

Quanto è probabile che l'Italia torni in recessione?

Un'analisi Probit segnala, sulla base di variabili di diverso tipo (indici di fiducia, indicatori "compositi", variabili del credito e finanziarie), che la probabilità che l'economia italiana torni in recessione in un orizzonte di 12 mesi non è trascurabile (nel range 20-40%, più vicina alla parte bassa dell'intervallo di stima per gli indicatori maggiormente anticipatori). Viceversa, la probabilità di una "grave recessione" simile a quella del 2008-09 e del 2011-13 appare molto più contenuta (in un range tra zero e 10% per la media degli indicatori).

Come noto, l'Italia è tornata a crescere a inizio 2019, a un ritmo di +0,2% t/t, dopo essere entrata in recessione "tecnica" nella seconda metà dell'anno scorso (-0,1% t/t nel 3° e 4° trimestre). Molti indicatori però, con particolare riguardo agli indici di fiducia delle imprese, non hanno da allora evidenziato un vero punto di svolta in senso espansivo. Ai fini di calcolare quale sia la probabilità che l'Italia possa tornare in recessione a partire dal 2° trimestre, abbiamo utilizzato un modello Probit¹, usando come variabile binaria dipendente (Y) *RECESSION* (con Y=1 a segnalare i trimestri di recessione almeno "tecnica", ovvero un periodo di almeno due trimestri consecutivi di calo del PIL; in Italia infatti non esista una datazione "ufficiale" dei periodi recessivi, simile a quella che il CEPR² svolge per l'Eurozona). Abbiamo anche cercato di stimare la probabilità non di recessione "tecnica" o "lieve" ma di FORTE RECESSIONE (*BIG REC*, con Y=1 quando l'economia è in recessione, il PIL su base congiunturale cala di oltre -0,2% t/t e quello su base tendenziale di oltre -0,5% a/a). In pratica, in Italia negli ultimi 20 anni ci sono stati 6 episodi recessivi: Q2-Q3 2001, Q1-Q2 2003, Q2-Q4 2007, Q2 2008-Q2 2009, Q3 2011-Q2 2013, Q3-Q4 2018. Solo gli episodi del 2008-09 e del 2011-13 sono considerati "forti recessioni".

Tra le variabili indipendenti abbiamo considerato tre tipi di variabili: 1) indici di fiducia; 2) indicatori "compositi"; 3) indicatori del credito; 4) variabili finanziarie.

1) INDICI DI FIDUCIA: il modo più "banale" per prevedere la probabilità di recessione è guardare al livello (o al trend) degli indici di fiducia. Si tratta per la maggior parte dei casi comunque di indicatori anticipatori di breve termine, che consentono di prevedere l'andamento del ciclo con un orizzonte raramente oltre i 3 mesi (dunque sovente di indicatori coincidenti del ciclo su base trimestrale). Tra questi abbiamo considerato:

a) Indice di fiducia delle imprese manifatturiere diffuso dall'Istat: il più "quotato" e "consolidato" indice di fiducia delle aziende ha una percentuale di successo nel segnalare una recessione piuttosto bassa (2 su 6), ma non dà falsi segnali, ed ha colto (sempre senza falsi segnali) tutte le "grandi recessioni". Tuttavia, l'indice risulta non anticipatore ma coincidente. Tale indicatore segnala una probabilità piuttosto bassa di "grande recessione" (2%), ma non trascurabile (e crescente negli ultimi trimestri) di recessione (26%);

¹ *Modelli Probit (una definizione sintetica):* vengono utilizzati per stimare una variabile dipendente binaria, ovvero che può assumere esclusivamente due valori: 1 (in caso di accadimento dell'evento considerato) e 0, nel caso contrario. L'obiettivo è, una volta stimato un parametro di correlazione β (con il metodo della funzione di massima verosimiglianza) tra la variabile indipendente X (ad esempio, Eurostox o Yield curve) e quella dipendente Y , di quantificare il valore della probabilità che accada l'evento 1 t.c.: $Prob(Y=1) \text{ per } B^0 X^0$, dove B^0 =parametro stimato e X^0 =valore variabile indipendente.

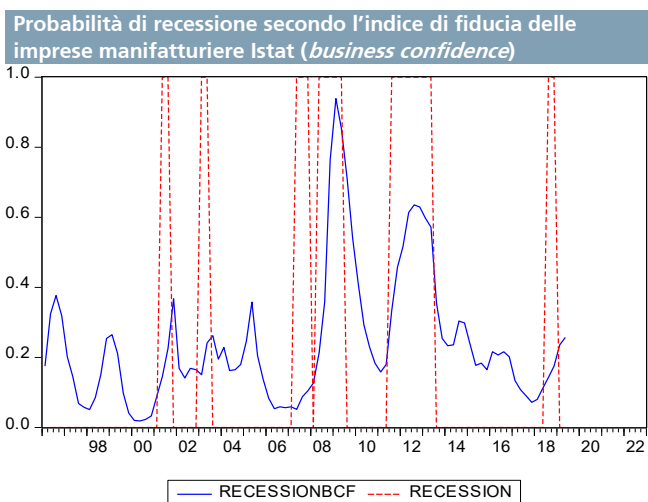
² <https://cepr.org/content/euro-area-business-cycle-dating-committee>.

30 maggio 2019

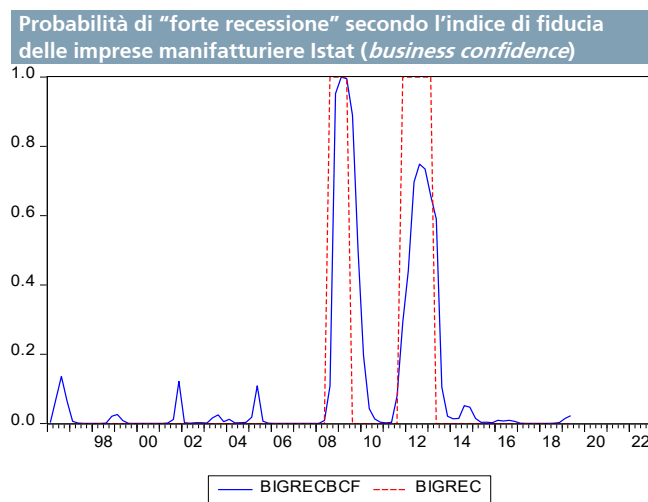
Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Paolo Mameli
Economista Macro Italia

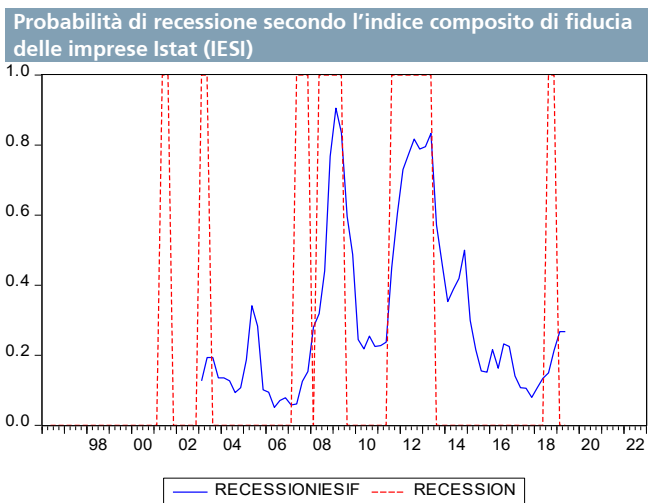


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

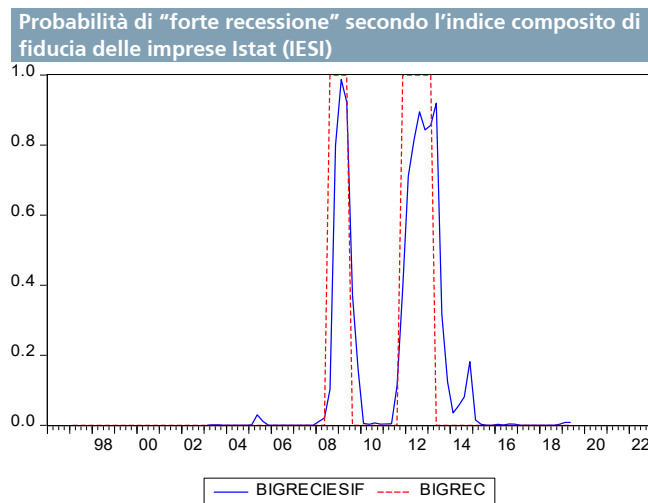


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

b) Indice composito di fiducia delle imprese elaborato dall'Istat (IESI): pur con una storia più breve, l'indicatore di morale delle aziende nei vari settori dà indicazioni simili a quelle della *business confidence* nel solo comparto manifatturiero: identiche sono le percentuali di successo nel segnalare una recessione o una forte recessione; anche questo indice non dà falsi segnali e risulta coincidente; la probabilità corrente di recessione è del 27%, quella di "grande recessione" di appena l'1%;

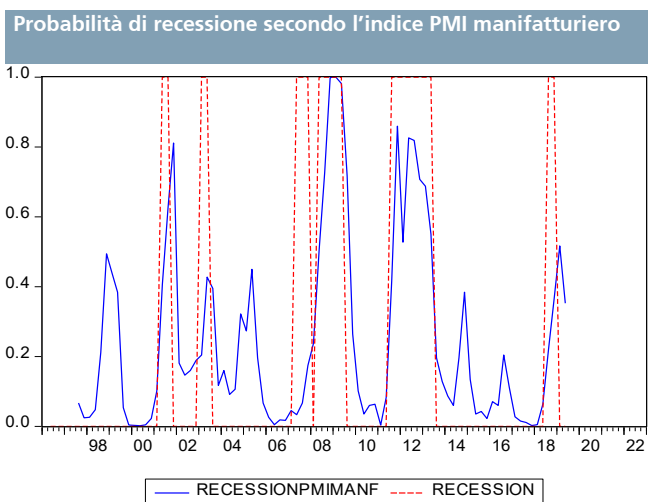


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

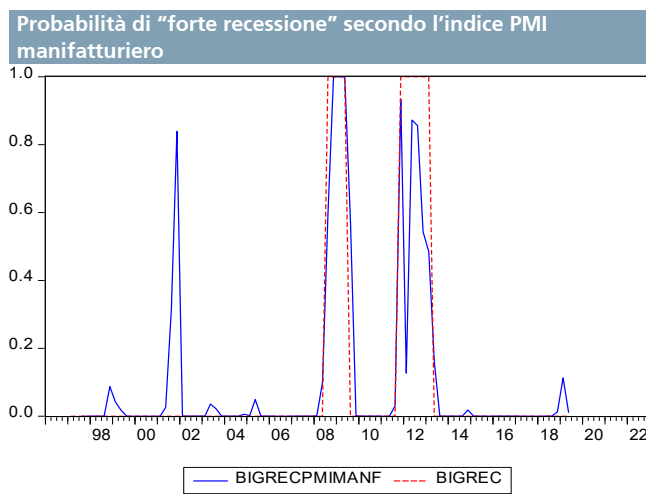


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

c) Indice PMI manifatturiero: la *survey* PMI-Markit, che si caratterizza per una maggiore volatilità rispetto all'indagine Istat, ha una percentuale di successo più alta nel segnalare le recessioni (50%), senza dare falsi segnali. L'episodio del 2018 è però colto con ritardo. Pur prevedendo tutte e due le "grandi recessioni", l'indice ha dato un falso segnale in tal senso, a fine 2001 (probabilmente in conseguenza degli effetti di breve termine del post-11 settembre). Questo indicatore (anch'esso coincidente) segnala al pari degli indici Istat una probabilità piuttosto contenuta di "forte recessione" (1%), ma non trascurabile di recessione *tout court*: 35% (ma in calo nell'ultimo trimestre, a differenza delle indagini Istat). Abbiamo provato a considerare la differenza tra componente ordini e quella delle scorte, che però non migliora significativamente la valenza previsiva del ciclo;

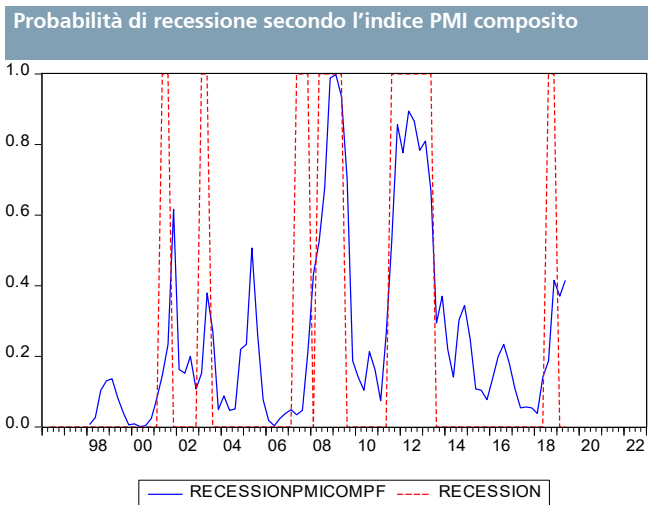


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Markit, Istat

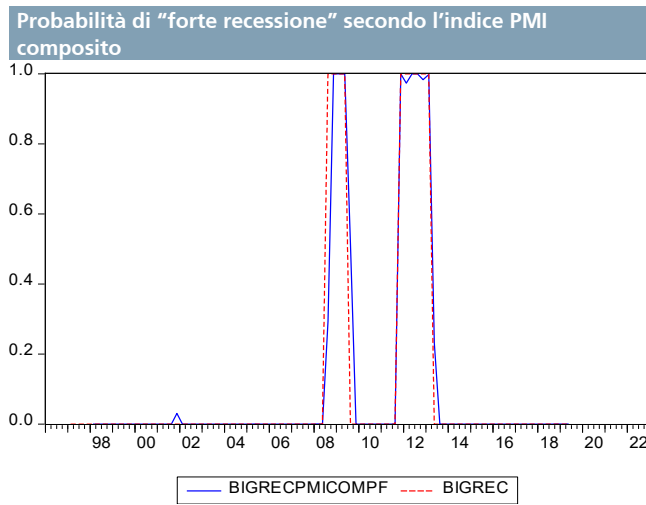


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Markit, Istat

d) Indice PMI composito: le indicazioni di fondo sono simili a quelle del PMI manifatturiero, ma con più "falsi segnali" (in particolare quello del 2° trimestre 2005); inoltre la recessione del 2001 è segnalata con maggiore ritardo. Nel caso delle grandi recessioni non ci sono però in questo caso falsi segnali (e la varianza spiegata è molto alta: 93%). L'indice evidenzia una probabilità vicina a zero di "forte recessione" ma relativamente elevata (più alta di quella degli altri indici sin qui considerati) di recessione (41%, circa stabile negli ultimi tre trimestri);



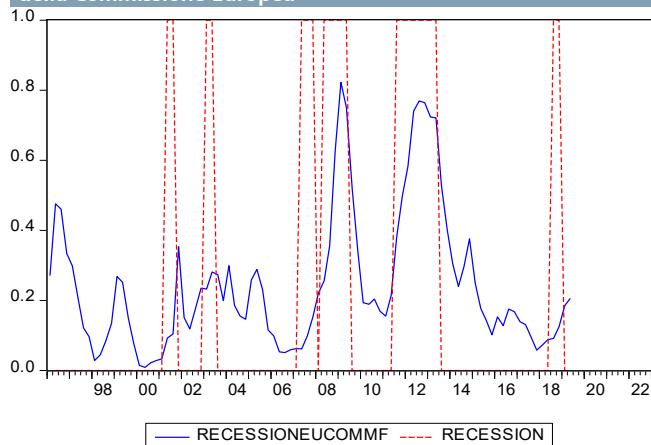
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Markit, Istat



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Markit, Istat

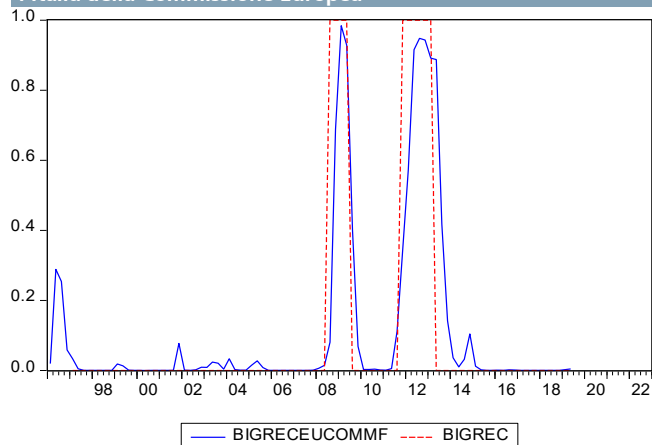
e) Indice composito della Commissione Europea per l'Italia (ESI): si tratta di un indicatore composito di fiducia delle famiglie e delle imprese dei vari settori produttivi. Le indicazioni sono del tutto simili a quelle degli indici di fiducia delle sole imprese (ma con una varianza spiegata più bassa). L'indagine segnala una minore probabilità di recessione rispetto agli altri indicatori sin qui considerati (21%, ma crescente negli ultimi trimestri). La probabilità di "forte recessione" è, come nel caso precedente, vicina a zero;

Probabilità di recessione secondo l'indice composito per l'Italia della Commissione Europea



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione UE, Istat

Probabilità di "forte recessione" secondo l'indice composito per l'Italia della Commissione Europea

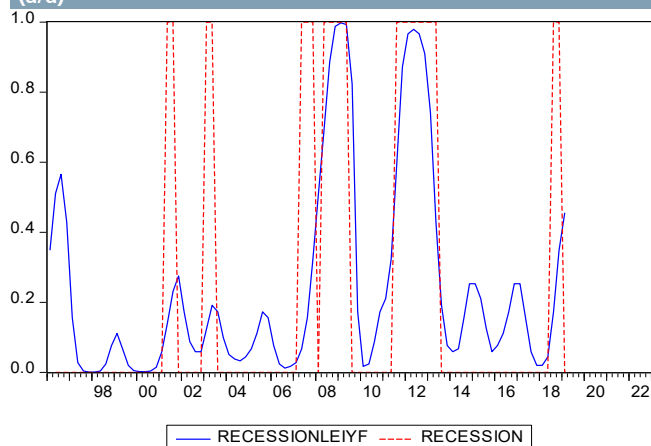


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione UE, Istat

2) INDICI "COMPOSITI" ovvero variabili sintetiche che incorporano non solo le indagini di fiducia delle imprese o delle famiglie, ma anche altre variabili reali o finanziarie che evidenzino una correlazione con il ciclo economico. Tra i molti possibili abbiamo considerato:

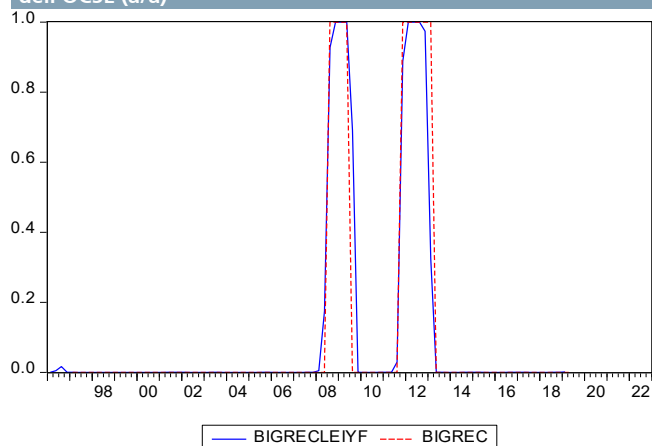
a) **Leading Indicator dell'OCSE** per l'Italia: si tratta di un indice composito che comprende sia indagini di fiducia che variabili "reali"³, con una storia che risale sino agli anni '70. La variazione annua dell'indice appare un discreto indicatore (coincidente) sia delle recessioni che delle fasi di forte recessione (varianza spiegata del 41% e del 91% rispettivamente). Vi è però un falso segnale recessivo nel 1996, e non vengono colte le recessioni "lievi" del 2001 e 2003. La "recessione tecnica" del 2018 è segnalata con ritardo. Il *leading indicator* dell'OCSE suggerisce attualmente una probabilità di "forte recessione" vicina a zero, mentre resta molto elevata la probabilità di recessione *tout court* (46%).

Probabilità di recessione secondo il *leading indicator* dell'OCSE (a/a)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OCSE, Istat

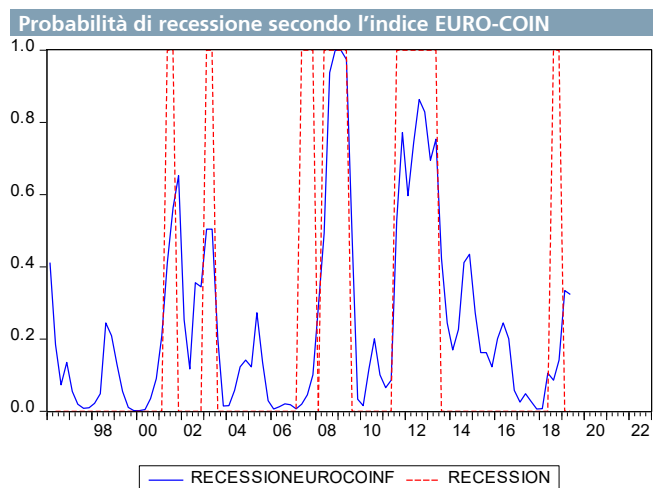
Probabilità di "forte recessione" secondo il *leading indicator* dell'OCSE (a/a)



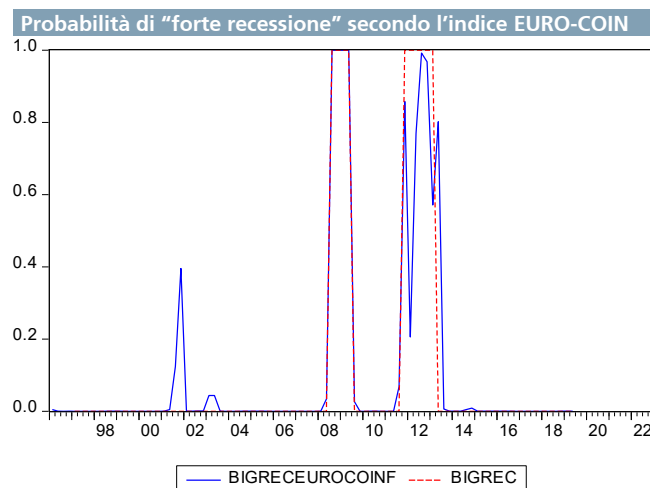
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OCSE, Istat

³ Per un'analisi della metodologia si veda <https://data.oecd.org/leadind/composite-leading-indicator-cli.htm>.

b) EURO-COIN: si tratta dell'indice elaborato su base mensile dallo *staff* della Banca d'Italia e diffuso dal CEPR per la datazione del ciclo economico nell'Eurozona (tenendo conto di diversi indicatori, tra cui produzione industriale, fiducia delle imprese, variabili finanziari, indicatori di domanda⁴). Pur trattandosi di un indicatore del ciclo economico nell'Eurozona e non nella sola Italia, si tratta di un ottimo indicatore (coincidente) del ciclo italiano: spiega infatti il 66% (4 su 6) delle recessioni e il 100% (2 su 2) delle fasi di forte recessione. Oggi l'indice segnala una probabilità attuale di recessione del 32% (e vicina a zero di "forte recessione");



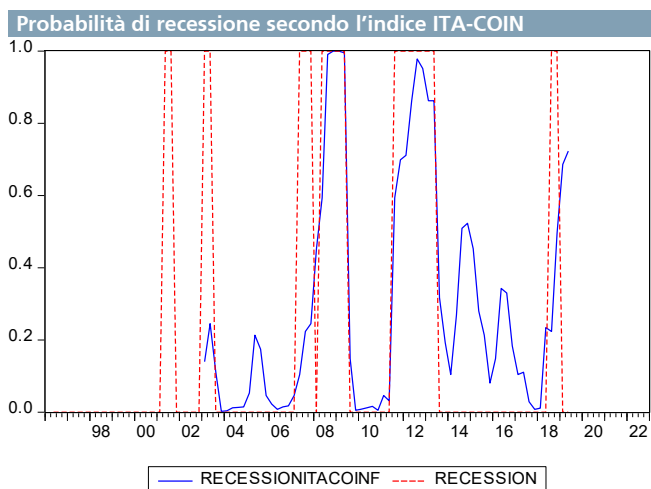
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CEPR e Banca d'Italia, Istat



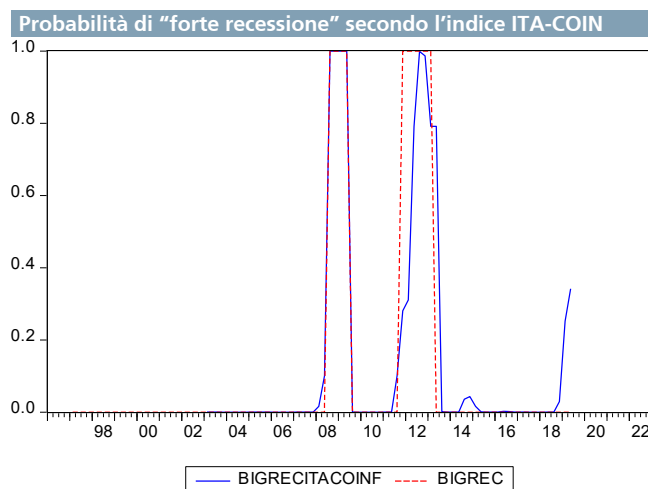
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CEPR e Banca d'Italia, Istat

c) ITA-COIN: la Banca d'Italia ha elaborato di recente un indice simile all'EURO-COIN, per la datazione del ciclo economico in Italia. L'indicatore è coincidente e calcolato su base mensile, e sfrutta l'informazione proveniente da un ampio insieme di variabili, di natura sia quantitativa (produzione industriale, inflazione, vendite al dettaglio, flussi di interscambio, indici azionari) sia qualitativa (fiducia di famiglie e imprese, indicatori PMI). La varianza spiegata è piuttosto elevata (44% per le recessioni e 80% per le grandi recessioni), anche se la percentuale di successo nel primo caso non è particolarmente elevata (l'indice non ha colto la recessione del 2003, ed ha segnalato in ritardo quella del 2018), e c'è stato un falso segnale a fine 2014. Tra quelli che abbiamo considerato, l'ITA-COIN è l'indicatore del ciclo economico che segnala ad oggi le probabilità più elevate sia di recessione (addirittura 72%) che di forte recessione (34%), con un trend crescente anche nel corso del 2019 (l'indice ha toccato ad aprile un minimo dal 2013);

⁴ Si veda <https://eurocoin.cepr.org>

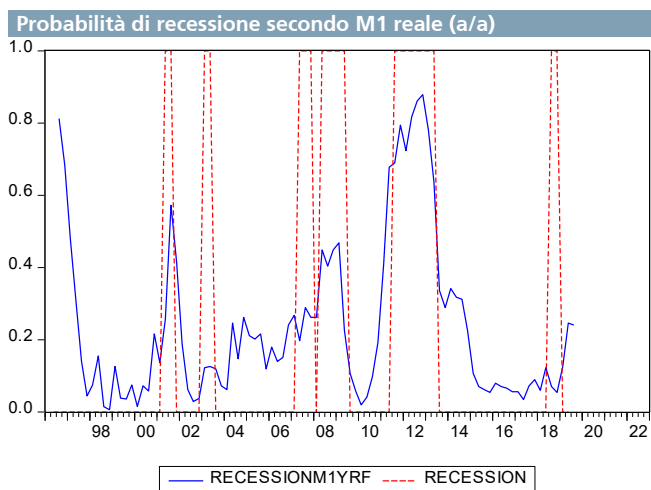


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Banca d'Italia, Istat

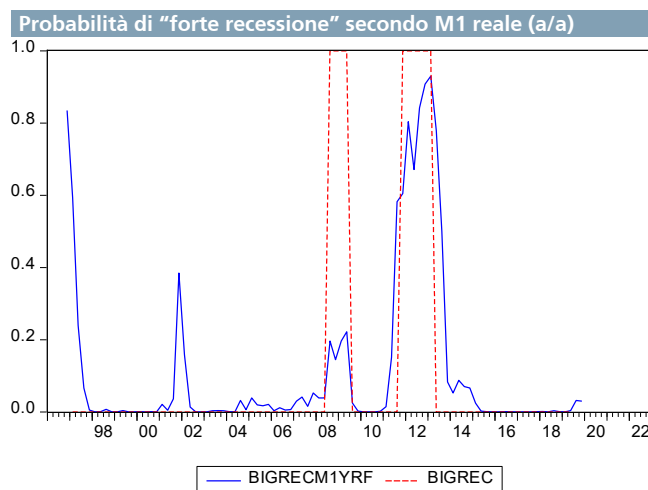


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Banca d'Italia, Istat

d) M1 reale⁵: l'indice (considerato dalla BCE un anticipatore dei punti di svolta del ciclo nell'Eurozona⁶) appare nel caso dell'Italia un discreto previsore delle recessioni, con il pregio, a differenza delle altre variabili sin qui considerate, di un anticipo di 2 trimestri (3 per le "grandi recessioni"). Spicca però l'errore previsivo del 1996, quando l'indice ha dato un segnale di "forte recessione", e soprattutto quello del 2008, quando la probabilità stimata di recessione non ha mai superato il 50% (probabilmente per via della massiccia iniezione di base monetaria da parte della BCE). Oggi M1 reale segnala, per la seconda metà del 2019, una probabilità di recessione del 24% e di "grande recessione" del 3%.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Banca d'Italia, Istat



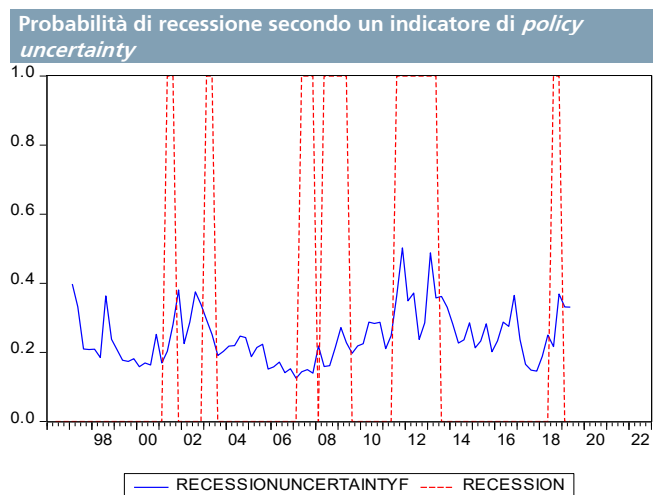
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Banca d'Italia, Istat

e) Incertezza di *policy* secondo l'indicatore elaborato da Scott Baker, Nicholas Bloom and Steven J. Davis (www.PolicyUncertainty.com): abbiamo pensato di testare anche la capacità previsiva di tale indicatore, vista la crescente importanza delle variabili di natura politica (o meglio di *policy*) nell'anticipare l'andamento del ciclo. A dire il vero però tale indicatore non risulta un buon previsore delle recessioni, con una varianza spiegata piuttosto bassa (3%, 10% per le grandi

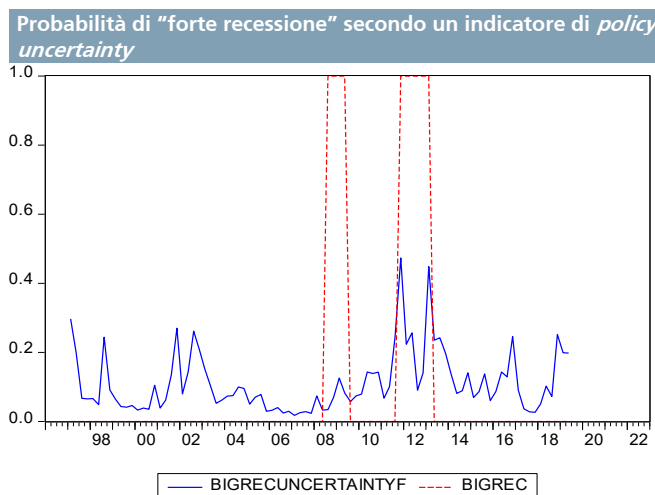
⁵ Componente italiana di M1 deflazionata per il CPI (variazioni annue)

⁶ Si veda il riquadro "La capacità predittiva di M1 in termini reali per l'attività economica reale nell'area dell'euro" nel Bollettino BCE numero 3 / 2019, che richiama numerosi riferimenti precedenti nelle pubblicazioni della BCE

recessioni). L'unico episodio recessivo previsto sembra quello del 2011. Oggi l'indice segnalerebbe una probabilità di recessione del 33%, e del 20% di "forte recessione".



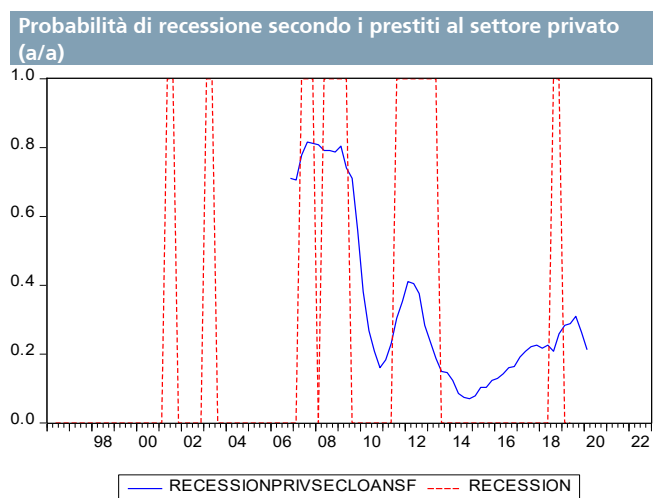
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat e www.PolicyUncertainty.com (Scott Baker, Nicholas Bloom and Steven J. Davis)



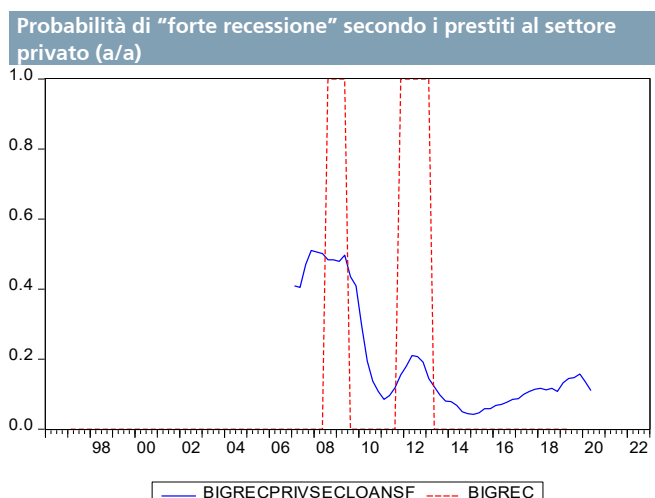
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat e www.PolicyUncertainty.com (Scott Baker, Nicholas Bloom and Steven J. Davis)

3) INDICATORI DEL CREDITO: vista la rilevanza che negli episodi recenti hanno svolto le istituzioni monetarie e finanziarie (soprattutto in merito alla trasmissione al ciclo degli effetti reali della politica monetaria, o di una crisi finanziaria), abbiamo pensato di testare la significatività di indicatori del credito. Tra questi:

a) la crescita dei prestiti al settore privato (variazione annua, al netto di quelli a controparti centrali, corretti per le cartolarizzazioni, serie disponibile dal 2006), che sembra anticipare con un ritardo di ben 4 trimestri gli episodi recessivi e di 5 trimestri le "grandi recessioni": sembra essere l'indicatore maggiormente anticipatore del ciclo. La varianza spiegata della variabile dipendente non è elevatissima (rispettivamente 22% e 14%), ma il *track record* è soddisfacente (percentuali di successo del 50%, senza falsi segnali). L'indicatore prevede per la prima metà del 2020 una probabilità di recessione del 21% e di "forte recessione" dell'11%;

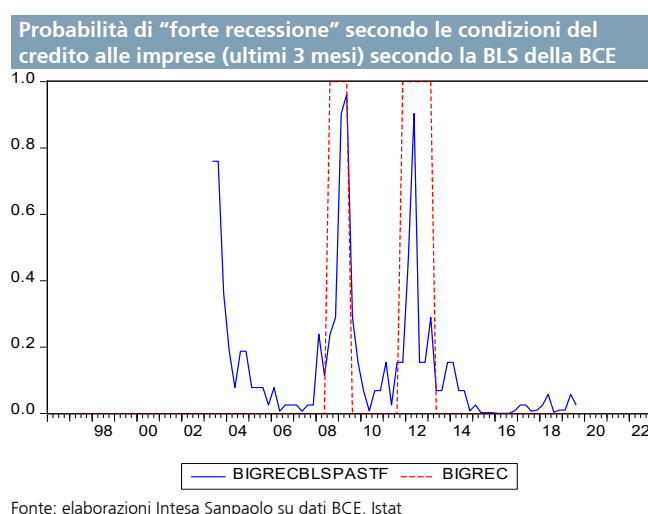
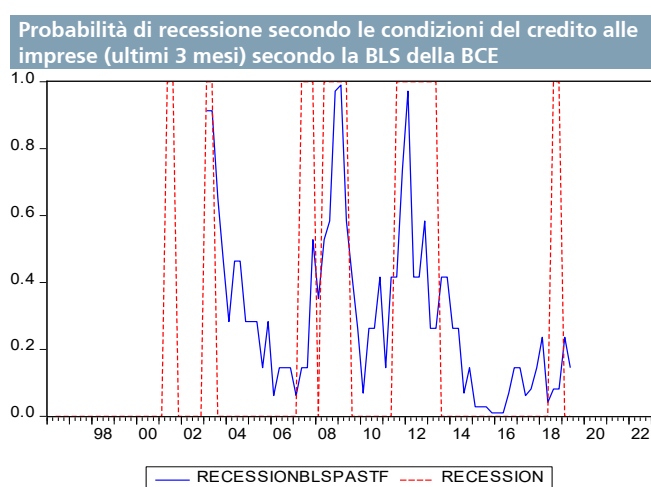


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Banca d'Italia, Istat



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Banca d'Italia, Istat

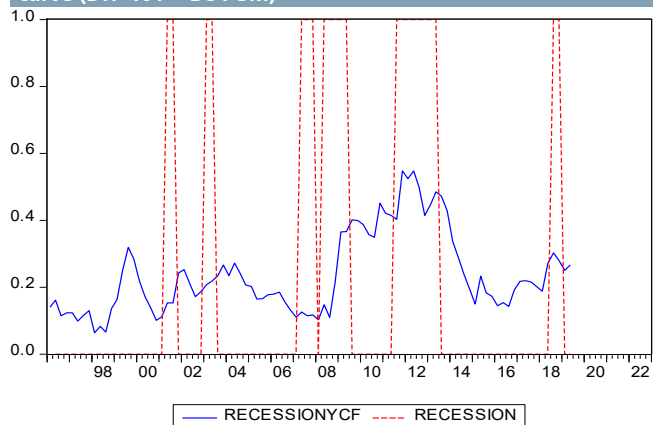
b) la **Bank Lending Survey**: ai fini di testare gli effetti che una restrizione del credito possa causare sul ciclo, abbiamo anche inserito come variabile indipendente le indicazioni delle banche circa le condizioni del credito alle imprese, dedotte dalla BLS della BCE (non cambia molto considerare le condizioni attese anziché quelle correnti, anzi risultano lievemente meno affidabili). Il problema di questa indagine è la sua storia "breve" (risale al 2003), e l'indicatore risulta coincidente e non anticipatore. Pur con una varianza spiegata non elevatissima (27% per le recessioni e 38% per le grandi recessioni), tale variabile ha una buona percentuale di successo, dell'80% nel caso degli episodi recessivi e del 100% per le "forti recessioni"; in quest'ultimo caso però si nota anche un "falso segnale", nel 2003 (in corrispondenza comunque di una recessione, sia pur "mite"). Questo indicatore segnalerebbe una probabilità di recessione piuttosto contenuta (del 15%, e del 3% di forte recessione).



4) **VARIABILI FINANZIARIE**: oltre all'inclinazione della curva dei rendimenti, tradizionalmente indicata in letteratura come variabile "principe" nella stima prospettica della probabilità di recessione, l'altra variabile cui di solito si guarda è il mercato azionario. Infine, per "modellare" le specificità dell'Italia come Paese ad alto debito, abbiamo provato a inserire una variabile che sintetizzi l'avversione al rischio sul mercato del debito sovrano.

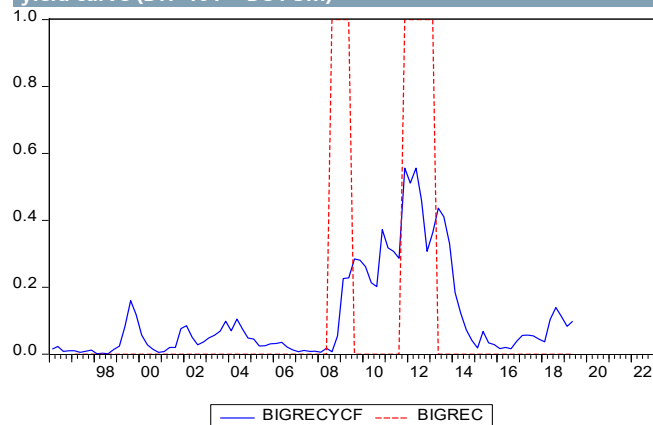
a) **Yield curve**: tradizionalmente, la variabile considerata il miglior anticipatore delle recessioni è il differenziale tra rendimento a 10 anni e a 3 mesi. Sfortunatamente però, o forse in relazione ai recenti effetti "distorsivi" della politica monetaria non convenzionale, nonché della specificità dell'Italia come Paese ad alto debito, la *yield curve* per l'Italia non appare un indicatore "anticipatore" ma "coincidente" del ciclo, e la varianza spiegata è piuttosto bassa. Il pregio è che tale indicatore non ha mai dato "falsi segnali" (non ha mai segnalato con probabilità superiore al 50% eventi recessivi che non si sono poi verificati). Tuttavia, ha colto per tempo solo una recessione su sei (e una forte recessione su due), ovvero quella del 2012. La probabilità prevista di recessione sulla base della *yield curve* è oggi circa in linea con la media degli altri indicatori (27%), ma è relativamente elevata nel caso delle grandi recessioni (10%);

Probabilità di recessione secondo l'inclinazione della yield curve (BTP 10Y – BOT 3M)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Datastream

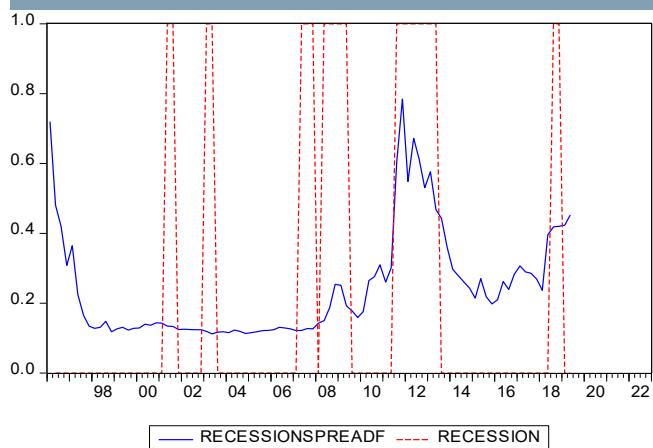
Probabilità di "forte recessione" secondo l'inclinazione della yield curve (BTP 10Y – BOT 3M)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Datastream

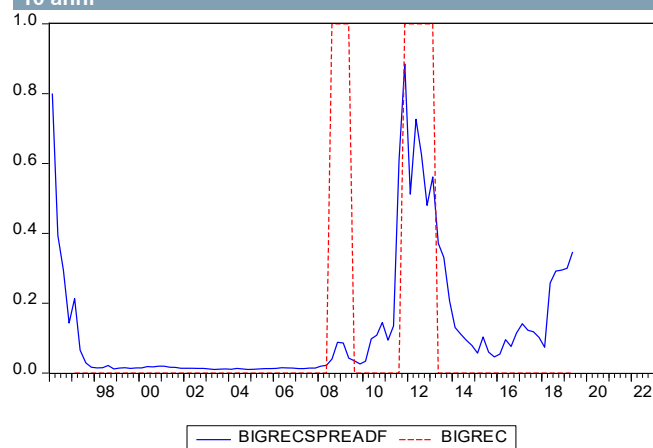
b) Spread BTP-Bund: sempre per tenere conto della specificità italiana, abbiamo provato a inserire tra le variabili esplicative il principale indicatore di rischio sul mercato obbligazionario ovvero lo spread a 10 anni tra titoli italiani e tedeschi. La varianza spiegata nel prevedere le recessioni non è però molto elevata (10%, 32% per le forti recessioni), e l'indicatore ha dato il 50% di falsi segnali sia per le recessioni "lievi" che per quelle più gravi (in particolare nel 1996). In pratica, l'unica recessione spiegata dallo spread è quella che si è accompagnata alla forte salita di questo indicatore a fine 2011 (mentre le altre appaiono dovute ad altri fattori). Pertanto, la probabilità di recessione elevata segnalata dall'indicatore (45%; 35% di probabilità di forte recessione) non appare molto significativa;

Probabilità di recessione secondo lo spread BTP-Bund a 10 anni



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Datastream

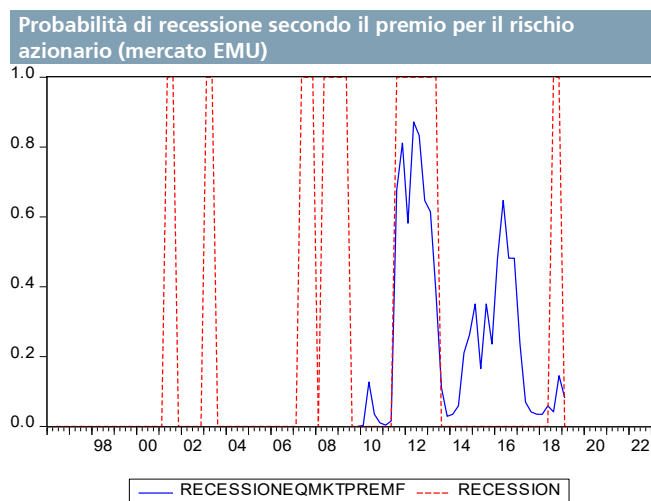
Probabilità di "forte recessione" secondo lo spread BTP-Bund a 10 anni



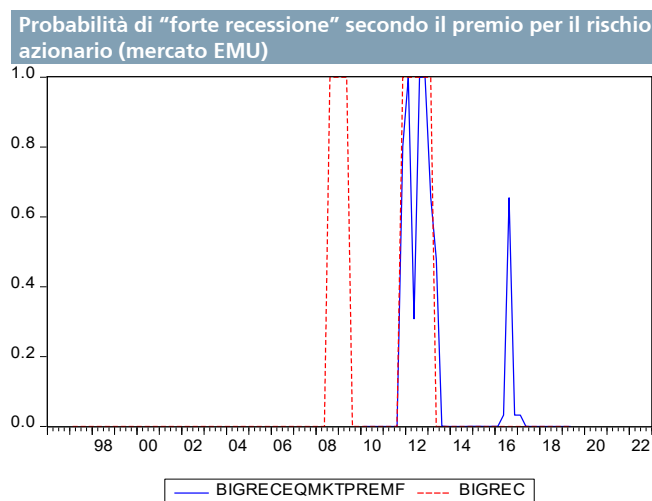
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Datastream

c) Premio per il rischio sul mercato azionario: i prezzi di Borsa in Italia (secondo l'indice FTSE MIB) non appaiono un buon indicatore di recessione. Abbiamo scelto di inserire tra le possibili variabili anticipatrici un indicatore di "premio per il rischio" sul mercato azionario, quale quello ad esempio utilizzato dalla Banca d'Italia nel Rapporto sulla Stabilità Finanziaria (per il mercato azionario

dell'area euro⁷). Nel periodo recente, tale variabile ha colto pienamente la crisi del 2011-13, ma non la recessione tecnica del 2018, e ha dato un falso segnale (di recessione "grave") nel 2016. Attualmente questa variabile segnala una probabilità di recessione del 34% (ma circa nulla di grave recessione).



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Banca d'Italia e Istat



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Banca d'Italia e Istat

IN SINTESI, l'analisi fatta, pur con tutti i caveat del caso, mostra che nelle attuali condizioni, secondo quasi tutti gli indicatori considerati, la probabilità di una forte recessione nel corso del 2019 è piuttosto contenuta (solo lo *spread* e l'indice ITA-COIN segnalano una probabilità intorno al 30%, mentre sulla base degli indici di fiducia essa è vicina all'1%, intorno al 10% secondo i prestiti al settore privato e l'inclinazione della *yield curve*, e del 20% circa sulla base dell'indice di incertezza di *policy*, che peraltro non ha un buon *track record*). Proprio l'indice ITA-COIN dà le indicazioni maggiormente pessimistiche in tal senso.

Viceversa, la probabilità di recessione "lieve" nel corso della parte restante del 2019 non è trascurabile (circa il 30% secondo la media degli indicatori). Ciò segnala che, dopo la recessione "tecnica" della seconda metà del 2018, il rimbalzo di inizio 2019 per il PIL potrebbe dimostrarsi anch'esso "tecnico" ovvero di breve durata. In generale, le variabili finanziarie non appaiono un buon indicatore previsivo del ciclo per l'Italia, né gli indicatori di incertezza di *policy*. Gli indici di fiducia appaiono affidabili ma solo con un orizzonte di brevissimo termine (il più affidabile nel prevedere tutte le fasi recessive sembra essere il PMI manifatturiero). Tra gli indicatori maggiormente anticipatori troviamo M1 reale (che sembra "cogliere" i punti di svolta del ciclo con un anticipo di 2-3 trimestri), in coerenza con le indicazioni della BCE sulla valenza previsiva di tale variabile, e un po' a sorpresa i prestiti al settore privato (in questo caso l'anticipo sembra anche più marcato, 4-5 trimestri); proprio restando al tema del credito, anche le indicazioni delle banche sui criteri del credito applicato alle imprese nei risultati per l'Italia della BLS appaiono un buon indice (coincidente) del ciclo. **I due indicatori maggiormente anticipatori (M1 reale e prestiti al settore privato) segnalano una probabilità di recessione nei prossimi 12 mesi di poco superiore al 20%**, e una probabilità di "forte recessione" compresa tra il 3% e l'11%.

⁷ Calcolato come rapporto fra la media mobile a 10 anni degli utili medi per azione e il valore dell'indice Datastream EMU Total Market (entrambi a prezzi costanti). Al rapporto così ottenuto, che costituisce una stima del rendimento reale atteso delle azioni, si sottrae il rendimento reale dei titoli di Stato decennali indicizzati all'inflazione, ricavando una stima del premio per il rischio azionario.

Risultati di un'analisi probit sulla capacità predittiva di diversi indicatori per l'attività economica reale in Italia													
	serie da	R ²	ritardo	RECESSIONE				FORTE RECESSIONE					
				probabilità di recessione...	...in	% di successo	% di "falsi segnali"	R ²	ritardo	probabilità di forte recessione...	...in	% di successo	% di "falsi segnali"
Indici di fiducia													
Business confidence Istat	Q1 1996	17%	0	26%	Q2 2019	33%	0%	66%	0	2%	Q2 2019	100%	0%
IESI Istat	Q1 2003	37%	0	27%	Q2 2019	33%	0%	69%	0	1%	Q2 2019	100%	0%
PMI manifatturiero	Q3 1997	36%	0	35%	Q2 2019	50%	0%	74%	0	1%	Q2 2019	100%	33%
PMI composito	Q1 1998	33%	0	41%	Q2 2019	33%	50%	93%	0	0%	Q2 2019	100%	0%
EU Comm. ESI	Q1 1996	19%	0	21%	Q2 2019	33%	0%	71%	0	0%	Q2 2019	100%	0%
Indici "compositi"													
Leading indicator OCSE	Q1 1996	41%	0	46%	Q2 2019	33%	33%	91%	0	0%	Q2 2019	100%	0%
EURO-COIN	Q1 1996	37%	0	32%	Q2 2019	67%	0%	84%	0	0%	Q2 2019	100%	0%
ITA-COIN	Q1 2003	44%	0	72%	Q2 2019	33%	33%	80%	0	34%	Q2 2019	100%	0%
M1 reale	Q1 1996	25%	-2	24%	Q3 2019	33%	33%	55%	-3	3%	Q4 2019	50%	50%
Policy uncertainty	Q1 1997	3%	0	33%	Q2 2019	17%	0%	10%	0	20%	Q2 2019	0%	0%
Indicatori del credito													
Prestiti al settore privato	Q4 2005	22%	-4	21%	Q1 2020	50%	0%	14%	-5	11%	Q2 2020	50%	0%
BLS, condizioni del credito alle imprese (correnti)	Q1 2003	27%	0	15%	Q2 2019	80%	0%	38%	-1	3%	Q3 2019	100%	33%
BLS, condizioni del credito alle imprese (attese)	Q1 2003	22%	0	18%	Q2 2019	80%	20%	25%	-1	6%	Q3 2019	100%	50%
Variabili finanziarie													
BTP 10Y	Q1 1996	3%	0	16%	Q2 2019	0%	100%	11%	-1	2%	Q3 2019	0%	33%
YC (BTP10Y-BOT3M)	Q1 1996	7%	0	27%	Q2 2019	17%	0%	25%	0	10%	Q2 2019	50%	0%
Spread BTP-Bund 10Y	Q1 1996	10%	0	45%	Q2 2019	17%	50%	32%	0	35%	Q2 2019	50%	50%
Equity Market Premium	Q4 2009	34%	0	8%	Q2 2019	17%	50%	78%	-1	0%	Q3 2019	100%	50%

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Banca d'Italia, Markit, Commissione UE, OCSE, CEPR, www.policyuncertainty.com, BCE, Datastream

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
Macroeconomic Analysis		
Macro & Fixed Income Research		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasnpaolo.com
Macroeconomia		
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasnpaolo.com
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com

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 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.intesasnpaolo.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 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://www.group.intesasnpaolo.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/chisiamo/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.intesasnpaolo.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.