

## **La bussola dell'economia italiana**

**Direzione Studi e Ricerche**  
Aprile 2019

**Indice**

**L'evoluzione dello scenario congiunturale**

- Un DEF più interlocutorio che mai
- Sintesi della previsione macroeconomica
- Produzione industriale in crescita per il secondo mese a febbraio...  
...ma fiducia, fatturato e ordini non mostrano ancora un recupero
- Indicazioni contrastanti sui servizi
- Prosegue la ripresa nelle costruzioni
- Segnali meno positivi sui consumi
- Sta tornando ad aumentare la disoccupazione
- Il commercio estero resta debole, ma contribuisce al PIL
- Inflazione invariata a marzo, possibile un calo nei prossimi mesi

**Tendenze del settore bancario italiano**

- Tassi sui nuovi mutui alle famiglie riaggiustati verso il basso
- In calo di circa un terzo le rinegoziazioni dei mutui stipulati dalle famiglie
- La crescita dei depositi delle famiglie prosegue al ritmo del 3%

- 2
- 2
- 8
- 9
- 10
- 11
- 12
- 13
- 14
- 15
- 16
- 17
- 17
- 21
- 24

24 aprile 2019

**Nota mensile**

**Intesa Sanpaolo**  
Direzione Studi e Ricerche

**Elisa Coletti**  
Economista Banche

**Paolo Mameli**  
Economista Macro Italia



## L'evoluzione dello scenario congiunturale

### Un DEF più interlocutorio che mai

Nel DEF il governo ha ammesso che la crescita 2019 sarà di molto inferiore alle previsioni iniziali, ma ha rimandato ai prossimi documenti di finanza pubblica le scelte per il 2020, in merito alla copertura sia delle clausole di salvaguardia che di eventuali nuove misure espansive ("flat tax" in primis). Il deficit tendenziale (al netto di un aumento IVA che i membri dell'esecutivo ripetono di voler evitare) è già attorno al 3,5%, a nostro avviso, e la traiettoria del debito è tornata a essere crescente. Si prospetta una sessione autunnale di bilancio molto "calda".

Paolo Mameli

Lo scorso 9 aprile, il Governo ha approvato il DEF 2019. Come da attese, le ipotesi macroeconomiche vedono nel quadro tendenziale una crescita del PIL 2019 dello 0,1% in termini reali (e dell'1,2% in termini nominali, da 1% e 2,3% dei precedenti documenti ufficiali di finanza pubblica, rispettivamente). **Il PIL 2019 nel quadro programmatico è lievemente più elevato, ma meno di quanto atteso alla vigilia, ad appena 0,2%** in termini reali (e 1,2% in termini nominali). In effetti, il Governo ha scelto di attribuire un effetto espansivo di appena un decimo ai due provvedimenti di stimolo recentemente approvati, lo "sblocca-cantieri" e il "decreto-crescita". Il DEF peraltro riconosce che i rischi sulla previsione di crescita allo 0,2% quest'anno sono verso il basso. Per gli anni successivi, il PIL programmatico cresce dello 0,8% per tutto il triennio 2020-22 (da circa 1% precedente). Il tasso di disoccupazione è atteso salire sia quest'anno che il prossimo (a 11% e 11,1%), anche per effetto dell'aumento della partecipazione che l'esecutivo attribuisce al "reddito di cittadinanza".

Il DEF rivede significativamente al ribasso le stime di crescita

Tab. 1 - Il nuovo quadro di finanza pubblica incluso nel DEF 2019	2018	2019	2020	2021	2022
<b>NUOVO QUADRO TENDENZIALE</b>					
Crescita del PIL reale	0.9	0.1	0.6	0.7	0.9
Crescita del PIL nominale	1.7	1.2	2.6	2.5	2.4
Indebitamento netto	-2.1	-2.4	-2.0	-1.8	-1.9
Indebitamento netto strutturale	-1.5	-1.6	-1.2	-1.0	-1.2
Variazione strutturale	0.0	-0.1	0.4	0.2	-0.2
Debito pubblico	132.2	132.8	131.7	130.6	129.6
<b>NUOVO QUADRO PROGRAMMATICO</b>					
Crescita del PIL reale	0.9	0.2	0.8	0.8	0.8
Crescita del PIL nominale	1.7	1.2	2.8	2.6	2.3
Indebitamento netto	-2.1	-2.4	-2.1	-1.8	-1.5
Indebitamento netto strutturale	-1.4	-1.5	-1.4	-1.1	-0.8
Variazione strutturale	0.0	-0.1	0.2	0.3	0.3
Debito pubblico	132.2	132.6	131.3	130.2	128.9
<b>PRECEDENTE QUADRO PROGRAMMATICO</b>					
Crescita del PIL reale	1.0	1.0	1.1	1.0	
Crescita del PIL nominale	2.1	2.3	2.9	2.6	
Indebitamento netto	-1.9	-2.0	-1.8	-1.5	
Indebitamento netto strutturale	-1.1	-1.3	-1.2	-1.0	
Variazione strutturale	0.0	-0.2	0.1	0.2	
Debito pubblico	131.7	130.7	129.2	128.2	

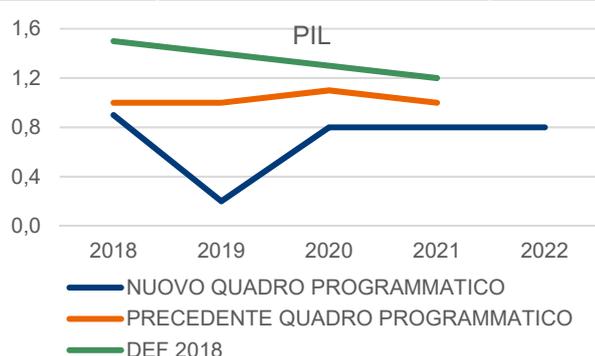
Fonte: Documento di Economia e Finanza 2019

Nel 2019, l'indebitamento netto è pari al 2,4% del PIL (grazie al congelamento dei 2 miliardi di spesa previsto nell'ambito dell'accordo con la UE), da un precedente target di 2%, per poi ridursi al 2,1% nel 2020 e 1,8% nel 2021; nel 2022, il deficit è atteso tornare a peggiorare a 1,9% nel quadro tendenziale ma in ulteriore miglioramento a 1,5% da obiettivi programmatici. Nonostante la revisione al rialzo sul deficit nominale, **la variazione del deficit strutturale è ora più favorevole che in precedenza**: il saldo 2019 è visto in peggioramento di appena 0,1% (da 0,2% precedente), ovvero in miglioramento di un decimo tenuto conto della clausola di flessibilità concessa in sede UE; per gli anni a venire, il quadro programmatico vede un aggiustamento di due decimi nel 2020 e di tre decimi nel 2021-22. Il Governo parla perciò di rispetto

Il miglioramento atteso delle variabili di finanza pubblica poggia ancora una volta su clausole di salvaguardia sempre meno credibili

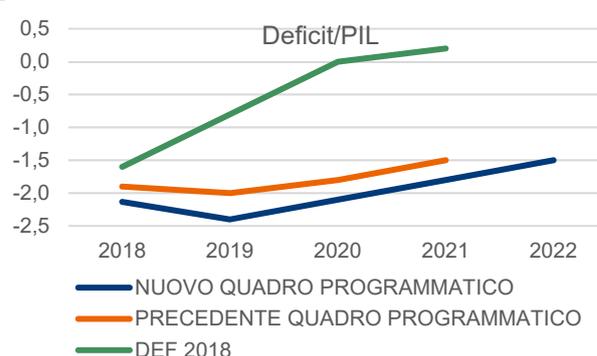
“sostanziale” del braccio preventivo del Patto di stabilità (un rispetto pieno vedrebbe una correzione superiore a mezzo punto dall’anno prossimo). Il **debito** (nel quadro programmatico) è **visto in ulteriore salita quest’anno, di quasi mezzo punto** a 132,6%, mentre in precedenza era visto in calo di un punto; ciò **pur mantenendo l’obiettivo** (assai ambizioso, a nostro avviso) **di un pacchetto di privatizzazioni per un punto di PIL quest’anno** (in merito al quale l’esecutivo non ha per ora fornito dettagli). La regola del debito non è soddisfatta in nessuna delle sue declinazioni, per tutto l’orizzonte di previsione.

Fig. 1 – Previsioni sulla crescita del PIL reale: DEF 2019 a confronto con i precedenti documenti di finanza pubblica



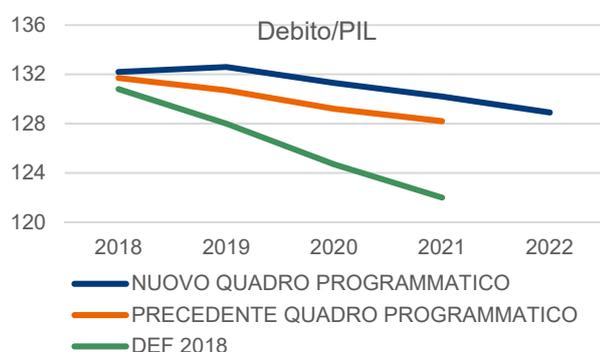
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF

Fig. 2 – Rapporto deficit/PIL: DEF 2019 a confronto con i precedenti documenti di finanza pubblica



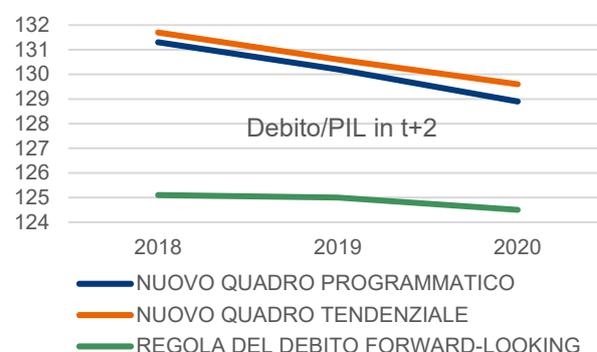
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF

Fig. 3 – Rapporto debito/PIL: DEF 2019 a confronto con i precedenti documenti di finanza pubblica



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF

Fig. 4 – Rapporto debito/PIL secondo il quadro tendenziale e programmatico del DEF 2019, a confronto con gli obiettivi necessari per soddisfare la regola del debito



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF

Anche in questo caso come da attese, **lo scenario programmatico** conferma la legislazione vigente in materia fiscale, ovvero **include l’aumento delle imposte indirette** definito dalle clausole di salvaguardia, “nell’attesa di definire misure alternative nel corso dei prossimi mesi”. Dove il quadro programmatico si discosta dal tendenziale è in una maggiore crescita degli investimenti pubblici nel 2021-22. La copertura di tali spese e il miglioramento del saldo strutturale nel 2022 in confronto alla legislazione vigente verrebbero da riduzioni della spesa corrente (che, “grazie ad un programma di revisione organica della spesa pubblica”, salirebbero dai 2 mld del 2019-20 a 5 mld nel 2021 e 8 mld nel 2022), nonché da aumenti aggiuntivi delle entrate nel 2020-21, “che deriverebbero principalmente da misure volte a rafforzare il contrasto all’evasione fiscale”. Evidentemente, gli obiettivi annunciati di risparmio dalla *spending review* (un processo che al momento non risulta avviato) appaiono ambiziosi.

Nel Programma Nazionale di Riforma, il Governo fornisce maggiori dettagli sulla strategia di politica fiscale che intende perseguire negli anni a venire: l’obiettivo è la **graduale estensione del**

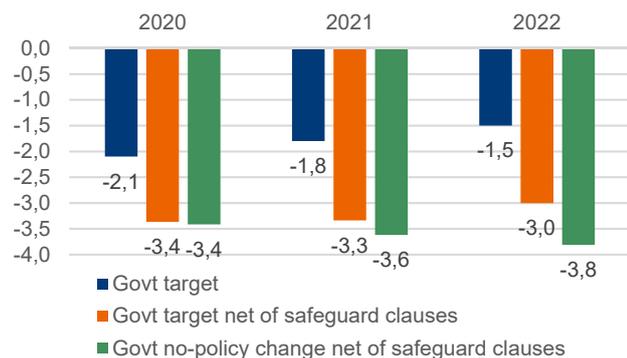
regime d'imposta sulle persone fisiche a due aliquote del 15% e 20%, a partire dai redditi più bassi, adottando al contempo una riforma del sistema di deduzioni e detrazioni; per le imprese, è prevista una riduzione dell'aliquota IRES applicabile agli utili non distribuiti. Quanto alle coperture, il documento accenna alla necessità di un "paziente lavoro di **revisione della spesa corrente dell'Amministrazione pubblica e delle agevolazioni fiscali**" e promette in tal senso un primo pacchetto di misure già nella Legge di Bilancio per il 2020.

La nostra valutazione sul DEF è in sintesi la seguente:

- **lo scenario per l'anno in corso presenta criticità**, e non tanto perché il deficit programmatico è tornato al 2,4%, ovvero al valore che aveva aperto la fase di volatilità sui mercati che era stata poi placata in parte solo con le modifiche dell'ultim'ora alla Legge di Bilancio 2019; piuttosto, perché **il debito è a rischio di aumento significativo** in caso di mancato raggiungimento dell'ambizioso target sui proventi da privatizzazione;
- a nostro avviso, **la previsione di crescita per il 2020 non è coerente con lo scenario di finanza pubblica**: nel caso in cui scattassero gli aumenti delle imposte indirette impliciti nello scenario sia tendenziale che programmatico, la crescita del PIL non sarebbe dell'ordine di 0,6-0,8% ma più bassa di circa mezzo punto (vedi *infra*), e anche il ricorso a misure alternative potrebbe soltanto limitare l'impatto negativo sul PIL; viceversa, se il Governo decidesse di coprire integralmente in deficit le clausole, il disavanzo salirebbe sopra il 3% (attorno al 3,5%, a nostro avviso), con il rischio di innescare ripercussioni negative sui mercati finanziari, e quindi di causare verosimilmente effetti almeno altrettanto dannosi sulla crescita;
- ad oggi, appare quantomeno sfidante l'obiettivo di trovare, nella prossima Legge di Bilancio, non solo i fondi per la copertura delle clausole di salvaguardia e delle spese indifferibili, ma anche il finanziamento di nuove misure espansive tra cui la cosiddetta *flat tax*: in tutto, **occorrerebbe una manovra netta da almeno 40 miliardi**.

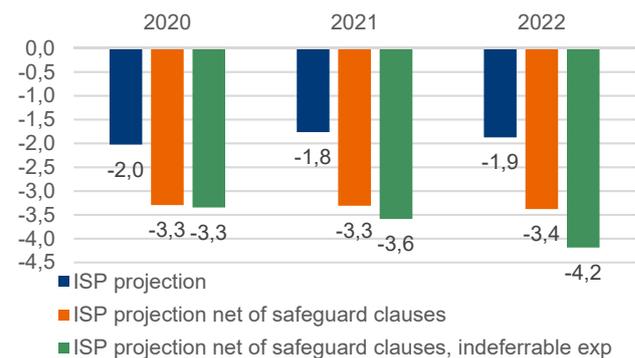
La manovra per il 2020 sarà a dir poco sfidante

Fig. 5 – Le previsioni del governo sul rapporto deficit/PIL: quadro programmatico; quadro programmatico al netto delle clausole di salvaguardia; quadro tendenziale al netto di clausole di salvaguardia e spese a politiche invariate



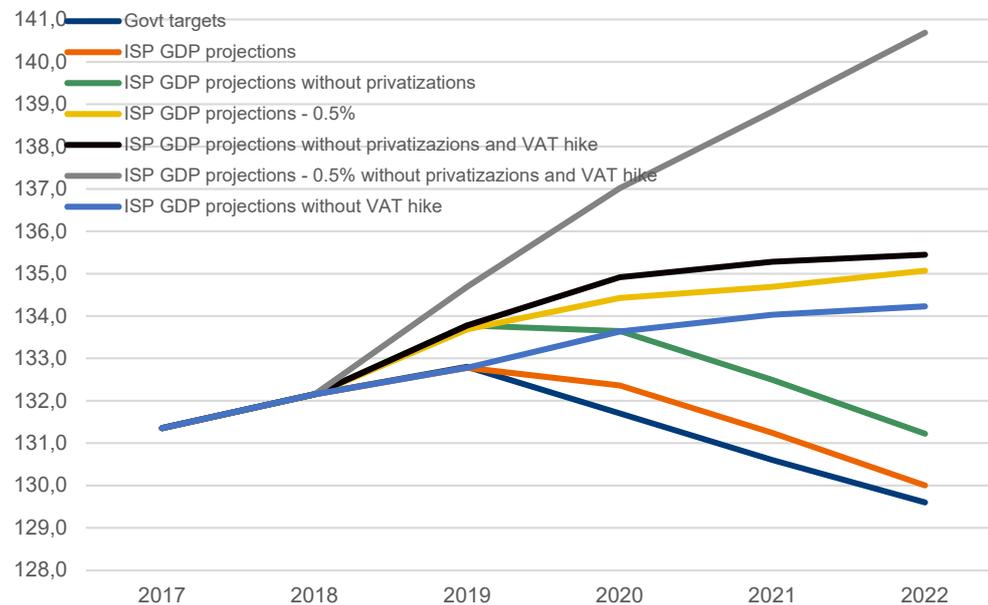
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati MEF

Fig. 6 – Proiezioni ISP sul rapporto deficit/PIL: tendenziale, tendenziale al netto delle clausole di salvaguardia e al netto di clausole di salvaguardia e spese a politiche invariate



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati MEF

Fig. 7 – Target governativi e proiezioni ISP sul rapporto debito/PIL (nelle ipotesi di crescita inferiore di mezzo punto al *baseline*, di mancate privatizzazioni e di mancata copertura delle clausole)



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati MEF

Abbiamo simulato nel modello *Oxford Economics Forecasting* gli effetti dell'aumento delle imposte indirette previsto dalle clausole di salvaguardia per il 2020 (+3,2 punti percentuali per l'aliquota ordinaria IVA, dal 22% al 25,2%; +3 punti percentuali per l'aliquota ridotta IVA, dal 10% al 13%; aumenti delle accise sui carburanti per 400 milioni), escludendo dalla simulazione l'impatto dell'ulteriore aumento dell'aliquota ordinaria previsto dal 2021 (al 26,5%)<sup>1</sup>. **L'inflazione salirebbe di 1,4% il primo anno, il che è coerente con una traslazione dell'imposta intorno al 70%. Ne deriva un impatto significativo sul PIL, dell'ordine di 0,4-0,5% nel primo biennio.** L'effetto sulla variazione del PIL va poi via via scemando in termini addizionali negli anni successivi. Il canale principale di trasmissione è l'effetto depressivo sui consumi, di -0,7% in media nei primi tre anni, per via dell'impatto molto significativo sul reddito disponibile reale delle famiglie (-1,6% già nel primo anno). Il calo della propensione al risparmio attenua gli effetti sulla spesa delle famiglie. Vi è anche un significativo impatto indiretto su investimenti e produzione industriale. Il minor potere d'acquisto delle famiglie frena le importazioni mentre meno decisivo è l'effetto indiretto sulle esportazioni, il che causa un impatto netto migliorativo su bilancia commerciale e partite correnti. Da notare infine che l'impatto sui conti pubblici sarebbe meno virtuoso di quanto stimato ex-ante (pari a 0,8% il primo anno, e in via di assorbimento negli anni successivi), proprio per via degli effetti retroattivi in termini di minore crescita. Vi sarebbe anche un impatto migliorativo sul rapporto debito/PIL, che tende ad essere più persistente di quello sul disavanzo. La simulazione lascia inalterato rispetto al *baseline* il livello dei tassi di interesse. Naturalmente, la stima dell'impatto degli aumenti IVA sul PIL (e sulle altre variabili macroeconomiche) è soggetta a notevole incertezza, soprattutto perché l'entità della traslazione a valle dipende da diversi fattori: le condizioni cicliche, le attese delle imprese che fissano i prezzi, il grado di capacità produttiva inutilizzata e le dinamiche dei costi del lavoro e delle materie prime (nonché fattori strutturali come le pressioni competitive sui mercati, interni e internazionali, e le caratteristiche dei canali di distribuzione).

L'aumento IVA previsto dalle clausole ha un impatto negativo sul ciclo vicino al mezzo punto percentuale...

<sup>1</sup> Le clausole di salvaguardia, se non disattivate, prevedono aumenti delle imposte pari a 383 euro pro-capite (889 euro per famiglia) nel 2020 e 477 euro pro-capite (1108 per famiglia) nel 2021

Le esperienze recenti (del settembre 2011 e dell'ottobre 2013) suggeriscono una traslazione a prima vista contenuta, ma non si dispone di una analisi controfattuale. Secondo l'Indagine sulle aspettative di inflazione da parte delle imprese realizzata dalla Banca d'Italia con il Sole 24 Ore nel mese di dicembre 2013, solo il 23% delle aziende dichiarava di aver interamente traslato l'aumento dell'aliquota IVA scattato l'ottobre precedente, mentre il 61,5% delle imprese dichiarava di non aver trasferito l'aumento dei prezzi di vendita (la quota rimanente avrebbe operato un trasferimento parziale). I fattori segnalati dalle aziende come decisivi nella scelta risultavano le condizioni della domanda e le politiche di prezzo dei propri concorrenti. Quanto all'evoluzione della propensione al risparmio nel caso dei due precedenti aumenti IVA, essa è salita nel trimestre immediatamente successivo ai rincari delle aliquote, ma è poi scesa nei trimestri seguenti. Peraltro, l'indagine citata è stata condotta probabilmente a distanza troppo ravvicinata rispetto al momento di entrata in vigore dell'aumento IVA. Inoltre, oggi le condizioni del ciclo, sia pure in una fase di rallentamento, appaiono migliori di quelle vigenti nel 2011 e nel 2013, e i rincari riguardano non solo l'aliquota ordinaria ma anche quella ridotta, il che favorirebbe un trasferimento più accentuato dell'imposta. In ogni caso, le evidenze disponibili sulle esperienze recenti di aumenti IVA suggerirebbero probabilmente di collocare l'impatto nella parte inferiore dell'intervallo di stima.

Giova infine ricordare che l'effetto (negativo) dell'aumento IVA va valutato non tanto in sé, ma a confronto con: 1) lo scenario di copertura in deficit delle clausole, che farebbe secondo lo stesso governo salire sopra il 3% il rapporto deficit/PIL (a nostro avviso ad almeno il 3,5%), con le spiacevoli conseguenze (già toccate con mano lo scorso anno) del rischio di una procedura europea per deficit eccessivo, di possibili *rating downgrade* e recrudescenza delle tensioni sui mercati finanziari; l'impatto netto sulla crescita potrebbe essere non inferiore al mezzo punto percentuale ottenuto dalla simulazione sull'aumento dell'IVA; 2) misure alternative per la copertura delle clausole: l'impatto dell'aumento IVA secondo tutti i modelli è meno dannoso rispetto a quello di un incremento equivalente delle imposte sui fattori produttivi (capitale o lavoro); l'ipotesi preferibile (e probabilmente preferita dal governo stesso) è quella di un taglio della spesa (con l'esclusione della spesa in conto capitale e verosimilmente della spesa sociale), che però appare di difficile attuazione visto l'ammontare ingente delle risorse che devono essere reperite. Infatti, come rilevato dallo stesso Ufficio Parlamentare di Bilancio, per ottenere la discesa progressiva del disavanzo programmata nel DEF occorrerebbero risorse complessive per circa 25 miliardi nel 2020, 36 miliardi nel 2021 e circa 45 miliardi a fine periodo, derivanti da: i) coperture alternative alle clausole di salvaguardia; ii) rifinanziamento delle politiche invariate e aumento spesa per investimenti; iii) risorse necessarie per assicurare una correzione ulteriore del disavanzo in linea con gli obiettivi programmatici del DEF. Pertanto, eventuali nuove misure espansive, come le annunciate riforme fiscali inclusa la "flat tax", richiederebbero l'identificazione di ulteriori misure compensative. Tali obiettivi appaiono a dir poco molto sfidanti.

...ma gli scenari alternativi potrebbero rivelarsi o più dannosi o di più difficile attuazione

Tab. 2 – Risorse necessarie per ottenere la discesa progressiva del disavanzo programmata nel DEF (in miliardi di euro e in % del PIL)

	In miliardi			In % PIL		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Clausole	23.1	28.8	28.8	1.3	1.5	1.5
Spese a politiche invariate	2.7	5.2	7.8	0.1	0.3	0.4
Investimenti pubblici	2.0	2.0	2.0	0.1	0.1	0.1
Correzione del disavanzo	2.0	7.0	16.0	0.1	0.4	0.8
<b>TOTALE</b>	<b>29.8</b>	<b>43.0</b>	<b>54.6</b>	<b>1.6</b>	<b>2.3</b>	<b>2.8</b>

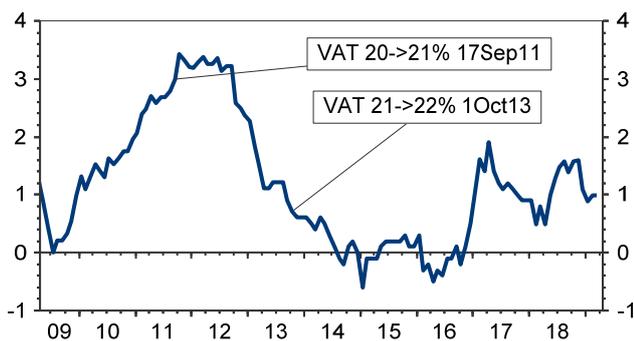
Fonte: Ufficio Parlamentare di Bilancio, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tab. 3 – Impatto macroeconomico delle clausole di salvaguardia 2020 (differenze rispetto allo scenario di base nei tassi di variazione percentuali, ove non diversamente indicato)

	2020	2021	2022	2023
PIL	-0.4	-0.5	-0.3	-0.1
Consumi	-0.6	-0.8	-0.7	-0.4
Investimenti	-0.5	-0.8	-0.3	0.0
Produzione industriale	-0.7	-0.9	-0.3	0.0
Disoccupati*	32	78	60	23
Occupazione	-0.1	-0.4	-0.3	-0.1
Tasso di disoccupazione*	0.1	0.3	0.2	0.1
Reddito disponibile reale	-1.6	-0.6	-0.2	-0.1
Tasso di risparmio*	-0.9	-0.7	-0.3	0.0
Esportazioni	-0.1	-0.3	0.0	0.1
Importazioni	-0.4	-0.6	-0.5	-0.2
Inflazione (CPI)	1.4	1.1	0.4	0.0
Saldo PA / PIL*	0.8	0.4	0.2	0.0
Debito/PIL*	-0.3	-0.6	-1.0	-0.9

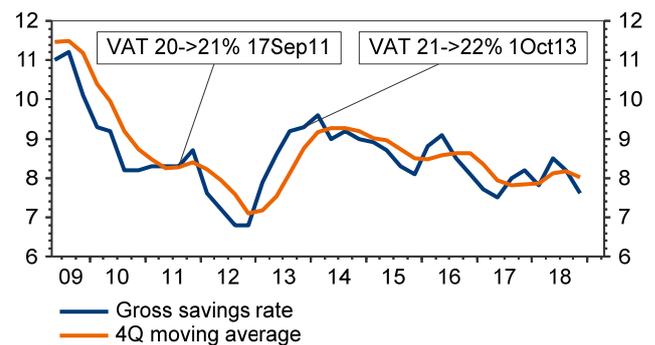
Nota: (\*) differenze rispetto allo scenario base. Fonte: simulazioni Intesa Sanpaolo su modello OEF

Fig. 8 – Nei due più recenti episodi di aumento IVA, la traslazione a valle dell'imposta sembra essere stata contenuta...



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati MEF

Fig. 9 – ...e nei trimestri successivi si è avuto un calo della propensione al risparmio



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati MEF

## Sintesi della previsione macroeconomica

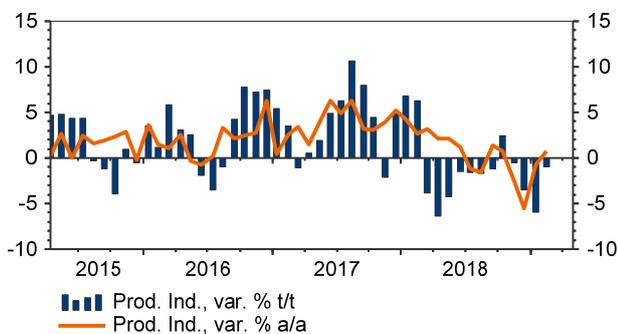
Previsioni macroeconomiche													
	2018	2019p	2020p	2018		2019				2020			
				T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>PIL (a prezzi costanti, a/a)</b>	<b>0.8</b>	0.2	0.7	<b>0.6</b>	<b>0.0</b>	0.0	-0.1	0.3	0.6	0.6	0.8	0.7	0.7
- Variazione % t/t				<b>-0.1</b>	<b>-0.1</b>	0.1	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Consumi delle famiglie	<b>0.6</b>	0.7	0.9	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Consumi pubblici	<b>0.2</b>	-0.1	0.0	<b>-0.1</b>	<b>-0.1</b>	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
Investimenti fissi	<b>3.2</b>	0.3	0.2	<b>-1.3</b>	<b>0.3</b>	0.4	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.2	0.3	0.4
- Investimenti in macchinari	<b>2.0</b>	-0.5	-0.3	<b>-3.0</b>	<b>0.5</b>	0.5	-0.5	-0.5	-0.5	0.0	0.2	0.4	0.5
- Investimenti in mezzi di trasporto	<b>14.5</b>	0.2	-0.1	<b>-2.7</b>	<b>1.2</b>	0.5	-0.5	-1.0	0.0	0.0	0.2	0.4	0.6
- Investimenti in costruzioni	<b>2.3</b>	1.0	0.7	<b>0.6</b>	<b>-0.1</b>	0.3	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3
Esportazioni	<b>1.4</b>	3.6	2.3	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>	1.2	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
Importazioni	<b>1.8</b>	2.6	2.3	<b>0.4</b>	<b>0.7</b>	0.5	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
<b>Contributo % PIL</b>													
Commercio estero	<b>-0.1</b>	0.4	0.1	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Domanda finale interna	<b>1.0</b>	0.4	0.6	<b>-0.2</b>	<b>0.1</b>	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Variazione scorte	<b>-0.1</b>	-0.6	0.0	<b>-0.1</b>	<b>-0.4</b>	-0.3	0.0	0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.0
<b>Attività produttiva</b>													
Produzione industriale	<b>0.5</b>	0.2	1.2	<b>-0.3</b>	<b>-0.9</b>	1.3	-0.4	0.1	0.1	0.5	0.5	0.4	0.1
<b>Prezzi, salari e redditi</b>													
Prezzi al consumo (a/a)	<b>1.1</b>	0.8	1.4	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	1.0	0.9	0.6	0.9	1.2	1.3	1.4	1.7
- escluso alimentari, energia (a/a)	<b>0.7</b>	0.5	1.3	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	0.5	0.3	0.3	1.0	1.3	1.1	1.3	1.5
PPI (a/a)	<b>3.3</b>	1.9	1.3	<b>4.5</b>	<b>4.8</b>	3.2	3.0	1.3	0.1	1.1	1.3	1.4	1.4
Disoccupazione (%)	<b>10.6</b>	10.8	10.8	<b>10.3</b>	<b>10.6</b>	10.6	10.7	10.8	10.9	10.9	10.8	10.7	10.7
Occupati totali	<b>0.9</b>	0.0	0.3	<b>-0.2</b>	<b>-0.2</b>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Salari contrattuali	<b>1.5</b>	1.2	1.2										
Reddito disponibile reale	<b>0.8</b>	0.7	1.4										
Tasso di risparmio (%)	<b>8.0</b>	8.5	9.0										
<b>Bilancia dei pagamenti</b>													
Partite correnti (% PIL)	<b>2.6</b>	2.6	2.7										
<b>Finanza pubblica*</b>													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	<b>-2.1</b>	-2.4	-3.3										
Debito (% PIL)	<b>132.1</b>	133.8	134.9										
<b>Variabili finanziarie</b>													
3-mesi Euribor (%)	<b>-0.31</b>	-0.33	0.04	<b>-0.32</b>	<b>-0.31</b>	-0.31	-0.33	-0.33	-0.33	-0.32	-0.22	-0.04	0.04
BTP 10 anni (%)	<b>2.95</b>	3.34	3.89	<b>2.80</b>	<b>2.95</b>	2.65	2.69	3.06	3.34	3.73	3.82	3.91	3.89
Spread BTP/Bund (%)	<b>2.15</b>	2.62	3.11	<b>2.50</b>	<b>2.92</b>	2.62	2.50	2.57	2.77	3.09	3.16	3.13	3.06

Nota: (\*) proiezioni 2020 a politiche invariate ovvero senza aumento IVA e privatizzazioni. Fonte: Istat, Thomson Reuters-Datastream, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

## Produzione industriale in crescita per il secondo mese a febbraio...

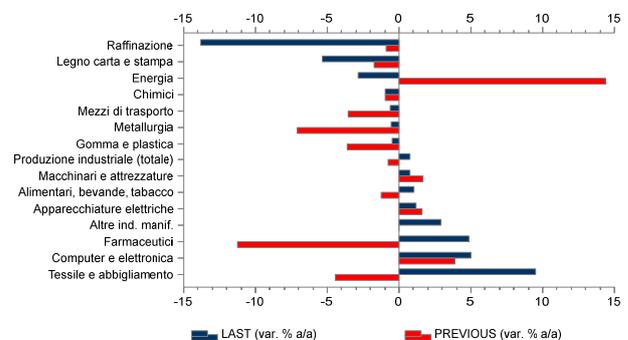
La produzione industriale è salita a sorpresa anche a febbraio, di +0,8% m/m dopo il +1,9% m/m di gennaio (rivisto al rialzo di due decimi). Era da fine 2017 che non si vedeva un bimestre così positivo per l'output. L'aspettativa sia nostra che di consenso era per una correzione dopo il balzo del mese precedente. **La tendenza annua è tornata in territorio positivo**, a +0,9% da -0,8% precedente (ai massimi dallo scorso settembre). Nel solo manifatturiero, la produzione è in crescita di +1,3% rispetto a un anno prima. Il rimbalzo su base congiunturale è trainato per il secondo mese dai beni di consumo (+3,2% m/m dopo il +2,6% precedente), soprattutto non durevoli. Ciò conferma come in questa fase **la tenuta del ciclo sia legata soprattutto ai consumi delle famiglie**. In progresso comunque anche i beni capitali (+1,1% m/m da +0,7% precedente, dopo i forti cali registrati tra settembre e novembre dell'anno scorso). Inoltre, **la crescita sarebbe stata anche più accentuata al netto dell'energia** (in calo di -2,4% dopo il +2,9% m/m di gennaio, probabilmente per via del clima mite che ha caratterizzato il mese). L'andamento per settore mostra un **deciso recupero, dopo il calo del mese precedente, per i farmaceutici** (+11% m/m, -5,3% a/a) e **per i mezzi di trasporto** (+2,6% m/m, -0,6% a/a). **Il comparto maggiormente trainante è quello tessile** (+5,5% m/m, +11,7% a/a), seguito da metallurgici, alimentari e altre industrie manifatturiere, mentre risultano in calo, tra gli altri: legno, carta e stampa; gomma e materie plastiche; chimici. Il dato è per molti versi sorprendente, soprattutto perché **in controtendenza rispetto alla fiducia delle imprese manifatturiere**, che mantiene un trend di calo. L'aumento di produzione potrebbe essere legato all'anticipo di ordini dall'estero nei primi due mesi dell'anno dovuto ai timori connessi agli effetti della Brexit. In tal senso, non è escluso che l'attività produttiva possa tornare a calare nei mesi di marzo e aprile. In ogni caso, **il dato migliora le prospettive per il 1° trimestre**, in quanto l'output è ora in rotta per un incremento di 1,4% t/t (doppio rispetto a quanto stimato in precedenza), dopo la flessione di -0,9% t/t vista a fine 2018. **Sarebbe il miglior trimestre per l'industria dall'estate 2017**. Pertanto, è possibile che il PIL torni a crescere su base congiunturale nel 1° trimestre, anche se non si può escludere che il trimestre in corso possa essere invece meno dinamico.

### Produzione industriale in recupero a inizio 2019



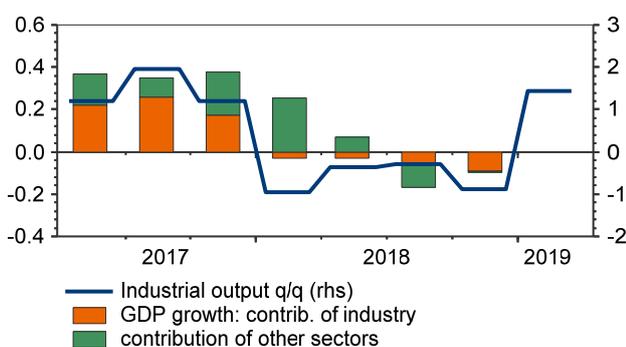
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### L'incremento di febbraio non è più trainato dall'energia



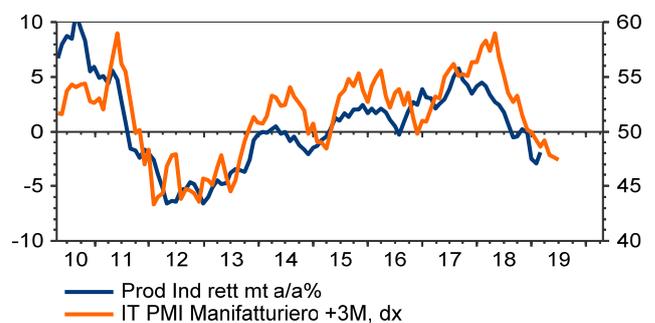
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### L'industria potrebbe tornare a contribuire al PIL a inizio 2019



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### Ma le indagini ancora non segnalano un'inversione di trend

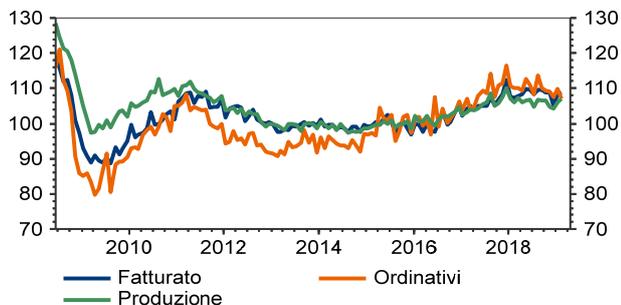


Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

## ...ma fiducia, fatturato e ordini non mostrano ancora un recupero

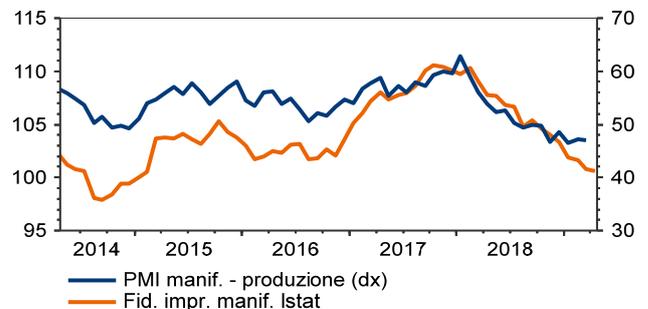
A febbraio, il fatturato dell'industria è aumentato di 0,3% m/m, mentre gli ordinativi sono calati di -2,7% m/m. Si registra in entrambi i casi una dinamica congiunturale negativa sul mercato estero (-6% m/m gli ordini). La tenuta del fatturato nel mese è dovuta soprattutto ai beni strumentali (+1,2% m/m); il dato sarebbe stato anche migliore al netto dell'energia (calata di -1% m/m). Anche su base annua, il fatturato risulta in crescita (moderata), a +1,3%, mentre gli ordinativi fanno segnare un calo di -2,9%, affossati dal mercato estero (-7,7%). Tra i settori, i più colpiti risultano proprio quelli tra i più esposti all'export, come i farmaceutici (fatturato -3,3%, ordini -8,4% a/a) e i mezzi di trasporto (fatturato -5,6%, commesse -4,4% a/a). In sintesi, i dati sono meno incoraggianti di quelli sulla produzione, e segnalano che è troppo presto per parlare di ripresa conclamata dell'attività industriale, su cui sembra stia pesando in particolare la persistente debolezza del commercio estero. **Nel frattempo, le indagini di fiducia nel manifatturiero hanno continuato a peggiorare:** l'indice Istat è calato anche ad aprile, anche se meno rispetto ai mesi precedenti, da 100,8 a 100,6, un minimo da oltre 4 anni. La flessione è spiegata dal peggioramento sia dei giudizi sugli ordini sia delle attese sulla produzione. Anche il **PMI manifatturiero è calato ancora a marzo**, a 47,4 da 47,7 precedente. È il sesto mese in territorio recessivo, e si tratta di un minimo da quasi sei anni. La flessione è diffusa a tutte le principali componenti, ma riguarda in particolare i nuovi ordini (a 44,9 da 46,1, ottavo mese in territorio recessivo), anche dall'estero (47,9 da 50,3). Si rileva anche un calo dell'occupazione e un aumento delle scorte. L'indagine conferma che **l'andamento degli indici di fiducia nei primi mesi del 2019, particolarmente nel settore manifatturiero, non segnala un recupero** ma anzi una tendenza all'ulteriore affievolimento dell'attività economica. Ciò segnala il rischio che il recupero fatto segnare a inizio 2019 da produzione, ordini e fatturato nell'industria possa rivelarsi un rimbalzo tecnico di breve durata. Gli indici di fiducia ancora non segnalano un ritorno alla crescita, confermando l'idea che il rimbalzo di alcuni indicatori a inizio 2019 possa risultare effimero. Inoltre, la persistente stagnazione dell'economia si sta accompagnando a un'inversione delle condizioni sul mercato del lavoro.

La tendenza recente per produzione, ordini e fatturato nell'industria resta sostanzialmente stagnante



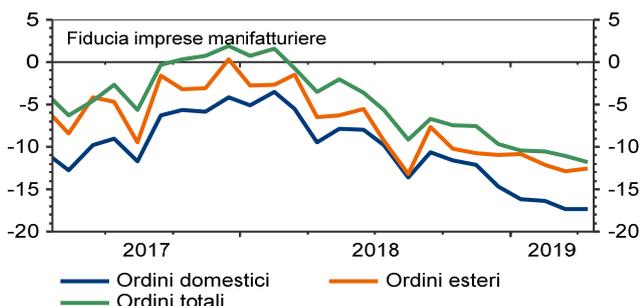
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Il trend recente per le indagini nel manifatturiero resta in rallentamento



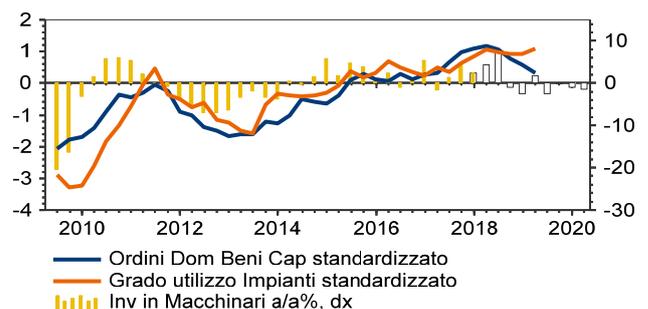
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Rimangono in calo anche le indicazioni sugli ordini delle imprese manifatturiere, soprattutto sul mercato domestico



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Il ciclo degli investimenti va indebolendosi, anche se il grado di utilizzo degli impianti resta elevato



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

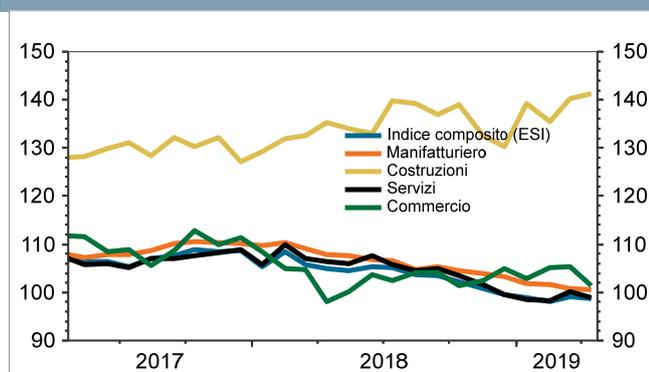
## Indicazioni contrastanti sui servizi

La fiducia delle imprese nel settore dei servizi secondo l'indagine Istat è tornata a calare in misura consistente ad aprile, a 99 dopo la salita a 100,1 di marzo, per effetto del deterioramento dei giudizi sugli ordini e sull'andamento degli affari, mentre si nota un aumento delle attese sugli ordini. Il dato resta superiore ai minimi toccati in febbraio.

Decisamente più incoraggianti le indicazioni dal PMI servizi, che è balzato assai più del previsto a marzo, a 53,1 da 50,4 di febbraio. È un massimo dallo scorso settembre. Si nota in particolare un recupero per l'indice sui nuovi affari, salito a 53 a marzo dopo essere sceso in territorio recessivo a febbraio per la prima volta da sei anni (a 49,8). In recupero anche le aspettative sugli affari (da 61,8 a 64,2, massimo da quasi un anno), gli affari in corso e l'occupazione. Di conseguenza, il PMI composito è salito a 51,5 da 49,6, tornando in territorio espansivo per la prima volta da sei mesi (nonostante l'indagine sul manifatturiero avesse fatto segnare nel mese un ulteriore calo a 47,4 da 47,7).

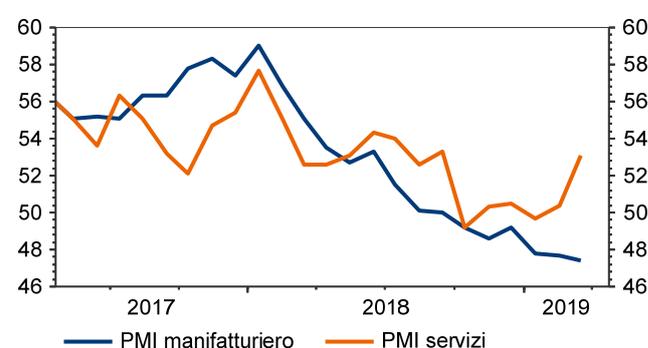
In questa fase, la divergenza negli indici di fiducia delle imprese tra industria e terziario riguarda tutti i principali Paesi europei, perché sul manifatturiero pesa in misura decisamente maggiore la debolezza del commercio internazionale. Tuttavia, i dati reali raccontano una storia parzialmente diversa: i servizi dovrebbero se non altro non aver frenato l'attività economica nel 1° trimestre, consentendo al PIL di tornare ad espandersi grazie a industria e costruzioni. Nei mesi primaverili ci aspettiamo invece un apporto più consistente dai servizi e probabilmente di nuovo negativo per l'industria, il che potrebbe ancora riportare in territorio negativo (o almeno nullo) il PIL in primavera, dopo un incoraggiante inizio d'anno.

Fiducia delle imprese nei principali settori



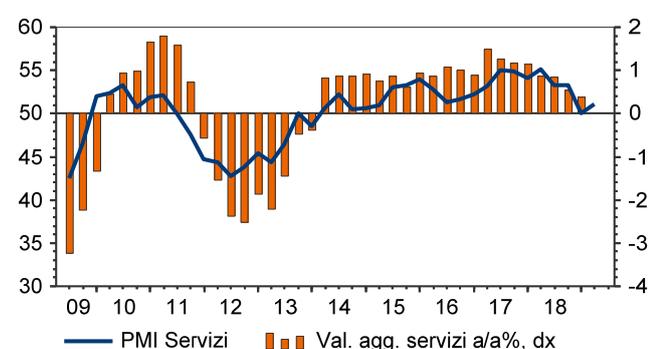
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

La fiducia delle imprese nel settore dei servizi mostra un deciso rimbalzo a marzo (a differenza che nel manifatturiero)



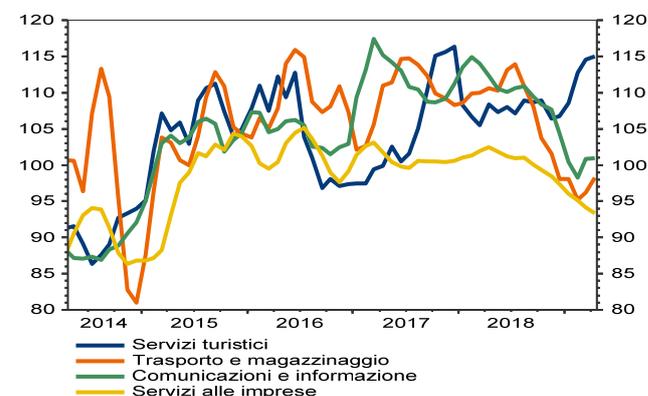
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Le indagini segnalano che il contributo dei servizi al valore aggiunto potrebbe tornare positivo almeno dalla primavera



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Trainante il turismo, segnali di ripresa anche da comunicazioni e trasporti (restano deboli i servizi alle imprese)



Nota: medie mobili a 3 mesi. Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

## Prosegue la ripresa nelle costruzioni

A marzo, le costruzioni sono state l'unico settore che ha registrato un ulteriore miglioramento della fiducia delle imprese secondo l'indagine Istat: l'indice è aumentato da 140,3 a 141,2, toccando un nuovo massimo da 12 anni. La dinamica positiva riflette soprattutto il miglioramento dei giudizi sul livello degli ordini. **La produzione nelle costruzioni è salita per il quarto mese consecutivo a febbraio, accelerando anzi sensibilmente a +3,4% da +1,3% m/m precedente.** La variazione annua si è impennata a +7,8% da -0,3% precedente, ai massimi da oltre un anno. L'output è in rotta per un balzo di +4,3% t/t nel 1° trimestre (dopo il calo di -0,3% t/t visto a fine 2018): sarebbe un record da 11 anni. I dati degli ultimi mesi sono stati favoriti dalle condizioni atmosferiche (basse precipitazioni), è pertanto possibile una correzione a cavallo tra fine inverno e inizio primavera. In ogni caso **le costruzioni, come l'industria in senso stretto, dovrebbero essere tornate a contribuire significativamente alla crescita del valore aggiunto a inizio 2019:** il dato segnala rischi verso l'alto sulla nostra stima di un PIL in crescita di +0,1% t/t a inizio anno.

Nel frattempo, i prezzi delle abitazioni sono calati ancora nel 4° trimestre 2018, di -0,2% t/t, per una flessione annua pari a -0,6% (da -0,8% a/a il trimestre precedente). Il calo su base sia congiunturale che tendenziale è dovuto alle abitazioni esistenti (-0,3% t/t, -0,7% a/a), mentre le case nuove hanno fatto segnare un incremento nel trimestre (+0,3% t/t), pur risultando invariate rispetto a un anno prima (in netta decelerazione rispetto al +1,6% del 3° trimestre); in ogni caso, la variazione media registrata nell'anno 2018 è pari a -1% per le abitazioni esistenti e +1% per quelle nuove. L'unica area geografica che registra un aumento dei prezzi in media annua nel 2018 è il Nord-Est, mentre Centro e Sud mostrano cali marcati. Rispetto alla media del 2010 (primo anno per il quale è disponibile la serie storica), i prezzi delle abitazioni sono diminuiti del 16,9% (-23,2% le abitazioni esistenti, +0,7% quelle nuove). Ciò in una fase in cui **prosegue la ripresa dei volumi di compravendita, che anzi riaccelera a +9,3% a/a.**

### Accelera la ripresa nelle costruzioni...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### ...in particolare nell'ingegneria civile



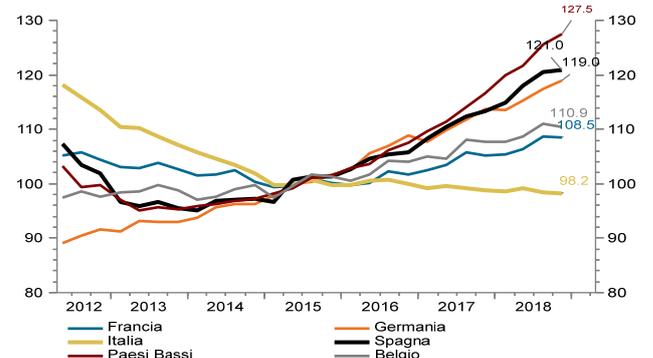
Nota: medie mobile a 3 mesi. Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### La fiducia delle imprese nel settore è su massimi pluriennali...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### ...ma i prezzi delle abitazioni ancora non mostrano una ripresa

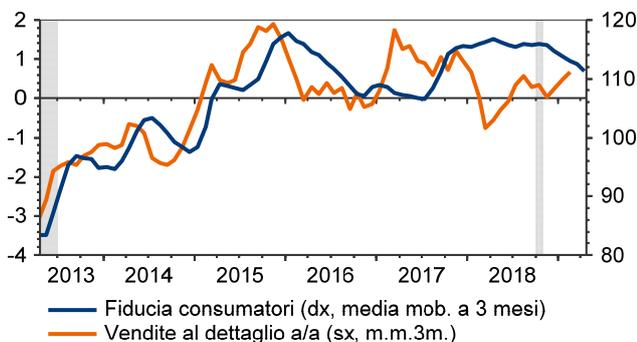


Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

## Segnali meno positivi sui consumi

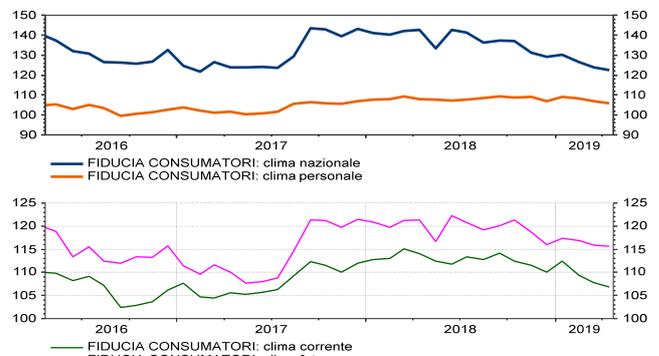
Le vendite al dettaglio sono risultate poco variate a febbraio (+0,1% m/m in valore, -0,1% m/m in volume), per via di un calo degli alimentari compensato da una crescita dei non alimentari. La variazione tendenziale è rallentata lievemente, a 0,9% da 1,2% precedente, frenata soprattutto anche in questo caso dalla diminuzione delle vendite di beni alimentari in volume (-1,7% a/a). A differenza che nei mesi scorsi, risultano in crescita su base annua le imprese operanti su piccole superfici (+1,6%), mentre si ferma nel mese la grande distribuzione (con l'eccezione di *discount* di alimentari e esercizi specializzati) e accelera il commercio elettronico (+17,5%). Gli unici gruppi di prodotti che mostrano un calo delle vendite su base tendenziale sono cartoleria, libri, giornali e riviste (-1%) ed elettrodomestici, radio, tv e registratori (-0,2%); viceversa, spiccano i prodotti per profumeria e cura della persona (+3,8%) e calzature e articoli in cuoio e da viaggio (+3,4%). Nel 1° trimestre, le vendite risultano in rotta per un aumento di 0,4% t/t in valore (dopo la stagnazione di fine 2018) e di 0,3% t/t in volume (in linea con i tre mesi precedenti): **ciò conferma la nostra idea che i consumi reali di contabilità nazionale a inizio 2019 possano evidenziare una variazione di 0,1/0,2% t/t (simile o marginalmente superiore a quella dei tre mesi precedenti)**. Nel frattempo, il morale dei consumatori è sceso per il terzo mese consecutivo ad aprile, da 111,2 a 110,5 (minimo da luglio 2017), affossato da un deterioramento del clima economico, personale e corrente (mentre le aspettative per il futuro registrano una diminuzione più contenuta). Nel 4° trimestre, il reddito disponibile delle famiglie consumatrici è calato di -0,2% t/t in termini nominali e -0,5% t/t in termini reali: è la flessione più ampia rispettivamente da 4 anni e mezzo e da 6 anni. Ciò appare dovuto al calo dell'occupazione nel periodo (-0,2% t/t: seconda flessione consecutiva, non accadeva dal 2013). Peraltro, le famiglie hanno mantenuto un buon ritmo di crescita dei consumi in termini nominali (+0,5% t/t): di conseguenza la propensione al risparmio è calata a 7,6% da 8,2% nel 3° trimestre (dal 2012 ad oggi, solo una volta il tasso di risparmio è stato più basso). Insomma il trend di miglioramento del reddito disponibile sembra essersi interrotto nella prima metà del 2018.

### Il ritmo attuale di crescita delle vendite al dettaglio è più coerente con il livello della fiducia dei consumatori



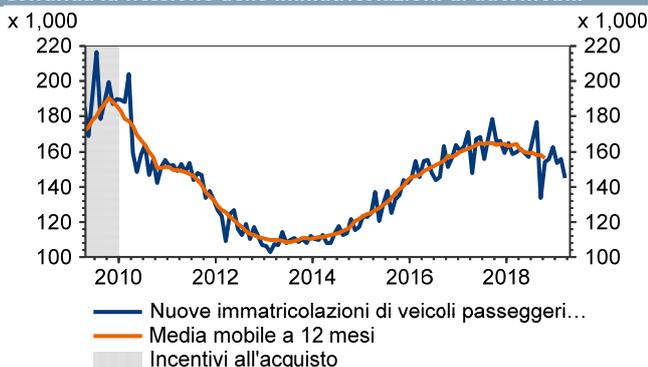
Nota: area ombreggiata=recessione. Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### Il calo recente della fiducia dei consumatori è dovuto soprattutto a situazione corrente e clima nazionale



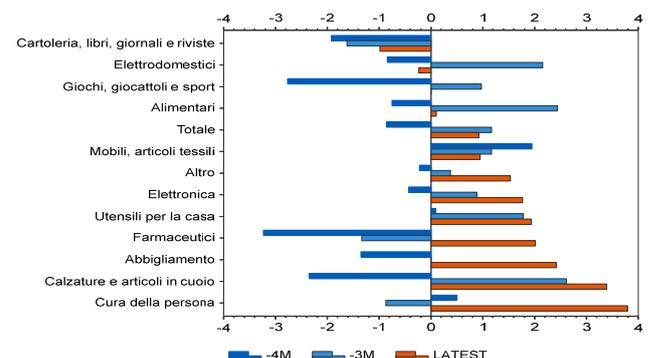
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### Continua la flessione delle immatricolazioni di automobili



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### Il recupero tendenziale delle vendite al dettaglio è diffuso



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

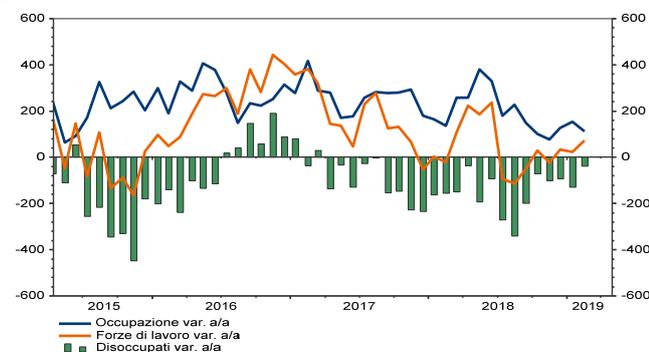
## Sta tornando ad aumentare la disoccupazione

Il tasso di disoccupazione è aumentato al 10,7% a febbraio, da 10,5% precedente. Il dato ha sorpreso verso l'alto. La salita è dovuta sia al calo degli occupati che alla diminuzione degli inattivi (entrambi scesi di -14 mila unità ovvero -0,1% m/m). Il tasso di occupazione è calato di un decimo al 58,6% (uno dei più bassi nell'Eurozona, ma vicino ai massimi dell'ultimo decennio), mentre il tasso di inattività è rimasto stabile al 34,3% (la diminuzione degli inattivi riguarda solo le donne e si concentra tra i 25-34enni e gli ultracinquantenni).

Nel mese, la perdita di posti di lavoro riguarda esclusivamente i dipendenti, sia permanenti (-33 mila unità) che a termine (-11 mila), mentre i lavoratori indipendenti sono aumentati di 30 mila unità. La fascia di età più colpita è quella intermedia (35-49 anni: -74 mila occupati), mentre non si interrompe la crescita dei lavoratori ultracinquantenni (+51 mila unità). Il tasso di disoccupazione giovanile è calato marginalmente, a 32,8% da un precedente 32,9% (rivisto al ribasso di un decimo rispetto alla prima stima). In effetti, la crescita dei disoccupati si è concentrata tra gli ultratrentacinquenni.

I dati mostrano che potrebbe essere iniziata una svolta per il mercato del lavoro. Il picco per il livello degli occupati sembra essere stato nella primavera del 2018, il minimo per il tasso di disoccupazione nell'estate. Da allora, il chiaro rallentamento del ciclo, che ha portato il PIL a una crescita sostanzialmente nulla, ha cominciato a riflettersi sugli indicatori occupazionali. Le indicazioni di famiglie e imprese sull'occupazione restano relativamente espansive se valutate in prospettiva storica, ma mostrano un chiaro ridimensionamento negli ultimi mesi. Nel complesso, è in aumento il rischio che il tasso di disoccupazione possa interrompere il trend di continuo miglioramento degli ultimi anni.

### L'occupazione sta perdendo slancio...



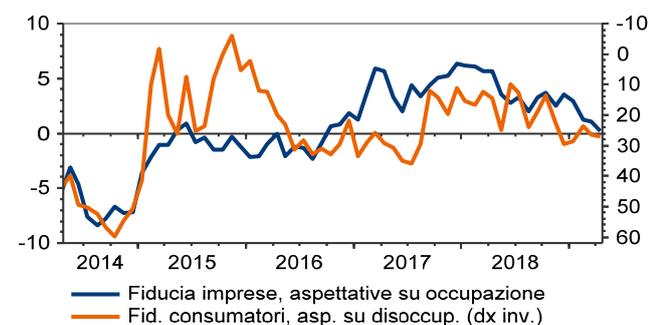
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### ...e il tasso di disoccupazione è in risalita



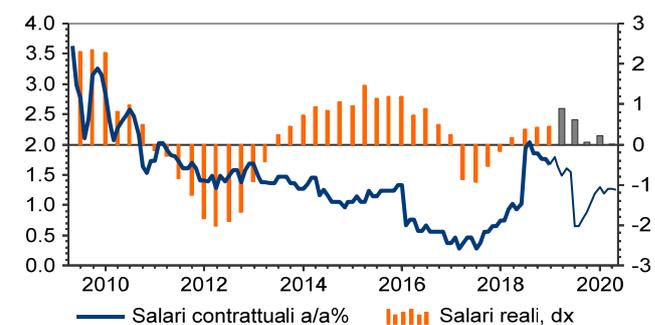
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### Neutrali le indicazioni di famiglie e imprese sull'occupazione



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### Il picco per le retribuzioni potrebbe essere alle spalle

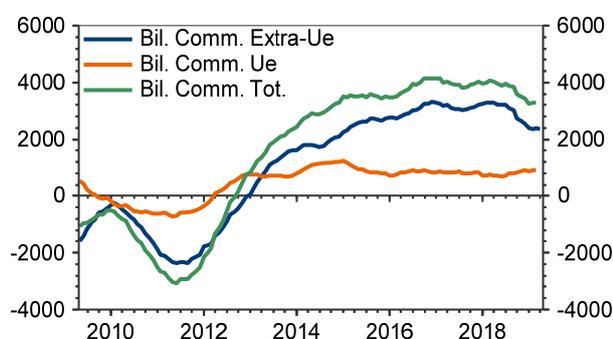


Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

## Il commercio estero resta debole, ma contribuisce al PIL

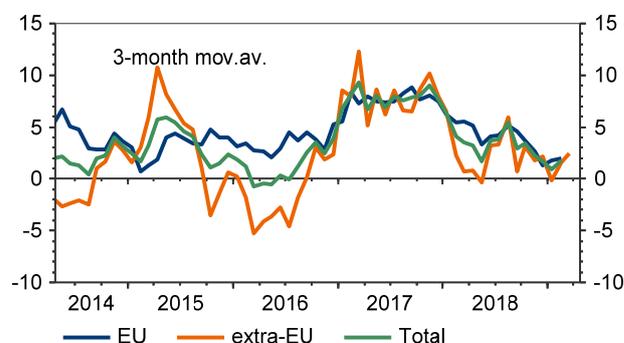
I dati di febbraio sul commercio estero hanno evidenziato una correzione per le esportazioni (-1,1% dopo il +2,6% m/m di gennaio) a fronte di importazioni stabili (dopo il -4% m/m precedente). Di conseguenza, il saldo in termini destagionalizzati è peggiorato a 4 mld da 4,5 mld di gennaio. Nel mese, la flessione dell'export è dovuta ai Paesi extra-UE e ai beni di consumo specie durevoli e ai beni intermedi. Entrambi i flussi accelerano lievemente rispetto a un anno prima (export +3,4%, import +3,3%). La crescita tendenziale delle vendite all'estero è spinta da mezzi di trasporto autoveicoli esclusi (+20,1%, grazie alla cantieristica navale), alimentari, pelletteria, farmaceutica e abbigliamento; restano in rosso gli autoveicoli (-5,4%). In progresso del 20% le consegne verso Stati Uniti, Giappone e Regno Unito (in questo caso, **potrebbe trattarsi di anticipi in vista della Brexit**: farmaceutici +50,9%, autoveicoli e alimentari +21,7% a/a). Restano in rosso le vendite verso Turchia (-28,9%), Paesi OPEC (-7,8%) e Polonia (-10,5%, si tratta di grandi commesse di mezzi di trasporto diversi dagli autoveicoli). I dati di marzo sul commercio estero coi Paesi extra-UE mostrano una seconda flessione consecutiva per le esportazioni (-0,4% dopo il -2,3% m/m di febbraio) a fronte di un rimbalzo per le importazioni (+0,4% dopo il -0,1% m/m precedente). Specularmente rispetto al mese precedente, si nota un'ampia flessione dei beni strumentali (dovuta alle vendite di navi a febbraio) a fronte di un balzo per i beni di consumo. Entrambi i flussi tornano in negativo su base annua (export -2,7%, import -0,5%); tuttavia, al netto delle vendite di navi a marzo 2018 e febbraio 2019, l'export sarebbe in crescita di +1,5% m/m e +0,4% a/a. Al lordo di tali movimenti occasionali, si nota un calo a due cifre verso Paesi MERCOSUR, Turchia e Stati Uniti, e viceversa un aumento significativo verso Svizzera (+17,3%) e Giappone (+6,1%). Nel 1° trimestre, l'export è cresciuto di +0,3% t/t (da +2,9% di fine 2018), l'import è calato di -4,7% (da +0,5% precedente). In sintesi, i dati sul commercio estero sono risultati altalenanti a inizio 2019, e non mostrano ancora una chiara inversione di tendenza in senso positivo. Tuttavia, gli scambi commerciali dovrebbero aver dato un contributo ancora positivo al PIL a inizio 2019.

Saldo commerciale in ripiegamento dai massimi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Export in modesto recupero



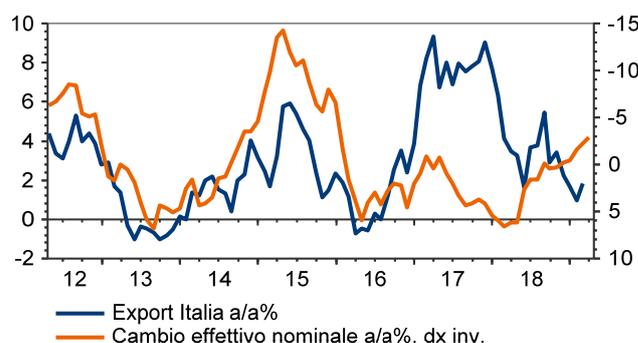
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

La domanda mondiale resta in rallentamento...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

...ma il tasso di cambio è più favorevole rispetto a un anno fa



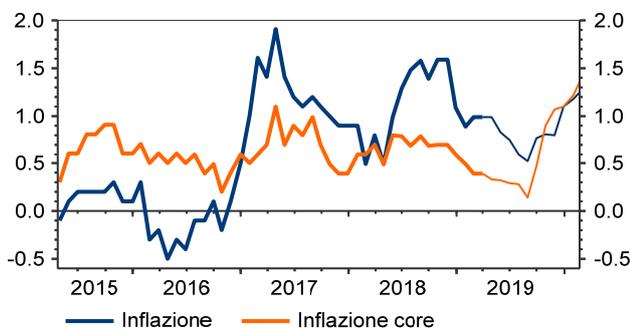
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

## Inflazione invariata a marzo, possibile un calo nei prossimi mesi

L'inflazione è rimasta invariata a marzo, all'1% a/a secondo l'indice nazionale e all'1,1% in base all'armonizzato. Nel mese i prezzi sono saliti di tre decimi sul NIC e di 2,3% m/m sull'IPCA (che tiene conto del rientro dei saldi invernali). I dati sono risultati lievemente superiori alle attese sia nostre che di consenso. Nel mese, sull'indice nazionale, come atteso il maggior contributo al rialzo congiunturale dei prezzi (due decimi sui tre complessivi) è dovuto ai trasporti (+1,3% m/m, 1,2% a/a da 0,6% precedente), per via soprattutto dei rincari dei carburanti. Inoltre, sono rimbalzati parzialmente, dopo il deciso calo del mese scorso, i prezzi delle comunicazioni (+0,7% m/m). In aumento anche bevande alcoliche e tabacchi, servizi ricettivi e di ristorazione, abbigliamento e calzature, altri beni e servizi. Viceversa, hanno registrato una flessione dei listini gli alimentari e le spese per il tempo libero (-0,6% e -0,4% m/m), e, in minor misura, i servizi sanitari e le spese per la salute (-0,1% m/m). L'inflazione di fondo è anch'essa invariata a 0,4% a/a. Tuttavia, è in ribasso il cosiddetto "carrello della spesa", sulla scia proprio degli alimentari. In prospettiva, ad aprile una spinta al ribasso sui prezzi verrà dal significativo calo delle tariffe di gas e luce; pensiamo che l'inflazione possa toccare un punto di minimo a 0,5-0,6% ad agosto, prima di rimbalzare nei mesi successivi, tornando di poco superiore all'1% a fine anno. Ma bisognerà aspettare il 2020 per vedere un indice stabilmente sopra l'1%.

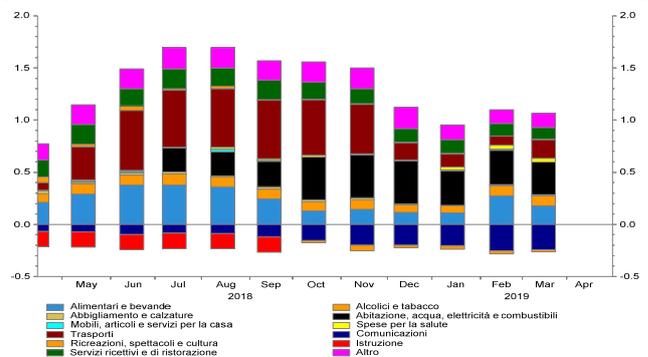
I prezzi alla produzione nell'industria sono calati di -0,1% m/m a febbraio, e di -0,2% m/m sul mercato interno (per effetto soprattutto dell'energia ma anche dei beni di consumo non durevoli, mentre durevoli e beni strumentali hanno registrato un aumento di un decimo). La variazione annua è scesa da 3,4% a 3,1%. I prezzi restano più sostenuti sul mercato interno (3,9%) che su quello estero (0,7%), per via soprattutto dell'energia (+10,1%), mentre gli altri gruppi di industrie fanno segnare un incremento annuo assai contenuto. Insomma **non si registrano pressioni core a monte della catena produttiva**.

La tendenza per l'inflazione dovrebbe essere al ribasso fino all'estate e in risalita successivamente



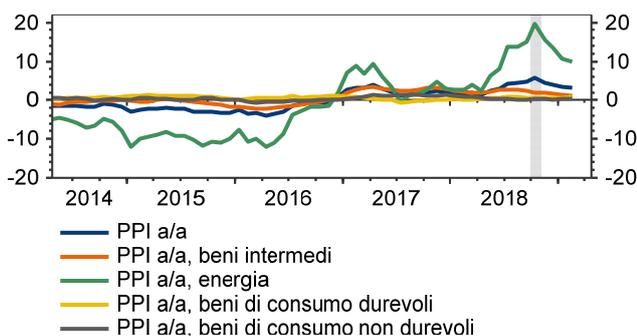
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Di recente, la frenata degli alimentari è stata compensata dall'accelerazione dei trasporti



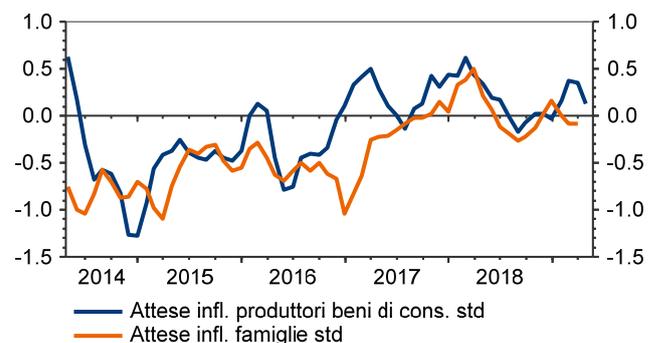
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Il PPI (+3,1% a/a a febbraio) segnala un rientro delle pressioni a monte della catena produttiva, specie sull'energia



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Le attese inflazionistiche di famiglie e imprese rimangono in un'area di neutralità



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

## Tendenze del settore bancario italiano

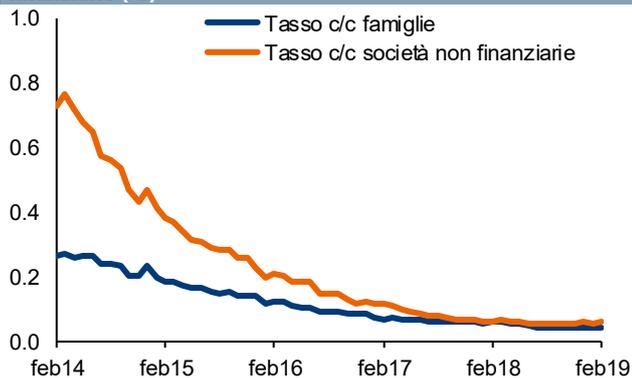
### Tassi sui nuovi mutui alle famiglie riaggiustati verso il basso

Il mese di febbraio non ha portato sostanziali novità sul versante dei tassi passivi. È proseguito il calo del costo medio dello stock di raccolta da clientela, grazie anche alla riduzione del tasso sulle obbligazioni in essere. D'altro canto, si è confermata la ripresa dei tassi sui nuovi depositi con durata prestabilita. Dal lato dei tassi sui nuovi prestiti, il medio sulle erogazioni alle società non-finanziarie è tornato a salire, dopo la stabilità di gennaio, trainato dal tasso sulle erogazioni di minore importo e da un effetto composizione, per l'aumento della componente con pricing più elevato. Diversamente, i tassi sui nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si sono riaggiustati leggermente verso il basso, soprattutto il tasso variabile, come prevedibile dopo l'aumento di inizio 2019. Tuttavia, le stime ABI vedono un calo anche a marzo.

Elisa Coletti

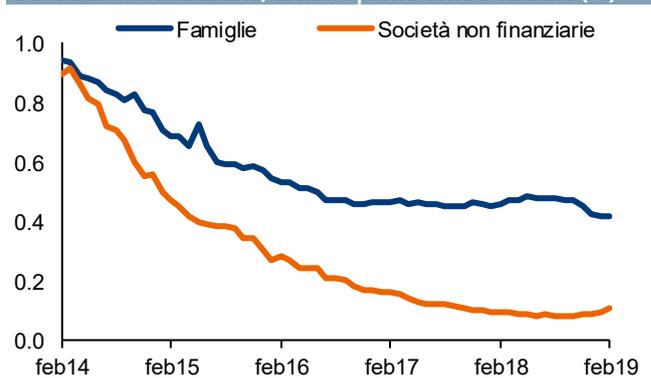
**Il tasso medio sullo stock dei depositi è rimasto invariato a febbraio, a 0,36% per il 3° mese consecutivo, ed è visto allo stesso livello a marzo,** secondo le anticipazioni ABI. Analogamente, il tasso medio sui conti correnti è stimato stabile per marzo, allo 0,05% registrato a febbraio.

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



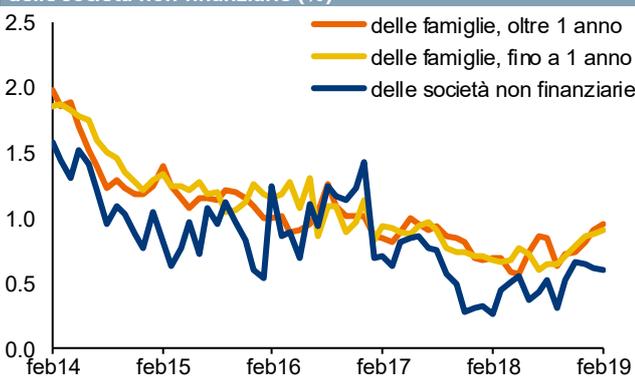
Fonte: Banca d'Italia

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 (%)

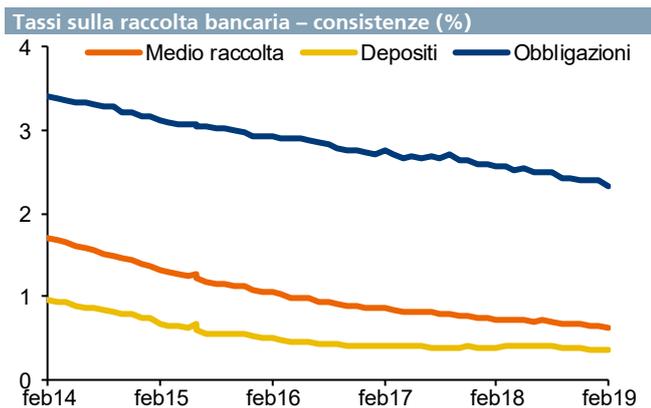


Fonte: Banca d'Italia

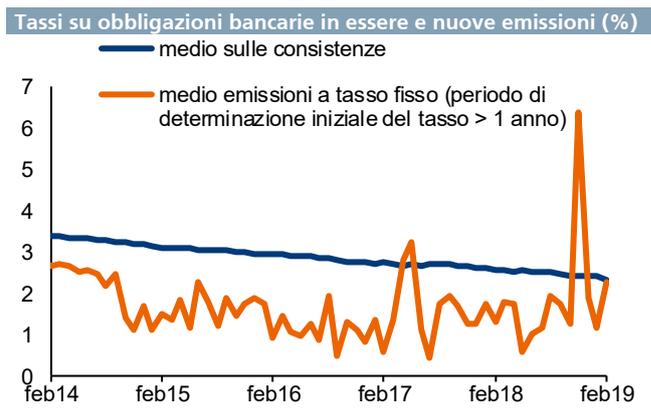
Per il quinto mese consecutivo, è proseguita, invece, la risalita dei tassi sui nuovi depositi a tempo delle famiglie. In dettaglio, quello sulle durate superiori a 1 anno è aumentato di 5pb m/m a 0,96%, per un totale di +33pb in cinque mesi. Similmente, il tasso sulle scadenze più brevi, inferiori all'anno, è aumentato di 3pb m/m e 31pb in sette mesi a 0,90%. Complessivamente, il tasso medio sui nuovi depositi a tempo delle famiglie è risultato pari a 0,93%, 29pb più alto rispetto a settembre 2018. Parallelamente, il tasso sui depositi con durata

prestabilita delle imprese si è aggiustato lievemente al ribasso per il 3° mese consecutivo, di 1pb m/m a 0,60%.

Il tasso medio sullo stock di obbligazioni a febbraio è risultato significativamente in calo dal 2,39% di inizio anno al 2,33%, ed è visto ancora marginalmente in riduzione a marzo, a 2,32% secondo le stime ABI. Pertanto, il costo complessivo della raccolta da clientela è risultato anch'esso in discesa a febbraio, a 0,63% (-1pb m/m), mentre dovrebbe stabilizzarsi a marzo, sulla base delle stime ABI.

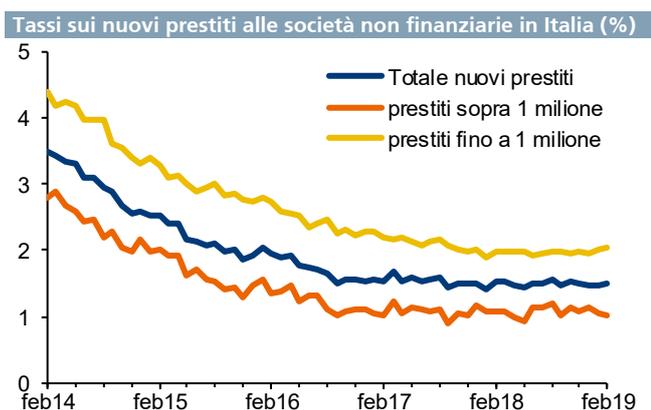


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

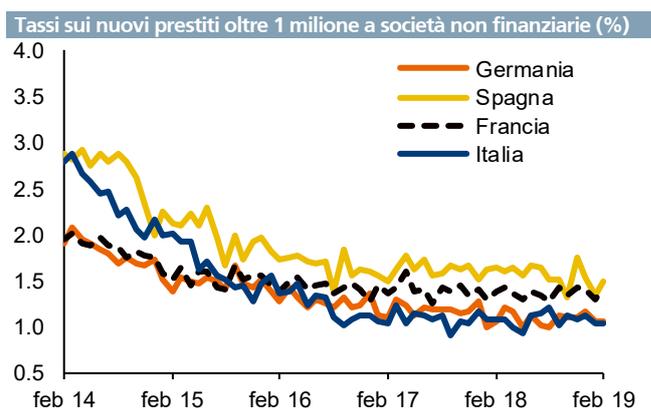


Fonte: Banca d'Italia

Dal lato dei tassi sui nuovi prestiti, a febbraio il tasso medio sulle erogazioni alle società non finanziarie è tornato in rialzo, dopo la stabilità di gennaio, a 1,51% dall'1,47% dei due mesi precedenti. Circa metà del rialzo di 4pb m/m è dovuto a un effetto composizione, per l'aumento nel mese della quota di erogazioni di minore dimensione, pari al 48% del totale dal 44% di gennaio. Tuttavia, secondo le stime ABI il tasso medio è visto in calo a marzo, di ben 8pb m/m a 1,43% che, se confermato, sarebbe prossimo al minimo storico di 1,42% toccato a inizio del 2018. Guardando alle componenti, a febbraio risultano confermati il calo del tasso sui nuovi prestiti di maggiore entità, di -1pb m/m a 1,03%, e l'aumento di quello sulle erogazioni inferiori a 1 milione, di 2pb m/m a 2,05%.

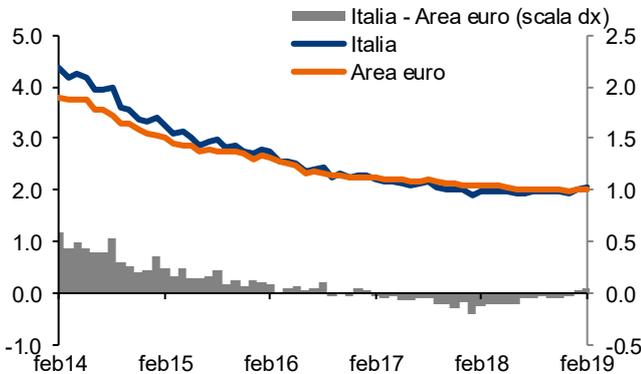


Fonte: Banca d'Italia



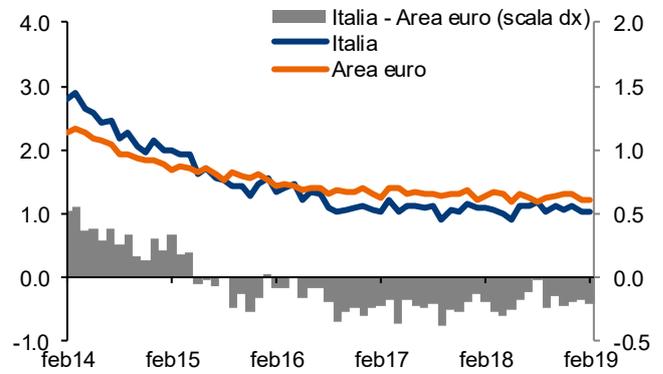
Fonte: BCE

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 (%)

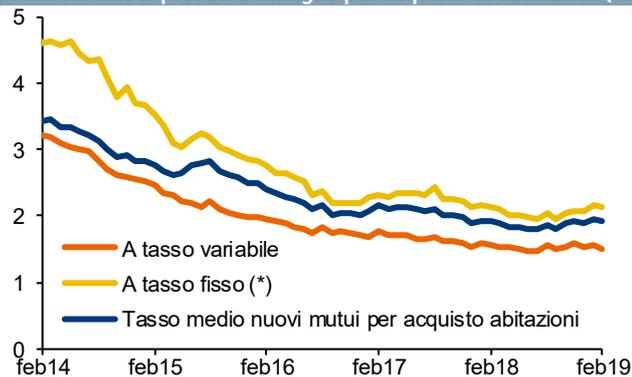


Fonte: Banca d'Italia, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Di conseguenza, nel confronto europeo si è confermato il ritorno in positivo del differenziale tra il tasso italiano sui prestiti fino a 1 milione e la media dell'area euro, come già emerso a gennaio, a +0,05% da +0,03% del mese precedente. Per il tasso sui nuovi prestiti oltre 1 milione, il differenziale negativo con l'Eurozona è rimasto ampio e pari a -20pb, da -18pb del mese precedente.

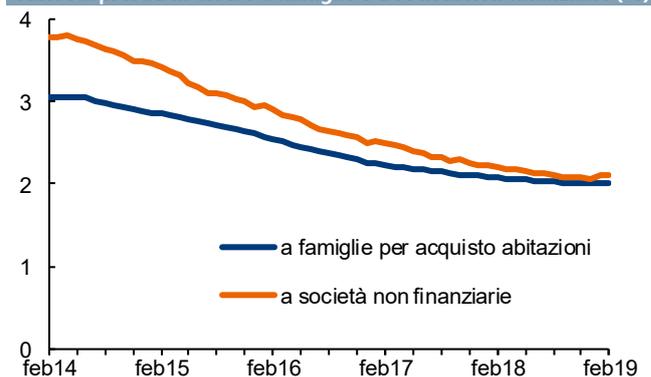
Come prevedibile, dopo l'aumento di inizio 2019, i tassi sui nuovi prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni si sono riaggiustati leggermente verso il basso, a 1,91% (-4pb m/m), e sono visti ancora in calo della stessa misura a febbraio, a 1,87% secondo le anticipazioni ABI. Il calo di febbraio è stato più marcato per il tasso variabile, pari a -6pb m/m a 1,50%, tanto che si è annullato l'aumento di gennaio. Diversamente, il tasso fisso ha mostrato maggior resistenza, riducendosi soltanto di 1pb m/m a 2,14%. A seguito di questi movimenti, il differenziale tra tasso fisso e variabile si è ampliato significativamente negli ultimi mesi, tornando a 64pb da una media di 49pb nel periodo da aprile a novembre 2018.

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



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

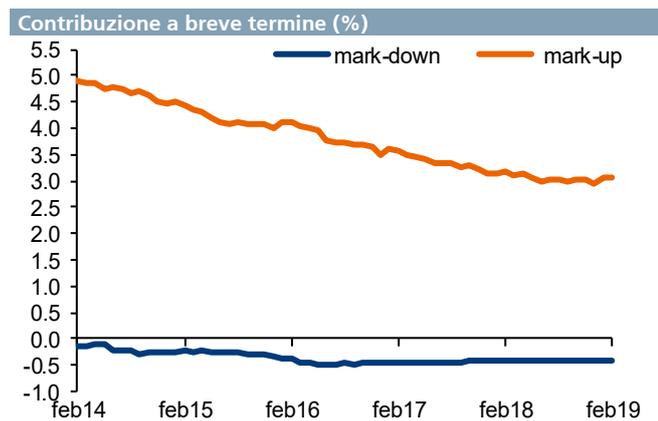
Tassi sui prestiti in essere a famiglie e a società non finanziarie (%)



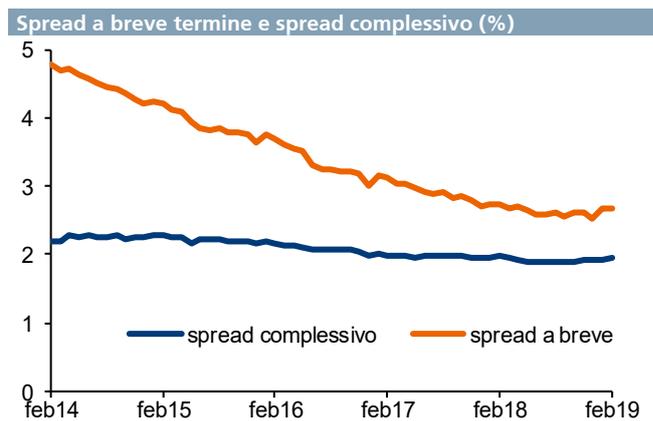
Fonte: Banca d'Italia

Quanto al tasso medio sullo stock dei prestiti, dopo la risalita di gennaio, è rimasto in lieve aumento, sebbene pari soltanto a 1pb m/m a 2,59%, che sarebbe stato riassorbito a marzo, secondo le stime ABI.

A febbraio si è quindi avuto un ulteriore miglioramento della forbice tra tassi attivi e passivi, da 1,93% a 1,96%, che dovrebbe essere seguito da una piccola riduzione a marzo, di -1pb m/m sulla base delle stime ABI. La contribuzione dei depositi a vista è risultata invece invariata a febbraio, col mark-down<sup>2</sup> a breve ancora pari a -0,41%, in linea con i tre mesi precedenti. Dato il recupero dei tassi attivi a breve registrato a inizio anno, il mark-up è rimasto sopra il 3%, a 3,08% (+1pb m/m e +14pb su fine 2018).



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



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

<sup>2</sup> Differenza tra Euribor a 1 mese e tasso sui conti correnti di famiglie e imprese.

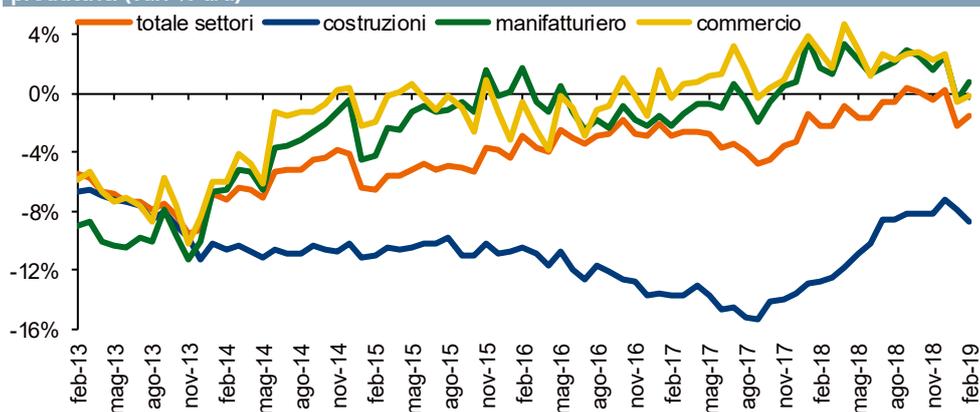
## In calo di circa un terzo le rinegoziazioni dei mutui stipulati dalle famiglie

Elisa Coletti

A febbraio l'andamento dei prestiti alle società non finanziarie è migliorato leggermente, anche se la variazione dello stock è rimasta in negativo. I dati dei prestiti vivi mostrano che il recupero è stato trainato dai finanziamenti alle imprese del manifatturiero mentre per quelli alle costruzioni il calo dello stock si è intensificato. I flussi lordi mensili sono tornati in aumento, ma il cumulato dei primi due mesi è rimasto in calo. La dinamica dello stock di prestiti alle famiglie si è confermata, pari a +2,6% come nei due mesi precedenti. Febbraio è stato un mese ancora negativo per le erogazioni di mutui e le indicazioni provenienti dalla domanda sono peggiorate. Infatti, a marzo si è verificato un calo accentuato delle richieste di nuovi mutui e surroghe, pari a -9,2% a/a, che fa prospettare risultati ancora negativi per le erogazioni. Nel complesso, a febbraio la crescita dei prestiti al settore privato è migliorata lievemente a +1,2% a/a dallo 0,9% di gennaio e le stime ABL per marzo confermano il trend più debole, con una variazione dell'1%.

A febbraio l'andamento dei prestiti alle società non finanziarie è migliorato leggermente, restando però in negativo, con una variazione di -0,1% a/a, dopo il calo dello 0,7% registrato a gennaio (dati corretti per le cartolarizzazioni, si ricorda che su queste variazioni potrebbe aver inciso un effetto base). I dati dei prestiti al netto delle sofferenze (prestiti vivi) dettagliati per settore di attività economica mostrano che il recupero è stato determinato dai finanziamenti alle imprese manifatturiere, tornati in crescita, dopo un mese di gennaio in calo (+0,7% a/a lo stock di prestiti vivi a febbraio, dal -0,5% di gennaio; questi dati includono le famiglie produttrici). Più modesto è stato il miglioramento dei prestiti vivi alle imprese del commercio, rimasti lievemente in calo, a -0,1% a/a dal -0,6% di gennaio. Diversamente, l'andamento dei prestiti vivi alle costruzioni è peggiorato, con un'accentuazione del calo a -8,7% a/a dal -7,9% di inizio 2019, che configura un'inversione del trend di miglioramento registrato in precedenza. Nel complesso i prestiti vivi alle imprese sono rimasti in calo dell'1,5% a/a, meno intenso di quanto visto a gennaio (-2,2%) ma peggiore rispetto alla sostanziale stabilità riscontrata nel 2° semestre 2018 (-0,2% a/a in media), che aveva registrato alcuni mesi di lieve aumento.

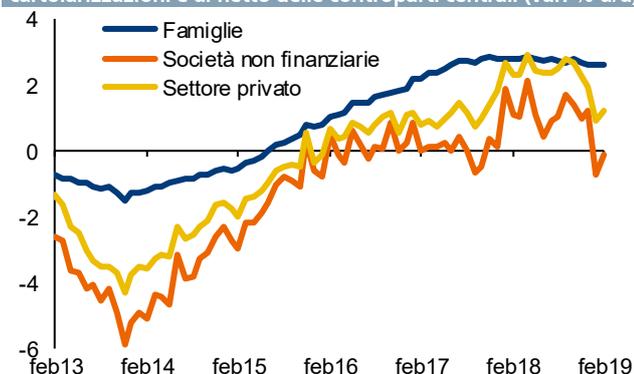
Prestiti vivi per i principali settori di attività economica, società non-finanziarie e famiglie produttrici (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Anche per i flussi mensili a febbraio si è registrato un miglioramento del trend. Nel complesso, le erogazioni lorde a società non finanziarie sono cresciute del 7,3% senza però compensare il calo dell'11,1% registrato a gennaio, tanto che il flusso cumulato nei due mesi è rimasto in riduzione del 3,3% (si ricorda che tali dati non comprendono i finanziamenti in conto corrente; inoltre, sono al netto delle rinegoziazioni). In dettaglio, le erogazioni fino a 1 milione sono cresciute a febbraio del 2,8% a/a, annullando il calo del 2,5% del mese precedente, che faceva seguito a 20 mesi di crescita senza soluzione di continuità. Per i flussi oltre 1 milione, il recupero di febbraio, con un aumento del 12,3%, non è stato sufficiente a controbilanciare la forte flessione di gennaio (-17,4% a/a) tanto che il flusso lordo del bimestre è rimasto in calo del 6,1%.

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

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



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

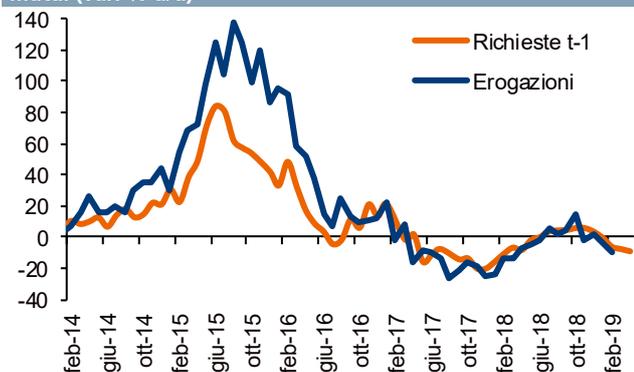
Il ritmo di crescita dei prestiti alle famiglie si è confermato solido, pari a 2,6% a/a, come nei due mesi precedenti (dati corretti per le cartolarizzazioni). Il credito al consumo concesso dalle banche è rimasto particolarmente vivace, registrando volumi di nuove operazioni mensili in crescita a due cifre, pari a +17% a/a in analogia con gennaio. Lo stock di credito al consumo ha mantenuto un passo sostenuto, del +8,8% a/a a febbraio, dall'8,6% di gennaio.

Diversamente, anche a febbraio i mutui hanno visto un calo delle erogazioni, che si è intensificato a -9,3% a/a dal -3,9% di gennaio, dopo un ritorno in lieve aumento a fine 2018 a +1,5%. Inoltre, le indicazioni provenienti dalla domanda continuano a essere negative e in peggioramento, come mostrano le rilevazioni CRIF che riportano un notevole calo delle richieste di nuovi mutui e surroghe, pari a -9,2% a/a a marzo dal -7,8% di febbraio, con un cumulato del 1° trimestre in flessione del 7,9%. Ciò fa prospettare risultati ancora in calo per le erogazioni.

Per il secondo mese consecutivo, la flessione delle erogazioni è stata determinata dalla caduta delle rinegoziazioni, pari a -32,6% a/a, in linea col -32,2% di gennaio. A febbraio anche i nuovi contratti di mutuo si sono indeboliti, tornando leggermente in calo a -0,5% a/a dopo otto mesi di aumenti (+7,3% a gennaio). In termini di quota sul totale delle erogazioni, le rinegoziazioni sono risultate pari al 20,3%, in linea con gennaio e con la media del 4° trimestre 2018.

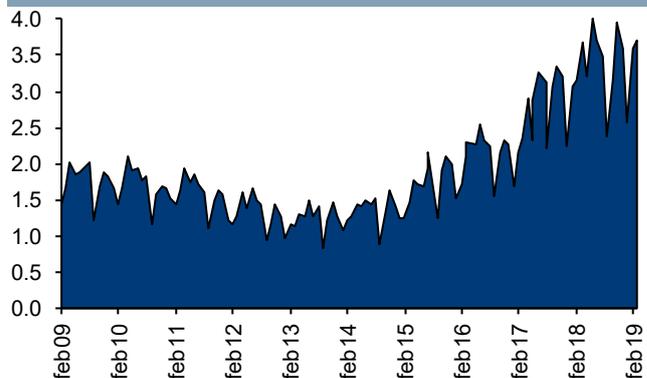
Inoltre, a febbraio le erogazioni a tasso fisso sono tornate in riduzione, a -5% a/a, dopo sette mesi di aumenti. Più forte si è confermato il calo delle erogazioni a tasso variabile, in negativo per il nono mese consecutivo e a due cifre come nei tre mesi precedenti (-16,7% a/a, in linea con gennaio e dicembre 2018).

Flussi lordi di prestiti per acquisto di abitazioni e richieste di mutui (var. % a/a)



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

Erogazioni alle famiglie per credito al consumo (EUR mld)



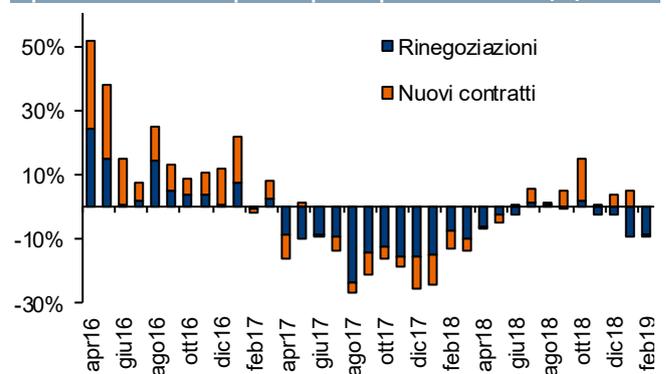
Fonte: Banca d'Italia

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



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nel complesso, a febbraio la crescita dei prestiti al settore privato è migliorata lievemente a **1,2% a/a** dallo 0,9% di gennaio (dati al netto delle controparti centrali e corretti per le cartolarizzazioni). Con una **crescita stimata pari all'1% a/a per marzo 2019**, le anticipazioni ABI confermano il ritmo rallentato emerso a inizio 2019, che sarebbe più che dimezzato rispetto alla media del +2,4% a/a nel 2018.

## La crescita dei depositi delle famiglie prosegue al ritmo del 3%

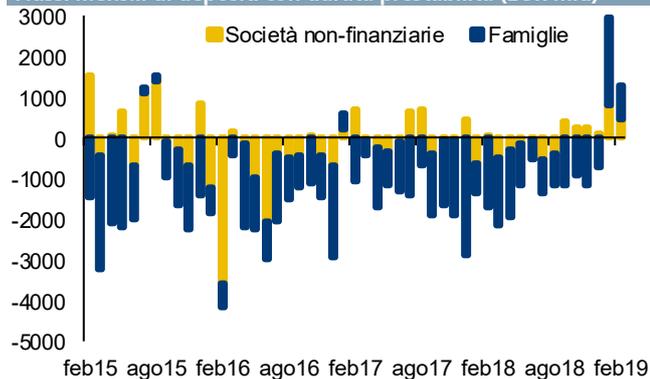
A febbraio, i conti correnti hanno mantenuto il trend più moderato, per effetto della frenata di quelli delle società non finanziarie. In parallelo, anche il secondo mese dell'anno ha visto un flusso netto positivo verso i depositi con durata prestabilita, sia delle famiglie sia delle imprese. I depositi complessivi sono quindi rimasti in crescita, del 3% per le famiglie e del 2,8% per l'aggregato totale, un ritmo che dovrebbe essere proseguito a marzo secondo le anticipazioni ABI. Inoltre, le obbligazioni hanno confermato il calo più moderato. Nel complesso, la raccolta da clientela è risultata in crescita sia a febbraio, sia a marzo secondo le stime ABI.

Elisa Coletti

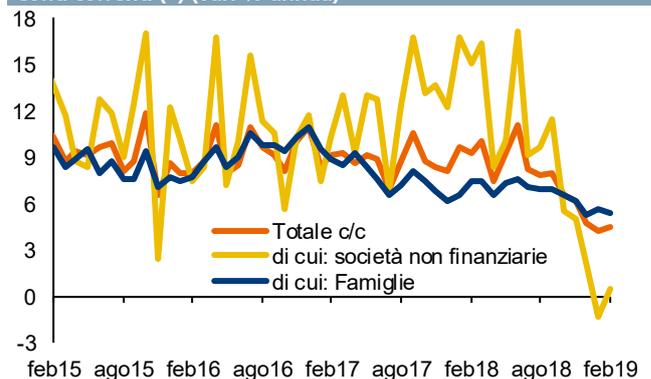
A febbraio i conti correnti hanno proseguito nel trend più moderato, con una crescita del 4,5% a/a, in linea col +4,2% di gennaio, dopo il rallentamento registrato nel corso del 2018 (dal +10,7% di giugno al +4,8% di dicembre). Il passo meno sostenuto è legato alla frenata dei conti correnti delle società non-finanziarie che a febbraio hanno evidenziato una variazione marginalmente positiva, dello 0,5% a/a, dopo il calo emerso a inizio anno e la brusca decelerazione segnata da ottobre 2018 in poi. Diversamente, per i conti correnti delle famiglie, la crescita si mantiene robusta, pari a +5,4%, in linea con i due mesi precedenti (+5,7% a/a a gennaio e 5,3% a fine 2018), ma anch'essa comunque in rallentamento dal +6,9% medio registrato da gennaio a novembre 2018.

Come già emerso a inizio anno, febbraio ha confermato i segni di recupero dei depositi con durata prestabilita. Quelli delle società non finanziarie hanno registrato un flusso netto moderatamente positivo per il 6° mese consecutivo, col tasso di variazione rafforzatosi a +3,9% a/a dopo essere tornato in crescita a gennaio (dell'1% a/a). Anche per i depositi con durata prestabilita delle famiglie il flusso netto è stato positivo, pari a 859 milioni, sebbene più moderato rispetto a gennaio quando l'incremento era stato di quasi 2.2 miliardi. Per il segmento delle famiglie, il tasso di variazione è rimasto in calo, ma circa dimezzato rispetto a quanto registrato l'anno passato (-10,8% a/a dal -20,3% medio nel 2018). Tale ripresa è coerente con la risalita dei tassi di interesse offerti sui nuovi depositi con durata prestabilita.

Flussi mensili di depositi con durata prestabilita (EUR mld)



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



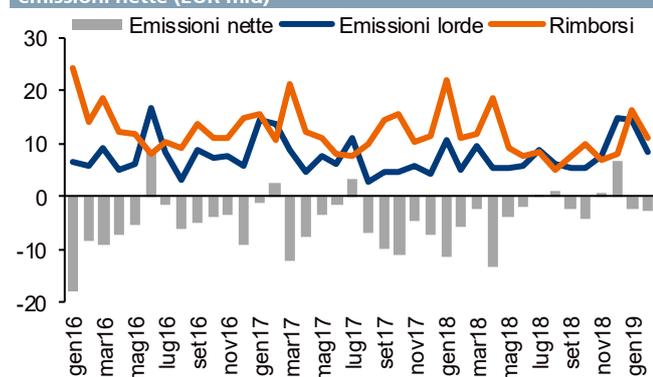
Considerate tutte le componenti, i depositi delle famiglie hanno mantenuto il ritmo di crescita, pari a 3,1% a/a a febbraio, in linea col 3% di gennaio, mentre quelli delle società non finanziarie sono tornati lievemente in aumento, dello 0,5% dopo il calo segnato a inizio anno (-1,3% a/a). Complessivamente, la crescita dei depositi si è ripresa leggermente, passando dal 2,3% di gennaio al 2,8% a/a di febbraio, un ritmo che dovrebbe essere proseguito anche a marzo, secondo le anticipazioni ABI (+3,0% dal 3,1% di febbraio, sulla base di dati omogenei).

Per le obbligazioni, la flessione si è confermata più moderata, pari a -10% a/a come a gennaio. Il miglioramento del trend negativo è emerso a fine 2018, quando il saldo netto tra emissioni

lorde e rimborsi è risultato pari a +6,8 miliardi, dopo che nel resto dell'anno le emissioni nette erano state complessivamente pari a -42 miliardi. Il rallentamento del calo sarebbe proseguito a marzo, col -8,6% a/a secondo le stime ABI.

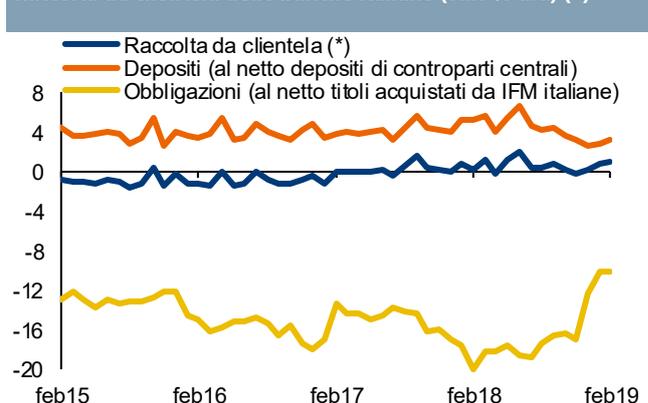
Benché ancora fortemente in negativo, il rapido miglioramento del tasso di variazione delle obbligazioni sta sostenendo una **crescita della raccolta complessiva da clientela**, pari a +1,1% a febbraio che fa seguito al +0,7% a/a di gennaio, dallo 0,2% di fine 2018. L'andamento sarebbe confermato per marzo, con un aumento dell'1,2% a/a, secondo le stime ABI. Includendo il rifinanziamento BCE, il cui ammontare è inferiore del 3,2% a/a, e la provvista estera, **a febbraio la raccolta totale è cresciuta del 2,1% rispetto a dodici mesi prima**.

Obbligazioni emesse da banche: emissioni lorde, rimborsi ed emissioni nette (EUR mld)



Fonte: Banca d'Italia

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Servizio Macroeconomic Analysis

Ufficio Macro & Fixed Income Research

Paolo Mameli – Economista macro Italia

02 87962128

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Servizio Industry & Banking

Ufficio Banking

Elisa Coletti – Economista Banche

02 87962097

elisa.coletti@intesasnpaolo.com

Valentina Dal Maso

0444339871

valentina.dalmaso@intesasnpaolo.com

Federico Desperati

02 87962513

federico.desperati@intesasnpaolo.com

Clarissa Simone

02 87935939

clarissa.simone@intesasnpaolo.com

## Appendice

### 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 Banca IMI S.p.A. Milano, Banca IMI SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Banca 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. Banca IMI S.p.A. e Intesa Sanpaolo S.p.A. sono entrambe società del Gruppo Intesa Sanpaolo. Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. sono entrambe banche autorizzate dalla Banca d'Italia ed entrambe sono regolate 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.

Né Intesa Sanpaolo S.p.A. né Banca IMI S.p.A. 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. e Banca IMI S.p.A.

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

Per i soggetti residenti in Italia: il presente documento è distribuito esclusivamente a clienti professionali e controparti qualificate come definiti nel Regolamento Consob no. 20307 del 15.02.2018, come successivamente modificato ed integrato, in formato elettronico e/o cartaceo.

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 Banca IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi il dettaglio dei contatti sopra).

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e 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 Banca IMI e/o 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 Banca IMI e/o 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 Thomson Reuters-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://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita\\_dlgs\\_231\\_2001.jsp](https://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_dlgs_231_2001.jsp) 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 separatezza 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://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita\\_doc\\_governance.jsp](https://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_doc_governance.jsp), ed in versione sintetica sul sito di Banca IMI S.p.A. all'indirizzo <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chiamo/documentazione/normative.html>. 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://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita\\_wp\\_studi.jsp](https://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_wp_studi.jsp) 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 and Fixed Income Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Banca IMI S.p.A., una delle società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, 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.