

Focus Area Euro

Costruzioni in frenata tra l'autunno e l'inverno

Dopo la vivacità evidenziata nel 2021, le costruzioni iniziano a mostrare segnali di rallentamento (gli investimenti fissi nel settore sono risultati stagnanti nel 2° trimestre). Il deterioramento ciclico e la decelerazione della domanda, gli elevati costi di produzione nonché l'inasprimento delle condizioni finanziarie puntano verso una frenata dell'espansione edilizia nei trimestri a cavallo d'anno, con rischi verso il basso dovuti allo shock sui prezzi energetici che potrebbe rendere insostenibile la produzione dei beni intermedi utilizzati nel settore. Tra le principali economie, è stata l'Italia a registrare il maggior dinamismo lo scorso anno, grazie al vasto ricorso ai bonus edilizi. Anche in Italia, il settore è visto in rallentamento nei prossimi trimestri, ma i cantieri in opera e gli investimenti contemplati dal PNRR dovrebbero continuare a rappresentare un elemento di sostegno tale da garantire una performance migliore rispetto agli altri Paesi.

20 settembre 2022

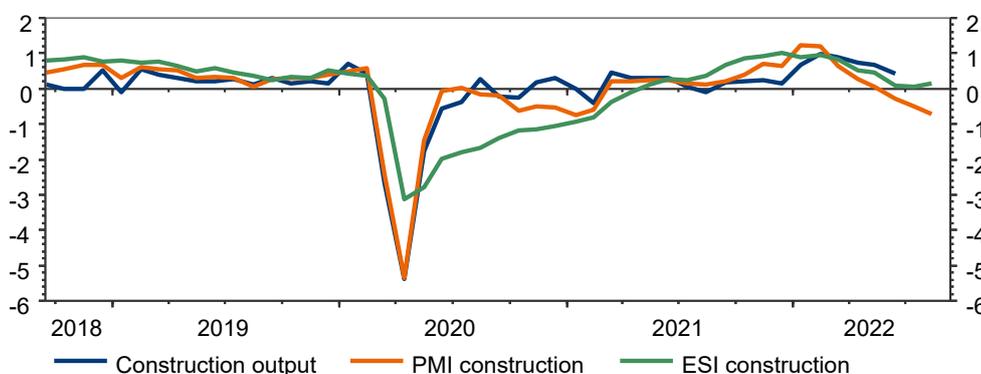
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Andrea Volpi

Economista - Area euro

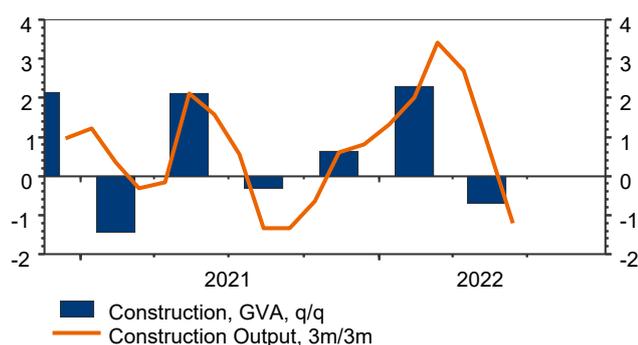
Area euro: produzione nelle costruzioni e indici di fiducia



Nota: indici standardizzati. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, EU Commission DG Ecofin, S&P Global

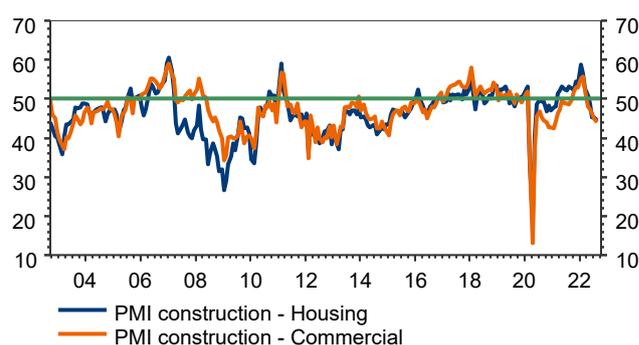
Il settore delle costruzioni è risultato tra i più vivaci durante la ripresa post-pandemica, sovraperformando sia la manifattura che i servizi. Tuttavia, nell'anno in corso il settore ha iniziato a mostrare segnali d'indebolimento. A giugno l'output è calato per il quinto mese consecutivo, di fatto azzerando i progressi compiuti a inizio 2022. Durante la primavera il settore ha quindi contribuito negativamente alla crescita del valore aggiunto per circa un decimo, e gli investimenti in costruzioni di contabilità nazionale sono risultati stagnanti. Inoltre, le indagini di fiducia (sia i PMI che le survey della Commissione Europea) stanno iniziando a segnalare un rallentamento dell'attività.

Le costruzioni hanno frenato la crescita del PIL nel 2° trimestre



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

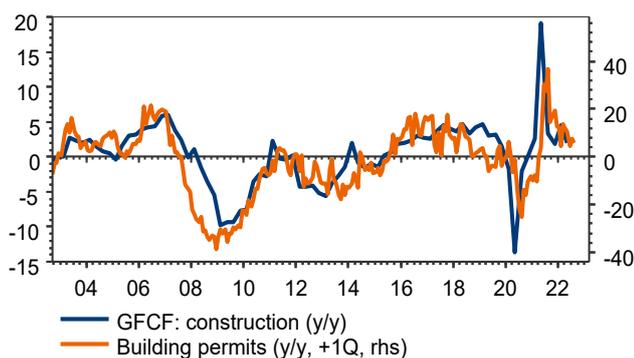
I PMI sono tornati in territorio recessivo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P Global

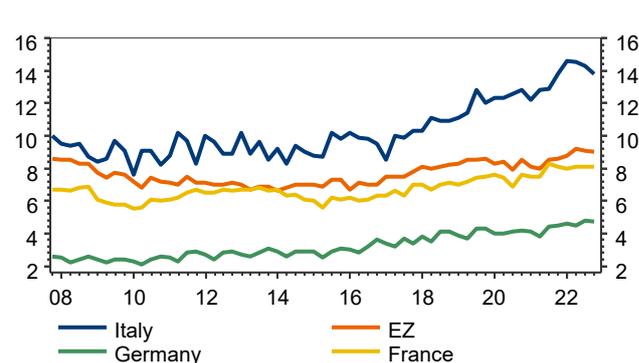
Gli investimenti fissi lordi in costruzioni hanno mostrato una rapida ripresa dopo la pandemia, e hanno recuperato i livelli di fine 2019 già nel 1° semestre del 2021, guidati soprattutto dalla componente residenziale, che è tornata sui livelli pre-pandemici già a fine 2020, a fronte di una dinamica non residenziale (gli investimenti aziendali in strutture) meno brillante ma comunque espansiva. I dati sui permessi di costruzione stanno però iniziando a mostrare qualche segnale di decelerazione, anticipando un rallentamento degli investimenti, residenziali e non, nei prossimi trimestri.

La crescita dei permessi di costruzione sta iniziando a rallentare



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, BCE

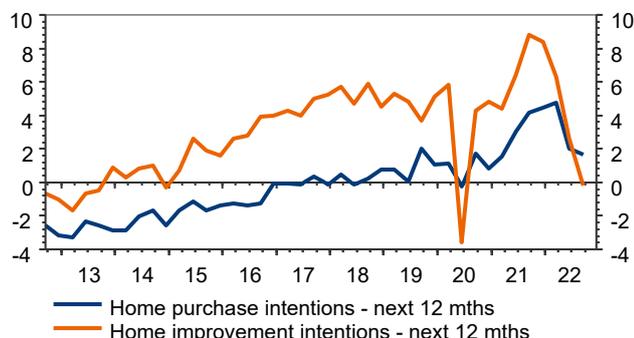
Le imprese dispongono di 9 mesi di lavoro assicurato



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

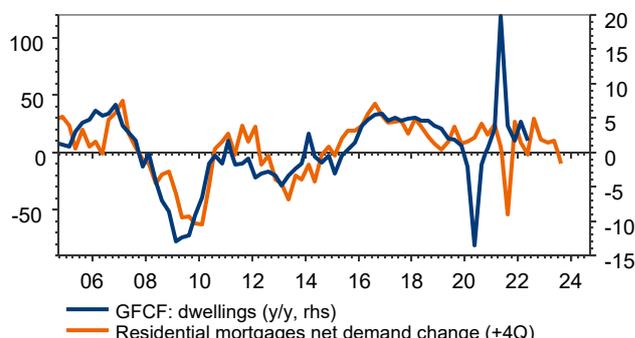
Lo scenario al momento rimane espansivo: in termini assoluti i permessi di costruzione restano ancora prossimi ai massimi dal 2009 e di norma il trasferimento della minore domanda di abitazioni e strutture si riflette con un certo ritardo sui dati di attività. Inoltre, secondo le indagini trimestrali della Commissione Europea (condotte lo scorso giugno), le imprese del settore dispongono di 9 mesi di lavoro a disposizione grazie alle commesse non ancora evase, contro una media storica di circa 7 mesi. È quindi probabile che nonostante il recente rallentamento della domanda, nel breve termine il trend possa mantenersi espansivo.

Le indagini della Commissione Europea riportano un calo delle intenzioni di acquisto e di ristrutturazione delle abitazioni



Nota: deviazione rispetto alla media storica. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

I dati sulla domanda di mutui anticipano un rallentamento degli investimenti residenziali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, BCE

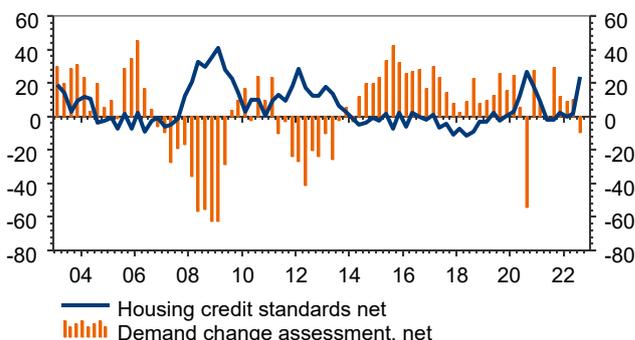
Tuttavia, ci aspettiamo che nei prossimi mesi la crescita degli investimenti residenziali possa risentire dell'aumento dei tassi sui mutui previsto per i prossimi trimestri. Le indagini di fiducia dei consumatori mostrano infatti un calo nelle intenzioni di acquisto di case (che pure rimangono su livelli ancora superiori alla media storica); inoltre, la Bank Lending Survey della BCE riporta un diffuso inasprimento delle condizioni finanziarie e un calo nella domanda di mutui.

Ci aspettiamo un aumento dei tassi sui mutui nei prossimi mesi



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv, European Mortgage Association

La Bank Lending Survey della BCE segnala una restrizione delle condizioni creditizie sui mutui



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

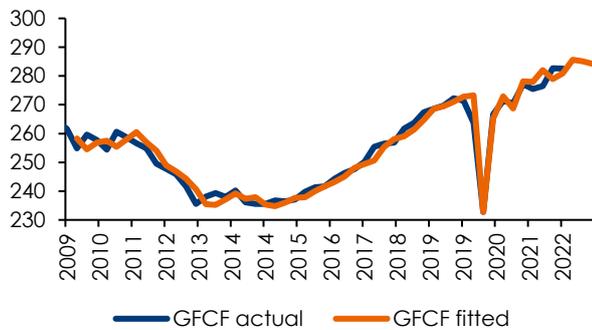
Abbiamo sviluppato un modello previsivo multivariato per gli investimenti fissi lordi, utilizzando come variabili esplicative i permessi di costruzione, i prezzi delle case, la domanda di mutui e i relativi tassi¹; il modello include delle variabili *dummy* per isolare i periodi di lockdown.

$$\Delta \log GFCF_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^n \alpha_i \Delta \log GFCF_{t-i} + \alpha_{n+1} \Delta \log Building_permits_{t-4} + \alpha_{n+2} \Delta \log Mortgage_rate_{t-3} + \alpha_{n+3} \Delta \log Mortgage_demand_{t-4} + \alpha_{n+4} \Delta \log House_prices_{t-1} + \alpha_{n+5} covid_t + \epsilon_t$$

¹ Le variabili risultano integrate di ordine 1 ma senza evidenza di cointegrazione, e vengono espresse nel modello come differenza dei rispettivi logaritmi.

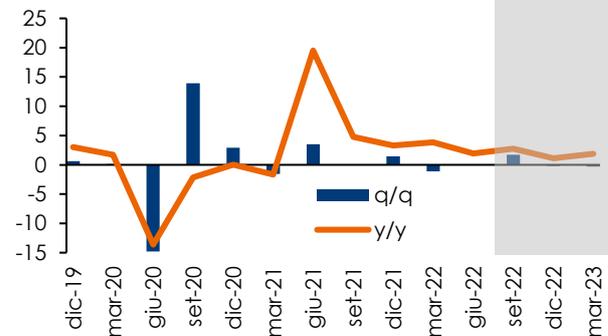
I risultati del modello suggeriscono che gli investimenti fissi in costruzioni possano riaccelerare temporaneamente nel 3° trimestre prima di iniziare a contrarsi, seppur modestamente (tra -0,2% e -0,3% t/t) nel semestre a cavallo d'anno.

Investimenti fissi lordi in costruzioni stimati ed effettivi (mld di euro)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

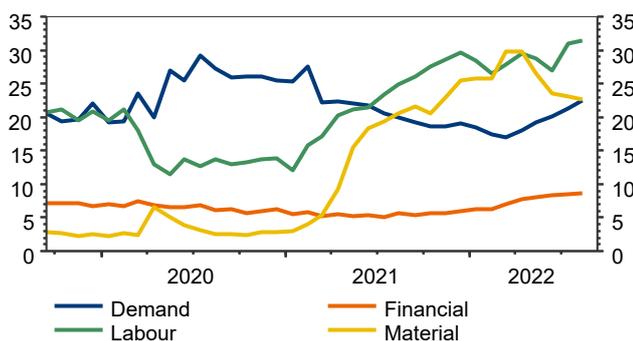
Previsioni di crescita degli investimenti fissi lordi in costruzioni



Nota: le previsioni corrispondono all'area ombreggiata. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

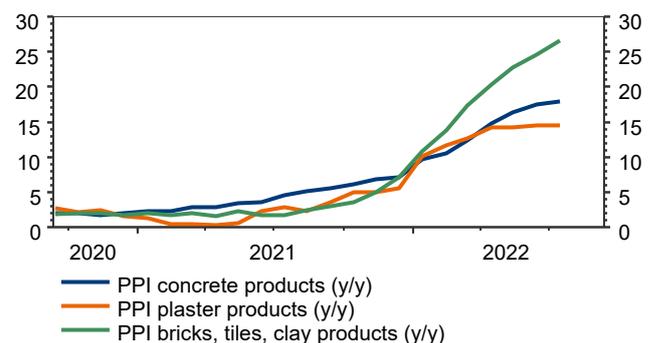
Riteniamo però che i rischi sulla proiezione tra l'autunno e l'inverno siano verso il basso, in quanto l'attività dovrebbe risentire anche del forte rincaro dei prezzi alla produzione e delle difficoltà nel reperire materiali. In particolare, potrebbero essere proprio i limiti all'offerta a spiegare la debolezza della produzione negli ultimi cinque mesi nonostante la presenza di un vasto stock di commesse non ancora completate. La scarsità di materie prime sta in realtà iniziando ad attenuarsi grazie al graduale riassorbimento dei colli di bottiglia internazionali oltre che alla minore domanda, tuttavia gli elevati prezzi del gas naturale (che prevediamo rimangano a lungo su livelli elevati) potrebbero presto diventare insostenibili per la produzione di alcuni beni intermedi usati nell'edilizia nel caso in cui le strozzature all'offerta dovessero tornare ad acuirsi. Anche la scarsità di manodopera che le imprese lamentano, seppur destinata ad attenuarsi con il progressivo rallentamento ciclico, dovrebbe continuare a rappresentare un potenziale elemento limitante per l'espansione dell'attività.

Principali fattori che limitano l'attività nel settore delle costruzioni



Nota: % di imprese che riporta difficoltà. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

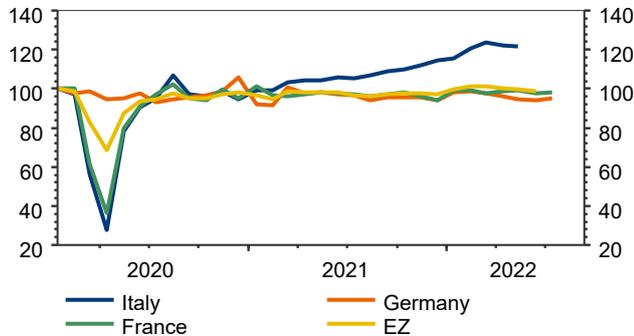
Il costo di produzione dei materiali usati nell'edilizia sta crescendo a ritmi record



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

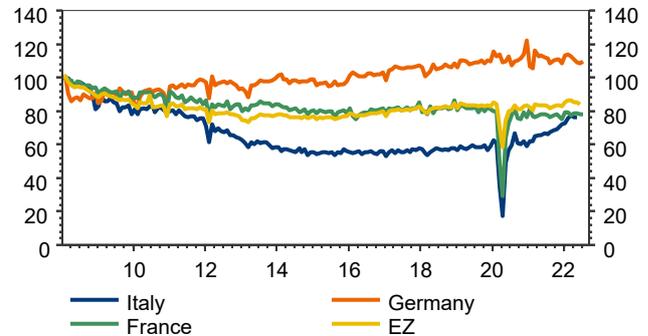
Su base nazionale è stata l'Italia a mostrare la maggior vivacità nel 2021 quando il settore, dopo anni di crescita modesta e ben al di sotto della media europea, è stato guidato dall'applicazione dei bonus fiscali che hanno permesso alle costruzioni italiane di sovraperformare in misura significativa tutte le altre principali economie (anche se il divario accumulato dopo la crisi finanziaria non è ancora colmato).

Dopo la pandemia la produzione nelle costruzioni in Italia ha mostrato un rimbalzo più ampio che nelle altre principali economie...



Nota: gennaio 2020 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

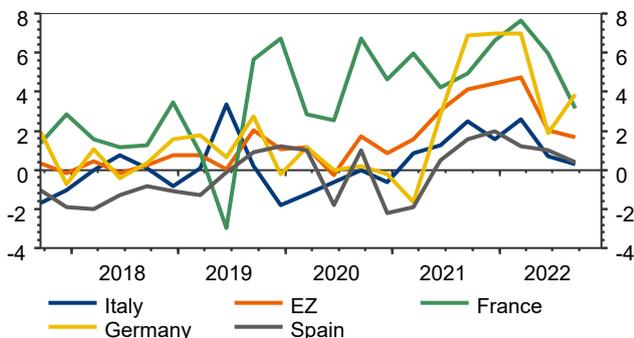
... anche se il divario accumulato a partire dalla crisi finanziaria non è ancora colmato



Nota: gennaio 2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

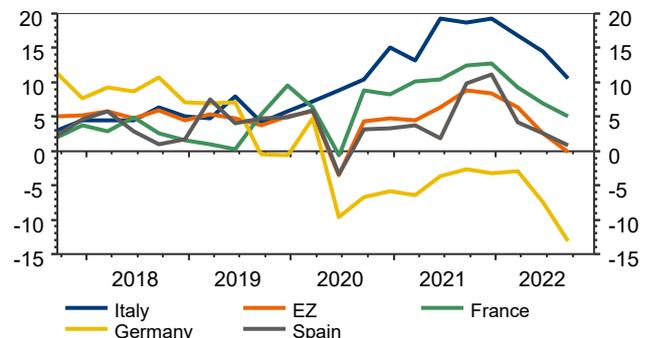
In Italia, il vasto ricorso ai bonus edilizi ha sostenuto l'attività e tale supporto è destinato almeno in parte a continuare nel breve termine. Le famiglie italiane infatti pur mostrando intenzioni di acquisto delle abitazioni inferiori alla media dell'Eurozona riportano una volontà di ristrutturare le case decisamente superiore alle altre principali economie e alla media storica; divergenza spiegabile proprio dalle condizioni favorevoli offerte dal Super Ecobonus 110%.

Consumatori: intenzioni di acquistare una casa nei prossimi 12 mesi



Nota: deviazione rispetto alla media storica. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

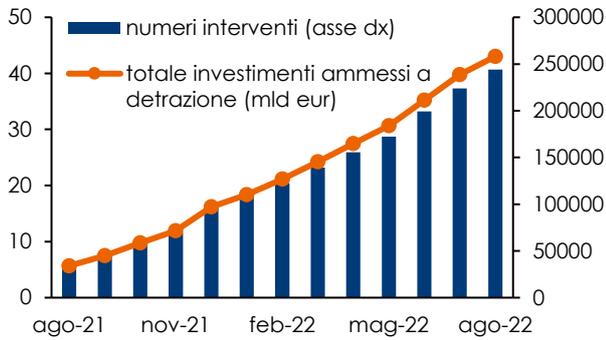
Consumatori: intenzioni di ristrutturare/rinnovare la casa nei prossimi 12 mesi



Nota: deviazione rispetto alla media storica. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

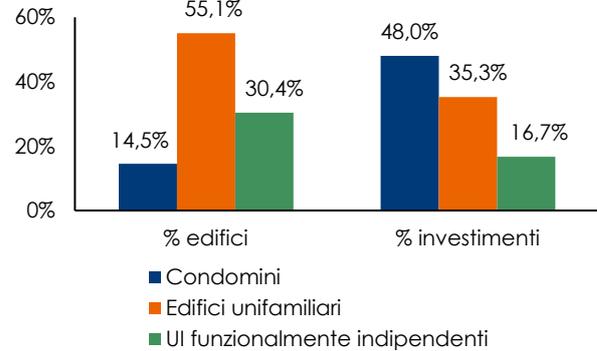
Il totale degli investimenti ammessi a detrazione nell'ambito del Super Ecobonus 110% a fine agosto ammontava a oltre 40 miliardi di euro per un totale di quasi 250 mila interventi, ed è probabile che, in aggiunta al completamento dei lavori in opera, il rinnovo delle agevolazioni al 2023 per i condomini possa continuare a sostenere in misura significativa gli investimenti. Secondo i dati più recenti, infatti, i condomini (con un tasso di lavori realizzati intorno al 66%), pur rappresentando solo il 14,5% degli interventi, pesano per il 48% sul valore totale degli investimenti, con una spesa media di quasi 600 mila euro contro circa 110 mila euro per gli edifici unifamiliari. Nel frattempo, anche le transazioni immobiliari restano su ritmi vivaci. Infine, gli investimenti infrastrutturali previsti dal PNRR dovrebbero rappresentare un importante elemento di sostegno per il settore nel più lungo termine, in uno scenario ancora espansivo seppur di progressiva "normalizzazione".

Il totale degli investimenti ammessi a detrazione per Super Ecobonus 110% ammonta a oltre 40 miliardi di euro



Nota: dati aggiornati al 31 agosto 2022. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ENEA, Ministero della Transizione Ecologica

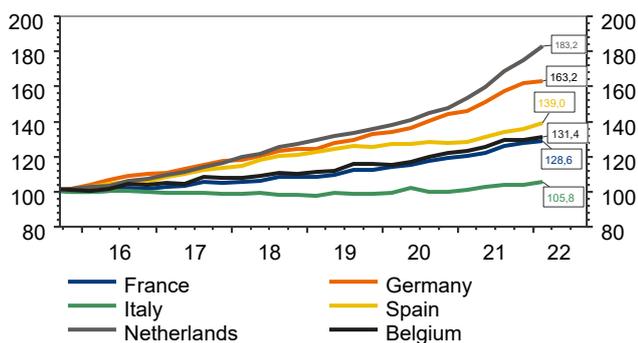
Peso degli interventi realizzati nell'ambito del Super Ecobonus 110%



Nota: dati aggiornati al 31 agosto 2022. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ENEA, Ministero della Transizione Ecologica

Il mercato immobiliare italiano sembra essere meno surriscaldato rispetto alle altre principali economie europee, nonostante un contesto di vivace crescita delle transazioni di compravendita residenziale (+8,6% a/a nel 2° trimestre dal 12% a/a di inizio 2022). Dopo la pandemia i prezzi delle abitazioni sono tornati a riaccelerare dopo anni di sostanziale stagnazione, tuttavia il divario che si è aperto nel passato è ancora ben lontano dall'essere colmato. Nel 2° trimestre i prezzi delle abitazioni sono cresciuti del 2,3% t/t, in accelerazione dall'1,7% precedente (5,2% a/a da 4,5%) al settimo trimestre consecutivo di rialzo. In particolare, sono le abitazioni nuove a restare trainanti con un tasso di crescita congiunturale record (6,8% da un precedente 0,7%) che ha portato l'indice relativo ad aggiornare nuovi massimi da almeno il 2010. Decelerano leggermente invece le case esistenti (che pesano per più dell'80% sull'indice aggregato) al 3,8% a/a dopo il 4,4% registrato nel 1° trimestre che rappresentava un massimo da quando è disponibile la serie storica dell'IPAB, ovvero almeno dal 2010. Nonostante il recente dinamismo però i prezzi delle case esistenti però, seppur tornando sui livelli del 2014, non hanno ancora recuperato il terreno perso durante la crisi del debito e restano circa il 20% al di sotto del picco toccato nel 2° trimestre del 2011.

Nonostante il recente recupero, i prezzi delle abitazioni in Italia restano solo moderatamente più alti rispetto a 5 anni fa



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

I recenti miglioramenti sono trainati dalle abitazioni nuove, i prezzi delle case esistenti sono ancora sotto i massimi del 2011



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Incentivi relativi alla ricerca

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

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

Metodologia di distribuzione

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

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

Metodologia di valutazione

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Lorenzo Biagioli		lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Andrea Volpi	62339	andrea.volpi@intesasnpaolo.com

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasnpaolo.com
---------------	-------	---------------------------------