due cifre ma più moderato, del 22,7% a/a dopo il raddoppio dei due mesi precedenti. Tale dinamica è in parte dovuta al confronto con i mesi del 2020 maggiormente colpiti dalla caduta dei mutui per effetto delle misure di contenimento dei contagi da COVID-19. Tuttavia, il flusso di maggio 2021 è più alto anche rispetto allo stesso mese degli anni precedenti.

Le rinegoziazioni, invece, sono rimaste mediamente in calo (-25% a/a a maggio), come già osservato da ottobre 2020 in poi.

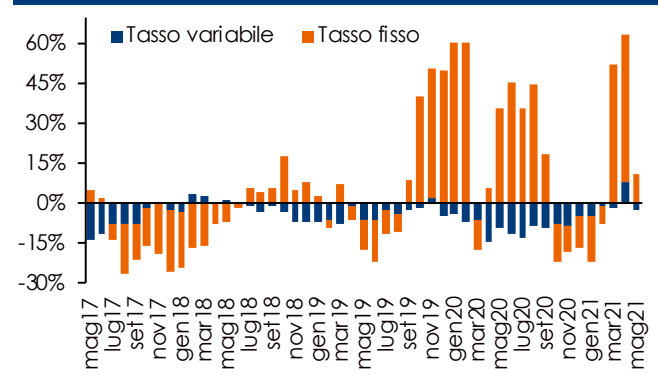
Con riguardo alle erogazioni in base al tipo di tasso, maggio ha **confermato la crescita a due cifre di quelle a tasso fisso, per il 3° mese consecutivo**, pari a +14% a/a, dopo l'impennata emersa a marzo e proseguita ad aprile (con una variazione in ciascuno dei due mesi del 70% a/a). Diversamente, **le erogazioni a tasso variabile sono rimaste deboli, in calo del 10,7% a/a a maggio**, dopo un estemporaneo ritorno in crescita ad aprile. Pertanto, la quota di mutui a tasso fisso sul totale delle erogazioni lorde è ancora una volta elevata, pari a circa 84% a maggio.

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

In conclusione, **la dinamica dei prestiti al settore privato prosegue a un ritmo più moderato rispetto all'ultima parte del 2020**. La crescita dell'aggregato del credito al settore privato è stata pari a 3,8% a/a a maggio, in linea con quella dei due mesi precedenti (dati al netto delle controparti centrali e corretti per le cartolarizzazioni). A giugno **il ritmo avrebbe rallentato leggermente**, sulla base delle anticipazioni ABI, sia per i prestiti complessivi al settore privato, sia per l'aggregato più ristretto dei **prestiti a famiglie e imprese che segnerebbe un +4,0% a/a dal +4,4% registrato nei tre mesi precedenti**.

Di nuovo afflussi consistenti sui conti correnti di famiglie e imprese

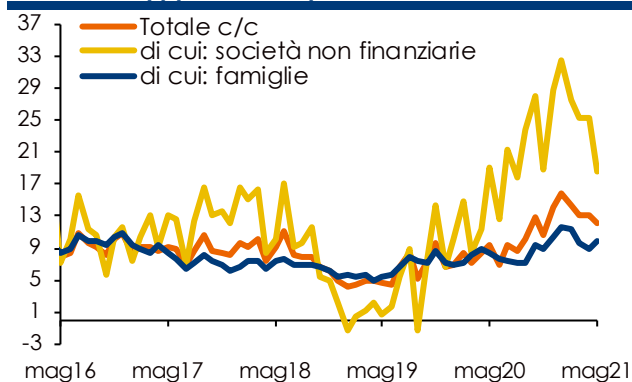
La crescita dei depositi resta molto sostenuta, dell'8,9% a/a a maggio dal 9,6% di aprile. Il graduale rallentamento del trend ha subito una battuta d'arresto a giugno, secondo le stime ABI, con un tasso di variazione risalito a quello di aprile. La crescita dei conti correnti è risultata ancora a due cifre, del 12,2% a/a. Anche a maggio il flusso verso i conti correnti è stato molto positivo, per quasi 9,3 miliardi nel complesso, di cui 6,8 miliardi di liquidità delle società non-finanziarie. Tale dinamica continua a trainare la crescita della raccolta complessiva da clientela, che resta robusta, del 6,6% a/a a maggio, dal +7,3% di aprile e di nuovo su questo ritmo a giugno, secondo le anticipazioni ABI.

Elisa Coletti

La crescita dei depositi resta molto sostenuta, solo più moderata rispetto a inizio 2021. A maggio il ritmo è risultato dell'8,9% a/a dal 9,6% del mese precedente (+9,9% a marzo), dopo il picco di gennaio. Il graduale rallentamento del trend ha subito una battuta d'arresto a giugno, secondo le stime ABI, con un tasso di variazione di nuovo significativamente superiore al 9%, in linea con aprile. La variazione mensile degli stock si conferma positiva.

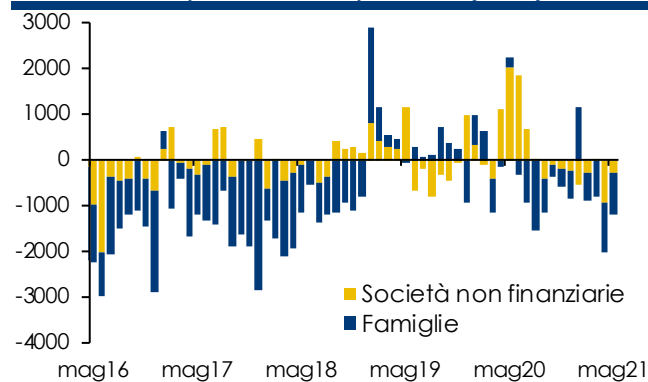
La **crescita dei conti correnti è risultata ancora a due cifre**, per il 9° mese consecutivo, del 12,2% a/a, leggermente più moderata rispetto al 12,9% dei due mesi precedenti. Anche a maggio **il flusso sul complesso dei conti correnti è stato molto positivo, per quasi 9,3 miliardi, anche se pari a circa la metà dei 18 miliardi di aprile**. Il contributo principale alla crescita dei conti correnti di sistema è giunto dalla **liquidità delle società non-finanziarie, con un afflusso netto per quasi 6,8 miliardi e un tasso di crescita dello stock sempre a due cifre**, del 18,5% a/a. Dopo un 1° trimestre in cui complessivamente si era registrato un deflusso dai conti correnti delle società non-finanziarie (-6,9 miliardi), aprile e maggio sono tornati a registrare incrementi importanti, pari nel complesso a 11,8 miliardi. Allo stesso modo, **proseguono gli afflussi sui conti correnti delle famiglie**, per 4,1 miliardi nel mese di maggio, con un tasso di crescita dello stock che si è rafforzato a +9,8% a/a dall'8,9% di aprile. Anche a maggio, il flusso di risparmio delle famiglie si è concentrato sui conti correnti, mentre i depositi con durata prestabilita si sono ridotti di circa 900 milioni e quelli rimborsabili con preavviso hanno perso oltre 400 milioni. Deflussi netti su queste forme a tempo si sono osservati anche per le società non-finanziarie.

Conti correnti (*) (var. % annua)



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

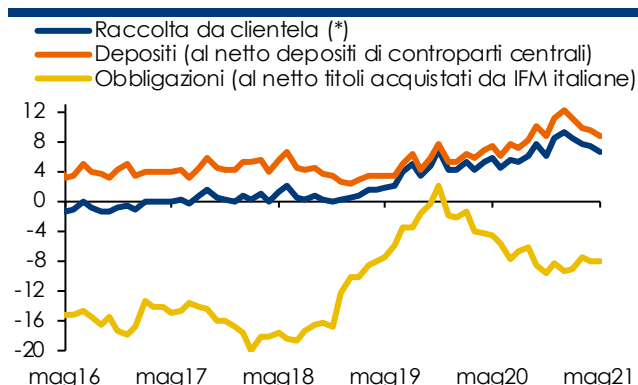
Flussi mensili di depositi con durata prestabilita (EUR M)



Fonte: BCE

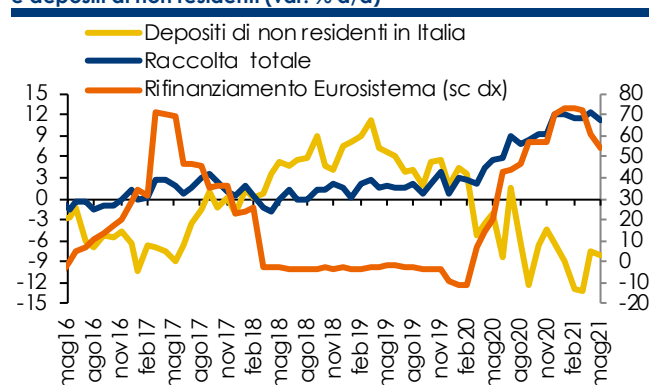
Le obbligazioni hanno confermato un trend negativo, con una riduzione dello stock dell'8,2% a/a, seguito a giugno da calo analogo, del -8,1% secondo le stime ABI.

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 6,6% a/a a maggio, gradualmente più contenuta rispetto ai mesi precedenti (+7,3% a/a ad aprile, col picco di +9,3% a gennaio 2021). Secondo le anticipazioni ABI, a giugno il ritmo è tornato sul livello di aprile. Per quanto riguarda l'aggregato della raccolta totale, si nota un rallentamento a 11,4% a/a, dal 12,3% a/a di aprile. Vi contribuiscono una **progressiva decelerazione del forte tasso di crescita del rifinanziamento BCE** (+54% a maggio, era del +73% a inizio 2021) mentre **i depositi di non residenti, comprensivi dell'interbancario, sono rimasti in calo** (del -8% a/a), confermando un andamento opposto a quello del rifinanziamento BCE.

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.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

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

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

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

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@intesasanpaolo.com

Industry & Banking Research

Banking Research

Elisa Coletti – Economista Banche

62097

elisa.coletti@intesasanpaolo.com