

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

**Direzione Studi e Ricerche**  
Settembre 2019

## Indice

### L'evoluzione dello scenario congiunturale

Qualcosa è cambiato	2
Sintesi della previsione macroeconomica	2
Ancora in calo la produzione industriale	8
Prosegue la flessione anche per ordini, fatturato e fiducia	9
La moderata crescita nei servizi compensa la debolezza dell'industria	10
Anche le costruzioni si sono fermate (dopo il buon inizio d'anno)	11
I consumi restano in crescita, sia pur moderata	12
Mercato del lavoro ancora in espansione	13
Corregge il commercio estero	14
L'inflazione potrebbe aver superato il minimo, ma la risalita sarà lenta	15

### Tendenze del settore bancario italiano

La tendenza dei tassi bancari è tornata generalmente in discesa	16
Prestiti alle imprese ancora in calo, sebbene contenuto	17
Accelera la crescita dei depositi in conto corrente	17

24 settembre 2019

Nota mensile

Intesa Sanpaolo  
Direzione Studi e Ricerche

Elisa Coletti  
Economista Banche

Paolo Mameli  
Economista Macro Italia



## L'evoluzione dello scenario congiunturale

### Qualcosa è cambiato

Nelle ultime settimane, sono migliorate le prospettive per il rifinanziamento del debito e la stabilità finanziaria. Il rischio domestico si è quindi ridotto, ma restano in piedi le incognite legate al commercio internazionale, che potrebbero protrarre la fase di sostanziale stagnazione dell'economia fino all'inverno.

Paolo Mameli

Nelle ultime settimane, lo scenario italiano in termini di prospettive fiscali e condizioni finanziarie sembra essere significativamente migliorato, per diversi motivi:

- **Indicazioni più positive sulle variabili tendenziali di finanza pubblica**, per via dei segnali di miglioramento della *tax compliance* (anche grazie ai risultati dell'introduzione e allargamento della fatturazione elettronica) e dell'adesione inferiore al previsto ai due programmi introdotti dal precedente governo ovvero "reddito di cittadinanza" e "quota 100" (a nostro avviso, gli effetti positivi sul deficit tendenziale 2019, già individuati nel cosiddetto "assestamento di bilancio" di luglio, dovrebbero ampliarsi l'anno prossimo, sia per quanto concerne la *compliance* fiscale che i risparmi sulle misure di *welfare*);
- **La rapida risoluzione della crisi di governo** ha causato una reazione positiva dei mercati finanziari, dovuta a due fattori: (a) l'esecutivo è percepito come più attento (entro certi limiti) alla disciplina fiscale, anche per via della cancellazione dall'agenda di governo di una misura assai costosa come la *flat tax*, (b) la nuova maggioranza sembra orientarsi verso relazioni maggiormente collaborative con le istituzioni europee, come confermato dalla nomina di Paolo Gentiloni a nuovo Commissario per gli Affari Economici e Monetari, e ha cancellato dalla sua agenda una misura percepita dagli investitori come un primo passo verso l'introduzione di una valuta parallela ovvero i mini-BOT (in tal senso, il rischio di ridenominazione implicito nei prezzi dei BTP è sceso ai livelli minimi dalla nascita del precedente esecutivo); ciò potrebbe pagare un dividendo in termini di maggiori margini di manovra in occasione del prossimo *budget*;
- **Il nuovo pacchetto espansivo annunciato dalla BCE**, con riferimento soprattutto alla riapertura di un programma di acquisto di titoli di Stato, sta provocando da un lato risparmi significativi sulla spesa per interessi per il governo (a regime vicini ai 20 miliardi, e dell'ordine di 3-4 miliardi per l'anno prossimo, rispetto alle stime contenute nel DEF), dall'altro un miglioramento delle condizioni finanziarie per le stesse imprese private, con riflessi positivi nel medio termine sulla crescita del PIL (v. Figura 4).

In altri termini, l'evoluzione del quadro politico, fiscale e finanziario domestico, che indicavamo tre mesi fa come il principale rischio gravante sullo scenario, sembra essere oggi decisamente più favorevole. A nostro avviso, il deficit tendenziale 2020 potrebbe essere rivisto ad almeno 1,6% da 2,1% del DEF (v. Tabella 1). Il mancato aumento dell'IVA senza coperture (assieme alle spese "indifferibili") porterebbe il deficit vicino al 3%, mentre una cifra intorno al 2% dovrebbe essere coerente con il rispetto delle regole UE (ma implicherebbe una restrizione pari a un punto di PIL). Poiché da Consiglio e Commissione può venire un'interpretazione delle norme fiscali più flessibile di quanto atteso solo qualche settimana fa, riteniamo che un disavanzo tra il 2% e il 2,5% possa essere "tollerato" da Bruxelles (e verosimilmente accolto in maniera moderatamente positiva dai mercati). Un disavanzo al 2,3-2,4% implicherebbe che dai tagli inizialmente previsti per 23 miliardi si potrebbe alla fine scendere a una decina di miliardi. **Il governo punta anzi a evitare una manovra restrittiva, ma una Legge di bilancio anche solo neutrale implicherebbe una dose generosa di flessibilità** da parte della UE (che ad oggi non appare pienamente giustificata, ma che non può essere esclusa del tutto, nell'ambito di un negoziato "politico", specie a fronte di riforme strutturali e/o investimenti a tutela dell'ambiente o per la digitalizzazione dell'economia). Insomma, il compito è arduo ma non impossibile: gli effetti sul ciclo sarebbero

La Legge di Bilancio per il 2020 dovrebbe vedere al più una moderata restrizione (o una neutralità)

tutto sommato limitati, e i **rischi di nuove tensioni finanziarie** in coincidenza con la sessione di bilancio, simili a quanto avvenuto lo scorso anno, **appaiono di molto ridimensionati**. È uno scenario decisamente migliore di quanto ci si potesse attendere anche solo poche settimane fa.

**Tuttavia, sarebbe quantomeno prematuro trarre da questo miglioramento del quadro fiscale e finanziario delle indicazioni di svolta immediata anche per il ciclo economico.** L'economia resta in una fase di sostanziale stagnazione (iniziata nel 2° trimestre 2018), che anzi potrebbe durare più del previsto ed estendersi almeno a tutta la seconda metà del 2019, se non alla parte iniziale del 2020. Infatti, se i rischi sul fronte domestico appaiono di molto ridimensionati, almeno nel breve termine, visto il miglioramento delle prospettive per il rifinanziamento del debito e la stabilità finanziaria, **tuttavia le incertezze sullo scenario internazionale non accennano a diminuire**. In particolare, sui mesi a cavallo tra fine 2019 e inizio 2020 potrebbe pesare la concomitanza dell'entrata in vigore delle nuove sanzioni sulla Cina e di Brexit.

Anzi, l'estendersi della fase di sostanziale stagnazione alla seconda metà dell'anno in corso ci induce a **rivedere al ribasso le stime di crescita annua dell'economia italiana**, da 0,2% a zero per il 2019 e da 0,5% a 0,3% per il 2020. **Ci aspettiamo che i consumi anche nel 2020 mantengano il (moderato) ritmo di crescita visto a partire dal 2018**, ovvero di circa mezzo punto l'anno. Infatti, il reddito disponibile reale delle famiglie continua a crescere a un ritmo decisamente più vivace di quello del PIL (circa un punto percentuale l'anno), e si sta riversando all'incirca in egual misura in consumi e risparmi (con la conseguenza di una tendenza al rialzo per il tasso di risparmio). La ragione fondamentale è la tenuta dell'occupazione, che dovrebbe essere aumentata di 0,6% nel 2019, in rallentamento rispetto agli anni precedenti ma ancora su ritmi espansivi (a fronte di un PIL piatto). Ciò spiega anche la relativa tenuta della fiducia dei consumatori rispetto a quella delle imprese (tuttavia, ci aspettiamo nel 2020 un'ulteriore frenata della crescita degli occupati, a circa 0,2%, ovvero su ritmi più coerenti con la crescita del PIL).

**Ci sembra più a rischio l'evoluzione degli investimenti, per i quali stimiamo un ulteriore rallentamento nel 2020**, a 0,6% dopo l'1,6% stimato per quest'anno. L' "anomalo" rimbalzo degli investimenti in macchinari visto nei dati di contabilità nazionale del 2° trimestre appare dovuto alla reintroduzione del super-ammortamento sui nuovi beni strumentali dopo la mancata proroga nella legge di bilancio 2019. In tal senso, la promessa del nuovo governo di confermare e possibilmente estendere gli incentivi del pacchetto "Industria 4.0" è di buon auspicio circa la tenuta della spesa in conto capitale delle aziende. Più in generale, la riduzione del rischio politico/fiscale/finanziario domestico ha *ceteris paribus* implicazioni positive per la propensione all'investimento delle imprese. Tuttavia, permangono come detto le incognite relative allo scenario internazionale, che pesano in particolar modo sull'industria. Proprio l'industria infatti è l'epicentro dell'attuale rallentamento del ciclo, essendo colpita da uno shock idiosincratco che ha gli effetti più significativi proprio nei Paesi dove più alto è il peso del settore manifatturiero ovvero Germania e Italia. La causa fondamentale di questo shock, oltre che processi strutturali di ricollocazione produttiva in alcuni comparti specifici (auto, chimica), risiede negli effetti (soprattutto in termini di incertezza) della cosiddetta "guerra tariffaria" sulle catene globali del valore e di conseguenza sul commercio mondiale, cui l'industria è particolarmente esposta (nello specifico, in Italia, l'espansione nei servizi non è sufficientemente robusta da più che compensare la debolezza nell'industria, con il risultato di una sostanziale stagnazione dell'economia nel complesso).

In sintesi, nel breve termine (a cavallo tra fine 2019 e inizio 2020) il miglioramento del quadro finanziario domestico e l'aumento dei rischi esogeni dovrebbero compensarsi, prolungando la fase di stagnazione del PIL. **Ci aspettiamo che l'economia torni a crescere, soprattutto nella componente degli investimenti (ed export), quando si saranno almeno in parte ridotte le incognite relative al commercio mondiale** (presumibilmente, a partire dal 2° trimestre 2020). Per completare il quadro prospettico relativo al prossimo anno, aggiungiamo che ci aspettiamo che il commercio estero torni a frenare la crescita, in un contesto di possibile rallentamento dell'export

**Tuttavia, l'economia resta in una fase di sostanziale stagnazione, che potrebbe anzi durare più del previsto**

**Rivediamo al ribasso la stima di crescita per il 2020, da 0,5% a 0,3%. Ci aspettiamo una tenuta dei consumi....**

**...e una frenata degli investimenti, visto che non appare ancora esaurita la correzione nell'industria**

**L'economia tornerà a crescere quando si attenuerà l'incertezza relativa al commercio internazionale**

e viceversa di accelerazione per l'import. Infine, è atteso venire meno il freno dalle scorte, che potrebbero dare un apporto positivo dopo aver sottratto oltre un punto percentuale alla crescita del PIL nel 2019 (era accaduto in precedenza solo nel 2009 e 2012, due anni di grave recessione).

Come detto, sono le incognite ancora gravanti sullo scenario internazionale a rappresentare il maggiore rischio sullo scenario economico italiano nei prossimi mesi, il che ci induce a una certa cautela sull'evoluzione del ciclo (la nostra stima sul PIL 2020 è oggi inferiore al consenso). Abbiamo simulato gli effetti di tre possibili shock:

Effetti di alcuni shock esogeni  
(tariffe, Brexit, petrolio)

- **TARIFE:** ribadiamo le nostre simulazioni di due possibili scenari nel modello *Oxford Economics Forecasting*: un primo scenario prevede che le misure restrittive restino confinate al fronte USA-Cina, con l'estensione dei dazi punitivi a tutto l'import americano da Pechino, seguita da analoga ritorsione da parte del gigante asiatico. Il secondo scenario prevede invece che la guerra commerciale si allarghi alla UE, con dazi punitivi del 25% su auto e componentistica a partire dal 1° trimestre 2020 (i dazi sulle auto colpirebbero, oltre ai Paesi UE, anche Giappone e Corea, ma non Canada e Messico). La rappresaglia sarebbe della stessa entità. Il risultato è che l'impatto del primo scenario sulla crescita del PIL italiano è relativamente modesto (inferiore al decimo di punto percentuale per tutto il triennio), mentre l'effetto negativo del secondo scenario è più tangibile, pari a due decimi di punto in media nel biennio 2020-21 (v. Fig.12). Le simulazioni non prevedono una risposta anti-ciclica da parte della politica fiscale o monetaria, in presenza della quale gli effetti negativi sarebbero evidentemente minori;
- **BREXIT:** sempre nell'ipotesi di uno shock nel 1° trimestre 2020 (ci sembra plausibile un ulteriore rinvio di qualche mese della Brexit rispetto alla scadenza del 31 ottobre), anche in questo caso abbiamo simulato gli effetti di due possibili scenari (entrambi di *no-deal Brexit*): (a) USCITA DISORDINATA: modellato sulla falsariga dello scenario BoE *disruptive* del novembre 2018, che prevede una forte riduzione immediata dell'interscambio commerciale (20-30%), in larga misura permanente (-15% rispetto alla base dopo 5 anni), un deciso calo immediato del PIL UK (-3%), una svalutazione della sterlina (-5%) e violenti movimenti adattativi delle scorte; (b) USCITA "GUIDATA" ovvero facilitata da misure di mitigazione, che assume un miglior livello dei preparativi, sicché la contrazione iniziale dei flussi commerciali è più contenuta (-12%; impatto dopo 4 anni di -5%), così come il calo immediato del PIL UK (-0,6%; deviazione massima -2,2% dopo 2 anni), e la svalutazione della sterlina (immediata del -5%, ma poi riassorbita); ci sono movimenti adattativi delle scorte, ma meno violenti. Il risultato della simulazione (v. Figura 13) è significativo nel caso del primo scenario: l'effetto sul PIL italiano nel 2020 sarebbe pari a -0,8% (seguito da un +0,4% l'anno successivo); viceversa, nel *best case* gli effetti sono contenuti (-0,1% nel 2020, seguito da un +0,05% nel 2021). Verosimilmente, l'impatto effettivo sarà una sorta di media ponderata tra i due scenari, che però a nostro avviso sarà più vicina al *best case* che al *worst case*: come nota la *Bank of England* nella lettera inviata al Tesoro lo scorso 3 settembre, i preparativi in corso nel settore pubblico e privato ridimensionano i rischi di paralisi del commercio internazionale (e l'87% delle merci importate non sarà soggetto a dazi, secondo quanto annunciato dal governo nel marzo 2019); pertanto, la BoE riconosce che il *worst case* attuale sarebbe meno drammatico rispetto alle ipotesi di un anno fa (e, in base alle nostre simulazioni, decisamente più severo per l'UK che non per gli altri Paesi dell'Eurozona, al di fuori di quelli più esposti come Irlanda e Olanda);
- **PETROLIO:** in base alle nostre simulazioni, lo shock in corso sul prezzo del petrolio (10 dollari in più sul profilo previsivo del *brent* a partire dal 3° trimestre 2019), se mantenuto per tutto l'orizzonte di previsione, e a parità di altri fattori, ha un impatto di -0,1% sul PIL e di +0,3% sul CPI nel 2020 (v. Figura 14). Ovviamente, in caso di movimenti compensativi del tasso di cambio, o di risposta in senso anti-ciclico della politica monetaria, l'impatto sarebbe inferiore.

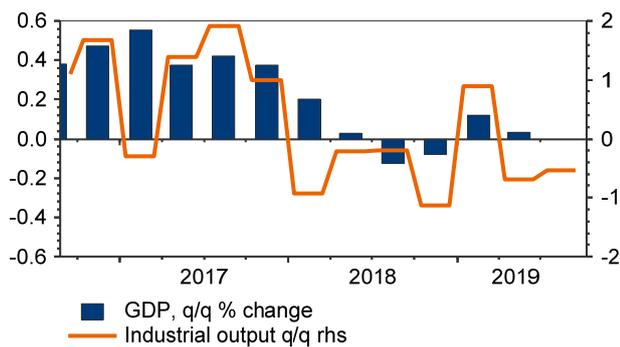
C'è anche da osservare che oggi l'economia è meno dipendente dal petrolio che in passato, dunque, visto che l'elasticità risultante dai modelli è calcolata sulla base dell'esperienza passata, l'impatto effettivo potrebbe essere inferiore a quello stimato.

Tab. 1 – Aggiornamento delle stime sull'indebitamento netto della PA, 2019 e 2020 (dati in mld di euro, ove non indicato diversamente)

	2019 (stima governo)	2019 (nostra stima)	2020 (nostra stima)
Effetti assestamento di bilancio 2019	7.6	8.4	7.5
- Maggiori entrate	6.2	6.2	3.8
- RdC e Quota 100	1.5	2.3	3.8
- Altro	-0.1	-0.1	-0.1
Effetti revisione stime di crescita	0.0	0.0	-0.9
Effetti revisione spesa per interessi	0.0	1.1	3.5
<b>VARIAZIONE DEFICIT</b>	<b>7.6</b>	<b>9.4</b>	<b>10.0</b>
Deficit programmatico DEF (% PIL)	-2.4	-2.4	-2.1
<b>Nuovo deficit tendenziale (% PIL)</b>	<b>-1.9*</b>	<b>-2.0</b>	<b>-1.6</b>

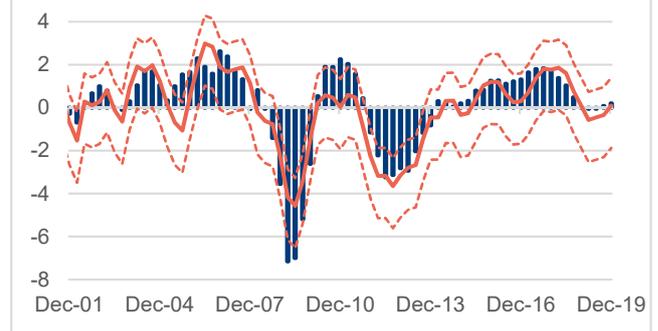
Nota: \* mantenendo la crescita del PIL nominale programmatico prevista nel DEF. Fonte: elaborazioni e stima Intesa Sanpaolo su dati MEF

Fig. 1 – L'industria dovrebbe aver frenato l'attività economica anche nel 3° trimestre



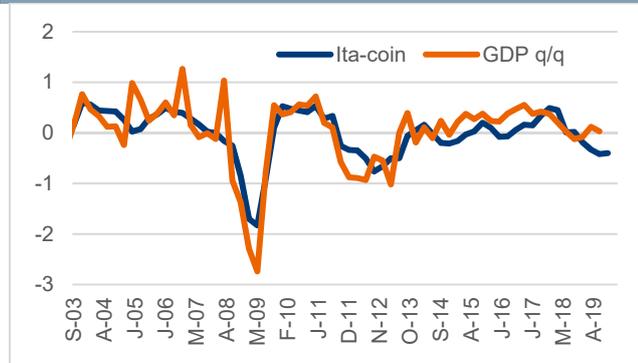
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Il livello degli indici anticipatori è coerente con il prosieguo della fase di sostanziale stagnazione del PIL, almeno nel breve termine



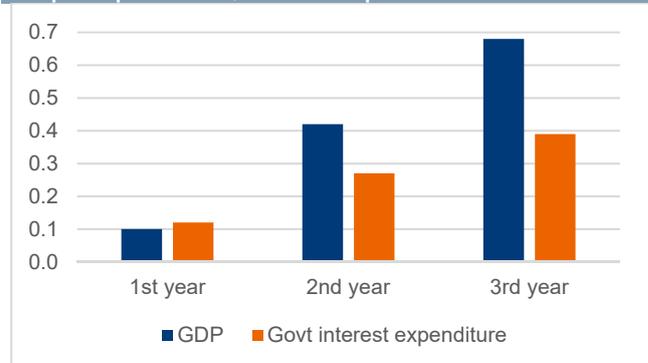
Nota: modello previsivo sulla variazione annua del PIL italiano sulla base degli indici PMI manifatturiero e servizi (intervalli di confidenza al 95%). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat e Markit

Fig. 3 – Anzi gli indicatori coincidenti segnalano rischi al ribasso sul PIL nel breve termine



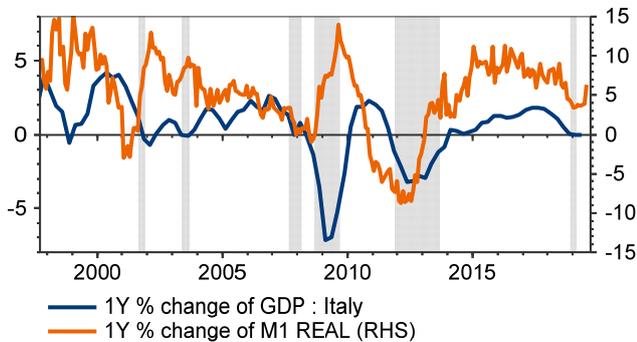
Fonte: Istat, Banca d'Italia

Fig. 4 – D'altronde, il calo dei tassi di interesse comporta, oltre a risparmi per lo Stato, anche una spinta alla crescita del PIL



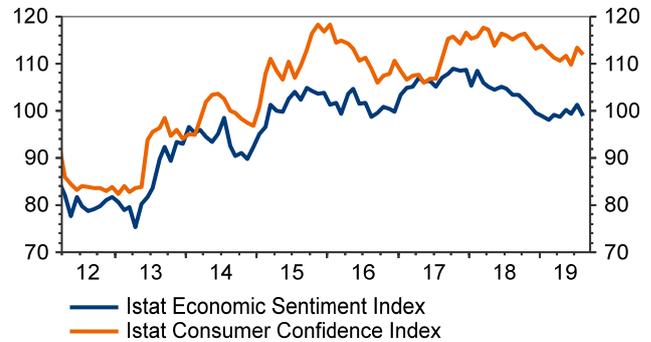
Nota: effetti cumulati di un calo di 100 punti-base dei rendimenti sui titoli di Stato a medio e lungo termine (circa in linea con quello registrato negli ultimi 6 mesi) sul PIL (deviazioni % rispetto al *baseline*) e sulla spesa per interessi della PA (in % del PIL). Fonte: Banca d'Italia, MEF, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – La riaccelerazione degli aggregati monetari (la cui svolta ha sempre anticipato quella del ciclo) fa sperare in un ritorno alla crescita del PIL nel medio termine



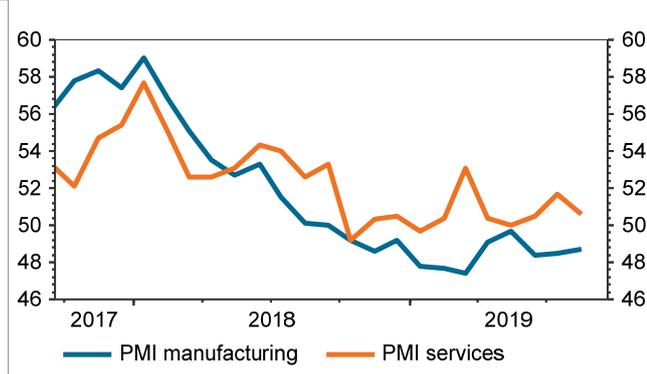
Fonte: Thomson Reuters-Datstream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – A nostro avviso, lo scenario presenta maggiori rischi dal lato delle imprese che da quello dei consumatori, come visibile da una maggiore resilienza del morale delle famiglie



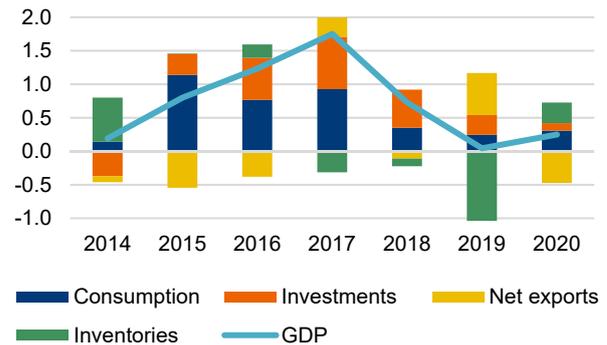
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 7 – Tra le imprese, permane una divergenza tra il settore manifatturiero (colpito da uno shock idiosincratico a livello globale) e i servizi



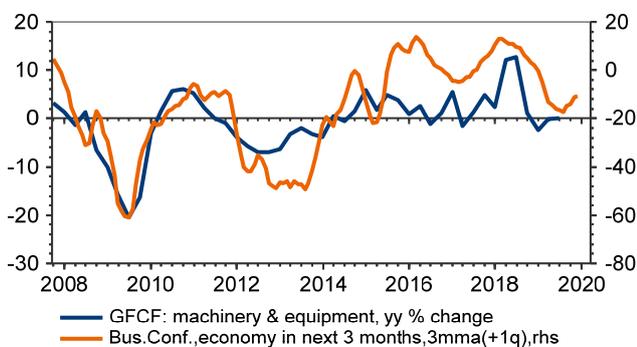
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 8 – Nel 2020 vediamo una tenuta dei consumi, una frenata degli investimenti e un contributo negativo dell'export netto, più che compensato dal venir meno del freno dalle scorte



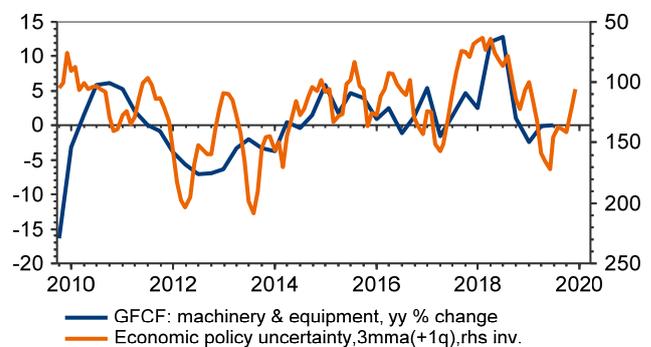
Nota: PIL e contributi al PIL, variazioni % medie annue, dati annui. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 9 – Gli investimenti in macchinari potrebbero essere favoriti dal fatto che le aspettative delle imprese sull'economia sembrano aver superato il punto di minimo



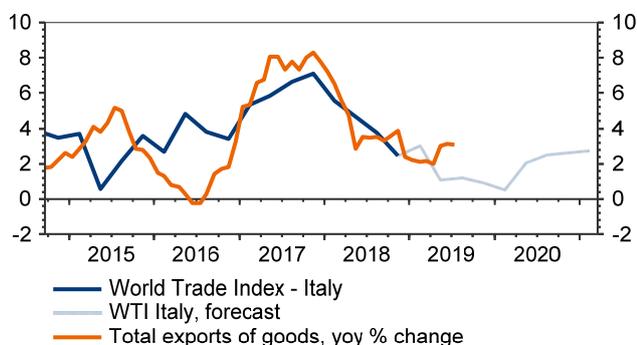
Fonte: Thomson Reuters-Datstream Charting, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – Inoltre, il ridursi dell'incertezza sul fronte politico/fiscale/finanziario domestico potrebbe favorire la propensione a investire delle imprese



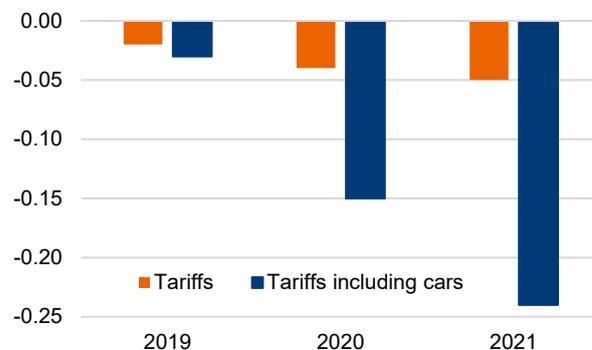
Fonte: Thomson Reuters-Datstream Charting, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 – Tuttavia, sugli investimenti e sull'export peserà il rallentamento in corso del commercio mondiale, frenato dalle incognite riguardanti la guerra tariffaria e Brexit



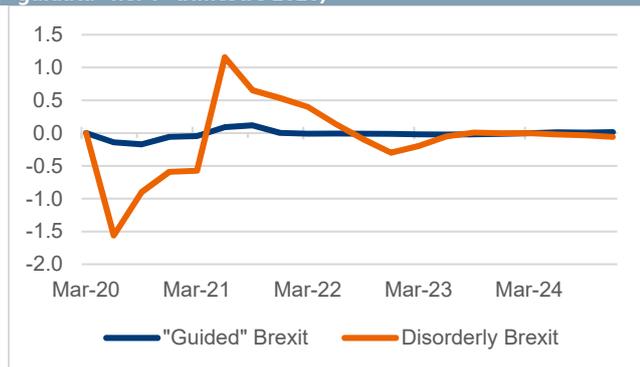
Fonte: Oxford Economics Forecasting, Thomson Reuters-Datastream, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – Impatto sul PIL italiano di una *escalation* della guerra sui dazi (scenario base con dazi USA-Cina e scenario peggiorativo con dazi estesi alle auto UE nel 1° trimestre 2020)



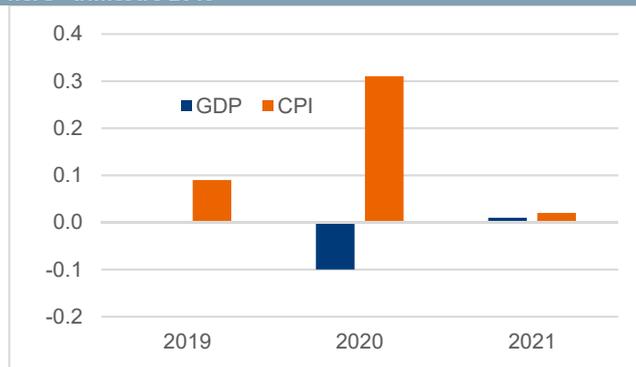
Fonte: Oxford Economics Forecasting, Thomson Reuters-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 13 – Impatto sul PIL italiano (var. % annua, deviazione da *baseline*) di due scenari di *no-deal Brexit* (uscita "disordinata" e "guidata" nel 1° trimestre 2020)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su modello Oxford Economic Forecasting

Fig. 14 – Impatto su PIL e CPI italiano (var. % annua, deviazione da *baseline*) di un aumento di 10 dollari del prezzo del Brent nel 3° trimestre 2019



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su modello Oxford Economic Forecasting

## Sintesi della previsione macroeconomica

Previsioni macroeconomiche													
	2018	2019p	2020p	2018			2019			2020			
				T3	T4	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>PIL (a prezzi costanti, a/a)</b>	<b>0.7</b>	0.0	0.3	<b>0.5</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.1</b>	0.1	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3
- Variazione % t/t				<b>-0.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
Consumi delle famiglie	<b>0.6</b>	0.4	0.5	<b>-0.1</b>	<b>0.3</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
Consumi pubblici	<b>0.2</b>	0.0	0.0	<b>-0.1</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>-0.1</b>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
Investimenti fissi	<b>3.2</b>	1.6	0.6	<b>-1.3</b>	<b>0.2</b>	<b>0.7</b>	<b>1.9</b>	-1.8	0.7	0.1	0.2	0.3	0.4
- Investimenti in macchinari	<b>2.0</b>	0.7	0.5	<b>-3.1</b>	<b>0.5</b>	<b>-0.3</b>	<b>3.4</b>	-3.0	1.0	0.0	0.2	0.4	0.4
- Investimenti in mezzi di trasporto	<b>14.5</b>	-1.2	0.8	<b>-0.7</b>	<b>-1.3</b>	<b>-2.2</b>	<b>5.9</b>	-5.0	2.0	0.0	0.2	0.4	0.4
- Investimenti in costruzioni	<b>2.2</b>	3.1	0.7	<b>0.6</b>	<b>0.3</b>	<b>2.3</b>	<b>-0.4</b>	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
Esportazioni	<b>1.4</b>	3.1	0.8	<b>1.2</b>	<b>1.3</b>	<b>0.3</b>	<b>1.0</b>	0.8	-0.5	-0.3	0.6	0.5	0.4
Importazioni	<b>1.8</b>	1.2	2.4	<b>0.5</b>	<b>1.2</b>	<b>-1.6</b>	<b>1.1</b>	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7
<b>Contributo % PIL</b>													
Commercio estero	<b>-0.1</b>	0.6	-0.5	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.6</b>	<b>0.0</b>	0.1	-0.3	-0.3	0.0	0.0	-0.1
Domanda finale interna	<b>1.0</b>	0.5	0.4	<b>-0.3</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.4</b>	-0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
Variazione scorte	<b>-0.1</b>	-1.1	0.3	<b>-0.1</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.7</b>	<b>-0.3</b>	0.1	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
<b>Attività produttiva</b>													
Produzione industriale	<b>0.5</b>	-0.8	0.4	<b>-0.2</b>	<b>-1.1</b>	<b>0.9</b>	<b>-0.7</b>	-0.4	0.1	0.2	0.4	0.2	0.0
<b>Prezzi, salari e redditi</b>													
Prezzi al consumo (a/a)	<b>1.1</b>	0.7	1.1	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.0</b>	<b>0.8</b>	0.5	0.7	1.0	1.0	1.2	1.3
- escluso alimentari, energia (a/a)	<b>0.7</b>	0.7	1.3	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>	0.6	1.3	1.6	1.2	1.1	1.1
PPI (a/a)	<b>3.3</b>	0.5	0.5	<b>4.5</b>	<b>4.8</b>	<b>3.2</b>	<b>1.5</b>	-0.7	-1.9	-1.0	0.6	1.2	1.1
Disoccupazione (%)	<b>10.6</b>	10.1	10.2	<b>10.3</b>	<b>10.5</b>	<b>10.3</b>	<b>9.9</b>	9.9	10.0	10.1	10.2	10.2	10.1
Occupati totali	<b>0.9</b>	0.6	0.2	<b>-0.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.6</b>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
Salari contrattuali	<b>1.5</b>	1.1	0.8										
Reddito disponibile reale	<b>0.8</b>	1.1	0.9										
Tasso di risparmio (%)	<b>8.1</b>	8.9	9.6										
<b>Bilancia dei pagamenti</b>													
Partite correnti (% PIL)	<b>2.5</b>	2.6	2.7										
<b>Finanza pubblica</b>													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	<b>-2.2</b>	-2.1	-2.3										
Debito (% PIL)	<b>134.8</b>	136.3	137.3										
<b>Variabili finanziarie</b>													
3-mesi Euribor (%)	<b>-0.31</b>	-0.48	-0.57	<b>-0.32</b>	<b>-0.31</b>	<b>-0.31</b>	<b>-0.33</b>	-0.44	-0.48	-0.54	-0.56	-0.57	-0.57
BTP 10 anni (%)	<b>2.95</b>	0.62	0.86	<b>2.80</b>	<b>2.95</b>	<b>2.54</b>	<b>2.29</b>	0.80	0.62	0.56	0.54	0.72	0.86
Spread BTP/Bund (%)	<b>2.15</b>	2.09	1.32	<b>2.50</b>	<b>2.92</b>	<b>2.61</b>	<b>2.53</b>	1.85	1.35	1.28	1.23	1.32	1.47

Fonte: Istat, Thomson Reuters-Datastream, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

## Ancora in calo la produzione industriale

La produzione industriale è calata nuovamente a luglio, di **-0,7% m/m**, dopo il **-0,3% m/m** registrato a giugno (rivisto al ribasso di un decimo). Il dato è stato peggiore delle attese. La **tendenza annua è rimasta in territorio negativo per il quinto mese consecutivo** (come accaduto in 10 degli ultimi 12 mesi), pur migliorando lievemente a **-0,7%** da **-1,2%** precedente (sui dati corretti per gli effetti di calendario).

La flessione, per il secondo mese consecutivo, è diffusa a tutti i principali comparti con l'eccezione dell'energia (favorita dalle temperature superiori alla media), che è anche l'unico macro-gruppo in significativo progresso su base annua (+5,8%). La contrazione, su base sia congiunturale che tendenziale, è particolarmente marcata per i beni strumentali (-1,6% m/m, -3% a/a). Nel manifatturiero, la performance migliore a livello settoriale è quella delle altre industrie manifatturiere (+6,4% a/a corretto per gli effetti di calendario), mentre **risulta in deciso calo il comparto strategico (tra i più esposti all'export) della meccanica (-6,9% a/a)**.

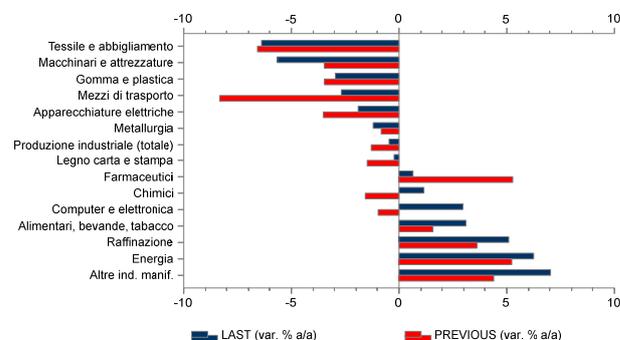
In sintesi, il dato conferma che l'industria è colpita da uno shock idiosincratco, in Italia come altrove (anzi la debolezza del settore è meno accentuata che in Germania). La produzione industriale è in rotta per un altro calo nel trimestre estivo, di **-0,5% t/t** dopo il **-0,7% t/t** dei mesi primaverili (a meno di un rimbalzo sensibile ad agosto e settembre). Ciò è coerente con un altro **contributo negativo dell'industria in senso stretto al valore aggiunto**, simile a quello del trimestre precedente (-0,1% t/t).

### Il trend di fondo per l'attività produttiva nell'industria resta debole



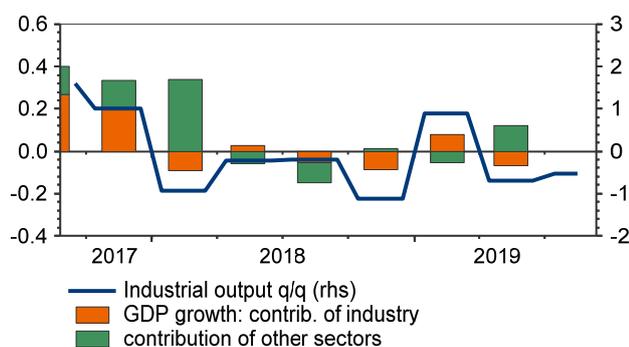
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### La maggior parte dei settori è in calo su base annua



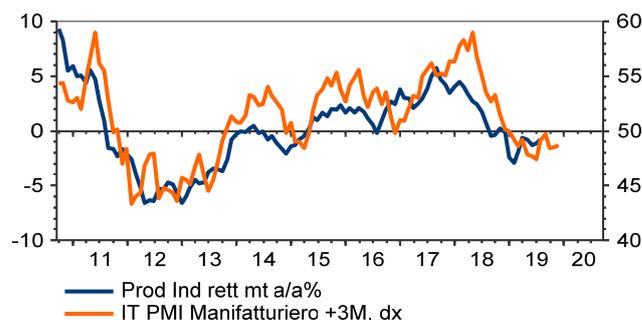
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### L'industria dovrebbe aver frenato il PIL anche nel 3° trimestre



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### Le indagini ancora non segnalano una svolta in senso espansivo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

## Prosegue la flessione anche per ordini, fatturato e fiducia

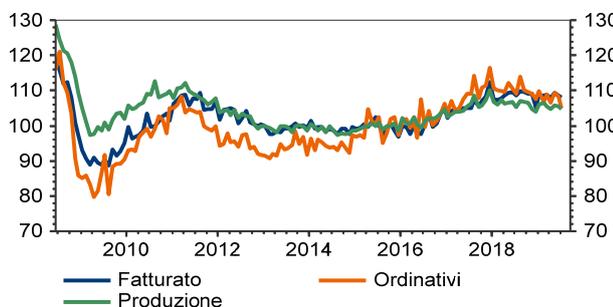
Sia il fatturato che gli ordini industriali sono calati per il secondo mese a luglio, sia su base congiunturale che tendenziale (fatturato -0,5% m/m e -0,6% a/a corretto per gli effetti di calendario, ordinativi -2,9% m/m e -1% a/a). La flessione del fatturato è determinata nel mese soprattutto dai beni strumentali (-2,4%), e sull'anno dai beni intermedi (-2,7%). Sul calo degli ordini ha pesato nel mese soprattutto il mercato interno (-4,2%), sull'anno le commesse dall'estero (-2,9%).

Nel dato tendenziale, spicca la **correzione dei settori più ciclici e più esposti al commercio mondiale** come il farmaceutico (-11% sia il fatturato che gli ordini), i mezzi di trasporto (-12% gli ordinativi), i macchinari e i chimici. Viceversa, **tengono comparti anti-ciclici** come gli alimentari, la raffinazione e le altre industrie manifatturiere.

In sintesi, la nuova flessione di fatturato e ordini, analoga a quella registrata nello stesso mese da produzione industriale ed export, conferma che **il settore industriale, particolarmente esposto al commercio internazionale, resta in una fase moderatamente recessiva**.

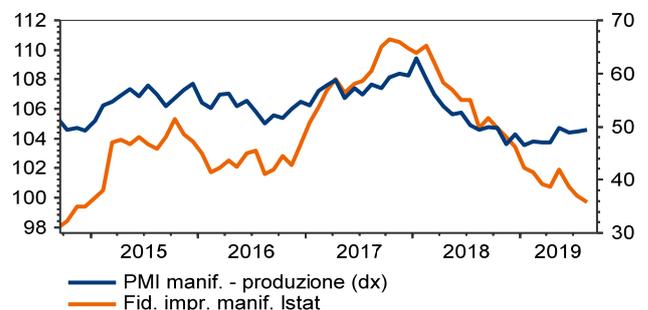
Nel frattempo, anche la fiducia delle imprese manifatturiere continua a peggiorare. Ad agosto l'indice Istat è calato, sia pur in misura modesta, da 100,1 a 99,7 (minimo dal 2014). Il giudizio sugli ordini è un po' meno negativo che a luglio (-16,7, 0,8 punti di miglioramento), ma le imprese sono meno positive sulle prospettive future per la produzione. L'andamento della fiducia resta coerente con un contributo negativo dell'industria al valore aggiunto.

### Tendenza stagnante per produzione, ordini e fatturato



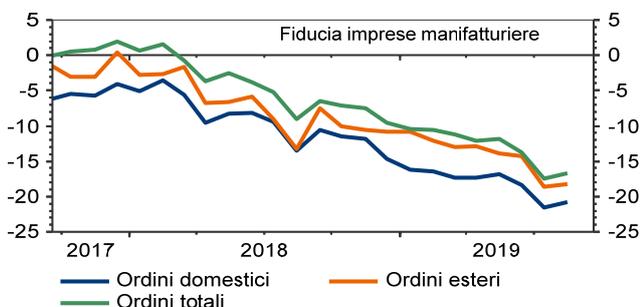
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### Indagine Istat più negativa del PMI manifatturiero



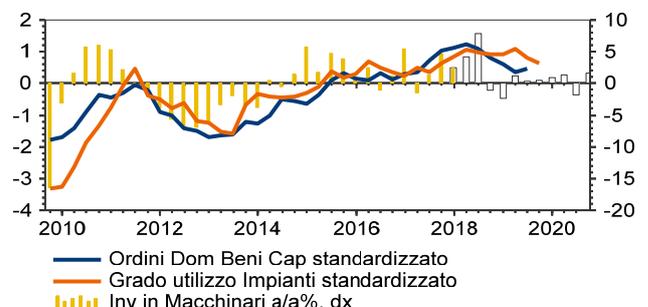
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### Se non altro non peggiora ulteriormente il giudizio delle imprese manifatturiere sugli ordini



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### Ordini di beni capitali e grado di utilizzo degli impianti in calo

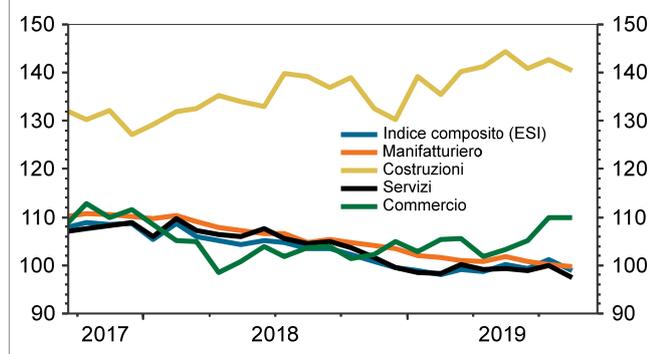


Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

## La moderata crescita nei servizi compensa la debolezza dell'industria

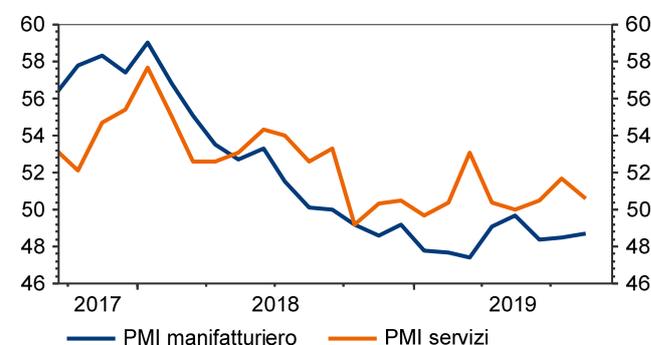
Dopo il calo di inizio anno, il fatturato nei servizi è tornato ad aumentare nel 2° trimestre (+0,3% t/t, +0,4% a/a). Trainanti nel trimestre soprattutto il trasporto e magazzinaggio (+0,9%) e le agenzie di viaggio e i servizi di supporto alle imprese (+0,8%), mentre si registra un calo per i servizi di informazione e comunicazione (-1%) e i servizi di alloggio e ristorazione (-0,2%). Su base annua, e più nel dettaglio, i servizi delle agenzie di viaggio, *tour operator* e servizi di prenotazione e attività connesse hanno visto un fatturato in crescita di +8,3% a/a, massimo da quando sono disponibili le serie (2011); viceversa, le attività di ricerca, selezione e fornitura di personale hanno subito una diminuzione di -3%, la più ampia da fine 2012. **Anche il valore aggiunto nei servizi ha visto un aumento nel 2° trimestre, sia pur modesto (+0,1% t/t), a fronte di una correzione nell'industria** in senso stretto (-0,4% t/t). In particolare, hanno contribuito positivamente le attività immobiliari (+0,3%), le attività professionali (+1%) e le attività artistiche, di intrattenimento e gli altri servizi (+0,4%), mentre un freno è arrivato dai servizi di informazione e comunicazione (-0,9%) e dalle attività finanziarie e assicurative (-0,1%). **Anche gli indici di diffusione**, che misurano la percentuale di settori in crescita rispetto al totale dei settori, **confermano lo sfasamento ciclico tra servizi e industria**: sempre nel 2° trimestre, l'indicatore è risultato in leggero calo nella manifattura mentre, dopo tre trimestri di stabilità, è aumentato nei servizi (pur rimanendo inferiore al 50%). Nel trimestre in corso, la **fiducia delle imprese nel settore dei servizi secondo l'indagine Istat è prima salita a luglio, ma poi è tornata a calare ad agosto**, da 100,0 a 97,4 (nuovo minimo da inizio 2015), e il peggioramento è risultato diffuso a tutte le principali componenti dell'indagine. In sintesi, i servizi sono in una fase di crescita, che compensa la debolezza dell'industria, ma il ritmo di espansione è modesto e gli indici di fiducia su un trend di rallentamento, il che rende anche il settore non manifatturiero vulnerabile ad eventuali shock.

### Fiducia delle imprese nei principali settori



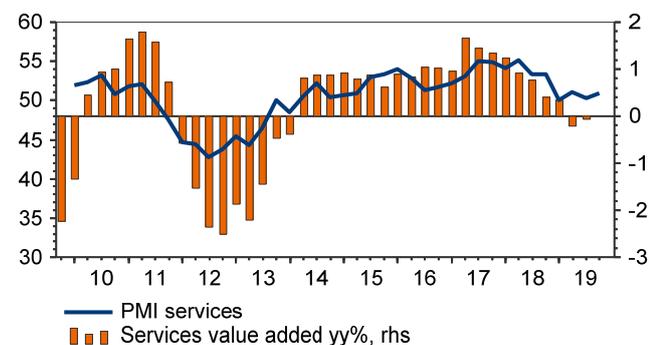
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### I servizi mantengono un'intonazione più positiva rispetto all'industria



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### Le indagini segnalano che il contributo dei servizi al valore aggiunto è solo lievemente positivo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### In ripresa la fiducia nel trasporto e magazzinaggio e nei servizi turistici, in calo comunicazione e informazione



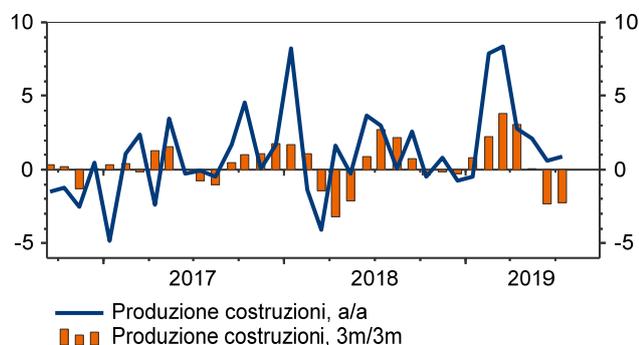
Nota: medie mobili a 3 mesi. Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

## Anche le costruzioni si sono fermate (dopo il buon inizio d'anno)

Dopo il robusto incremento di inizio anno, nel 2° trimestre gli investimenti in costruzioni di contabilità nazionale sono diminuiti sia nel settore delle abitazioni (-0,3% t/t), sia in quello dei fabbricati non residenziali e altre opere (-0,5% t/t). A luglio, la produzione nelle costruzioni è aumentata marginalmente, di appena un decimo su base trimestrale, a luglio, così come accaduto il mese precedente. Anche la variazione annua è poco variata, a 0,8% (corretto per gli effetti di calendario), da 0,7% di giugno (in rallentamento dal picco di 8,6% toccato lo scorso marzo, che rappresentava un massimo da quasi 12 anni). Dopo il balzo del 1° trimestre (+3,8% t/t), e la correzione dei mesi primaverili (-2,3% t/t), l'output è in rotta per una sostanziale stagnazione nel trimestre estivo (l'ampia volatilità della prima metà dell'anno era accentuata dalle condizioni meteorologiche). Il livello della fiducia dei costruttori, pur in calo ad agosto (da 142,8 a 140,4), resta coerente con una tendenza positiva per la produzione nel settore.

Nel frattempo, prosegue la ripresa delle transazioni sul mercato secondario. Nel 1° trimestre 2019 le convenzioni notarili di compravendita e le altre convenzioni relative ad atti traslativi a titolo oneroso per unità immobiliari, depurate della componente stagionale, sono salite del 2% t/t rispetto al trimestre precedente (+2,0% il settore abitativo e +2,5% l'economico). Per il comparto abitativo l'incremento congiunturale interessa tutte le aree geografiche del Paese, mentre per l'economico la crescita riguarda solo il Centro e il Nord-est. Rispetto a un anno prima, le transazioni immobiliari sono aumentate dell'8% (crescita tendenziale più ampia da due anni); l'espansione riguarda sia il settore abitativo (+8,4%) sia l'economico (+5,0%). Le convenzioni notarili per mutui, finanziamenti e altre obbligazioni con costituzione di ipoteca immobiliare sono diminuite nello stesso periodo di -0,8% t/t, ma restano in crescita su base annua (+3,6%).

La produzione nelle costruzioni è in una fase di sostanziale stabilità dopo l'ampia volatilità di inizio anno



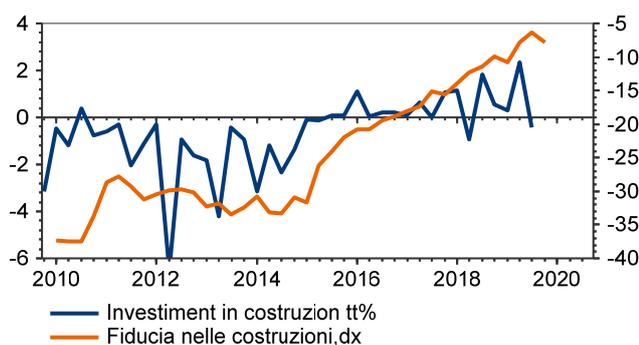
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

In recupero la fiducia delle imprese in tutti i principali settori



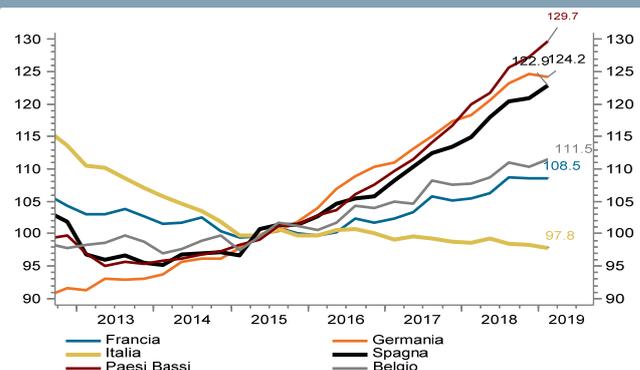
Nota: medie mobile a 3 mesi. Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Il livello della fiducia dei costruttori è coerente con un ulteriore recupero per gli investimenti in costruzioni di contabilità nazionale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Tuttavia i prezzi delle abitazioni ancora non mostrano una ripresa



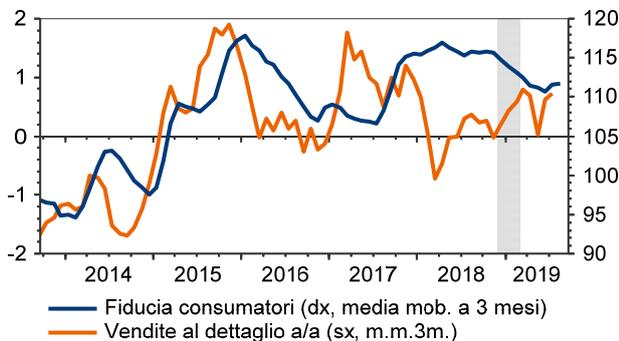
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

## I consumi restano in crescita, sia pur moderata

Le vendite al dettaglio sono tornate a calare a luglio, di -0,5% m/m in valore e -0,7% m/m in volume (dopo il balzo di +1,9% e +2% m/m rispettivamente a giugno). La variazione tendenziale è comunque salita a +2,6% da +1,3% precedente (in valore). Si conferma la maggiore vivacità della grande distribuzione rispetto alle imprese operanti su piccole superfici (+3,3% vs +0,9% a/a), in particolare dei discount di alimentari (+7,2% a/a); accelera il commercio elettronico (+23,2% a/a). Il progresso su base annua si estende a tutte le tipologie di prodotti: restano trainanti le dotazioni per l'informatica, telecomunicazioni e telefonia (+6,4%) e le calzature, articoli in cuoio e da viaggio (+6,1%), mentre all'estremo opposto risulta poco più che stagnante il gruppo della cartoleria, libri, giornali e riviste (+0,1%). Nel trimestre estivo, le vendite sono in rotta per una crescita di 0,6% t/t in valore e 0,4% t/t in volume, da 0,2% t/t dei mesi primaverili. Ciò suggerisce che i consumi delle famiglie possano crescere di uno-due decimi nel trimestre in corso, dopo la stagnazione registrata nel 2° trimestre.

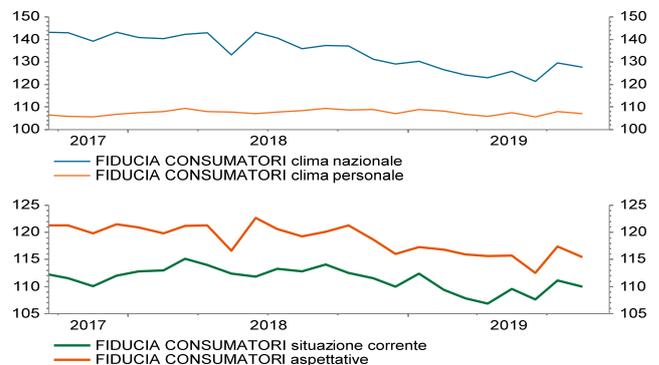
Nel frattempo, il clima di fiducia dei consumatori, dopo il balzo di luglio, è tornato a peggiorare ad agosto, di 1,8 punti (da 113,3 a 111,9), riassorbendo circa metà dell'incremento anomalo del mese precedente. Il calo di agosto ridimensiona la ripresa della fiducia del terzo trimestre, pur confermando che il minimo potrebbe essere stato segnato nel primo trimestre 2019 per le imprese e nel secondo trimestre per le famiglie. In sintesi, il quadro segnala che i consumi potranno mantenere l'attuale sia pur moderato ritmo di crescita nell'orizzonte prevedibile.

Il ritmo attuale di crescita delle vendite al dettaglio è coerente con il livello della fiducia delle famiglie, e suggerisce un aumento moderato dei consumi



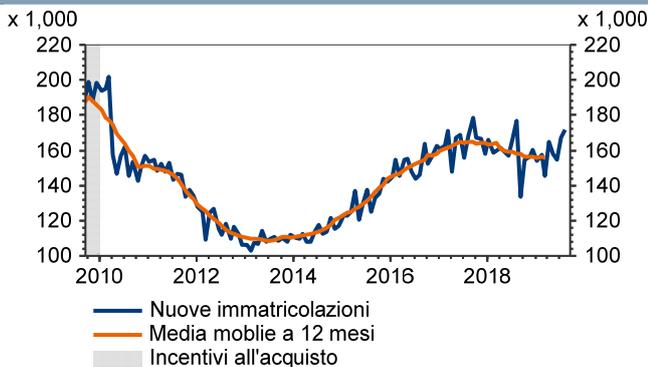
Nota: area ombreggiata=recessione. Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Ad agosto si rileva però un peggioramento della fiducia di consumatori, esteso a tutte le principali componenti ma trainato da clima nazionale e aspettative



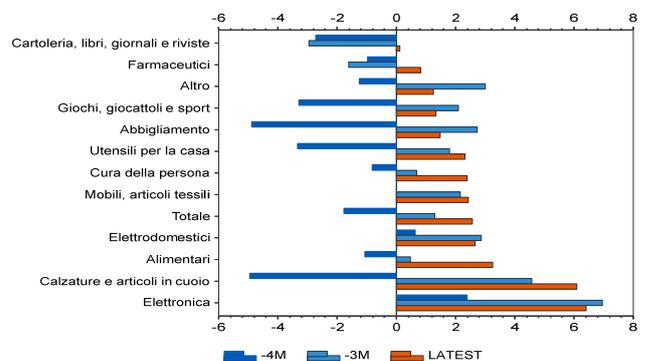
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Tentativo di recupero per le immatricolazioni di automobili?



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

La crescita tendenziale delle vendite è estesa a tutti i gruppi di prodotti ed è guidata dall'elettronica

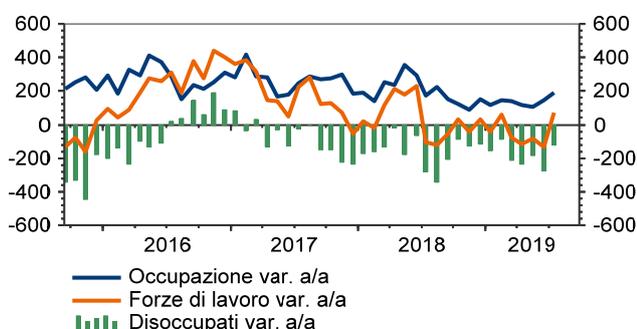


Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

## Mercato del lavoro ancora in espansione

I dati sul mercato del lavoro relativi al 2° trimestre mostrano, come già desumibile dai dati provvisori mensili, un sensibile aumento degli occupati nel trimestre (+0,6% t/t), a fronte di una crescita contenuta delle forze di lavoro (+0,1% t/t), spiegata anche dal fatto che, dopo due trimestri di calo, sono tornati ad aumentare gli inattivi. Di conseguenza nel trimestre il tasso di occupazione è salito a 59,1% da 58,7% e il tasso di disoccupazione è diminuito a 9,9% da 10,3% precedente (in presenza di un tasso di inattività invariato a 34,3%). Ancora una volta la crescita maggiore nel tasso di occupazione si registra tra gli ultracinquantenni. Nel trimestre sono aumentati soprattutto i dipendenti, sia permanenti che a termine. Sui dati tendenziali, la crescita dell'occupazione riguarda ancora una volta soprattutto il Nord. Dai dati di flusso, segnali positivi arrivano dall'aumento della permanenza nell'occupazione, in particolare nel Nord e tra i giovani di 15-34 anni, e delle transizioni dai dipendenti a termine verso il tempo indeterminato. Dal lato degli input di lavoro, si registra un calo delle ore lavorate (-0,1% t/t), che è il risultato di una decisa flessione nell'agricoltura e nelle costruzioni, a fronte di una moderata crescita nei servizi. Dal lato delle imprese, prosegue la crescita della domanda di lavoro (+0,3% t/t, +1,5% a/a), associata però a una diminuzione delle ore lavorate per dipendente (-0,6% t/t, -0,9% a/a). In aumento il ricorso alla cassa integrazione. Il costo del lavoro è salito di 0,1% nel trimestre e di 2,4% sull'anno, per effetto non tanto delle retribuzioni (+0,1% t/t, +1,6% a/a) ma soprattutto degli oneri sociali (+0,3% t/t, +4,5% a/a). **In luglio, l'occupazione ha registrato una flessione congiunturale di un decimo, mentre risulta ancora in crescita rispetto a 12 mesi prima (+0,8% a/a).** Si riduce in particolare l'impiego dipendente permanente (-44 mila), a fronte di un incremento del lavoro autonomo (+29 mila). Considerando il calo degli inattivi, i disoccupati sono aumentati di 28 mila unità, il che riduce il calo tendenziale a -121 mila e porta il tasso di disoccupazione a 9,9%. Il calo dell'occupazione ha interessato la sola fascia 35-49 anni. **In sintesi, le condizioni sul mercato del lavoro restano espansive, anche se tale tendenza è a rischio se dovesse protrarsi la tendenza alla stagnazione dell'attività economica.**

L'occupazione mantiene un buon ritmo di crescita...



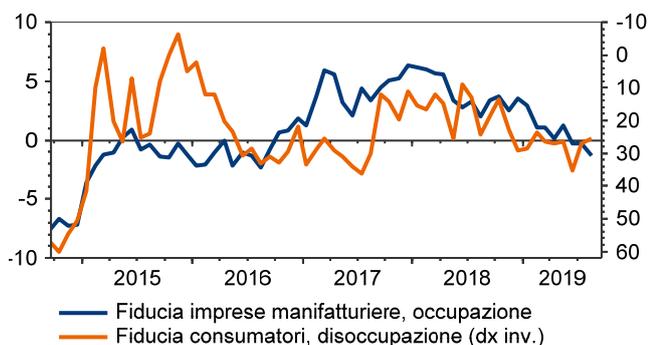
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

...e il tasso di disoccupazione continua a calare



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Ma le indicazioni di famiglie e imprese sull'occupazione sono meno ottimistiche



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Il picco per le retribuzioni contrattuali potrebbe essere alle spalle



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

## Corregge il commercio estero

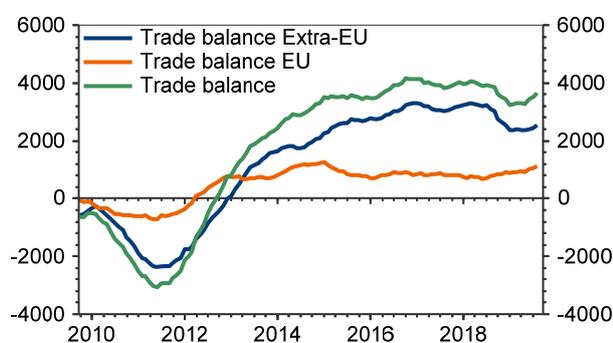
A luglio, le esportazioni sono tornate a calare (-2,3% m/m, minimo da un anno), in presenza di una correzione di entità più modesta per le importazioni (-0,5% m/m). Di conseguenza, il saldo in termini destagionalizzati è sceso a 4,4 mld dai 5,2 di giugno (che peraltro rappresentava un massimo storico).

Su base annua, l'export è però tornato in territorio positivo (a +6,2% da -3,5% precedente); viceversa l'import (a -2,3% da +1%). Nel mese, la flessione delle esportazioni è dovuta soprattutto ai mercati extra-UE, quella delle importazioni ai Paesi UE; si nota un deciso calo di entrambi i flussi commerciali per i beni strumentali (mentre i beni di consumo fanno segnare un calo delle vendite all'estero ma un aumento degli acquisti).

Sempre sull'anno, l'export cresce soprattutto verso la Svizzera (+32,8%, trainato dai metalli di base e prodotti in metallo), il Giappone (+27,3%) e gli Stati Uniti (+18%, grazie ai farmaceutici), mentre cali a due cifre si registrano verso i Paesi OPEC e la Cina, soprattutto nel settore della meccanica. Tengono le vendite verso il Regno Unito (+5,9%), grazie soprattutto a farmaceutici, mezzi di trasporto diversi dagli autoveicoli, abbigliamento e chimici (e nonostante la flessione di: alimentari, metalli, legno, carta e stampa).

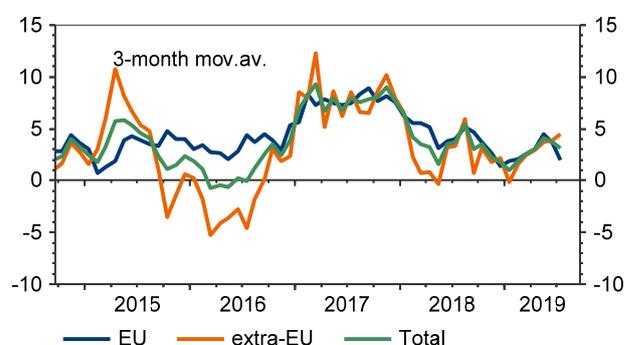
Il dato conferma che il commercio estero, dopo la moderata ripresa dei mesi scorsi, sta tornando a decelerare, spinto al ribasso soprattutto dalla domanda proveniente da alcuni Paesi emergenti (Cina e OPEC *in primis*).

### Il saldo commerciale resta vicino ai massimi storici



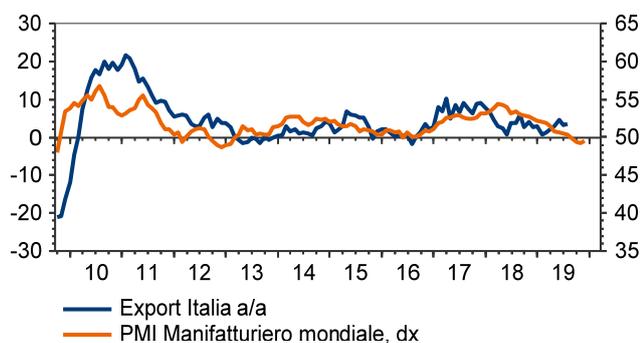
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### Export in moderato recupero su base annua



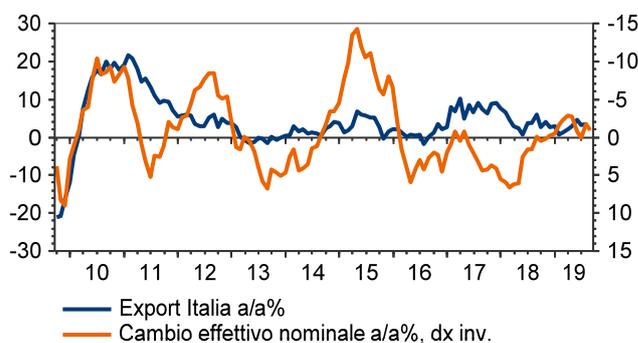
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### L'export risentirà del rallentamento della domanda mondiale...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### ...in presenza di un tasso di cambio circa neutrale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

## L'inflazione potrebbe aver superato il minimo, ma la risalita sarà lenta

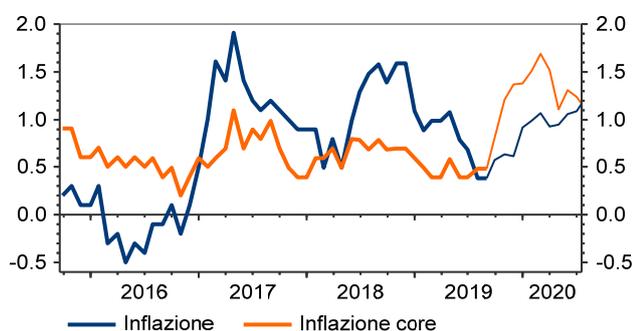
Ad agosto, i prezzi al consumo (in base all'indice NIC) sono saliti di 0,4% sia su base congiunturale che tendenziale (lo 0,4% a/a è invariato rispetto al mese di luglio). L'indice armonizzato è invece rimasto stabile sul mese ed è salito a 0,5% sull'anno, in aumento rispetto allo 0,3% del mese precedente.

Nel mese i rincari restano dovuti soprattutto agli aumenti stagionali nei trasporti e nelle spese per il tempo libero, oltre che a un rimbalzo dei prezzi nelle comunicazioni. Anche la componente di fondo, sempre sull'indice domestico, è stabile rispetto al mese di luglio, a 0,5%.

Il punto di minimo per l'inflazione italiana dovrebbe essere stato toccato lo scorso luglio (a 0,4% sul NIC e 0,3% sull'IPCA), ma la risalita sarà molto lenta (nostra stima per il 2020: 1,1% sulla misura domestica, 1,2% su quella armonizzata).

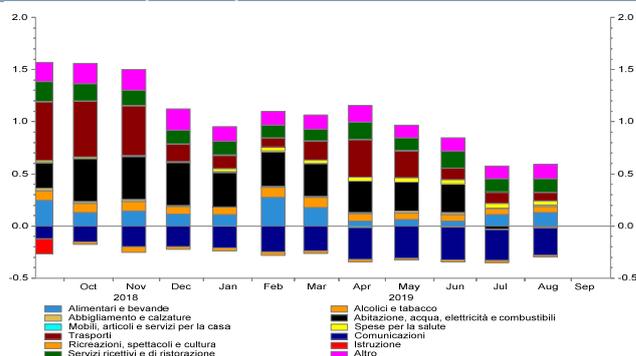
Nel frattempo, i prezzi alla produzione segnalano spinte deflazionistiche a monte della catena produttiva, specie nell'energia: il PPI è calato in territorio negativo a luglio (-0,5% a/a), per la prima volta dal 2016.

Il punto di minimo per l'inflazione dovrebbe essere alle spalle, ma la risalita sarà lenta



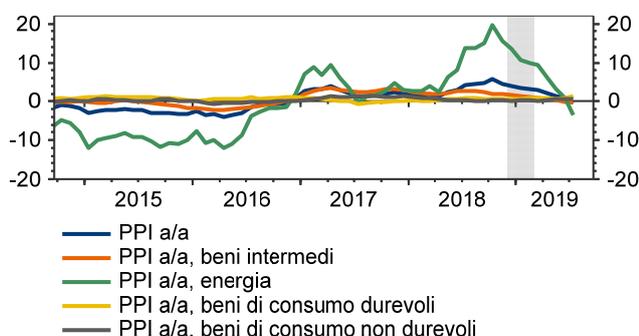
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

La decelerazione recente è spiegata soprattutto dalle spese per l'abitazione e per i trasporti



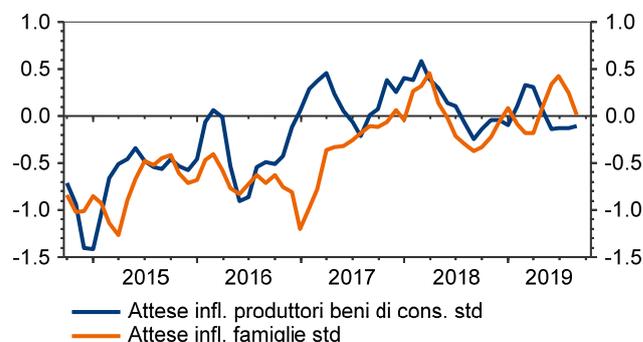
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Il PPI è calato in territorio negativo (-0,5% a/a a luglio), segnalando spinte deflazionistiche a monte della catena produttiva, specie nell'energia



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Circa neutrali le aspettative sull'inflazione di imprese e famiglie



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

## Tendenze del settore bancario italiano

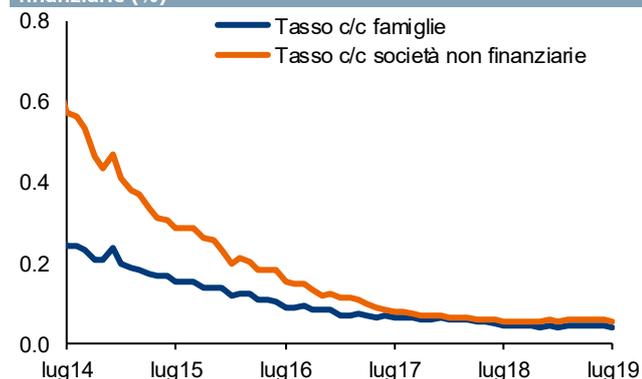
### La tendenza dei tassi bancari è tornata generalmente in discesa

I mesi estivi hanno portato una ventata di riduzioni dei tassi bancari che ha riguardato soprattutto le condizioni praticate sui nuovi prestiti, mentre dal lato della raccolta si è registrata una discesa della remunerazione dei depositi a tempo. In dettaglio, a luglio il tasso medio sulle erogazioni alle società non-finanziarie è risultato pari a 1,37%, 10pb in meno rispetto a inizio anno. Il tasso scenderebbe ad agosto a un livello mai visto di 1,25%, secondo le stime ABI. Anche per i tassi sui nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, l'andamento è in netto calo. In due mesi il tasso medio ha perso 16pb scendendo al minimo storico di 1,69%, trainato dal tasso fisso, ridottosi a 1,84%, un livello mai visto in precedenza. Interessante è anche l'evoluzione dei tassi sui nuovi depositi con durata prestabilita, che a luglio hanno invertito il trend di ripresa. In particolare, dopo nove mesi di aumenti consecutivi, a luglio i tassi corrisposti alle famiglie sulle durate superiori a 1 anno si sono ridotti di 18pb m/m, a 1,16%. Le dinamiche ribassiste si riflettono anche sui tassi degli stock, sebbene questi siano più vischiosi.

Elisa Coletti

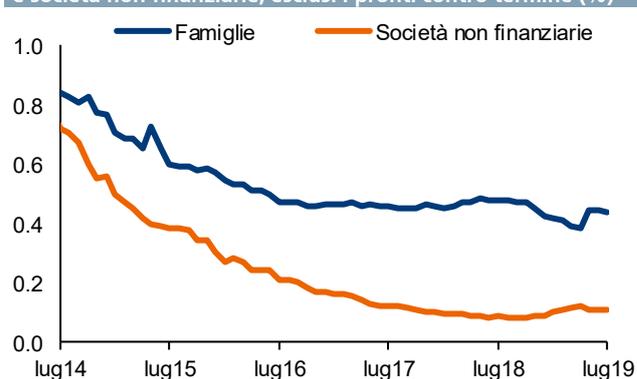
Il tasso medio sullo stock dei depositi è risultato pari a 0,37% a luglio, dallo 0,38% dei due mesi precedenti, ed è visto stabile ad agosto, secondo le anticipazioni ABI. Quanto al tasso medio sui conti correnti, si è verificata una marginale riduzione di 1pb m/m a 0,04%, livello confermato per agosto secondo le anticipazioni ABI.

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



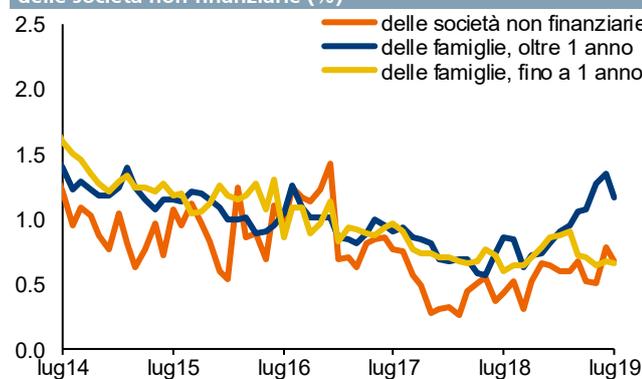
Fonte: Banca d'Italia

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



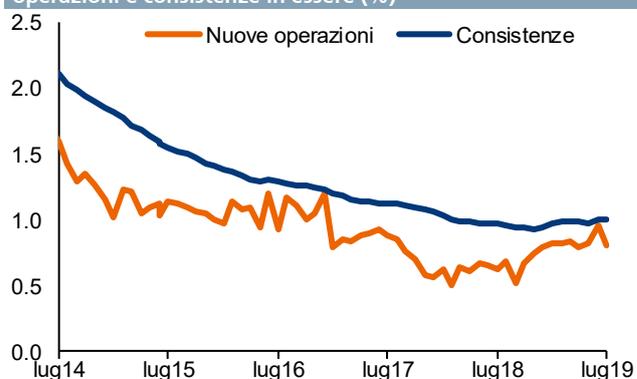
Fonte: Banca d'Italia

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



Fonte: Banca d'Italia

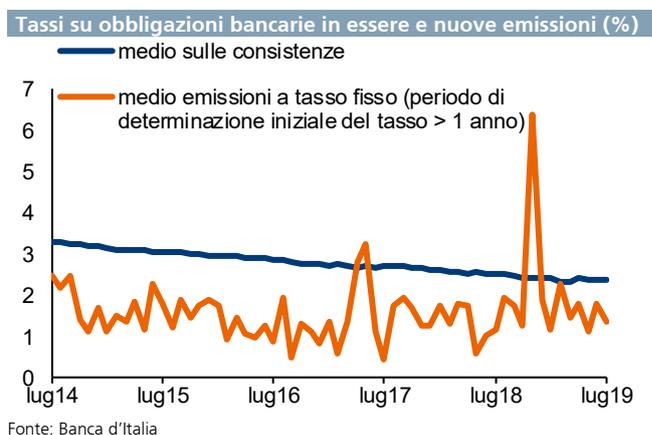
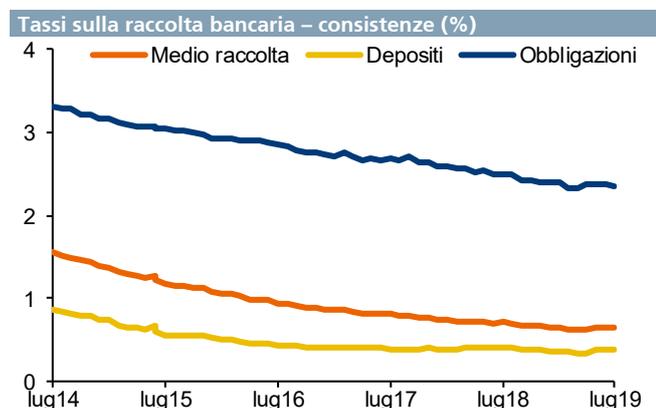
Tassi medi sui depositi con durata prestabilita: nuove operazioni e consistenze in essere (%)



Fonte: Banca d'Italia

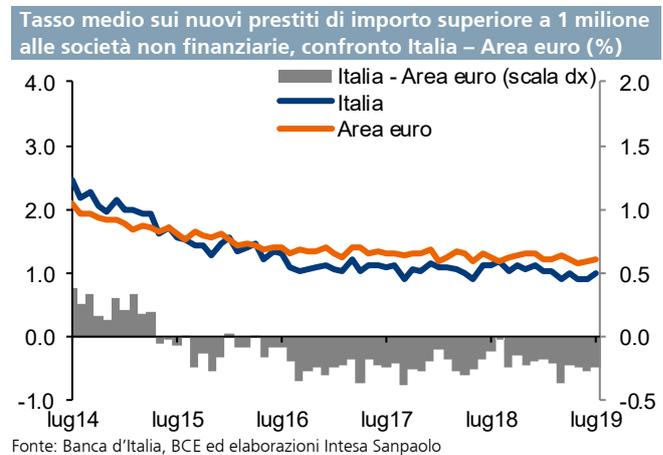
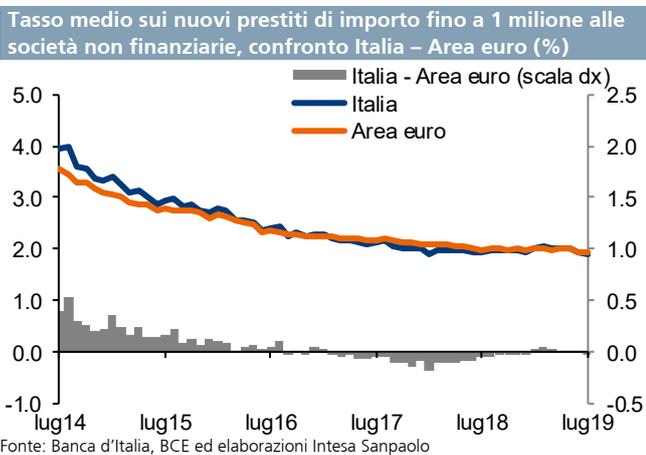
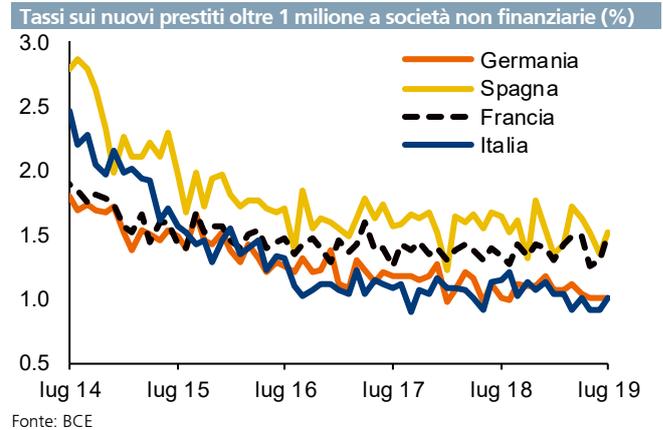
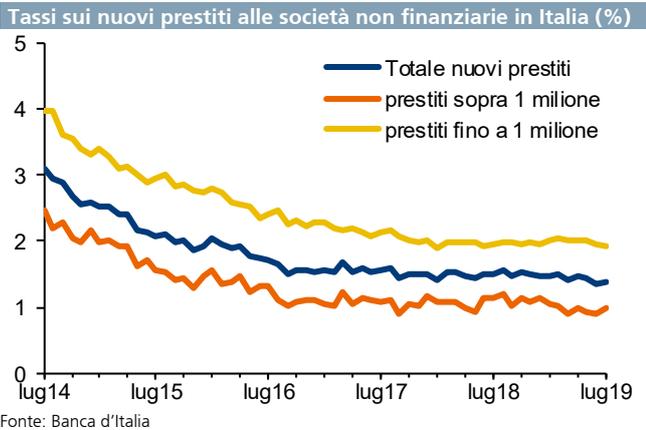
Più interessante è l'evoluzione dei **tassi sui nuovi depositi con durata prestabilita, che a luglio hanno invertito il trend di ripresa**. In particolare, dopo nove mesi di aumenti consecutivi per un totale di 72pb, a luglio i tassi corrisposti alle famiglie sulle durate superiori a 1 anno si sono ridotti di 18pb m/m, a 1,16% dall'1,34% raggiunto a giugno, che rappresentava un massimo da febbraio 2015. Anche il tasso sui depositi con durata prestabilita delle imprese si è ridotto significativamente a luglio, di 10pb m/m a 0,68% dopo aver accumulato un aumento di 47pb nei nove mesi precedenti. Il risultato di questi movimenti è un calo del tasso complessivo sui nuovi depositi con durata prestabilita di famiglie e imprese di 15pb m/m a 0,80%, il valore più basso del 2019 che resta comunque ben superiore ai livelli dello scorso anno (0,64% nell'intero 2018).

Per il **tasso medio sullo stock di obbligazioni**, dopo l'aumento di aprile a 2,38%, si è osservato un **assestamento a 2,36% a luglio**, mentre le stime ABI danno un calo a 2,31% ad agosto. Tutto ciò considerato, il **costo complessivo dello stock di raccolta da clientela è risultato poco variato a luglio**, allo 0,64%, mentre dovrebbe scendere lievemente ad agosto, di 1pb m/m sulla base delle stime ABI. L'andamento del costo medio raccolta risulta ora meno influenzato dall'effetto composizione, essendosi attenuato il forte calo delle obbligazioni.

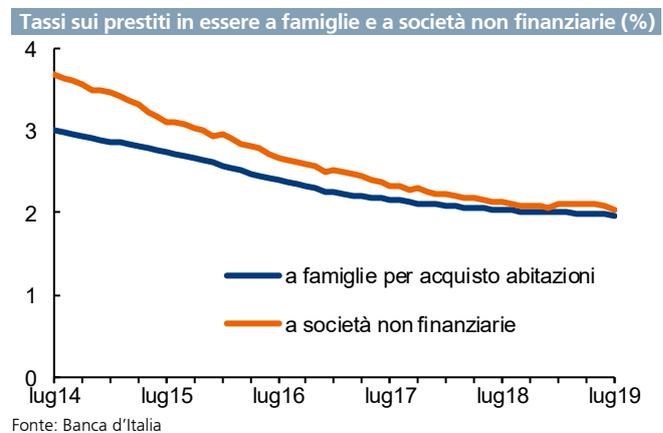
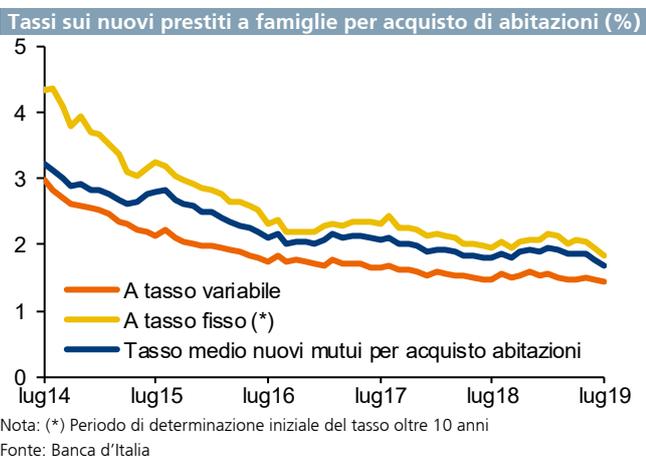


Dal lato dei tassi sui nuovi prestiti, l'andamento è tornato decisamente in ribasso. A luglio il **tasso medio sulle erogazioni alle società non-finanziarie è risultato pari a 1,37%**, 10pb in meno rispetto a inizio anno e in leggero recupero di 2pb m/m dal **nuovo minimo storico di 1,35% toccato a giugno**. Il tasso scenderebbe ad agosto a un livello mai visto di 1,25%, secondo le stime ABI. Guardando alle componenti, come di consueto, l'andamento del tasso sui nuovi prestiti di maggiore entità risulta altalenante, sceso a maggio di 8pb m/m a 0,92%, è risalito all'1% a luglio. Diversamente, il tasso sulle erogazioni inferiori a 1 milione da giugno è tornato sotto il 2%, soglia oltre cui era risalito a inizio 2019, per toccare a luglio il minimo da gennaio 2018, pari a 1,92%. In altri termini, tale tasso ha riassorbito i rialzi attuati a inizio 2019, portandosi su un livello inferiore alla media 2018.

Pertanto, il **differenziale tra il tasso italiano sui prestiti fino a 1 milione e la media dell'area euro è tornato lievemente negativo, per -1pb**, dopo sei mesi sopra lo zero. Per il tasso sui nuovi prestiti oltre 1 milione, il differenziale negativo con l'Eurozona è rimasto ampio, pari a -23pb.

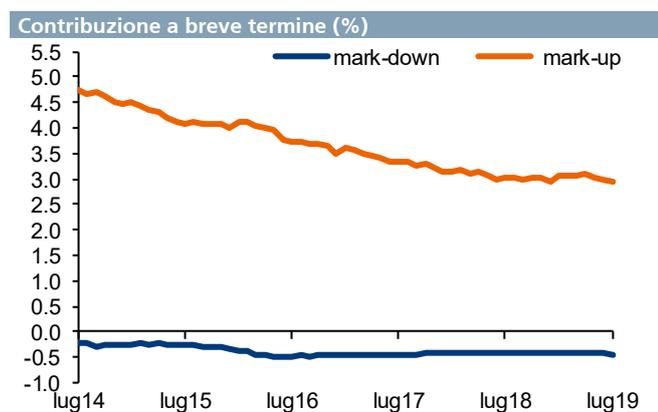


Per i tassi sui nuovi prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni, l'andamento è in netto calo. In due mesi il tasso medio ha perso 16pb scendendo al minimo storico di 1,69%. Per agosto, invece, si delinea una stabilizzazione a 1,68%, secondo le anticipazioni ABI. Il calo di giugno e luglio è stato trainato dal tasso fisso, sceso di 21pb in due mesi a 1,84%, un livello mai visto in precedenza. Anche il tasso variabile si è ridotto nei mesi estivi, sebbene in misura più contenuta, pari a 7pb a 1,43%, anch'esso nuovo minimo.

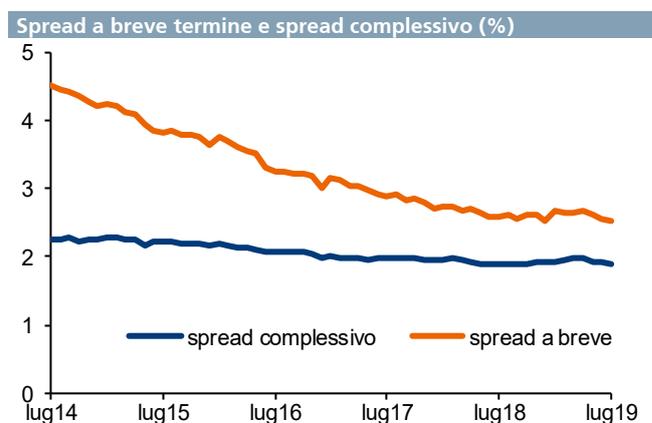


Quanto al tasso medio sullo stock dei prestiti, anch'esso è sceso nei mesi centrali dell'anno, al **2,54% di luglio**, dopo la risalita di gennaio a 2,58% e la successiva stabilizzazione. Ad agosto, secondo le stime ABI, dovrebbe ridursi ulteriormente a 2,52%.

A luglio, considerata la sostanziale invarianza del costo della raccolta, si è avuto un **peggioramento della forbice tra tassi attivi e passivi**, tornata sotto 1,90%, a 1,89%, dopo essere risalita fino all'1,98% ad aprile. La forbice potrebbe ridursi ulteriormente ad agosto, sulla base delle stime ABI. Anche la contribuzione dei depositi a vista è in fase di peggioramento, scendendo sempre più in negativo, col mark-down<sup>1</sup> pari a -0,44%, dal -0,41% segnato da gennaio ad aprile. Il mark-up sui tassi attivi a breve da giugno si è portato sotto il 3%, scendendo a 2,95% a luglio, per effetto del calo dei tassi a breve.



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



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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

## Prestiti alle imprese ancora in calo, sebbene contenuto

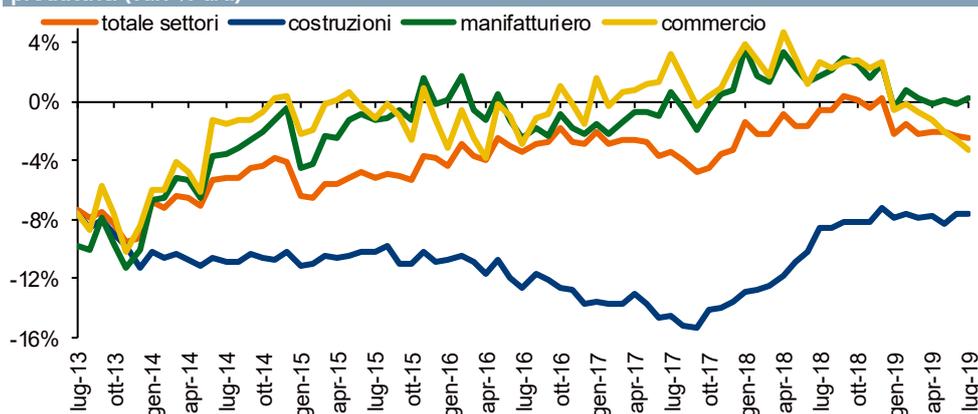
Nei mesi estivi i prestiti alle società non finanziarie si sono confermati leggermente in calo, come emerso da inizio anno (-0,4% a/a a luglio). Al contempo, la crescita dello stock di prestiti alle famiglie è rimasta solida, pari a +2,5% a/a a luglio, benché lievemente più moderata rispetto ai primi mesi dell'anno. Per i mutui, è proseguito il calo delle erogazioni, risultato di una marcata contrazione delle rinegoziazioni accompagnata da una flessione significativa anche dei nuovi contratti. Analogamente, si è osservata una riduzione notevole dei mutui a tasso fisso e meno marcata di quelli a tasso variabile. Nel complesso, l'aumento dello stock di prestiti al settore privato è risultato pari a +0,8% a/a a luglio. Con una crescita stimata pari a +0,9% a/a per agosto le anticipazioni ABI delineano una conferma del trend.

Elisa Coletti

**Nei mesi estivi i prestiti alle società non finanziarie si sono confermati leggermente in calo**, come emerso da inizio anno. A luglio la variazione annua è stata pari a -0,4% in linea con il -0,5% a/a medio del 1° semestre (dati corretti per le cartolarizzazioni).

Escludendo le sofferenze (prestiti vivi), la riduzione risulta leggermente più marcata a giugno e luglio, -2,4% a/a e -2,5% nell'ordine, rispetto al -2,0% medio dei primi cinque mesi dell'anno (questi dati includono le famiglie produttrici). A tale andamento ha contribuito **l'intensificazione del calo dei prestiti al commercio**, peggiorati progressivamente dal -0,6% di gennaio al -2,6% e -3,4% di giugno e luglio. **Rimangono stagnanti, invece, i prestiti al settore manifatturiero**, che confermano una variazione oscillante attorno allo zero da inizio anno (+0,2% a luglio e -0,3% a/a a giugno da +0,1% nei primi cinque mesi dell'anno), dopo un 2018 in crescita. Diversamente **i prestiti alle costruzioni hanno mantenuto un calo pressoché costante**, senza subire particolari peggioramenti né a inizio anno né successivamente (-7,6% a luglio e -7,9% in media nel 1° semestre). In sintesi, il ritorno in calo dei prestiti vivi alle imprese da inizio 2019 risulta legato all'arresto della crescita di quelli al manifatturiero e al commercio, mentre più di recente ha risentito dell'intensificazione del trend negativo di quest'ultimi.

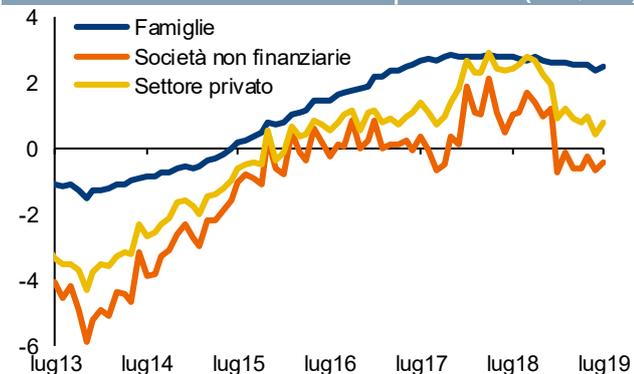
Prestiti vivi per i principali settori di attività economica, società non-finanziarie e famiglie produttrici (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

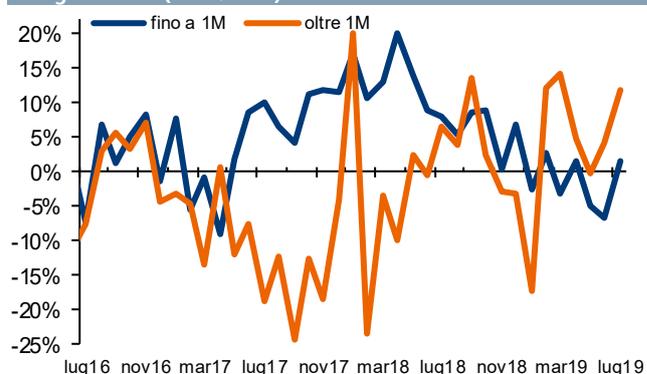
I flussi mensili di prestiti alle società non-finanziarie mostrano un rimbalzo a luglio, trainato dalle operazioni sopra 1 milione, dopo due mesi di calo. In dettaglio, **le erogazioni lorde di luglio sono aumentate del 7,2% a/a, portando il flusso cumulato da inizio anno a una variazione positiva (+0,8% a/a)**. Questo andamento è spiegato dall'ampia oscillazione dei flussi oltre 1 milione fino alla risalita dell'11,7% a/a a luglio con una crescita del flusso cumulato dei primi sette mesi dell'anno del 3,3% a/a. Tuttavia, **per le erogazioni fino a 1 milione il modesto incremento segnato a luglio, pari a +1,5% a/a, lascia invariato il segno negativo da inizio 2019, pari a -1,9% a/a**, che risente del notevole calo di maggio-giugno (-5,1% e -6,8% rispettivamente).

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



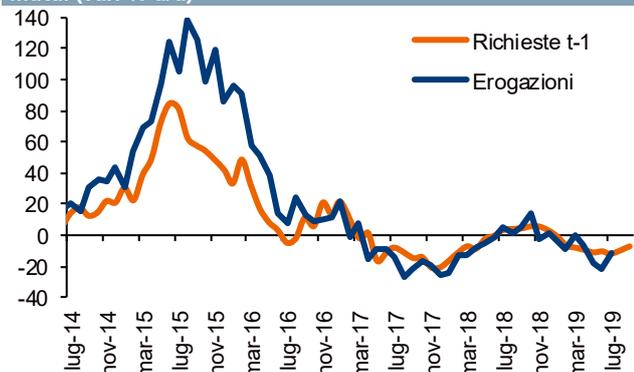
Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Con riguardo ai prestiti alle famiglie, il ritmo di crescita è rimasto robusto anche se lievemente più moderato, del 2,4% a/a a giugno e 2,5% a luglio dal 2,6% dei primi mesi dell'anno (dati corretti per le cartolarizzazioni). Il credito al consumo erogato dalle banche continua a registrare risultati positivi, segnando a luglio una crescita del 13% a/a sebbene dopo un mese di giugno con flussi in calo del 5%. Il cumulato da inizio anno è aumentato del 9% a/a. Lo stock di credito al consumo ha mantenuto un passo sostenuto, del +8,7% a/a come in media nel 1° semestre.

Diversamente, nel caso dei prestiti per l'acquisto dell'abitazione è proseguito il calo a due cifre delle erogazioni mensili, sebbene più attenuato a luglio rispetto a maggio-giugno (-11,2% a/a dal -21,6% di giugno e -17,5% di maggio). Ciò risulta coerente con le indicazioni registrate dalla domanda, molto negative anche nell'ultima rilevazione di agosto, sebbene il calo del numero di richieste di mutui sia risultato in attenuazione nel mese estivo a -7% a/a e a -8,9% da inizio anno, rispetto al -11,6% a/a e -9,4% cumulato registrati nella precedente rilevazione riferita a giugno (fonte CRIF). Pertanto, si prospettano erogazioni in calo almeno fino a settembre, sebbene sembri emergere un trend negativo in attenuazione.

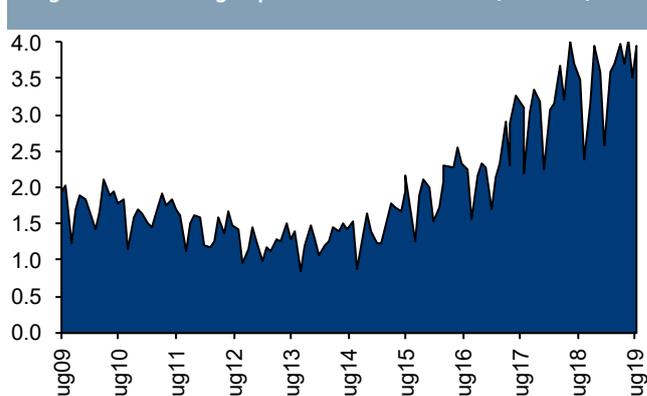
Distinguendo in base al tipo di contratto, il trend di riduzione resta particolarmente marcato per le rinegoziazioni, del -31% a/a a luglio e -46% a giugno, ma continua a interessare anche i nuovi contratti, in calo per il sesto mese consecutivo, pari a luglio a -6,3% a/a. In termini di quota sul totale erogazioni, da maggio a luglio le rinegoziazioni sono rimaste ai minimi, pari a 15,4% in media nei tre mesi. Coerentemente con questo quadro, nei mesi estivi anche le erogazioni a tasso fisso hanno registrato un calo significativo, del -23% a/a a giugno e del -13% a luglio. Significativa è stata anche la flessione delle erogazioni a tasso variabile, in negativo a luglio per il quattordicesimo mese consecutivo (-7,6% a/a).

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)



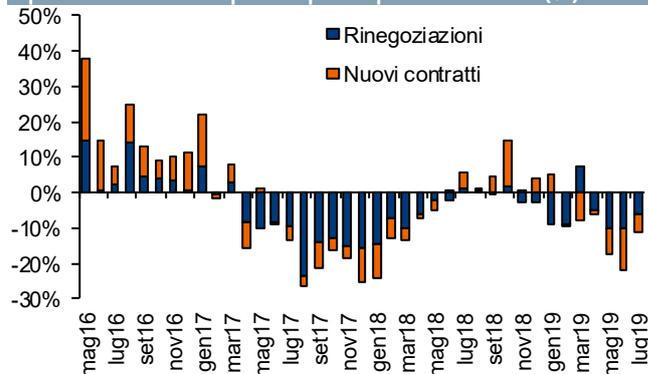
Fonte: Banca d'Italia

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

In conclusione, a luglio l'aumento dei prestiti al settore privato è risultato pari a **+0,8% a/a**, dopo un flebile **+0,4% a giugno** (dati al netto delle controparti centrali e corretti per le cartolarizzazioni). Con una **crescita pari a +0,9% a/a per agosto** le anticipazioni ABI delineano una conferma del trend. La stessa variazione viene stimata anche per l'aggregato più ristretto dei prestiti a famiglie e imprese, in linea con luglio.

## Accelera la crescita dei depositi in conto corrente

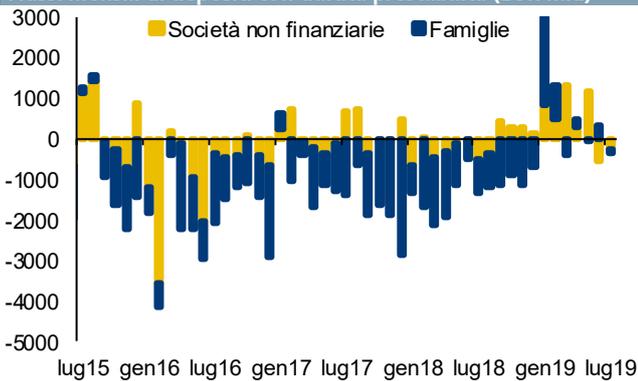
A luglio la dinamica già robusta dei conti correnti ha accelerato a +6,7% a/a, dal 4,5% di giugno. Diversamente, nei mesi estivi sono emersi segni di indebolimento dei flussi verso i depositi con durata prestabilita delle società non finanziarie, che comunque sono rimasti in crescita in termini di stock, di riflesso agli afflussi precedenti. I depositi totali, pertanto, hanno visto un rafforzamento del ritmo di sviluppo a +5,1% a/a, dal 3,5% medio del 2° trimestre, che dovrebbe essere migliorato ulteriormente ad agosto, secondo le anticipazioni ABI. Inoltre, per le obbligazioni è proseguito il calo via via più moderato. Questi trend contribuiscono al rafforzamento della crescita della raccolta complessiva da clientela, pari a +4% a/a a luglio, dopo il 2% medio del 2° trimestre, in graduale ripresa dallo 0,2% di fine 2018. Il rafforzamento della dinamica sarebbe proseguito ad agosto, sulla base delle stime ABI.

Elisa Coletti

Per la raccolta bancaria, a luglio le dinamiche osservate nei mesi precedenti si sono rafforzate. I conti correnti hanno accelerato il ritmo al **6,7% a/a**, dal 4,5% di giugno e della media del 1° semestre. La crescita è **sostenuta dai conti correnti delle famiglie che a luglio hanno registrato un aumento del 6,8% a/a**, dopo una media del 5,4% nel 1° semestre. Da inizio anno, sui conti delle famiglie è affluita liquidità per un importo netto di oltre 26 miliardi. I **conti correnti delle società non-finanziarie sono rimasti in aumento**, con una variazione annua del 5,4%, anch'essa sensibilmente rafforzata dopo il modesto andamento dei mesi precedenti (+0,8% a/a la media del 1° semestre).

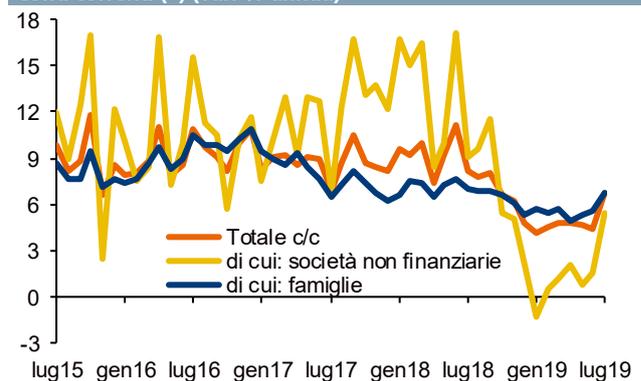
Accanto alla maggiore vivacità dei conti correnti, i mesi estivi hanno visto **primi segni di indebolimento della ripresa dei depositi con durata prestabilita**. Per le società non-finanziarie, il trend dello stock di depositi con durata prestabilita si è confermato forte anno su anno, di riflesso agli afflussi dei mesi precedenti. Il ritmo di crescita è stato pari a 30,8% a/a a luglio, sullo stesso ordine di grandezza dei due mesi precedenti (27% a giugno). **Tuttavia, a giugno e luglio i flussi mensili sono diventati negativi, dopo nove mesi di incrementi senza soluzione di continuità**. Quanto ai depositi con durata prestabilita delle famiglie, il tasso di variazione è rimasto in calo ma in continuo miglioramento rispetto ai mesi precedenti (-2,9% a/a a luglio dal -4% a/a di giugno e -18% di fine 2018). Tuttavia, anche in questo caso a luglio il flusso è stato moderatamente negativo, dopo un dato positivo a giugno.

Flussi mensili di depositi con durata prestabilita (EUR mld)



Fonte: BCE

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



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

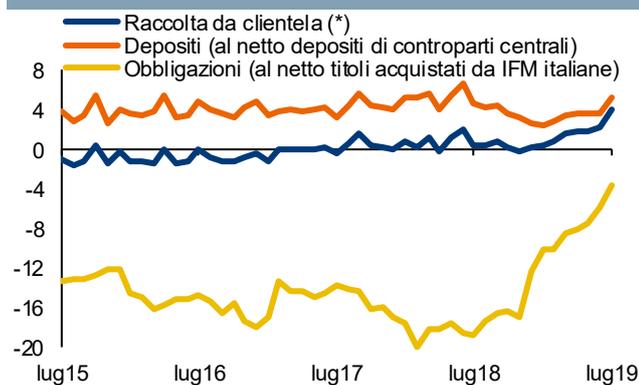
Fonte: BCE

Sostenuto dalla dinamica dei conti correnti, l'aggregato dei **depositi delle famiglie ha registrato una progressiva accelerazione del tasso di crescita, a 4% a giugno e 4,8% a/a a luglio**, dal 3,3% dei primi cinque mesi dell'anno. Sempre per effetto della dinamica oscillante dei conti correnti, i depositi delle società non finanziarie hanno visto un rimbalzo del tasso di crescita a 6,5% a/a a luglio, dal 2,6% medio del 2° trimestre 2019. Complessivamente, la dinamica dei depositi da clientela residente è salita a +5,1% a/a, dal 3,5% a/a del 2° trimestre, un ritmo che si è

rafforzato ulteriormente ad agosto, secondo le anticipazioni ABI (+6,6% la variazione stimata, dal 5,6% di agosto su basi omogenee).

Per le obbligazioni, il calo si è confermato in notevole attenuazione, a -3,6% a/a a luglio dopo il -5,8% di giugno, rispetto a un trend negativo rimasto a 2 cifre fino allo scorso febbraio. Le stime ABI delineano un ulteriore lieve miglioramento ad agosto, a -3,3% a/a. Questo andamento, insieme alla maggiore vivacità dei depositi, contribuisce a migliorare la **crescita della raccolta complessiva da clientela**, balzata a luglio a +4% a/a, il doppio rispetto alla variazione media del 2° trimestre, evidenziando una notevole ripresa nel corso del 2019 dallo 0,2% di fine 2018. Il graduale rafforzamento della dinamica sarebbe proseguito ad agosto, secondo le stime ABI. Per l'aggregato della raccolta totale, che include il rifinanziamento BCE e i depositi dall'estero, il trend resta in crescita, ma più moderata, dell'1,6% a luglio, risentendo del **rallentamento dei depositi di non residenti – comprensivi dell'interbancario – che a luglio hanno segnato una variazione del 3,8% a/a, la più bassa da aprile 2018**, dopo un picco fino all'11,3% a/a di marzo 2019. Al contempo, il rifinanziamento BCE si conferma stabile di mese in mese e leggermente in calo anno su anno (-2,5% a/a).

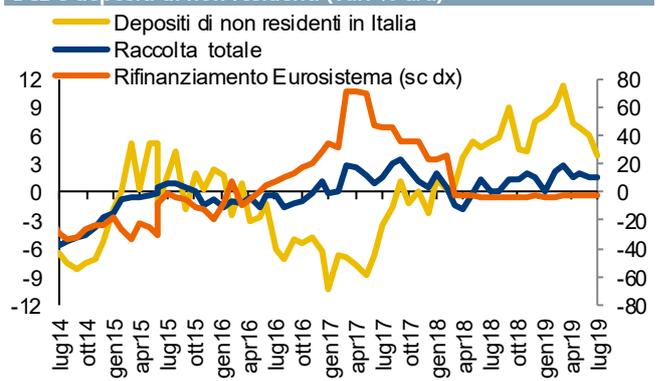
Raccolta da clientela delle banche italiane (var. % a/a) (\*)



al netto di depositi con controparti centrali e obbligazioni acquistate da IFM italiane. Il totale dei depositi e la raccolta escludono le passività in contropartita dei prestiti ceduti e non cancellati.

Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tasso di variazione della raccolta totale, di cui rifinanziamento BCE e depositi di non residenti (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia

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

Viviana Raimondo viviana.raimondo@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 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.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/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.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.