

ASSIST

SDA Bocconi
SCHOOL OF MANAGEMENT

PNRR LAB
Piano Nazionale di Ripresa e
Resilienza

PNRR LAB DAY

L'economia italiana e il PNRR



PNRR Lab Day – 1 dicembre 2022

L'economia italiana e il PNRR

Luca Mezzomo

Responsabile Analisi Macroeconomica – Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Il contesto economico: dalla ripresa post-pandemica allo shock energetico

- Effetto riaperture sulla domanda di servizi
- Eccesso di risparmio delle famiglie riversato su beni durevoli e mercato immobiliare
- Sinergia tra politica fiscale e politica monetaria

2020-21

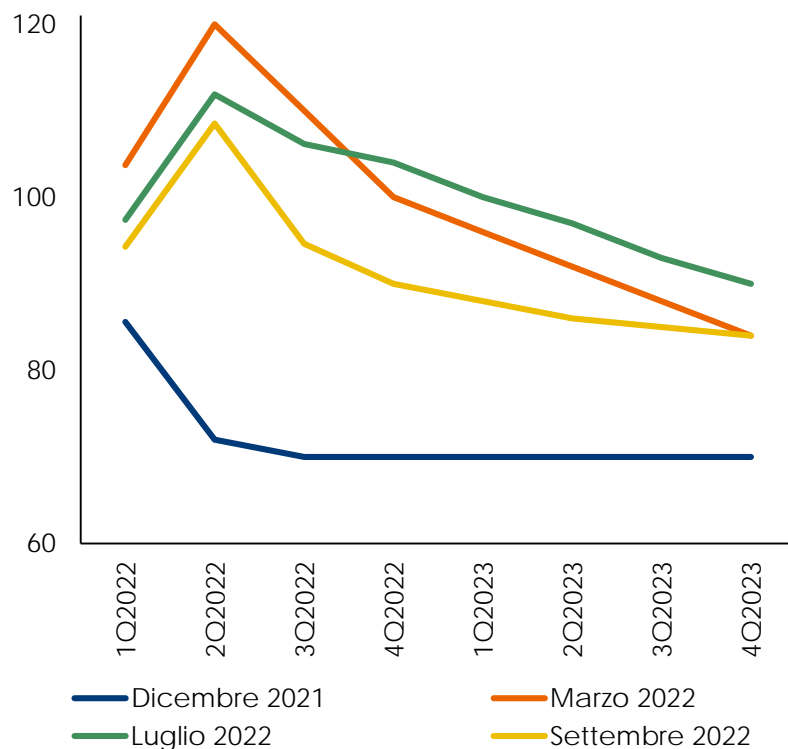
2022-24

- Shock energetico e rallentamento della domanda
- Ampi aumenti dei costi di produzione e dei prezzi finali
- Restrizione delle condizioni finanziarie
- Riduzione dello spazio fiscale

Lo shock sui prezzi del gas è stato enorme e specifico all'Europa

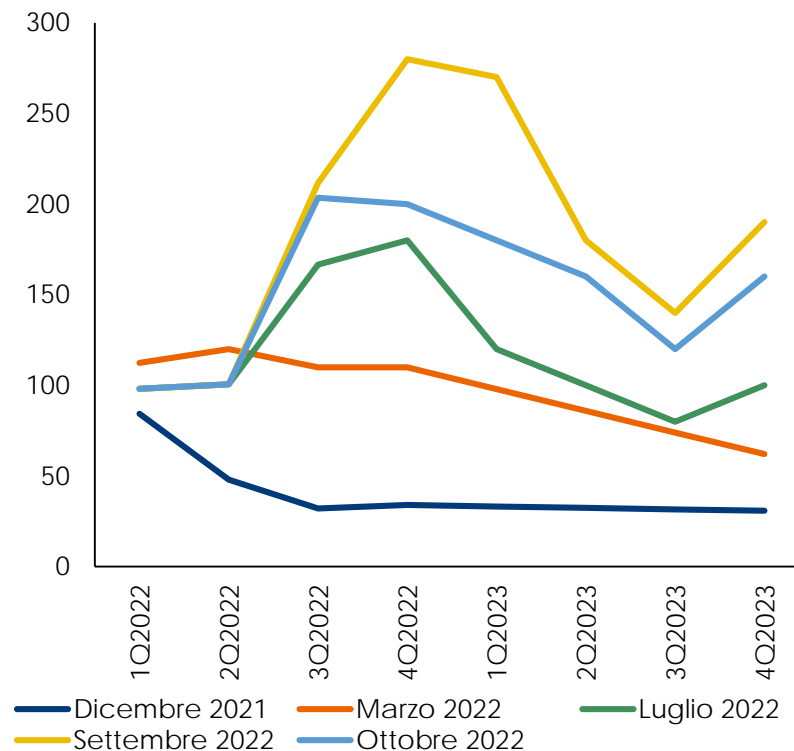
3

Ipotesi sul prezzo del petrolio (Brent)



Fonte: Intesa Sanpaolo

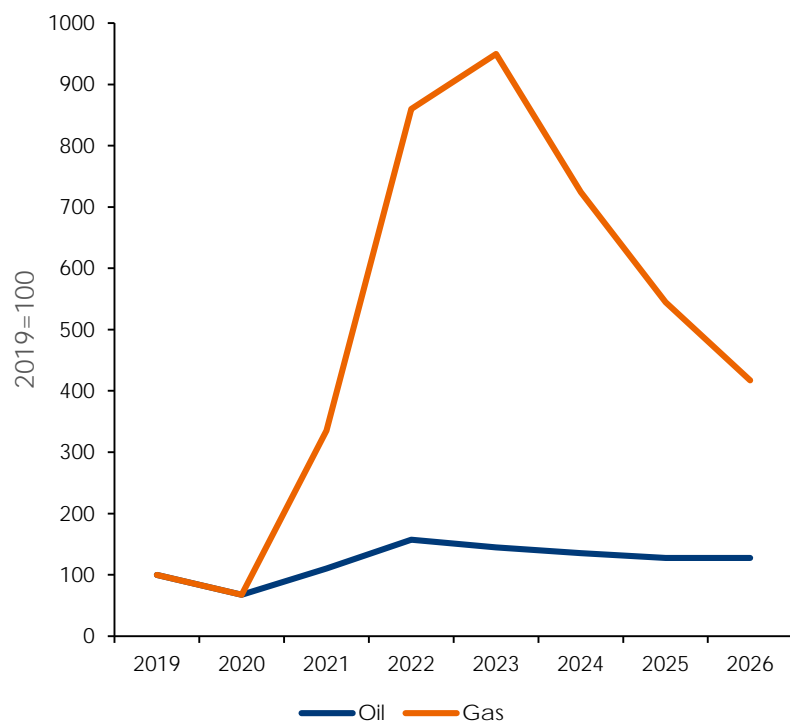
Ipotesi sui prezzi del gas (TTF)



Fonte: Intesa Sanpaolo

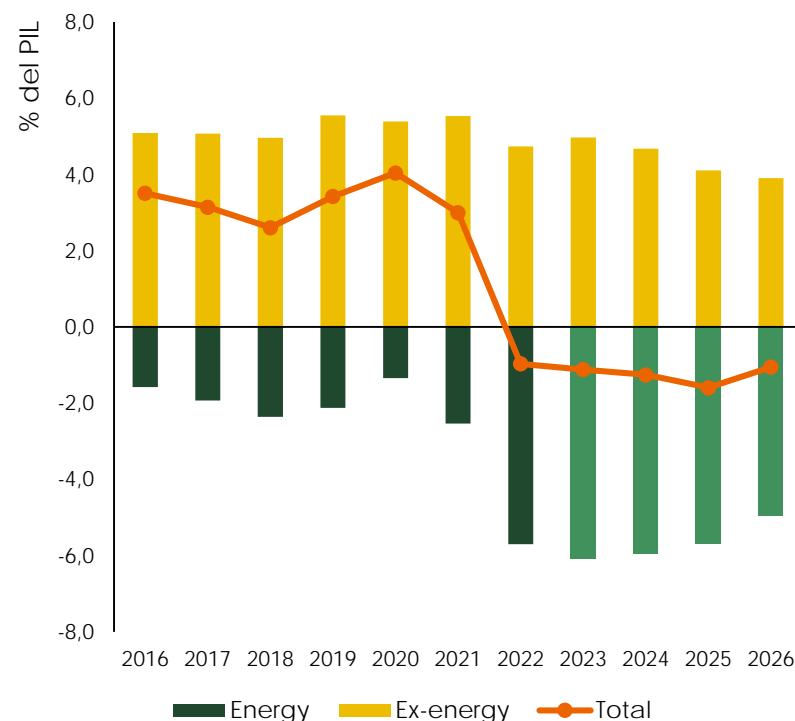
La crisi del gas ha portato a un violento e persistente peggioramento delle ragioni di scambio

Lo shock energetico sarà persistente...



Fonte: Intesa Sanpaolo - Analisi Macroeconomica

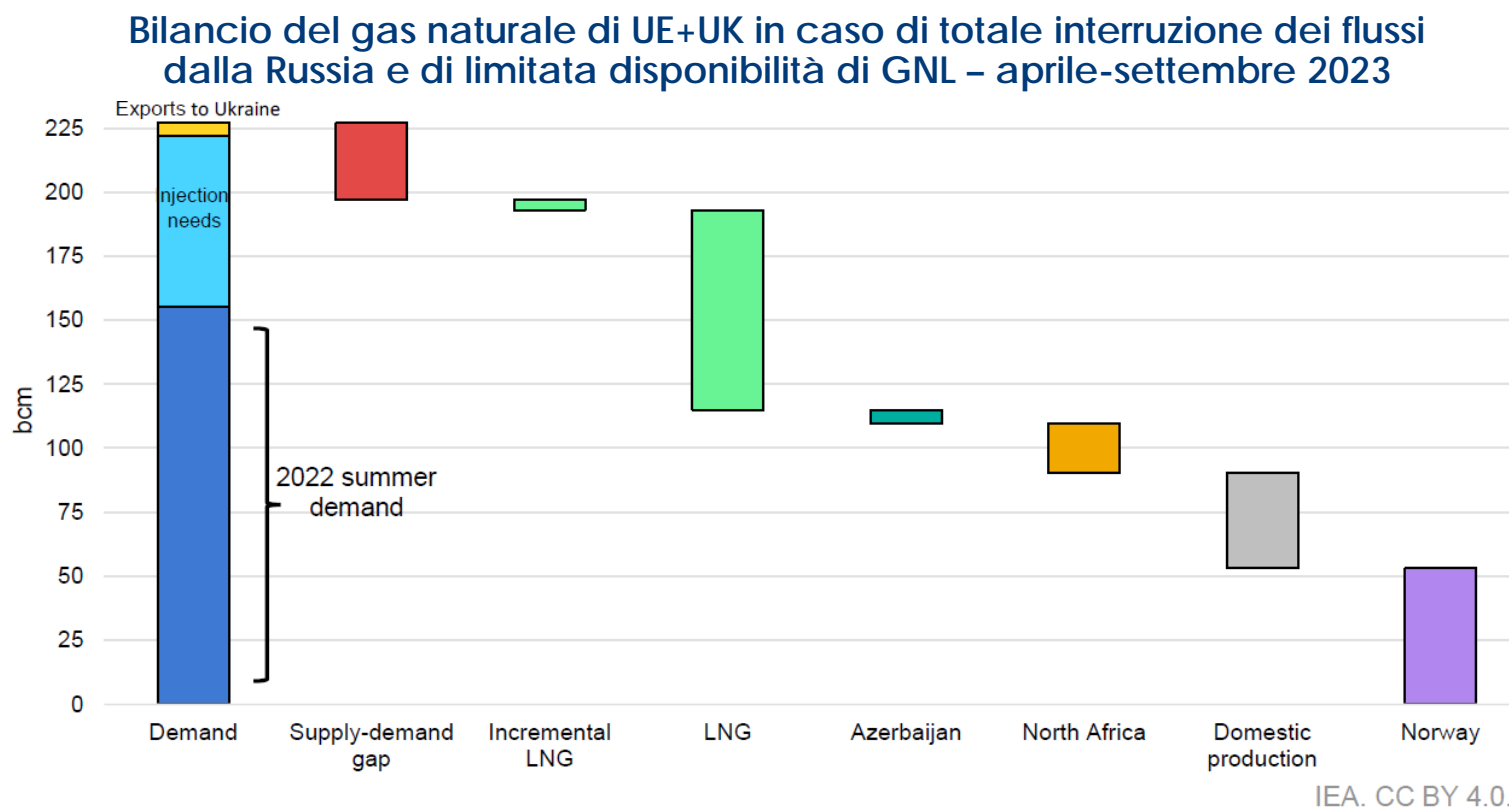
...con ripercussioni sulla bilancia commerciale, anche non energetica



Fonte: Intesa Sanpaolo - Analisi Macroeconomica

Gas: IEA stima un eccesso di domanda del 10% nel 2023, in caso di azzeramento dei flussi dalla Russia

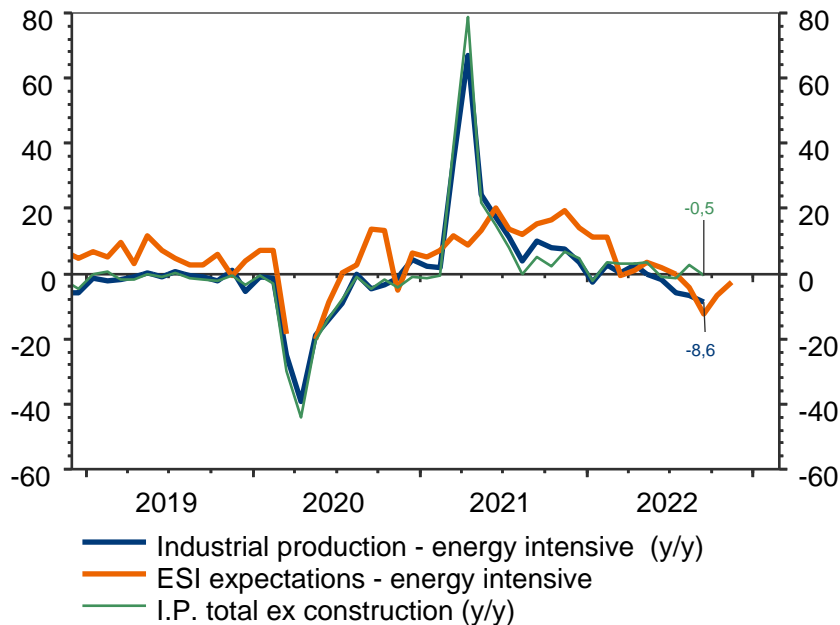
Nel 2023 i flussi dalla Russia saranno **inferiori rispetto ai 60 mld di m³ del 2022**; inoltre, ci sarà più concorrenza cinese per il GNL. Per UE+UK, la IEA stima la **carenza di offerta in circa 30 mld di m³**, in caso di azzeramento dei flussi russi (circa 50% del fabbisogno per l'iniezione negli stoccaggi).



Fonte: IEA, Never Too Early to Prepare for Next Winter: Europe's Gas Balance for 2023-2024, November 2022, p.10

Industria: domanda in frenata, contrazione dell'attività significativa nei settori energivori

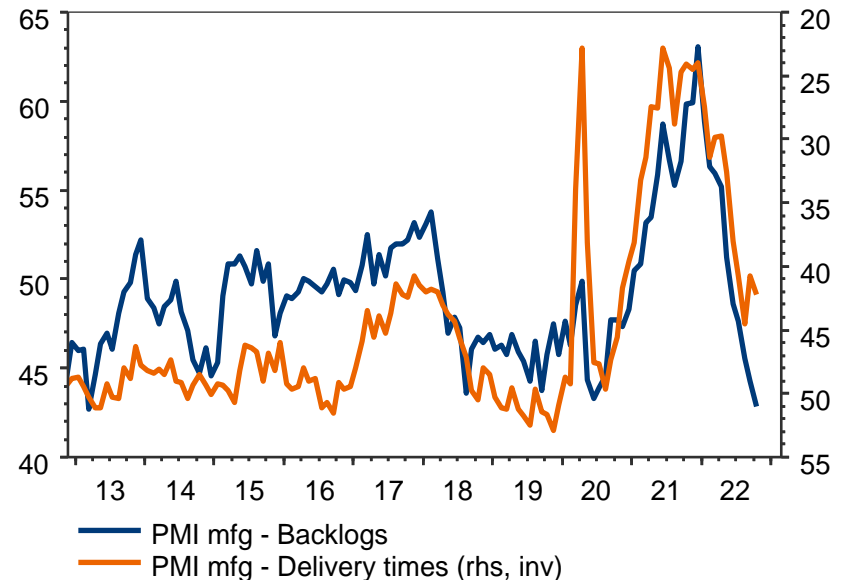
La produzione industriale nei settori ad alta intensità energetica è già in calo



Nota: i settori ad alta intensità energetica sono qui metalli, chimica, raffinazione, carta, minerali non metalliferi.

Fonte: elaborazioni ISP su dati Eurostat

Rallentano sia i tempi di consegna che gli ordini arretrati (e risalgono le scorte)

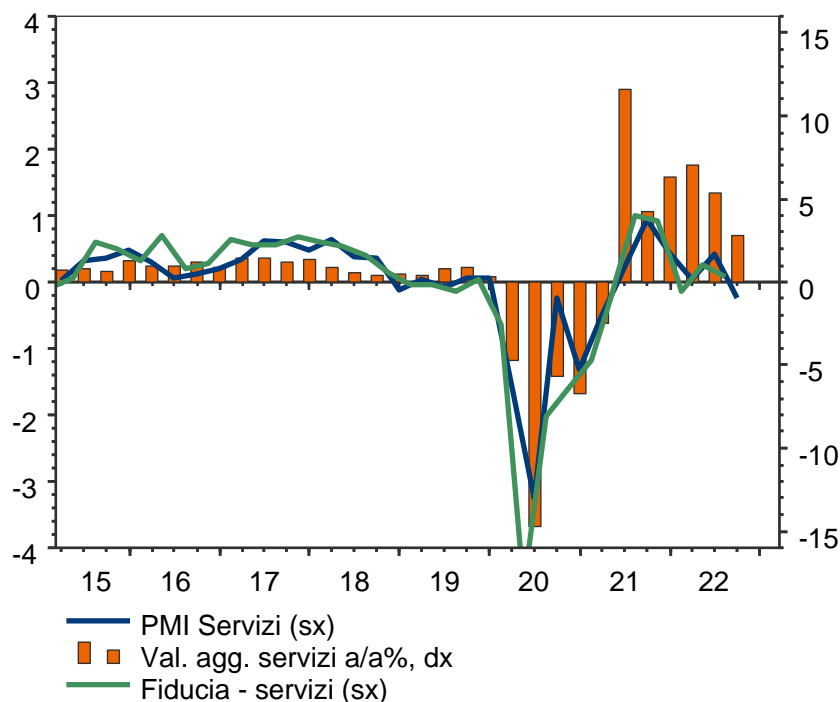


Fonte: S&P Global, ISP

Servizi e costruzioni non immuni dalla frenata ciclica

Dopo aver trainato la ripresa nei trimestri precedenti anche servizi e costruzioni contribuiranno negativamente alla crescita del valore aggiunto tra fine 2022 e inizio 2023.

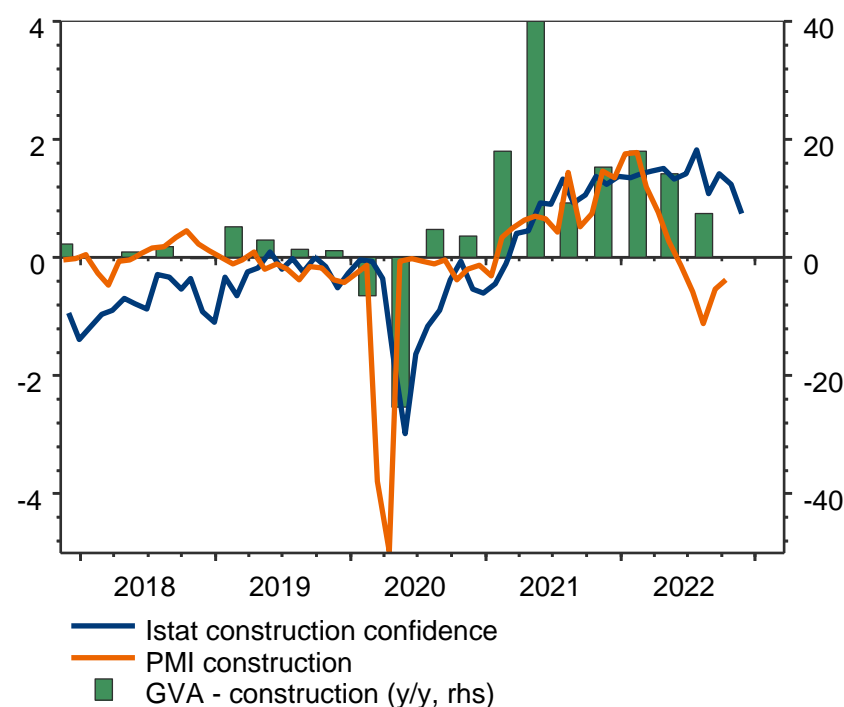
Secondo le indagini anche i servizi si stanno per contrarre, dopo aver esaurito l'effetto riaperture



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global.

Nota: PMI e indice di fiducia sono in multipli di deviazioni standard rispetto alla media.

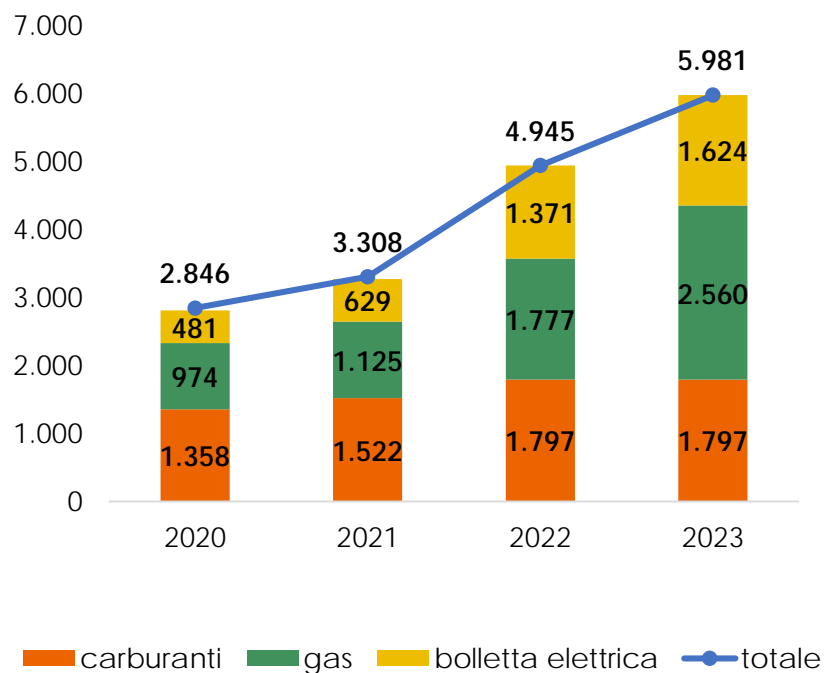
Costruzioni: le indagini congiunturali suggeriscono che la fase di boom è ormai superata



Fonte: Intesa Sanpaolo su dati Istat e S&P Global. Nota: indici di fiducia normalizzati.

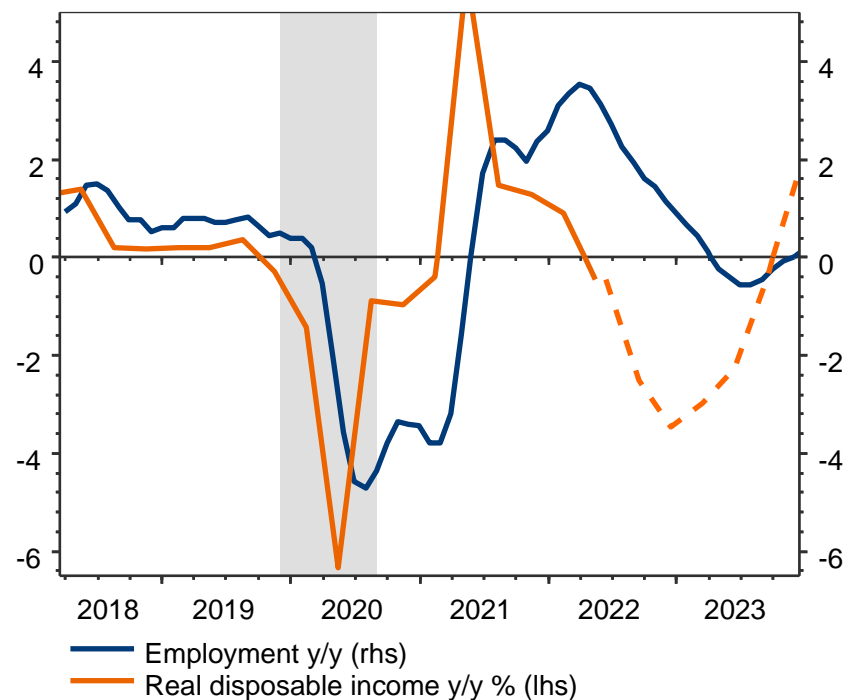
Lo shock sul reddito disponibile delle famiglie è molto ampio...

La spesa energetica della famiglia tipo quasi raddoppierà nel 2023 rispetto al 2021



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, ARERA

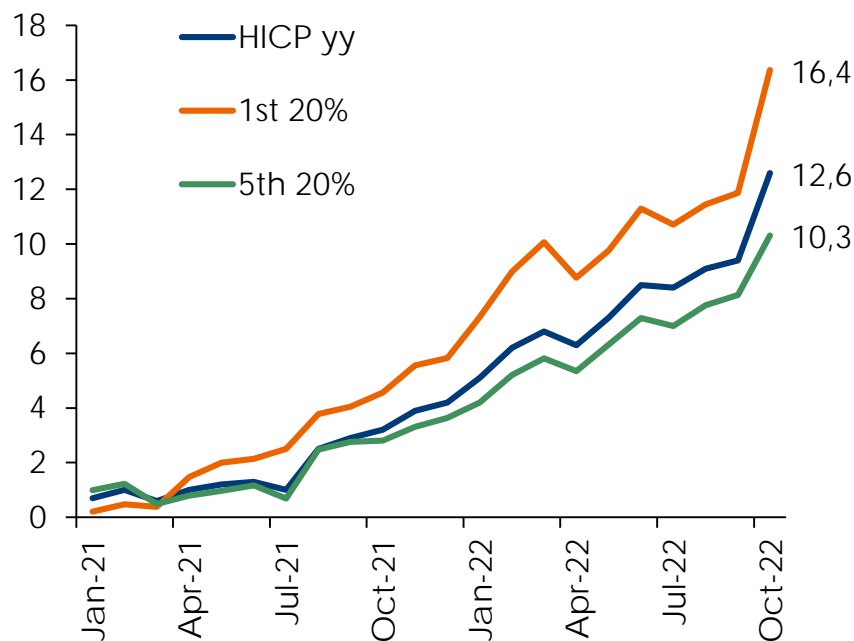
Nonostante un rallentamento solo graduale dell'occupazione, il reddito disponibile reale delle famiglie subirà una forte contrazione tra fine 2022 e inizio 2023



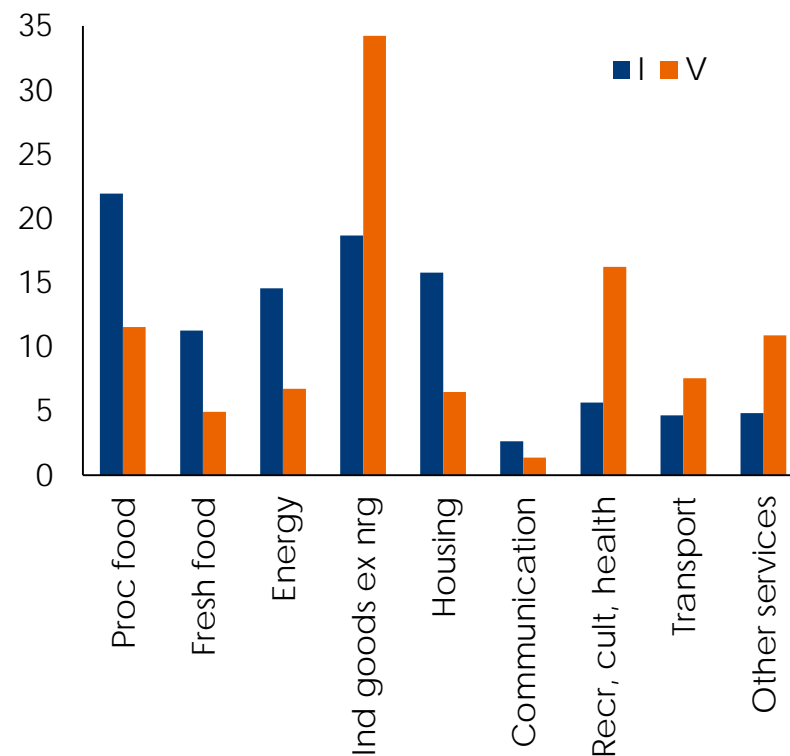
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

...in particolare per quelle meno abbienti

L'inflazione effettiva per le famiglie del 1° quintile nella distribuzione della capacità di spesa è decisamente più alta di quella delle famiglie del 5° quintile...



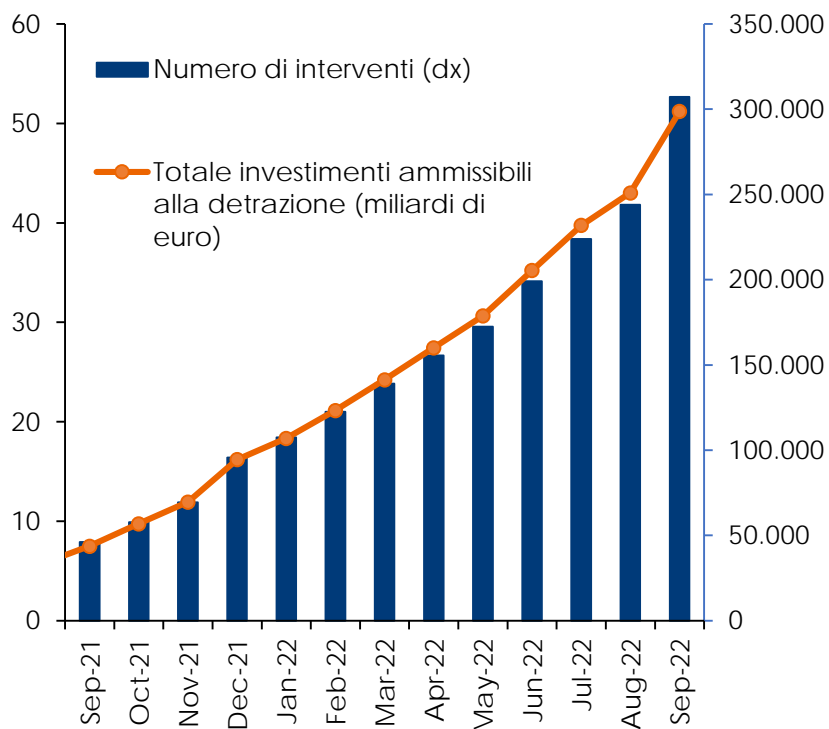
...per via del maggior peso, per le famiglie del primo quinto, della spesa in energia e alimentari



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

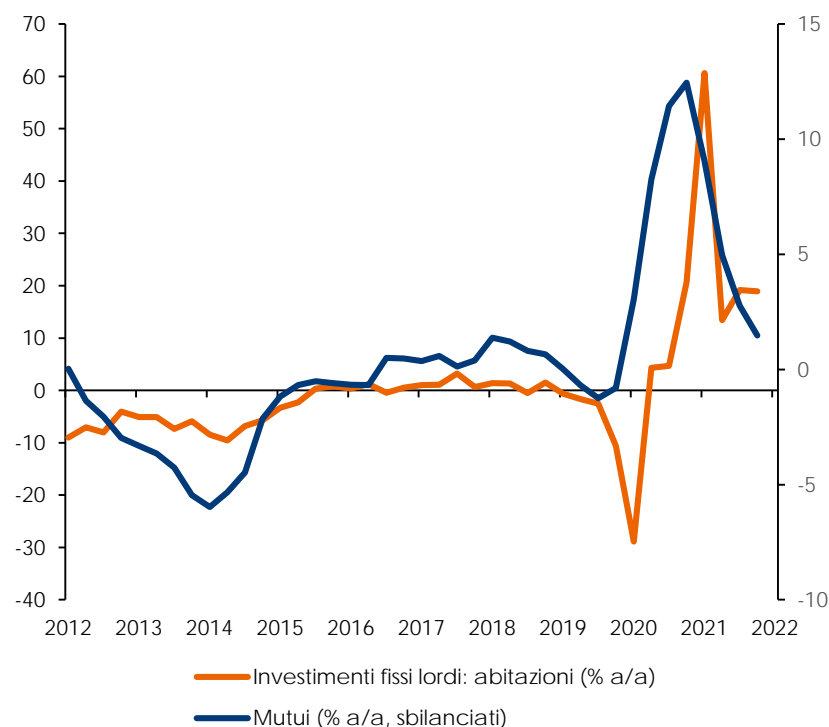
Investimenti in costruzioni: rallentamento avviato dopo anni di vigorosa ripresa

La "bolla" indotta dagli stimoli fiscali dovrebbe sgonfiarsi



Fonte: Intesa Sanpaolo, ENEA, Ministero della Transizione Ecologica

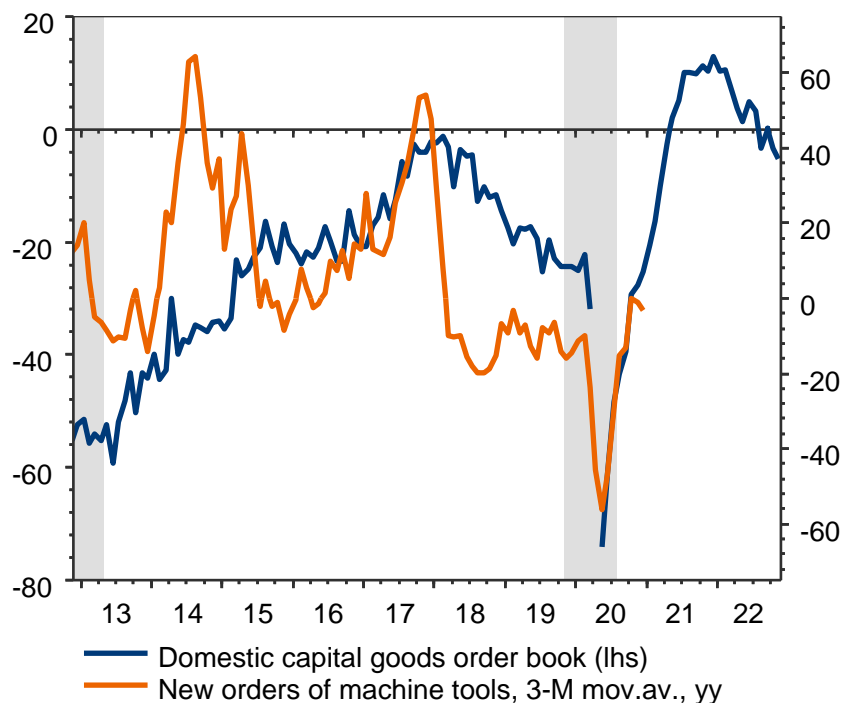
Il mercato dei mutui casa si sta già raffreddando



Nota: Tempo operativo garantito dal portafoglio corrente. Fonte: Intesa Sanpaolo, Commissione UE DG Ecofin

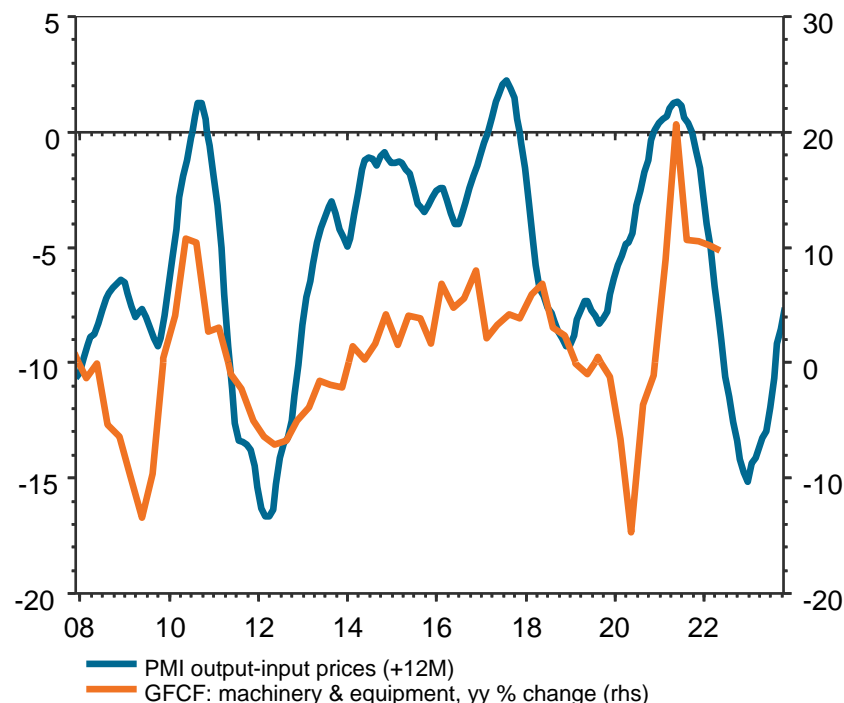
Investimenti in macchinari e impianti: i fattori ciclici diventano meno favorevoli

Gli ordinativi domestici di beni capitali si stanno indebolendo



Fonte: Istat

Oltre alla domanda attesa, anche l'andamento dei margini di profitto e le condizioni finanziarie suggeriscono che la dinamica rallenterà

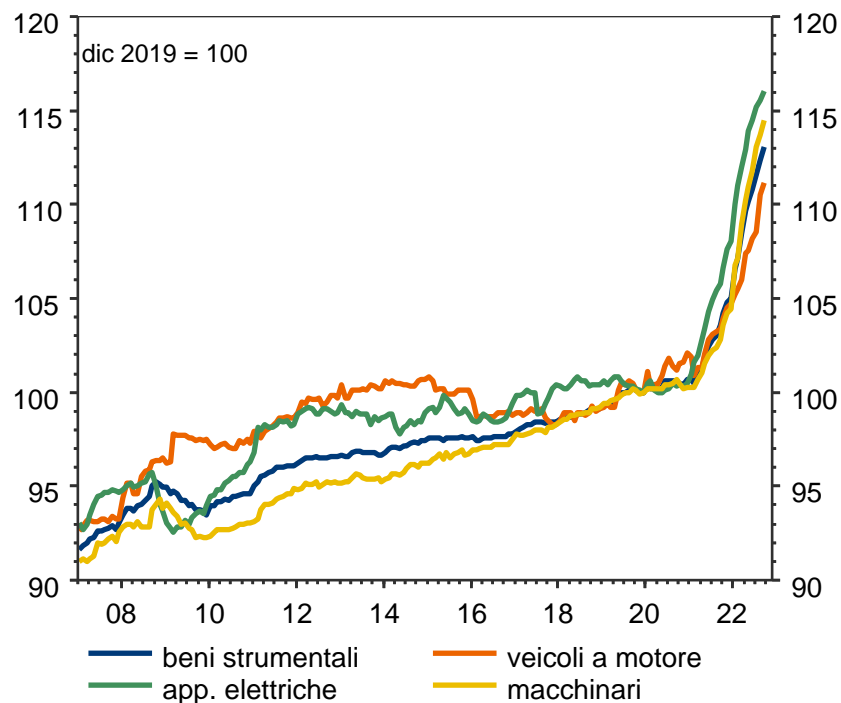


Fonte: elaborazioni su dati S&P Global e Istat.

Nota: la proxy del margine di profitto delle imprese manifatturiere è calcolata come media mobile di 12 mesi del differenziale tra prezzi ricevuti e pagati.

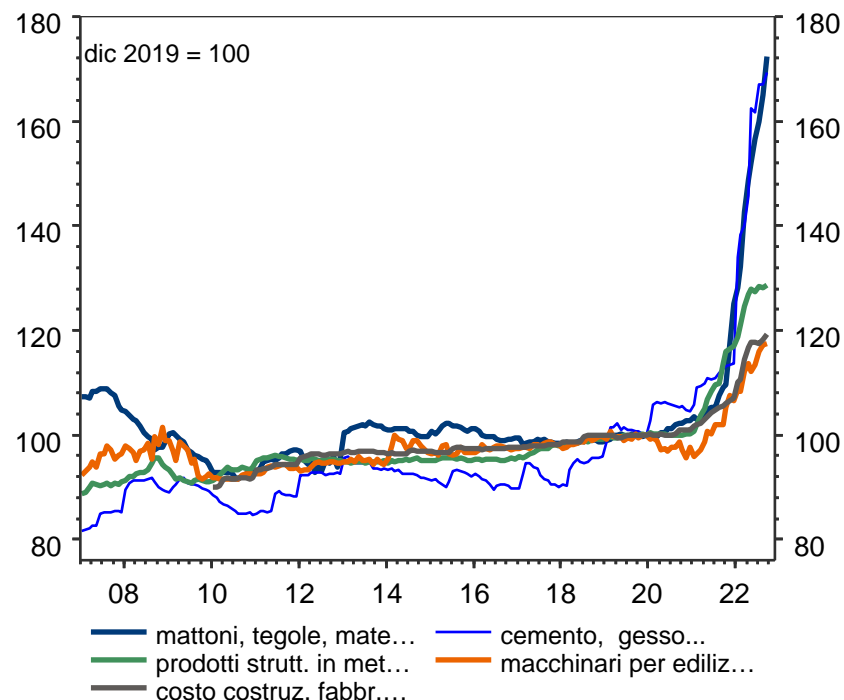
Investimenti penalizzati anche dalla dinamica dei costi...

Prezzi alla produzione: beni strumentali



Fonte: Istat.

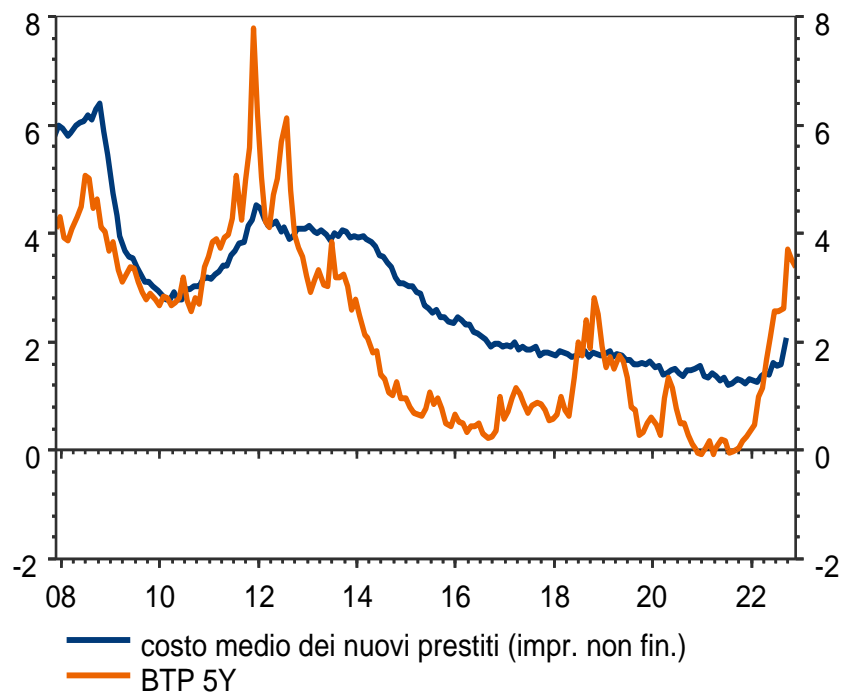
Costo di costruzione di un fabbricato residenziale e prezzi alla produzione degli input diversi dal lavoro



Fonte: elaborazione su dati Istat. L'indice Istat del costo di costruzione di un fabbricato residenziale include anche la mano d'opera.

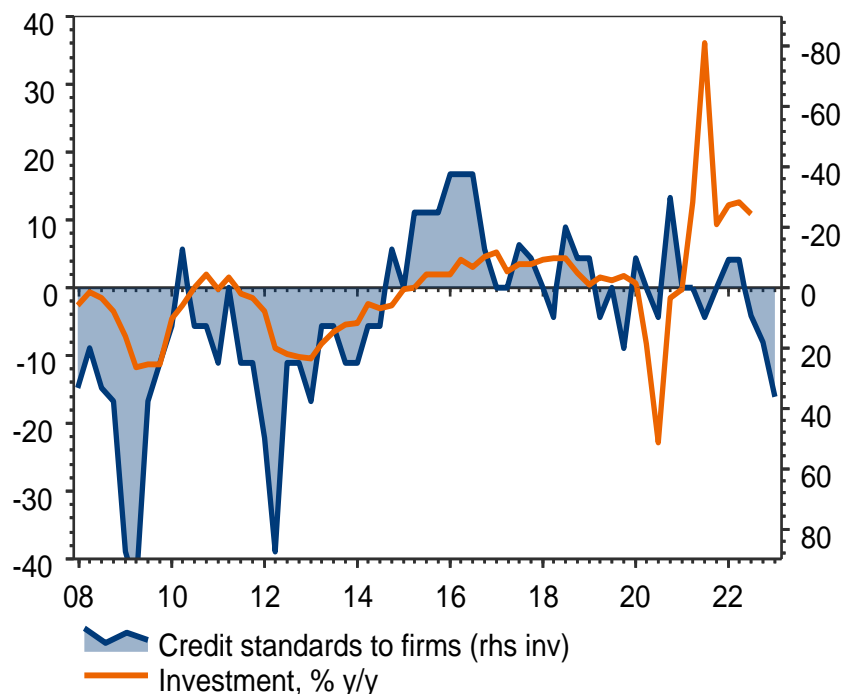
... e da condizioni finanziarie che diventano più restrittive

Il costo del credito inizia a salire...



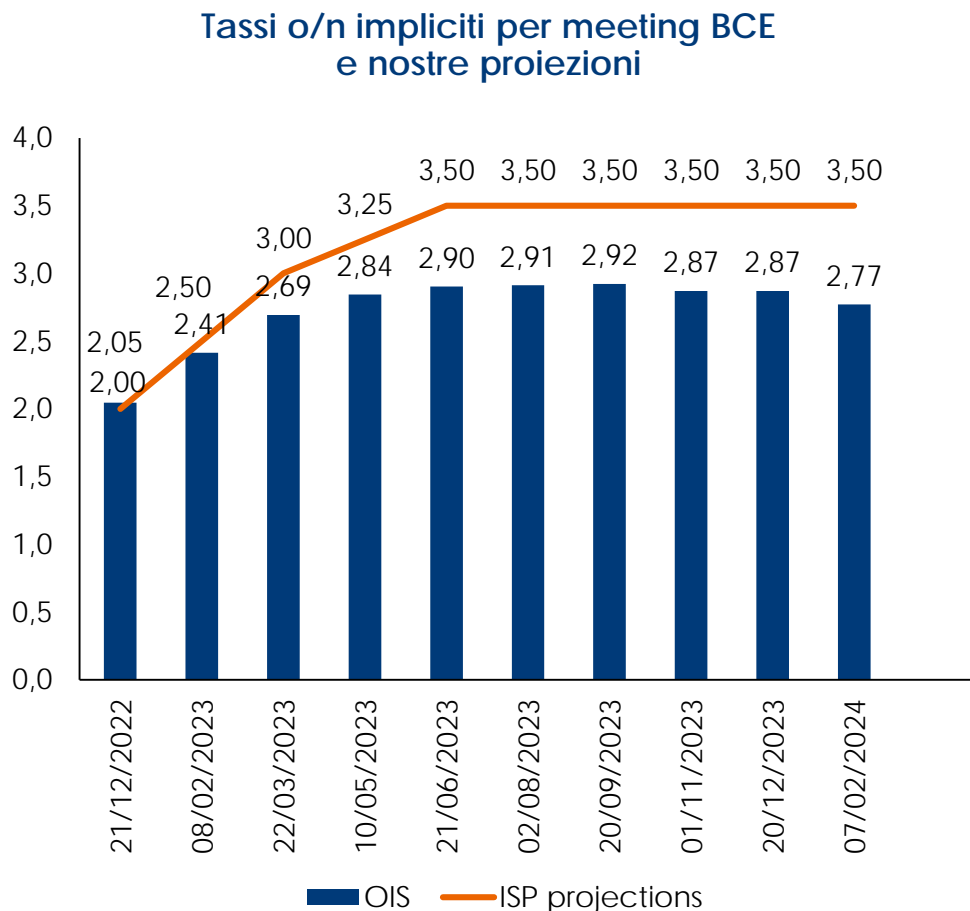
Fonte: BCE, MIR dataset, e Refinitiv Datastream

...nel contesto di una più ampia restrizione delle condizioni creditizie



Fonte: Banca d'Italia e Istat

Nel 2023, la BCE potrebbe alzare i tassi più di quanto previsto



- Il **15 dicembre** la BCE alzerà i tassi di 50 o 75pb (Consiglio Direttivo più diviso che a ottobre).
- La prospettiva che la recessione sia breve e poco profonda, e le previsioni di inflazione *core* ancora elevata a fine 2023, suggeriscono **un punto di arrivo del DFR>3%**.
- La BCE ha già segnalato che il rialzo dei tassi continuerà anche in caso di blanda contrazione economica.

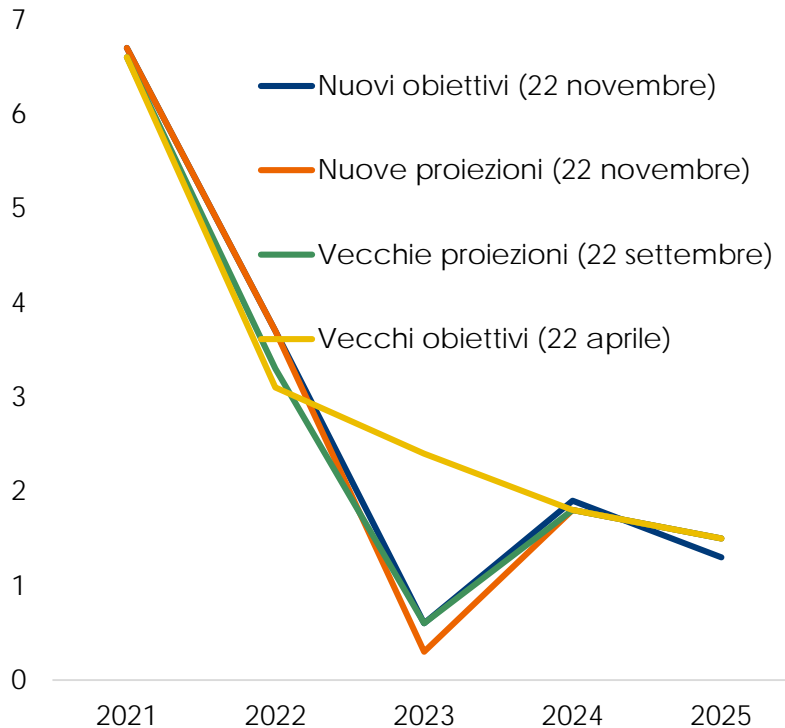
Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv

Fattori mitiganti

- Inerzia data da crescita occupazionale, ordini inevasi, riserve di liquidità accumulate durante ripresa post-pandemica
- Investimenti delle imprese per aumentare efficienza energetica e autoproduzione di energia
- Misure fiscali di sostegno
- Risparmio energetico delle famiglie
- Nel lungo termine: sganciamento da idrocarburi come fonte di energia primaria migliorerà la bilancia commerciale

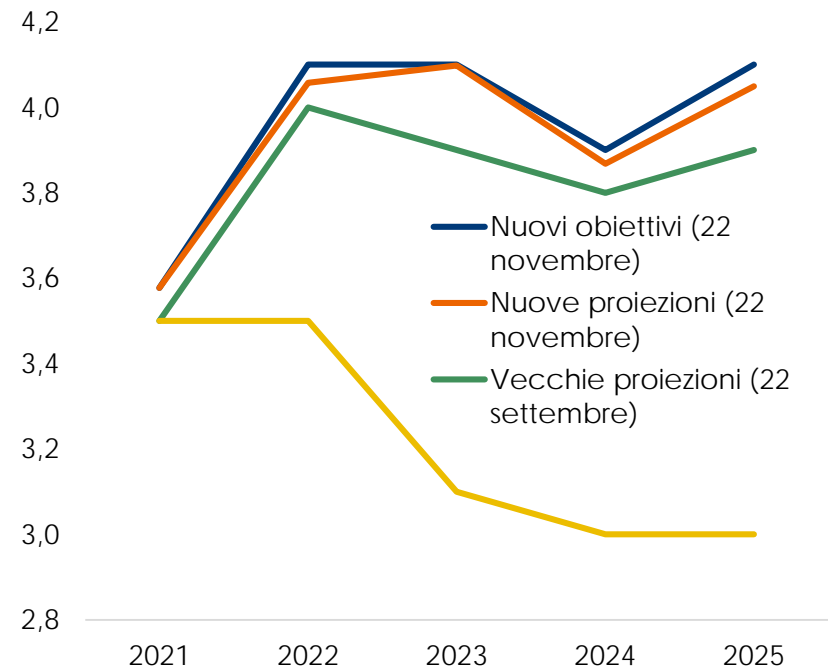
Politiche di bilancio: contesto meno favorevole

Tasso di crescita del PIL reale %: scenari recenti del governo (obiettivi e proiezioni)



Fonte: NADEF 2022, DEF 2022

Spesa per interessi in % del PIL: scenari recenti del governo (obiettivi e proiezioni)



Fonte: NADEF 2022, DEF 2022

Nel 2023, il mercato dovrà assorbire almeno 70 miliardi di offerta netta

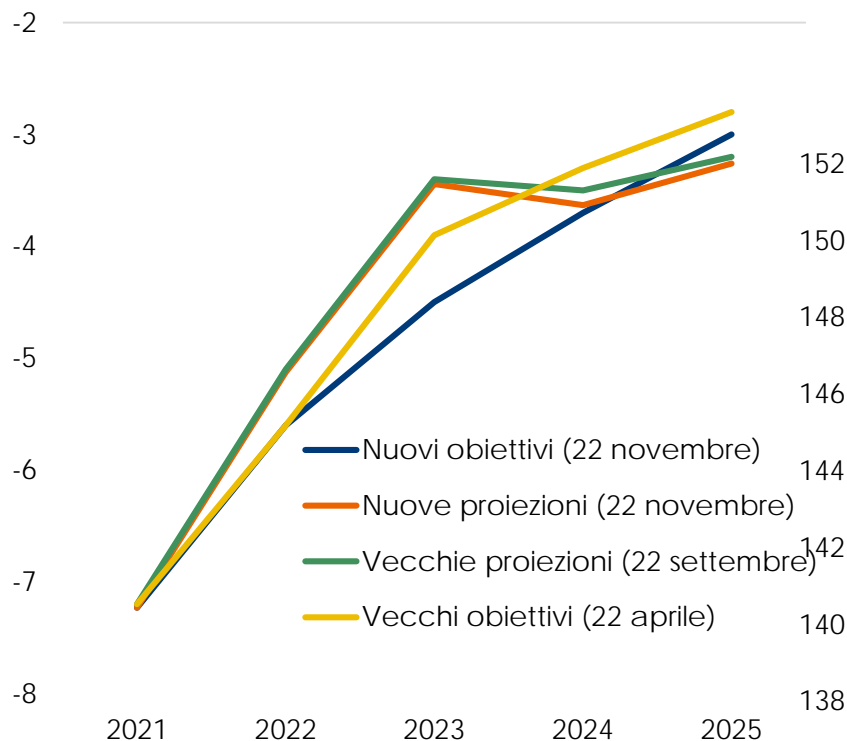
2023 - Offerta lorda/netta di titoli di stato (miliardi di EUR, valore nominale) e contributo dell'eurosistema al rifinanziamento (ipotesi: roll-off del 20%)

	2023						
	Gross issuance	Net issuance	ECB purchases	RRF Loans	Net issuance net ECB net purchases	Rollover of PSPP redemptions	Gross issuance net ECB purch.&rollover
	a	b	c	d	e=b-c	f	g=a-c-d-f
AT	38	10	-2	-	12	11	29
BE	34	27	-3	-	29	13	23
CY	0	0	0	0.2	0	1	0
DE	115	50	-18	-	68	97	37
EE	2	2	0	-	2	1	1
ES	154	48	-8	15.0	56	44	103
FI	17	6	-1	-	7	7	11
FR	296	111	-14	-	126	75	235
IE	13	6	-1	-	7	6	8
IT	350	57	-12	33.0	69	63	266
LT	3	2	0	-	3	2	1
LU	2	0	0	-	1	1	1
LV	2	2	0	-	2	1	1
MT	0	0	0	-	0	0	0
NL	56	26	-4	-	30	22	38
PT	14	4	-2	0.5	5	9	7
SI	4	3	0	-	3	2	2
SK	9	5	-1	-	6	4	6
GR (*)	9	3	-2	1.8	4	9	0
Total	1118	360	-70	51	430	369	769

Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

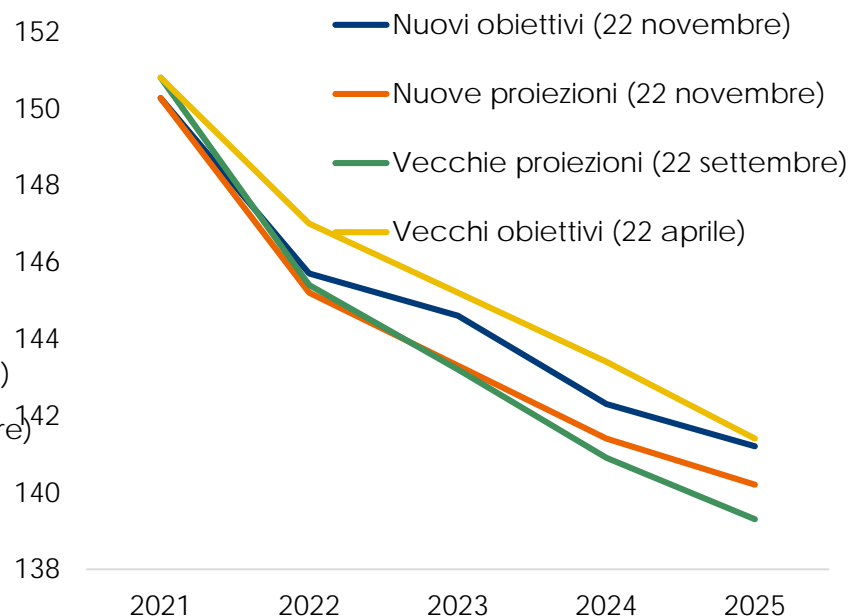
Obiettivo di deficit 2023 rivisto al 4,5% del PIL, ma con misure contro shock energia soltanto fino a marzo

Saldo di bilancio in % del PIL: scenari recenti del governo (obiettivi e proiezioni)



Fonte: NADEF 2021, DEF 2022

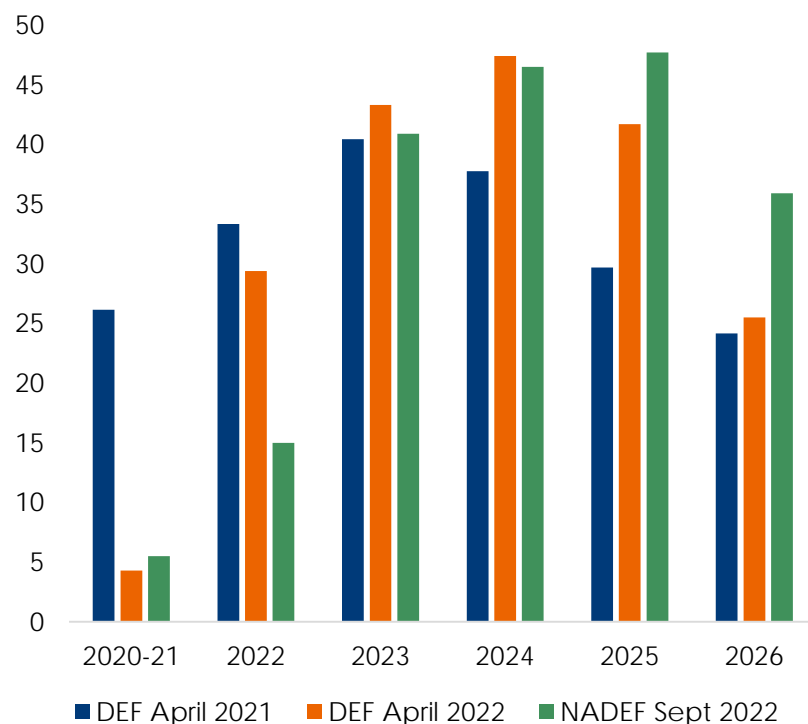
Debito pubblico in % del PIL: scenari recenti del governo (obiettivi e proiezioni)



Fonte: NADEF 2021, DEF 2022

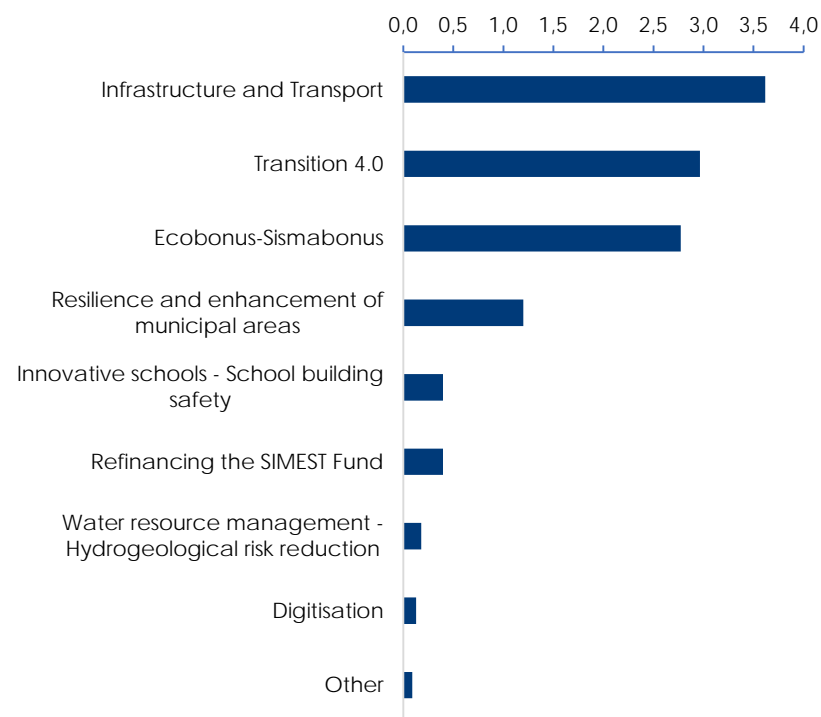
PNRR: il baricentro dell'allocazione temporale dei flussi scivola verso il secondo triennio

RRF: risorse attribuite (mld di EUR)



Fonte: Governo italiano

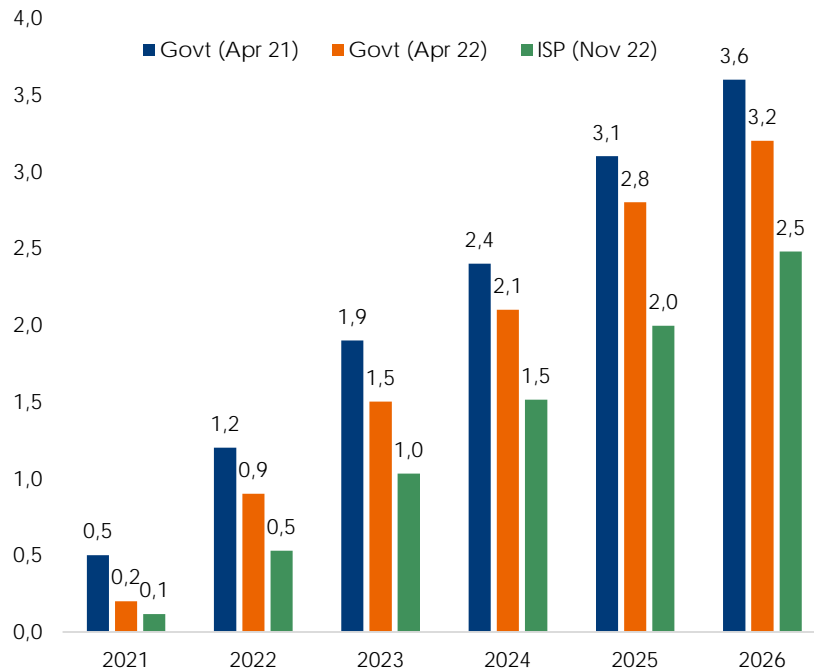
Stima della spesa 2022 (€11.75 mld al 31/08/2022)



Fonte: Governo italiano

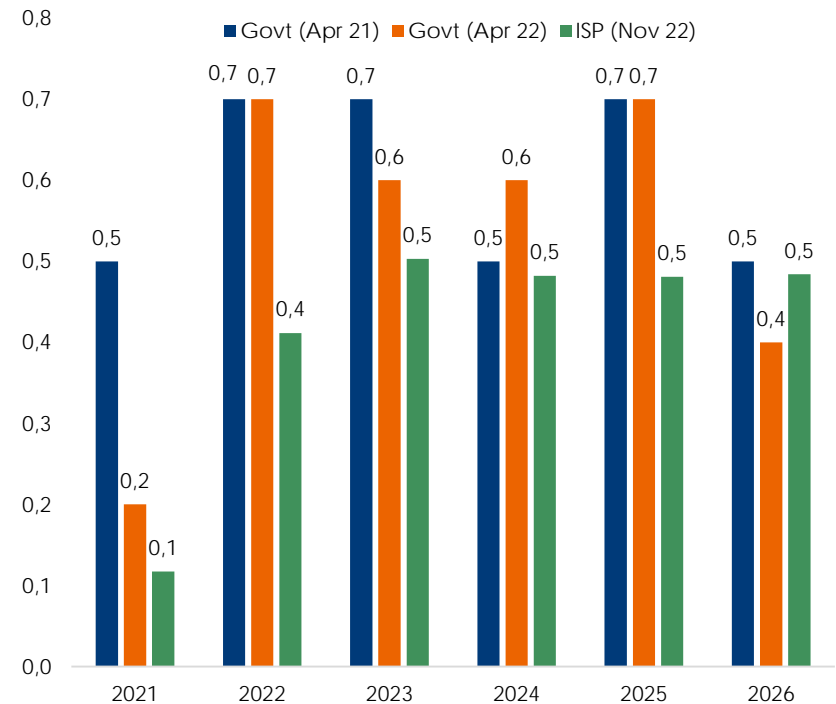
Impatto del PNRR sulla crescita del PIL difficile da valutare

Stime dell'impatto di breve termine sul livello del PIL (scostamenti % dallo scenario di base)



Fonte: PNRR dell'Italia e stime interne di Intesa Sanpaolo

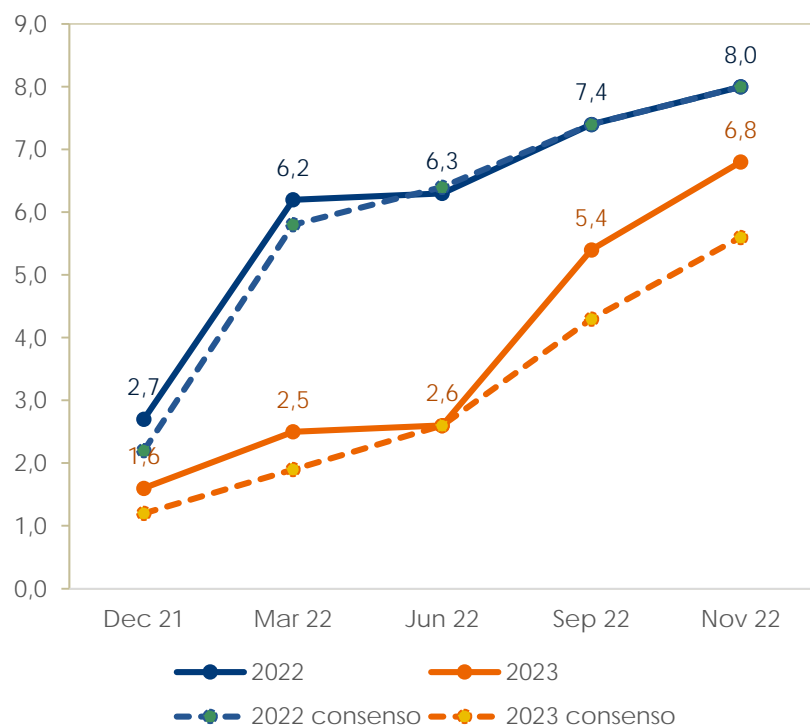
Impatto del PNRR sulla crescita del PIL italiano (scostamenti % dallo scenario di base)



Fonte: PNRR dell'Italia e stime interne di Intesa Sanpaolo.

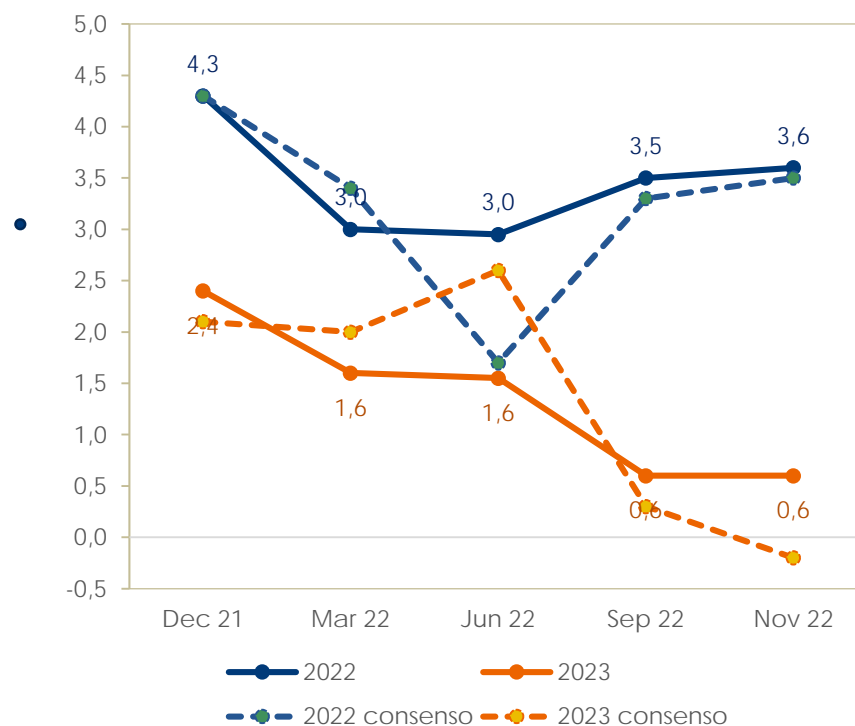
Le previsioni 2023 sulla crescita sono in ribasso

In conseguenza della revisione al rialzo del profilo atteso sui prezzi energetici, abbiamo alzato le stime sull'inflazione italiana nel 2022-23



Fonte: Intesa Sanpaolo – Direzione Studi e Ricerche, Consensus Economics

Abbiamo rivisto al rialzo la stima di crescita del PIL per il 2022, per via di una prima parte dell'anno migliore del previsto, ma tagliato quella per il 2023, a 0,6%



Fonte: Intesa Sanpaolo – Direzione Studi e Ricerche, Consensus Economics

Italia: rallentamento ad almeno 0,6% nel 2023

- Dopo una prima parte dell'anno più forte delle attese, il PIL 2022 potrebbe risultare migliore del previsto, con un **3,6%** (con rischi al rialzo).
- Per il 2023, ci attendiamo un rallentamento a **0,6%**; i rischi al ribasso su questa stima paiono oggi di entità meno ampia rispetto a qualche settimana fa.
- L'inflazione (IPCA) potrebbe attestarsi all'8,5% quest'anno e intorno all'8% l'anno prossimo.

	2021	2022p	2023p	2021	2022					2023			
				3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	6.7	3.8	0.6	4.8	6.5	6.4	5.0	2.6	1.4	0.9	0.1	0.1	1.1
- t/t				2.8	0.8	0.2	1.1	0.5	-0.4	-0.3	0.3	0.4	0.5
Consumi privati	5.1	4.4	0.3	4.1	-0.2	-1.2	2.5	2.5	-1.6	-0.9	0.3	0.6	0.5
Investimenti fissi	16.5	9.6	0.9	2.6	2.7	3.8	1.5	0.8	-0.4	-0.5	0.5	0.8	1.1
Consumi pubblici	1.5	0.3	0.3	0.3	0.7	0.6	-1.2	-0.2	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	13.5	9.9	1.5	2.9	0.7	5.2	2.1	0.1	-0.2	0.2	0.6	0.6	0.7
Importazioni	14.8	13.5	2.3	3.6	5.0	3.8	2.1	4.2	-1.0	-0.5	0.6	0.7	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.4	0.1	0.4	-0.1	1.5	-0.5	-0.4	0.2	0.3	0.1	0.1	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	3.0	-0.5	-0.9										
Deficit pubblico (% PIL)	-7.2	-5.6	-4.7										
Debito pubblico (% PIL)	150.3	146.8	145.3										
Prezzi al consumo (IPCA,a/a)	1.9	8.8	8.1	2.1	3.7	6.0	7.4	8.9	12.6	12.2	9.4	7.3	4.1
Produzione industriale (a/a)	11.7	0.6	-0.3	4.3	4.6	1.5	1.9	0.3	-1.4	-1.0	-1.5	-0.3	1.7
Disoccupazione (ILO, %)	9.5	8.2	8.5	9.1	9.0	8.5	8.1	7.9	8.2	8.6	8.7	8.5	8.3
Tasso a 10 anni (%)	0.75	3.03	4.05	0.67	0.94	1.58	2.97	3.50	4.06	3.93	4.07	4.03	4.15
Spread BTP-Bund 10 anni (pb)	108	187	201	107	118	146	188	218	197	187	203	210	206

Contesto economico più difficile

- minore crescita ma...
- ...molta più inflazione (importata)
- Aumento dei tassi BCE non ancora completo – e potrebbe essere maggiore di quanto scontato oggi dai mercati
- Riduzione dello spazio fiscale (anche perché crisi energetica mette sotto pressione il bilancio dello Stato)
- Rincari dei costi: rischio di fare meno con più spesa?
- PNRR: può anche essere un importante fattore di sostegno della domanda interna nei prossimi anni (ma non deve essere la sua funzione primaria)

Importanti comunicazioni

Certificazione degli analisti

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-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.

A cura di:

Macroeconomic Analysis – Direzione Studi e Ricerche, Intesa Sanpaolo