

La bussola dell'economia italiana

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

La politica fiscale sarà espansiva a lungo, anche grazie ai fondi UE

Sintesi della previsione macroeconomica

Continua il rimbalzo "a V" nell'industria

In ulteriore (parziale) ripresa anche fatturato, ordini e fiducia

Anche più accentuato il rimbalzo in corso nelle costruzioni

I servizi continuano a fare da freno

Il recupero è guidato dalla domanda di beni (anche durevoli) delle famiglie

La disoccupazione ha ampi margini di aumento

Più rapida del previsto la ripresa del commercio estero

L'inflazione resterà in territorio negativo fino alla primavera

Tendenze del settore bancario

Tassi sui nuovi prestiti alle imprese in calo, trainati da quelli di maggiore entità

Ulteriore accelerazione dei prestiti alle imprese

Proseguono i forti afflussi verso i conti correnti

Ottobre 2020

2

2

10

11

12

Nota Mensile

13

14

Direzione Studi e Ricerche

15

16

17

18

Paolo Mameli

Economista Macro Italia

19

Elisa Coletti

Economista Banche

23

26

L'evoluzione dello scenario congiunturale

La politica fiscale sarà espansiva a lungo, anche grazie ai fondi UE

NADEF e DPB prospettano un'intonazione espansiva della politica fiscale per tutto l'orizzonte 2021-23, con un ruolo crescente nel tempo dell'utilizzo delle risorse dal Recovery Plan europeo. Tuttavia, il percorso delineato di riduzione del rapporto debito/PIL non appare interamente credibile, in quanto poggia su previsioni eccessivamente ottimistiche sulla crescita del PIL.

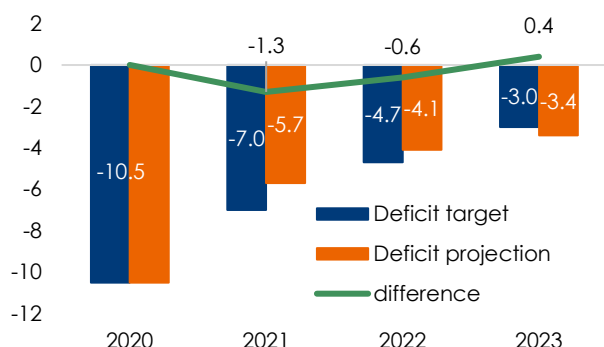
Paolo Mameli

Lo scorso lunedì 5 ottobre, il Governo italiano ha approvato la **Nota di Aggiornamento al DEF**, che delinea le nuove proiezioni e i nuovi obiettivi di finanza pubblica sull'orizzonte 2021-23. I principali indicatori (rivisti marginalmente nel Documento Programmatico di Bilancio approvato due settimane dopo) hanno rispettato le attese della vigilia:

La NADEF 2021-23 prospetta una politica fiscale espansiva ma un percorso di graduale rientro del debito, anche grazie all'utilizzo dei fondi UE...

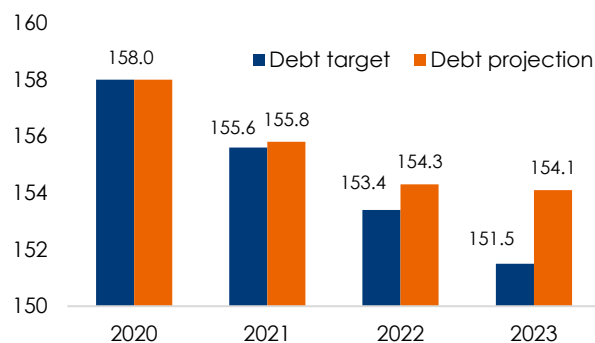
- il nuovo target sull'**indebitamento netto** per il prossimo anno è fissato al 7% del PIL (dal 10,5% del 2020, molto meglio dell'11,9% previsto due mesi fa), a fronte di un tendenziale al 5,7%: la differenza (pari all'1,3% del PIL) è l'impatto espansivo della Legge di Bilancio 2021 (nel DPB rivisto a 1,4%); l'indebitamento netto è poi visto diminuire ulteriormente negli anni successivi, fino al 3% nel 2023;
- il **disavanzo primario**, che quest'anno ammonta al 7% del PIL (dopo che il 2019 aveva registrato un avanzo primario all'1,8%), è visto gradualmente migliorare in seguito, fino a sostanzialmente azzerarsi nell'ultimo anno dell'orizzonte di previsione;
- il **disavanzo strutturale**, dopo un minimo a 6,1% nel 2020, dovrebbe ridursi limitatamente nel 2021 (a 5,7%), e in misura più cospicua (di circa un punto l'anno) nel biennio successivo, sino al 3,7% nel 2023;
- il **debito pubblico** è visto, nel quadro programmatico, al 155,6% del PIL il prossimo anno, da 158% nel 2020; per gli anni successivi il Governo vede un graduale percorso discendente, fino al 151,5% nel 2023; l'obiettivo, molto ambizioso, è riportare il debito al di sotto del livello pre-COVID (intorno al 130%) entro la fine del decennio;
- **lo stimolo fiscale non verrà solo dall'impatto della manovra di bilancio, ma anche dall'uso delle risorse UE**: il nuovo quadro del Governo presuppone un utilizzo quasi completo delle risorse del programma "Next Generation UE" (205 miliardi di euro sull'orizzonte 2021-26, di cui 107,5 miliardi di euro nel 2021-23). Per il prossimo anno, il Governo si aspetta 10 miliardi di euro in sovvenzioni e 11 miliardi di euro in prestiti nell'ambito del Recovery Fund (cui si aggiungono ulteriori fondi da "React EU" e altri programmi) per oltre 25 miliardi di euro. Ciò significa che lo stimolo fiscale l'anno prossimo dovrebbe valere quasi 39 miliardi di euro, ovvero il 2,2% del PIL, di cui 11,7 miliardi finanziati dal Tesoro italiano, 11 miliardi di prestiti dall'UE e 14 miliardi di sovvenzioni. Negli anni successivi, le manovre in senso stretto avranno segno restrittivo, ma l'utilizzo dei fondi UE consentirà di mantenere un ampio stimolo fiscale per tutto l'orizzonte di previsione.

Deficit/PIL: quadro programmatico e quadro tendenziale



Fonte: NADEF 2020

Debito/PIL: quadro programmatico e quadro tendenziale



Fonte: NADEF 2020

Il nuovo quadro di finanza pubblica incluso nella NADEF 2020

	NADEF (ottobre 2020)				DEF (aprile 2020)	
	2020	2021	2022	2023	2020	2021
Quadro programmatico						
PIL reale	-9.0%	6.0%	3.8%	2.5%	n.d.	n.d.
Deficit	10.5%	7.0%	4.7%	3.0%	10.4%	5.7%
Deficit strutturale*	6.1%	5.7%	4.8%	3.7%	n.d.	n.d.
Saldo primario	-7.0%	-3.7%	-1.6%	0.1%	-6.8%	-2.0%
Interessi	3.5%	3.3%	3.1%	3.1%	3.7%	3.7%
Debito	158.0%	155.6%	153.4%	151.5%	155.7%	152.7%
Deflatore del PIL	1.1%	0.8%	1.3%	1.2%	n.d.	n.d.
PIL nominale	-8.0%	6.8%	5.1%	3.7%	n.d.	n.d.
Occupazione (ULA)	-9.5%	5.4%	3.4%	2.2%	n.d.	n.d.
Occupazione (FL)	-1.9%	0.3%	1.7%	1.5%	n.d.	n.d.
Tasso di disoccupazione	9.5%	10.3%	9.5%	8.7%	n.d.	n.d.
Partire correnti	2.4%	2.5%	2.3%	2.2%	n.d.	n.d.
PIL nominale (miliardi di euro)	1,647	1,759	1,849	1,917	n.d.	n.d.
Quadro tendenziale						
PIL reale	-9.0%	5.1%	3.0%	1.8%	-8.0%	4.7%
Deficit	10.5%	5.7%	4.1%	3.3%	7.1%	4.2%
Deficit strutturale*	6.1%	4.2%	3.8%	3.2%	3.6%	3.0%
Saldo primario	-7.0%	-2.4%	-0.9%	-0.1%	-3.5%	-0.6%
Interessi	3.5%	3.3%	3.2%	3.2%	3.6%	3.6%
Debito	158.0%	155.8%	154.3%	154.1%	151.8%	147.5%
Deflatore del PIL	1.1%	0.7%	1.1%	1.0%	1.0%	1.4%
PIL nominale	-8.0%	5.8%	4.2%	2.8%	n.d.	n.d.
Occupazione (ULA)	-9.5%	5.0%	2.6%	1.7%	n.d.	n.d.
Occupazione (FL)	-1.9%	-0.2%	0.9%	0.9%	n.d.	n.d.
Tasso di disoccupazione	9.5%	10.7%	10.3%	9.8%	11.6%	11.0%
Partire correnti	2.4%	2.7%	2.8%	2.8%	3.0%	3.7%
PIL nominale (miliardi di euro)	1,647	1,742	1,815	1,865	n.d.	n.d.

Nota: partite correnti, saldo primario, deficit e debito sono espressi in percentuale del PIL. La disoccupazione è espressa come percentuale della forza lavoro. Gli altri indici sono variazioni percentuali a/a (*) Il disavanzo strutturale è il disavanzo delle amministrazioni pubbliche esclusi gli effetti del ciclo economico e delle misure a tantum.

Fonte: NADEF 2020, corretto alla luce delle revisioni pubblicate nel DPB 2021

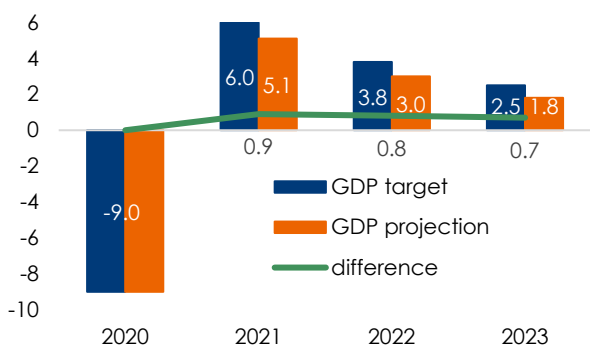
A nostro avviso, **la principale criticità del piano fiscale è che le proiezioni di finanza pubblica si basano su stime ottimistiche sulla crescita del PIL:**

- l'obiettivo del 6% di crescita del PIL nel 2021 è soggetto a **rischi al ribasso**: rispetto alle stime del DEF di aprile, il Governo ha alzato la previsione sul PIL del 3° trimestre (dal 9,6% a oltre il 13% t/t), ma ha rivisto decisamente al ribasso la stima sul 4° trimestre (da 3,8% a 0,4% t/t): vista la debole chiusura d'anno, è necessaria una significativa riaccelerazione all'inizio del 2021 per raggiungere una crescita media del 6% del PIL l'anno prossimo;

...tale percorso è però messo a rischio da un eccessivo ottimismo sulle stime di crescita, specie per il 2022-23

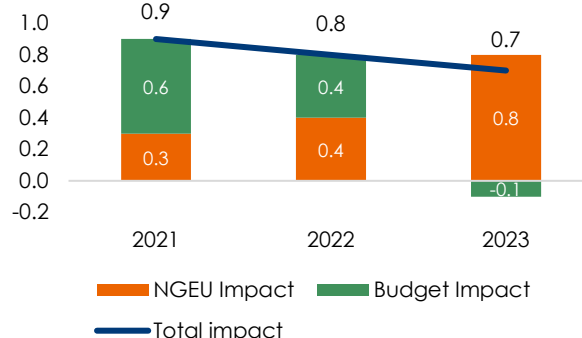
- lo stesso Governo ha incluso nella NADEF uno **scenario “avverso”**, che, in caso di recrudescenza dei contagi di COVID-19, con chiusure selettive e nuove misure di distanziamento sociale, vede il PIL in calo di -10,5% quest'anno e in ripresa l'anno prossimo di appena 1,8% nel quadro tendenziale o 2,7% nel quadro programmatico. In questo scenario, una significativa ripresa è in sostanza rimandata al 2022, con conseguenze sul percorso di finanza pubblica: l'indebitamento netto si attesterebbe all'11,2% quest'anno, al 7,8% l'anno prossimo e al 3,9% nel 2023, mentre il debito a fine periodo supererebbe di quattro punti percentuali il livello dello scenario-base, rimanendo al 158% nel 2023 (secondo i nostri calcoli, le conseguenze sulla finanza pubblica dello scenario avverso potrebbero essere anche più severe);
- **le stime inserite nella NADEF sulla crescita del PIL nel 2022 e 2023 appaiono ottimistiche**, sia nel quadro programmatico (3,8% e 2,5%, rispettivamente) che in quello tendenziale (3% e 1,8%); d'altronde, l'ottimismo sulla crescita sembra essere una condizione necessaria per prospettare una significativa riduzione del rapporto debito/PIL, che tornerebbe a salire nel 2022 qualora la crescita fosse meno disallineata rispetto al PIL potenziale dell'Italia (nel nostro scenario, la crescita del PIL nominale nel 2022 potrebbe tornare al di sotto del costo del debito, a poco più del 2%, innescando un nuovo aumento del rapporto debito/PIL dal 2022);
- **la sovrastima della crescita del PIL, in particolare nel 2022-23, deriva in parte da stime forse ottimistiche sulla quantità di risorse in arrivo dalla UE**. Non è affatto certo che l'Italia sarà in grado di ricevere fino a 25 miliardi di euro nel 2021, o oltre 100 miliardi di euro nel 2021-23, o oltre 200 miliardi di euro nel 2021-26. Queste stime potrebbero dimostrarsi ottimistiche a causa dei vincoli di capacità e della difficoltà di attivare in tempi rapidi livelli significativi di investimenti pubblici (d'altronde, in passato, il track record dell'Italia nell'utilizzo dei fondi UE è stato non particolarmente soddisfacente);
- a nostro avviso, il quadro programmatico del Governo include anche **stime favorevoli nei moltiplicatori fiscali impliciti, in parte per quanto riguarda l'effetto di “Next Generation EU”**, ma solo per la parte finale dell'orizzonte di previsione (il moltiplicatore fiscale implicito per il 2021 non è particolarmente elevato, a 0,4; rispetto alle nostre stime, l'impatto previsto dal Governo è più basso nella parte iniziale dell'orizzonte di previsione, e più marcato nel 2023, il che potrebbe essere dovuto a possibili ritardi nei pagamenti o nell'attuazione dei programmi di investimento, o a ritardi nell'attivazione degli effetti positivi indiretti) **e, in misura maggiore, per le misure che incidono sul deficit**: i moltiplicatori fiscali sono relativamente alti per gli interventi espansivi (0,7 nel 2022) e relativamente bassi per le manovre restrittive (0,3 nel 2023); di conseguenza, la stima del Governo sull'impatto delle misure di policy nel 2023 appare ottimistica (moltiplicatore fiscale implicito: 0,7);
- in questa fase, **non c'è sufficiente evidenza per affermare che “Next Generation EU” possa avere un impatto permanente sul PIL** potenziale dell'Italia (il Governo stima tale impatto nell'intervallo 0,2-0,5% del PIL). Dipenderà dall'efficienza e dall'efficacia della spesa aggiuntiva; soprattutto, l'effetto potrebbe essere permanente solo se l'Italia sfrutterà questa opportunità per attuare riforme strutturali (riforma fiscale, della giustizia, della pubblica amministrazione, del sistema educativo); il Governo ha espresso intenzioni incoraggianti al riguardo, ma non sono ancora disponibili piani dettagliati del programma di riforme per assumere un impatto positivo sul PIL nel medio/lungo periodo.

Il Governo si aspetta un impatto significativo delle misure di policy sulla crescita del PIL



Fonte: NADEF 2020

L'impatto deriva non solo dalle misure di bilancio, ma anche dagli effetti di "Next Generation EU"

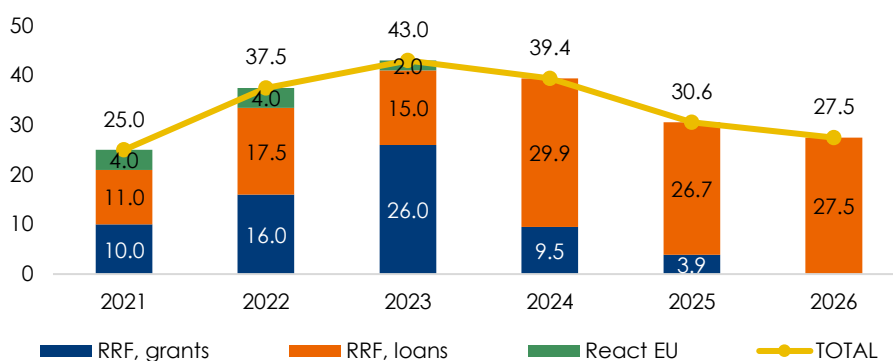


Fonte: NADEF 2020

I principali interventi che saranno inclusi nel **"Piano nazionale di ripresa e resilienza"** dell'Italia devono ancora essere dettagliati. Le linee-guida sono: sostegno dei lavoratori e dei settori produttivi più colpiti per tutta la durata della crisi da COVID-19; rilancio degli investimenti attraverso le risorse messe a disposizione dal programma "Next Generation EU"; riforma fiscale con l'obiettivo di migliorare l'equità, l'efficienza e la trasparenza del sistema tributario riducendo anche il carico fiscale sui redditi medi e bassi (coordinata con l'introduzione di un assegno universale per i figli). Il governo ha annunciato di voler accompagnare il piano di investimenti con un programma ampio di riforme, che riguarderanno anche la giustizia e la PA. **La nostra stima preliminare sull'impatto di "NGEU" sulla crescita del PIL nei prossimi tre anni è dello 0,5% nel 2021 e 2022 e dello 0,3% nel 2023** (contro lo 0,3% nel 2021, 0,4% nel 2022 e 0,8% nel 2023 stimati dal Governo). Ritardi di esecuzione possono spostare l'impatto sulla parte finale del triennio. Nella stima non abbiamo considerato l'impatto dei prestiti (è dubbio che vadano a finanziare spesa aggiuntiva), né dell'implementazione delle riforme.

Deve ancora essere dettagliato il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza

Ripartizione temporale dell'utilizzo fondi da Recovery Plan UE secondo il Governo italiano



Nota: il totale è la somma delle risorse di RRF e React EU (203 miliardi di euro nel 2021-26); il Governo italiano prevede inoltre di ricevere fondi da altri programmi, che portano l'ammontare complessivo a 205 miliardi di euro.
Fonte: NADEF 2020

Lo scorso 18 ottobre, il Governo ha approvato, nella cornice sugli obiettivi di bilancio delineata dalla NADEF, il **Documento Programmatico di Bilancio** inviato a Bruxelles. Il documento disegna le linee-guida della manovra per il 2021, in attesa della formalizzazione nel testo della Legge di Bilancio. La **manovra netta** sul 2021 vale l'1,4% del PIL ovvero 24,7 miliardi; la spinta espansiva si dimezza nel 2022, e la manovra diventa *restrittiva* nel 2023. I principali **interventi** sono:

La manovra netta in senso stretto sul 2021 sarà espansiva per quasi 25 miliardi

- un piano di **fiscaltà di vantaggio per il Mezzogiorno**, che rende strutturale il taglio del 30% dei contributi sulle nuove assunzioni al Sud e proroga al 2021 il credito di imposta per gli investimenti nelle Regioni del Meridione (in totale quasi 7 miliardi sul 2021, che si riducono a 4 miliardi dal 2022);
- la **riforma fiscale**, che esordisce con l'introduzione dell'**assegno unico** per le famiglie con figli, esteso anche agli autonomi e agli incapienti (costo: 3 miliardi nel 2021: la misura sarà operativa dal 1° luglio) e stanZIA 8 miliardi a partire dal 2022;
- il completamento del **taglio al cuneo fiscale** per i redditi sopra i 28.000 euro, con uno stanZIamento di circa 2 miliardi annui aggiuntivi;
- misure di **sostegno alle imprese** (per un totale di oltre 5 miliardi sul 2021), con la costituzione di un fondo da 4 miliardi di euro a favore dei settori maggiormente colpiti durante l'emergenza COVID; è previsto anche un sostegno aggiuntivo alle attività di internazionalizzazione delle imprese, con uno stanZIamento di 1,5 miliardi, e vengono prorogate le misure a sostegno della ripatrimonializzazione delle piccole e medie imprese, nonché la moratoria sui mutui e la possibilità di accedere alle garanzie pubbliche fornite dal Fondo Garanzia PMI e da SACE;
- un **rilancio degli investimenti pubblici** per circa 2 miliardi annui in media sull'orizzonte di previsione, con particolare riferimento a: edilizia sanitaria, ricerca, edilizia scolastica e digitalizzazione delle scuole, tutela del patrimonio culturale e ambientale;
- aumento della **dotazione di vari Ministeri** (circa 5 miliardi sul 2021), che comprende, tra l'altro, maggiori risorse per: Università, Ricerca, valorizzazione aree svantaggiate, indennità per il personale sanitario;
- **sostegno all'occupazione** (per un costo netto aggiuntivo inferiore al milione di euro all'anno): rifinanziamento di ulteriori settimane di CIG-COVID (utilizzando risorse non sfruttate quest'anno per circa 3 miliardi); proroga delle misure Ape Social e Opzione Donna; decontribuzione per tre anni per le assunzioni di under-35 su tutto il territorio nazionale;
- incremento delle risorse per il **trasporto pubblico locale**, in particolar modo scolastico, e altri interventi a livello territoriale per un miliardo sul 2021;
- ulteriori stanZIamenti per la **sanità**: incremento di un miliardo della dotazione del Fondo Sanitario Nazionale, cui si aggiungono numerose altre misure tra cui il sostegno del personale medico e infermieristico e l'introduzione di un fondo per l'acquisto di vaccini e per altre esigenze correlate all'emergenza COVID-19;
- finanziamento delle **spese a politiche invariate** per oltre un miliardo all'anno (la misura include tra l'altro il rifinanziamento delle missioni di pace, dell'operazione "strade sicure" e del fondo per le crisi di impresa).

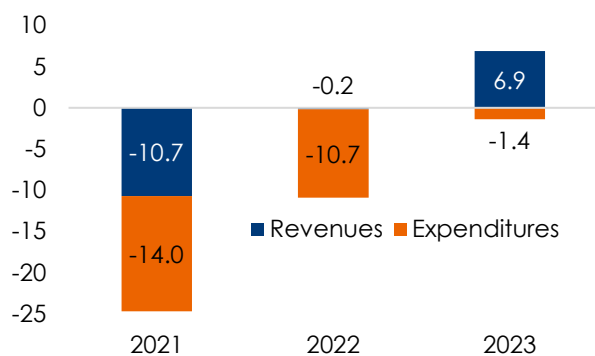
Dal lato delle **coperture**:

- per il 2021 le uniche coperture indicate sono l'utilizzo di **risorse europee nell'ambito dello strumento Next Generation EU** per 2,5 miliardi (presumibilmente prestiti), nonché **tagli alle spese non meglio specificati** per oltre 2 miliardi;
- per gli anni successivi, la principale copertura è rappresentata dal **gettito aggiuntivo derivante dalla più elevata crescita del PIL generata dal programma di investimenti** finanziato proprio da "Next Generation EU"; tale gettito aggiuntivo viene incluso nelle stime solo a partire dal 2022, e varrebbe, nelle proiezioni del governo, quasi 13 miliardi per il 2022, che salgono a 20 miliardi (cumulati) nel 2023;
- infine, il governo nel DPB annuncia l'avvio di un programma di **revisione e riqualificazione della spesa corrente** della PA (che includerebbe, secondo le dichiarazioni del Ministro Gualtieri, anche una revisione delle *tax expenditures* in particolare dei sussidi dannosi all'ambiente), che però è stimato produrre effetti (per un miliardo) solo dal 2023.

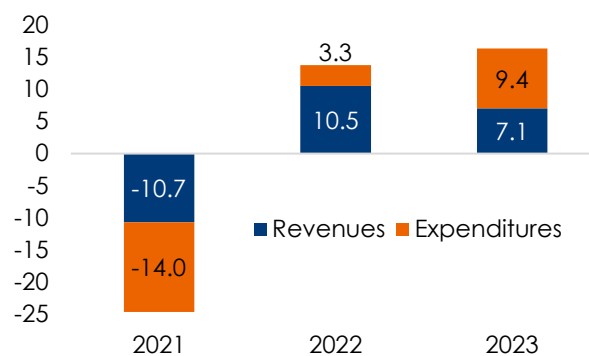
Misure discrezionali programmatiche (effetti cumulati sull'indebitamento netto in miliardi)

	2021	2022	2023
INTERVENTI, di cui:	-30.6	-27.5	-20.0
Minori entrate, di cui:	-12.7	-14.4	-14.0
Incentivi per il Sud	-6.8	-4.0	-4.2
Riforma fiscale	-3.0	-7.9	-6.6
Taglio cuneo fiscale	-2.1	-1.8	-1.7
Detrazioni per ristrutturazioni edilizie e eco-bonus	0.0	-0.7	-1.2
Altri interventi (entrate)	-0.8	-0.1	-0.4
Maggiori spese, di cui:	-17.9	-13.1	-6.0
Sostegno alle imprese	-5.3	-1.8	-0.7
Spese Ministeri	-5.1	-3.6	-2.8
Sostegno agli investimenti	-1.7	-2.1	-2.4
Sanità	-1.4	0.1	0.1
Spese a politiche invariate	-1.4	-1.2	-1.0
Interventi a livello territoriale	-1.0	-0.7	-0.7
Sostegno all'occupazione	-0.4	-0.7	-0.7
Politiche per la famiglia	-0.1	-0.2	0.0
Altri interventi (spese)	-1.7	-2.9	2.1
COPERTURE, di cui:	5.9	16.6	25.6
Maggiori entrate, di cui:	0.1	13.0	20.1
Effetti di retroazione fiscale sulle entrate	0.0	12.9	20.0
Altre coperture (entrate)	0.1	0.1	0.1
Minori spese, di cui:	5.8	3.6	5.4
Revisione e rimodulazione della spesa	0.0	0.0	1.0
Fondi UE a copertura di oneri	3.5	3.3	3.2
Altre coperture (spese)	2.3	0.3	1.3
TOTALE	-24.7	-10.9	5.5

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su DPB 2021

Legge di Bilancio 2021: variazione netta entrate e spese (effetti cumulati in miliardi)

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su DPB 2021

Legge di Bilancio 2021: variazione netta entrate e spese (effetti aggiuntivi in miliardi)

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su DPB 2021

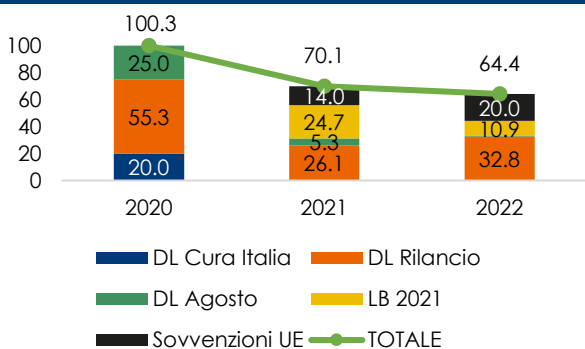
In sintesi, in attesa della presentazione del disegno di legge di bilancio, si possono fare le seguenti osservazioni:

- l'insieme di misure descritte nel DPB, che troveranno attuazione nella Legge di Bilancio, è **solo una parte del pacchetto fiscale** atteso per il 2021-2023: nel complesso, la manovra in senso stretto è fortemente espansiva solo l'anno prossimo (anzi, se valutata in termini di variazione del saldo primario corretto per il ciclo, non lo sarebbe nemmeno nel 2021); tuttavia, se si tiene conto del concomitante effetto delle misure finanziate attraverso le sovvenzioni del programma "Next Gen EU", **la politica fiscale è attesa rimanere accomodante per tutto l'orizzonte 2021-23;**

La principale criticità sta nell'incertezza di alcune coperture

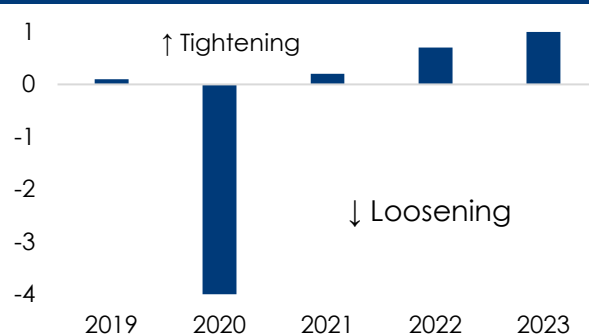
- c'è da ricordare che gli interventi a valere sul 2021 che saranno inclusi nella Legge di Bilancio vanno sommati a quelli già approvati dal Governo quest'anno: nell'insieme, **dopo i 100 miliardi di stimolo per l'anno in corso (pari a oltre sei punti di PIL), il supporto è solo di poco inferiore l'anno prossimo**, e ammonta a 70 miliardi (quattro punti di PIL); giova peraltro ricordare che, degli interventi già approvati quest'anno a valere sul 2021, un punto di PIL è dovuto al blocco dell'aumento delle imposte indirette, che da un lato rende assai più trasparente il quadro di finanza pubblica per i prossimi anni eliminando le cosiddette "clausole di salvaguardia", dall'altro non corrisponde a un vero e proprio "stimolo" fiscale in quanto relativo a un profilo tendenziale "teorico" ma non incorporato nelle attese degli operatori economici;
- l'incrocio tra misure finanziate dal Tesoro e interventi "coperti" da sovvenzioni e prestiti europei non è ancora del tutto chiaro: il Governo da un lato ha annunciato di voler chiedere 11 miliardi di prestiti nell'ambito del "Next Gen EU" nel 2021, dall'altro lato ha inserito tra le coperture previste nel DPB solo 3,5 miliardi: pertanto, **la maggior parte dei prestiti UE dovrebbe finanziare non interventi aggiuntivi ma misure già programmate** nei tendenziali di finanza pubblica (in pratica, si tratterebbe di una fonte alternativa di finanziamento rispetto alle emissioni del Tesoro);
- in generale, appare evidente la difficoltà di impostare il quadro complessivo degli interventi fiscali inserendo per vari anni all'interno del processo di bilancio fondi europei per i quali **permane incertezza sia sull'ammontare delle risorse disponibili che sulla loro destinazione**;
- appare rischioso affidare a **coperture per loro natura incerte**, come il gettito dovuto agli effetti di retroazione fiscale, il finanziamento di interventi "strutturali" di aumento delle spese o di riduzione delle entrate;
- infine, come detto in sede di commento della NADEF, l'evoluzione delle grandezze di finanza pubblica risulta dipendere da **previsioni di crescita del PIL che appaiono ottimistiche**, soprattutto sul biennio 2022-23 (ma sono in crescita anche i rischi al ribasso sul 2021).

Le misure discrezionali di politica fiscale approvate o programmate dal Governo italiano dopo lo shock-COVID (valore facciale ex-ante in miliardi, effetti cumulati)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo Italiano.

Variazione del saldo di bilancio primario corretto per il ciclo (in % del PIL), quadro programmatico del Governo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su DPB 2021

In sintesi, il percorso di finanza pubblica delineato dal Governo nella NADEF e nel DPB non appare a nostro avviso pienamente convincente nel disegnare uno scenario credibile di ritorno alla disciplina fiscale in futuro, soprattutto perché **le proiezioni sul debito pubblico si basano su un eccessivo ottimismo sulla crescita del PIL**, in particolare nel 2022-23. Tuttavia, poiché le regole fiscali sono sostanzialmente sospese, e dato il sostegno al rifinanziamento del debito proveniente non solo dai nuovi programmi UE ma, in misura decisiva, dagli acquisti BCE (stimiamo che gli acquisti dell'Eurosistema coprano interamente le emissioni nette 2021 al netto dei Bot), **non ci aspettiamo conseguenze negative sul rischio-Paese dell'Italia**, almeno nel breve/medio termine (2-3 anni?).

In sintesi, il sentiero di rientro del debito non appare interamente credibile, ma non ci aspettiamo conseguenze negative sui mercati

Misure di politica fiscale attese nel 2021-23 (inclusi gli interventi finanziati dalla UE)

	2021	2022	2023
Pacchetto fiscale totale (miliardi) , di cui:	38.7	30.9	22.5
Misure che impattano sul deficit, di cui:	24.7	10.9	-5.5
Sovvenzioni UE	14.0	20.0	28.0
Pacchetto fiscale totale (% del PIL) , di cui:	2.2	1.7	1.1
Misure che impattano sul deficit, di cui:	1.4	0.6	-0.4
Sovvenzioni UE	0.8	1.1	1.5
Impatto sulla crescita % del PIL , di cui:	0.9	0.8	0.7
Misure che impattano sul deficit	0.6	0.4	-0.1
Sovvenzioni UE	0.3	0.4	0.8
Moltiplicatore fiscale implicito , di cui:	0.4	0.5	0.7
Misure che impattano sul deficit	0.4	0.7	0.3
Sovvenzioni UE*	0.4	0.4	0.5

* Nota: questo moltiplicatore è stimato utilizzando i dati cumulati sulle sovvenzioni dell'UE, non sulle sovvenzioni aggiuntive. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati NADEF 2020

Sintesi della previsione macroeconomica

Previsioni macroeconomiche

	2019	2020p	2021p	2019		2020				2021			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi 2015, a/a)	0.3	-9.5	6.5	0.5	0.1	-5.6	-18.0	-7.7	-6.6	-0.2	17.0	5.6	5.0
- var.ne % t/t				0.0	-0.2	-5.5	-13.0	12.5	1.0	1.0	2.0	1.5	0.5
Consumi delle famiglie	0.5	-9.9	6.8	0.2	-0.1	-6.8	-11.4	10.1	2.8	1.6	1.1	0.8	0.3
Spesa pubblica	-0.2	-0.3	0.9	0.0	-0.1	-1.1	0.3	1.0	0.5	-0.1	-0.1	0.1	0.1
Investimenti fissi	1.6	-8.8	12.9	0.1	-0.2	-7.7	-16.2	23.2	4.6	2.2	0.9	0.6	0.2
Investimenti in macchinari	0.9	-7.9	8.5	-0.2	-0.3	-6.4	-10.3	12.0	3.5	2.0	0.7	0.5	0.3
Investimenti in trasporti	1.0	-16.6	26.4	-2.9	1.4	-21.4	-18.9	40.0	10.0	5.0	1.0	0.6	0.2
Investimenti in costruzioni	2.5	-8.5	15.7	0.9	-0.4	-6.7	-22.2	35.0	5.0	2.0	1.0	0.6	0.2
Esportazioni	1.3	-14.3	14.7	-0.8	-0.8	-7.5	-26.4	30.0	8.0	2.0	1.0	0.8	0.7
Importazioni	-0.4	-12.1	13.9	0.1	-2.8	-5.3	-20.6	21.0	6.0	3.0	2.0	1.4	0.8
Contr. % PIL													
Commercio estero	0.5	-1.0	0.5	-0.3	0.6	-0.8	-2.2	2.3	0.7	-0.2	-0.3	-0.2	0.0
Domanda finale interna	0.5	-7.7	6.7	0.1	-0.1	-5.7	-9.7	10.4	2.7	1.4	0.8	0.6	0.3
Var. scorte	-0.7	-0.8	-0.6	0.2	-0.7	1.1	-1.2	-0.2	-2.4	-0.2	1.5	1.1	0.3
Attività produttiva													
Produzione industriale	-1.1	-9.8	11.8	-0.3	-1.9	-8.9	-16.8	30.1	2.7	0.8	0.3	0.3	0.1
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	0.6	-0.2	0.1	0.4	0.3	0.3	-0.1	-0.5	-0.5	-0.4	-0.1	0.4	0.7
- escl. alimentari, energia (a/a)	0.5	0.5	0.0	0.5	0.7	0.7	0.7	0.3	0.3	0.2	-0.3	-0.1	0.3
PPI (a/a)	0.2	-3.9	1.0	-1.2	-2.5	-2.9	-5.0	-3.9	-3.7	-2.3	2.0	1.8	2.4
Disoccupazione (%)	9.9	9.8	12.4	9.6	9.5	9.2	8.3	10.1	11.5	12.0	12.4	12.5	12.5
Occupati totali	0.6	-2.0	-0.9	-0.2	-0.1	-0.4	-2.0	0.2	-0.3	-0.2	-0.1	0.0	0.1
Salari contrattuali	1.0	0.6	0.8										
Reddito disponibile reale	0.5	-4.9	2.4										
Tasso di risparmio (%)	8.1	13.0	9.3										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	3.1	2.8	2.8										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% Pil)	-1.6	-10.4	-7.2										
Debito (% Pil)	134.6	158.0	155.8										
Variabili finanziarie													
3-mths Euribor	-0.40	-0.48	-0.46	-0.42	-0.40	-0.42	-0.38	-0.47	-0.48	-0.47	-0.46	-0.46	-0.46
Long term (10Y) rate (%)	1.29	0.86	1.46	0.89	1.29	1.53	1.38	0.88	0.86	1.15	1.25	1.33	1.46
BTP/Bund spread	2.12	1.67	1.60	1.85	1.48	1.66	2.07	1.49	1.46	1.50	1.59	1.63	1.68

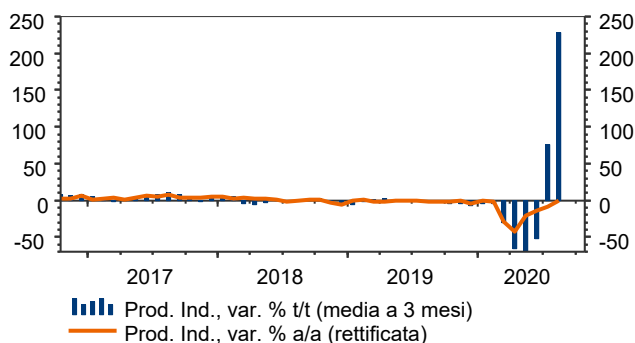
Fonte: Istat, Refinitiv Datastream elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Continua il rimbalzo “a V” nell’industria

La produzione industriale è salita ancora più del previsto ad agosto, di ben +7,7% m/m, dopo il +7% di luglio. L’output è tornato lievemente al di sopra del livello dello scorso gennaio, e molto vicina ai livelli di un anno fa (la variazione annua corretta per gli effetti del calendario è migliorata decisamente, a -0,3% da -8,3% precedente). Nel mese sono stati trainanti i beni durevoli (+19,6% m/m, +23,9% a/a); anche gli altri macro-settori risultano comunque non lontani dai livelli di un anno prima (si va dal -2,5% a/a dei beni intermedi al +1% dei beni strumentali). Tre i comparti che hanno registrato un incremento a due cifre nel mese: tessile (+36,1% m/m), mezzi di trasporto (+21%) e gomma e plastica (+11,9%); sull’anno, proprio i mezzi di trasporto guidano il recupero (+10% a/a), mentre il settore della raffinazione (che pesa per appena l’1% del totale) è l’unico a mantenere una flessione a due cifre (-17%).

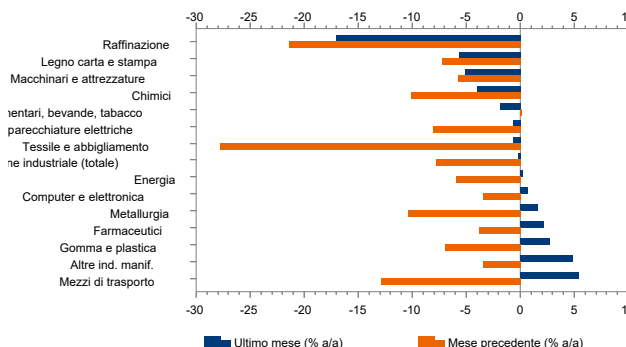
In sintesi, il dato è nettamente migliore del previsto: la ripresa dell’attività nell’industria in Italia è più accentuata di quella in corso negli altri grandi Paesi europei. Tuttavia, non va eccessivamente enfaticizzato, in quanto i dati di agosto sono molto volatili (e soggetti a revisioni successive), e l’anomalia di quest’anno può aver inciso (rispetto agli anni scorsi, più fabbriche sono rimaste aperte ad agosto, per recuperare i mesi di lockdown): in tal senso, il fatto che l’output sia tornato al di sopra dei livelli pre-COVID andrà verificato nei prossimi mesi. In caso di stagnazione a settembre, la produzione industriale è in rotta per una crescita di ben +31% t/t nel trimestre estivo, dopo il calo di -16,8% dei mesi primaverili. Ci attendiamo tuttavia una frenata in termini congiunturali nel mese di settembre.

Si accentua il recupero della produzione industriale



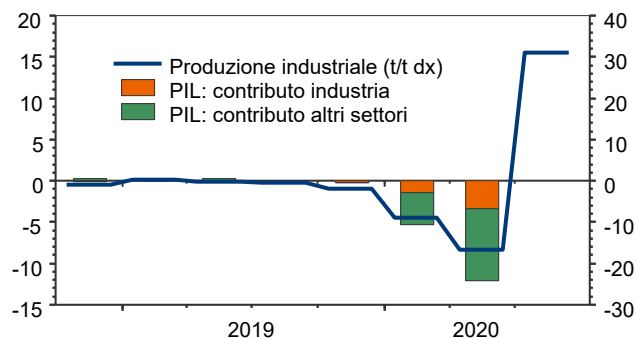
Fonte: Refinitiv Datastream

Trainanti i mezzi di trasporto



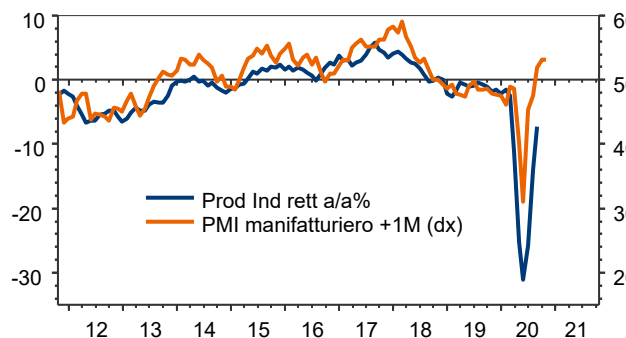
Fonte: Refinitiv Datastream

Il rimbalzo del PIL nel 3° trimestre potrebbe essere più accentuato di quanto stimato in precedenza



Fonte: Refinitiv Datastream

Le indagini nel manifatturiero non segnalano almeno per ora un’inversione di rotta (ma i servizi continuano a fare da freno)

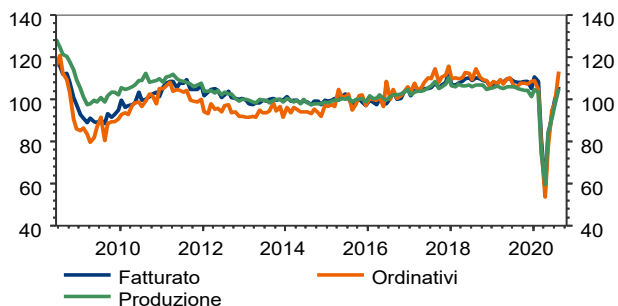


Fonte: Refinitiv Datastream

In ulteriore (parziale) ripresa anche fatturato, ordini e fiducia

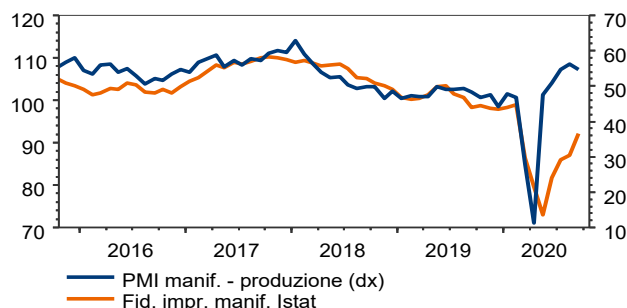
Ad agosto, **fatturato e ordini industriali** hanno fatto segnare un ulteriore rimbalzo congiunturale (+5,9% e +15,1% m/m, rispettivamente), dopo quelli già visti nei mesi precedenti. Su base annua, gli ordinativi passano in territorio positivo, a +6,1%, mentre il dato tendenziale sul fatturato resta in negativo (-3,8%, pur in miglioramento da -8,1% di luglio). Per il fatturato, sono risultati trainanti i beni durevoli (+29,8% m/m, +28,6% a/a). Sull'anno, per entrambi gli indicatori risulta maggiormente trainante la componente domestica rispetto al mercato estero. Dal lato degli ordini, sempre su base tendenziale, mostrano un netto recupero (a due cifre) alcuni dei settori più colpiti in precedenza, ovvero i mezzi di trasporto, computer ed elettronica, nonché il comparto tessile. L'unica flessione a due cifre si registra per il fatturato dell'attività estrattiva e della raffinazione. A settembre, l'indice Istat sulla **fiducia delle imprese manifatturiere** è migliorato più del previsto, a 92,1 a settembre dall'87,1 di agosto. La ripresa è stata diffusa tra tutte le componenti principali: non solo gli ordini correnti e gli indicatori di produzione sono meno negativi rispetto a un mese fa, ma l'outlook sia sugli ordini che sulla produzione è tornato in territorio positivo per la prima volta dallo scorso febbraio. Le scorte sono calate da 7,7 a 4,1, leggermente al di sopra del livello di marzo (3,9). Le aspettative delle imprese sull'economia sono migliorate notevolmente, le intenzioni di assunzione in misura molto minore. Anche l'indagine di Markit ha confermato i segnali di recupero di attività nell'industria, su ritmi decisamente migliori che nei servizi: il **PMI manifatturiero** è salito a 53,2 a settembre da 53,1 di agosto, per il terzo mese in territorio espansivo e ai massimi da oltre due anni. Peraltro, l'indice PMI potrebbe in qualche misura sovrastimare l'entità del rimbalzo, vista la sua maggiore volatilità rispetto alla survey degli Istat. In generale, gli indicatori disponibili per il settore manifatturiero confermano che **la ripresa è più rapida del previsto, e più accentuata che in altri comparti dell'economia**. Tuttavia, la persistente debolezza nei servizi potrebbe avere a lungo andare effetti retroattivi sulla stessa industria.

Fatturato, ordini e produzione mostrano tutti un recupero



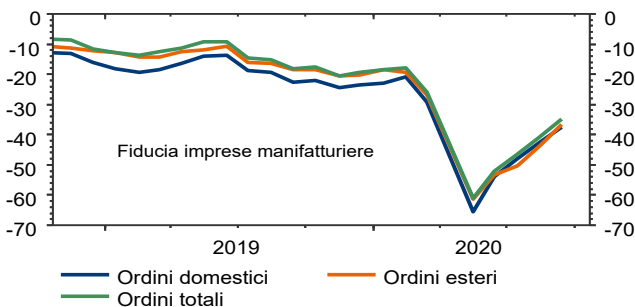
Fonte: Refinitiv Datastream

Il rimbalzo è più accentuato secondo la survey PMI che in base all'indagine Istat



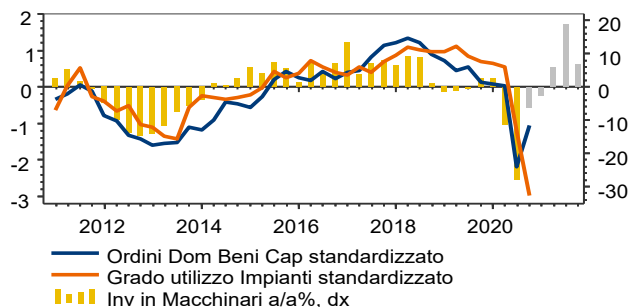
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv Datastream

Gli ordini, secondo la valutazione delle imprese, restano su livelli inferiori a quelli pre-pandemia



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv Datastream

Ordini di beni capitali e grado di utilizzo degli impianti ben sotto la media

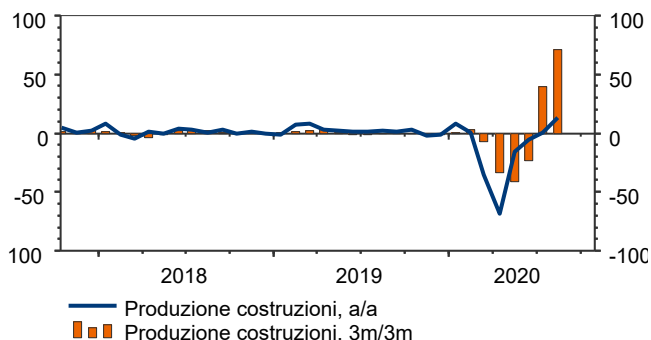


Fonte: Refinitiv Datastream

Anche più accentuato il rimbalzo in corso nelle costruzioni

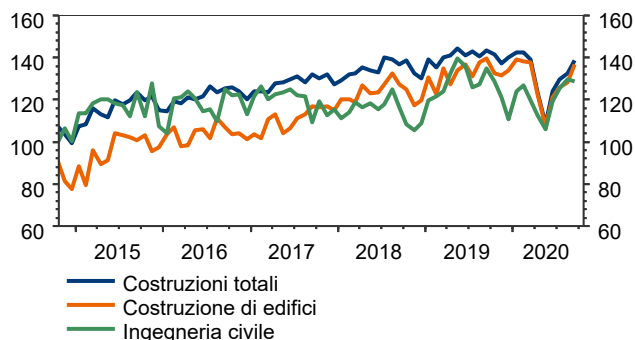
La **produzione nelle costruzioni** ha messo a segno un ulteriore recupero nel mese di agosto: +12,9% m/m, dopo il +4,5% di luglio. L'output non solo ha recuperato i livelli pre-COVID, ma si colloca ai massimi da quasi 8 anni. Tuttavia, la stagionalità "anomala" di quest'anno (con più cantieri del solito aperti nel mese) potrebbe aver distorto al rialzo il dato destagionalizzato. Su base annua, si registra una accelerazione a +12,8% da +0,3%. La ripresa in corso nelle costruzioni è anche più pronunciata che nell'industria (l'output nel settore è in rotta per un incremento superiore al 50% nel 3° trimestre, contro il 30% dell'industria in senso stretto), ma il dato di agosto non va eccessivamente enfatizzato (ci aspettiamo una correzione su base congiunturale a settembre). L'indice sulla **fiducia delle imprese nelle costruzioni** diffuso dall'Istat è salito ancora a settembre, da 132,6 a 138,6: il miglioramento riguarda sia i giudizi sugli ordini che le attese sull'occupazione. I **prezzi delle abitazioni** sono aumentati di +3,1% t/t nel 2° trimestre, grazie soprattutto alle abitazioni esistenti (+3,3% t/t). Su base annua, si registra l'aumento più ampio da quando sono disponibili le serie (+3,4%, da +1,7% precedente). L'aumento dei prezzi contrasta con la marcata contrazione dei volumi di compravendita (-27,2% a/a, dopo il -15,5% del 1° trimestre), imputabile alle misure adottate per il contenimento del COVID-19 che hanno drasticamente limitato la possibilità di stipulare i rogiti notarili soprattutto nel mese di aprile. I rincari sono trainati da Nord-Ovest e Nord-Est (rispettivamente +5,5% e +4,1% a/a); tra le città, in ulteriore accelerazione Milano (+15,9% a/a). In sintesi, nel 2° trimestre si è consolidata la tendenza a una risalita dei prezzi, che era iniziata a fine 2019 (dopo una serie pressoché ininterrotta di cali dal 2012). I prezzi delle case esistenti sono tornati sopra il livello medio del 2015. I contratti siglati tra aprile e giugno si basano su condizioni perfezionate per lo più prima del lockdown. Tuttavia, il crollo del numero di compravendite che ha caratterizzato la prima parte del trimestre sembra essere stato in larga parte riassorbito a giugno, e dunque non sembra prefigurare un calo generalizzato e persistente della domanda tale da indurre rilevanti pressioni al ribasso sui prezzi.

In deciso recupero la produzione nelle costruzioni...



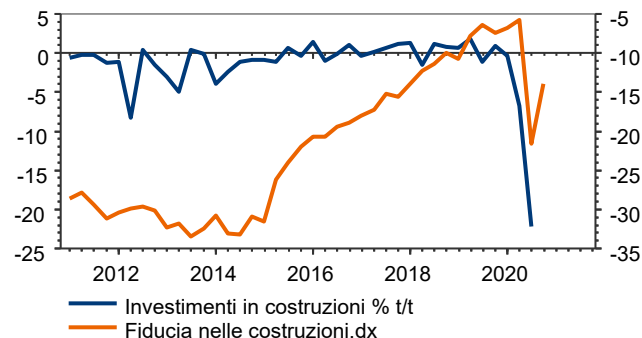
Fonte: Refinitiv Datastream

...così come la fiducia delle imprese del settore



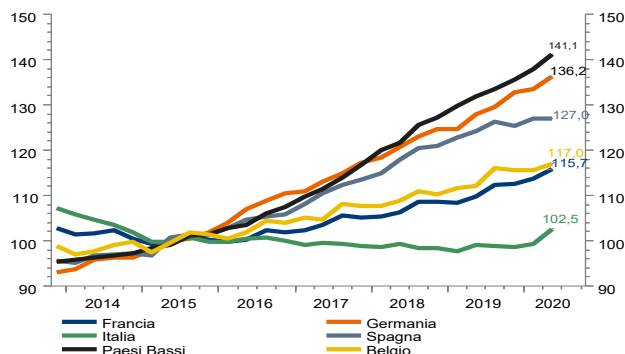
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv Datastream

Vediamo un balzo degli investimenti in costruzioni nel 3° trimestre



Fonte: Refinitiv Datastream

Prezzi delle abitazioni in recupero nel 2° trimestre



Fonte: Refinitiv Datastream

I servizi continuano a fare da freno

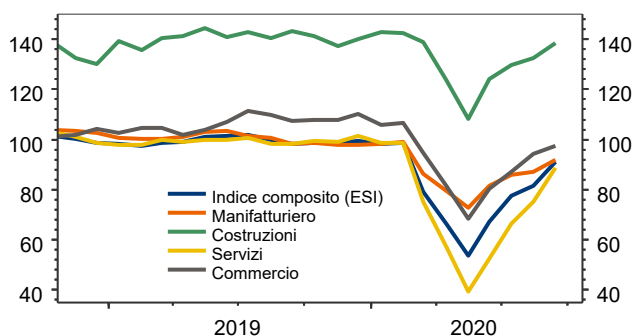
L'indice Istat sulla **fiducia delle imprese dei servizi** è salito ancora a settembre, da 75,1 a 88,8. Si è registrato un accentuato miglioramento sia dei giudizi sugli ordini sia di quelli sull'andamento degli affari, nonché un aumento delle attese sugli ordini.

Nel **commercio al dettaglio**, il recupero del morale delle imprese è più contenuto (da 94,3 di agosto a 97,4 a settembre). Recuperano i giudizi sulle vendite mentre le relative aspettative sono in calo. Il saldo delle scorte di magazzino è in aumento. A livello di circuito distributivo, la fiducia diminuisce nella grande distribuzione mentre è in decisa risalita nella distribuzione tradizionale.

Viceversa, a differenza che nell'industria, l'indice **PMI servizi** è rimasto per il secondo mese in territorio recessivo a settembre, pur migliorando a 48,8 da 47,1 di agosto. In particolare, sono rimaste su livelli depressi le valutazioni delle imprese sull'occupazione (a 47,5 da 47,3 precedente).

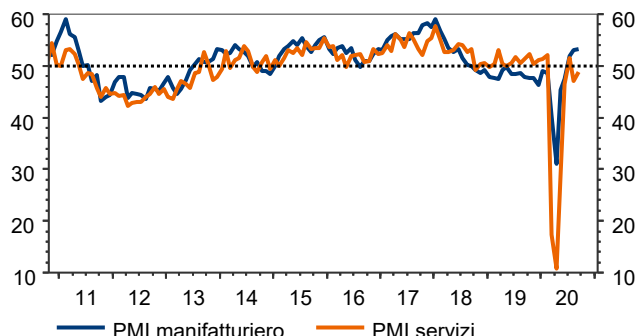
Pensiamo che il recupero di valore aggiunto nel settore dei servizi iniziato nel 3° trimestre non sarà pieno: la ripartenza nei servizi appare decisamente più lenta che nell'industria, per via di effetti più persistenti sulla domanda indotti dai cambiamenti negli schemi di comportamento sociale specie sui comparti dei servizi legati al tempo libero. Inoltre, **le misure restrittive per combattere la diffusione della seconda ondata di contagi potranno ancora una volta pesare molto più sul settore terziario** rispetto agli altri comparti dell'economia.

I servizi restano il settore più colpito dalla crisi (almeno secondo l'indagine di fiducia delle imprese Istat)



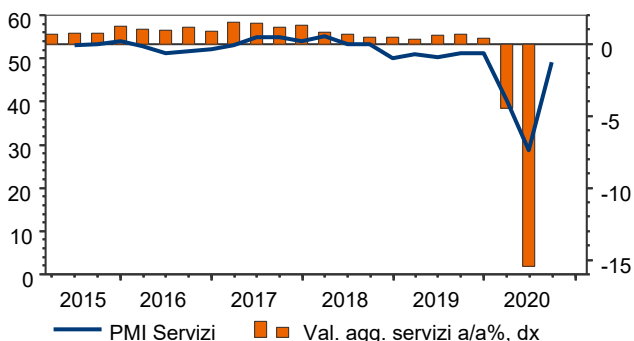
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv Datastream

Da agosto, si nota una divergenza negli indici PMI, in espansione nel manifatturiero e in territorio recessivo nei servizi



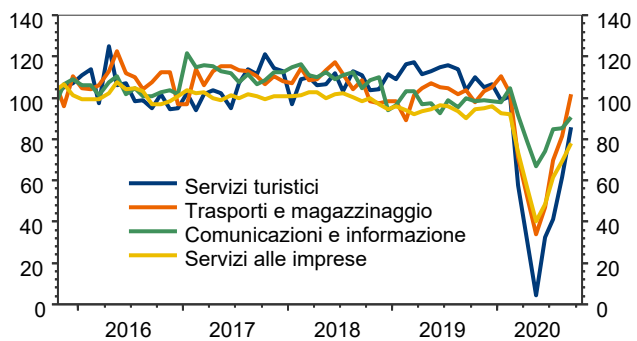
Fonte: Refinitiv Datastream

Le indagini segnalano un recupero solo parziale del valore aggiunto nei servizi nel 3° trimestre



Fonte: Refinitiv Datastream

Il settore più colpito restano i servizi turistici, pur in deciso recupero nei mesi estivi

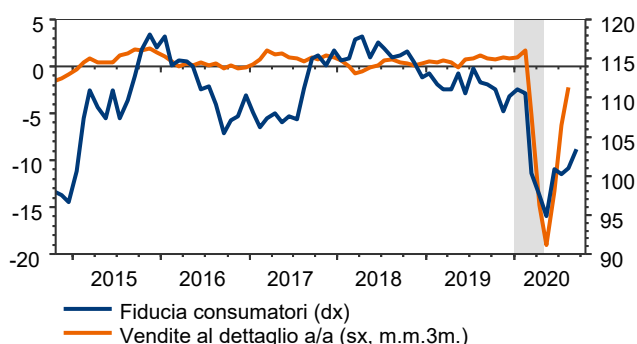


Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv Datastream

Il recupero è guidato dalla domanda di beni (anche durevoli) delle famiglie

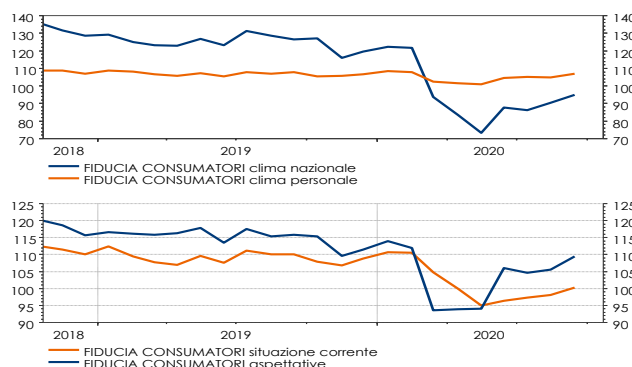
Dopo la battuta d'arresto di luglio, le **vendite al dettaglio** sono tornate a crescere ad agosto, di 8,2% m/m (dopo il -6% precedente) in valore e di +11,2% m/m in volume (da +8,5% di luglio). La volatilità del bimestre è stata indotta dal rinvio dei saldi estivi, che ha pesato sulle vendite a luglio e sostenuto il dato di agosto. Le vendite in volume sono tornate al di sopra dei livelli di un anno prima (+0,8%): non accadeva da febbraio. La ripresa è trainata dal commercio elettronico (+36,8% a/a). La tendenza per gruppi di prodotti è eterogenea: alcuni comparti sembrano essersi avvantaggiati dallo shock COVID (+12,3% le dotazioni per l'informatica, telecomunicazioni e telefonia; +8,4% utensileria per la casa e ferramenta); viceversa, i prodotti più penalizzati sono cartoleria, libri, giornali e riviste (-7,7%). Da notare anche il recupero dell'abbigliamento, che, favorito dall'effetto-saldi, torna a crescere su base tendenziale per la prima volta da febbraio (+6,5%). Il **morale delle famiglie** è salito più del previsto a settembre, a 103,4 da 101 ad agosto, pur rimanendo notevolmente inferiore al livello di febbraio (110,6). Migliorano tutte le componenti: l'aumento è più marcato per il clima economico nazionale che per la situazione personale delle famiglie, e per le aspettative più che per il clima corrente. Le preoccupazioni per la disoccupazione sono diminuite per il quarto mese consecutivo, pur rimanendo a un livello molto alto in termini storici (72 contro una media a lungo termine a 46,7 e 38,1 di febbraio). Le **immatricolazioni di auto**, dopo essere precipitate di -97,5% ad aprile, ed essere tornate in linea con lo stesso mese dell'anno scorso ad agosto, sono risultate in crescita di +9,5% a/a a settembre. Nel 2° trimestre, il **reddito disponibile delle famiglie** consumatrici era calato di ben -5,8% t/t in termini nominali (di -5,6% t/t in termini reali). Nello stesso periodo, il tasso di risparmio è salito a 18,6% (da 13,3% precedente). Stimiamo una flessione del reddito reale delle famiglie vicina al 5% nel 2020, seguita da un rimbalzo solo parziale (+2,4%) nel 2021. L'aumento del tasso di risparmio è una delle eredità dello shock COVID-19: vediamo una salita a 12,5% nel 2020 (da 8,1% nel 2019), e la discesa successiva lascerà la propensione al risparmio su livelli superiori a quelli pre-shock.

Parziale recupero per la fiducia dei consumatori...



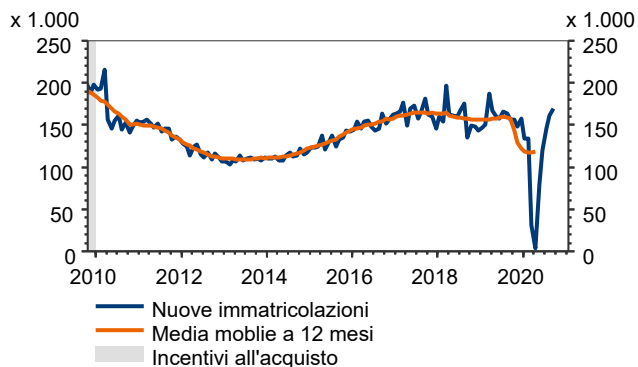
Nota: area ombreggiata=recessione; le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile. Fonte: Refinitiv Datastream

...guidato dal clima nazionale e dalle aspettative



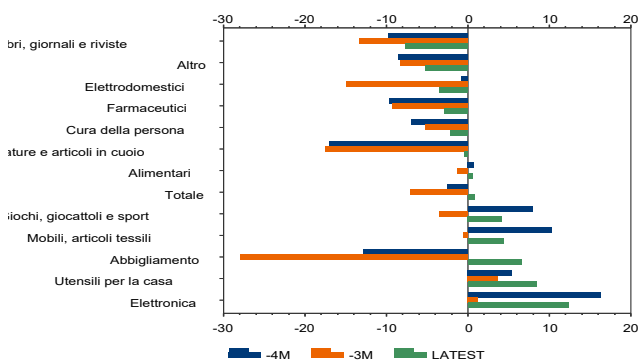
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv Datastream

In ripresa le vendite di auto...



Fonte: Refinitiv Datastream

...così come le vendite al dettaglio (trainate dall'elettronica)



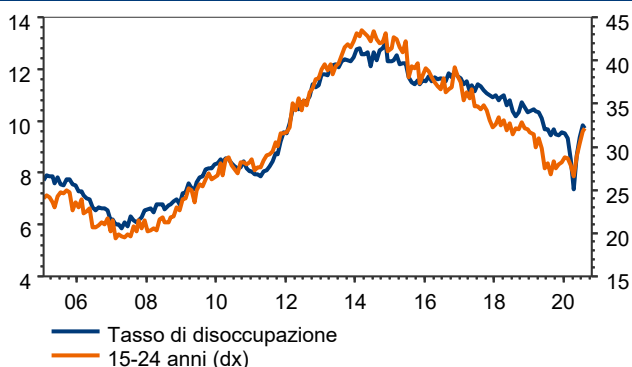
Nota: variazioni % a/a. Fonte: Refinitiv Datastream

La disoccupazione ha ampi margini di aumento

I dati provvisori sul mercato del lavoro ad agosto sono stati migliori del previsto. **Gli occupati sono risaliti per il secondo mese di fila**, di 83 mila unità (circa in linea con il mese precedente). Anche le forze di lavoro hanno continuato a mostrare un recupero (grazie all'ulteriore calo degli inattivi, di -65 mila unità), ma di entità inferiore rispetto all'aumento degli occupati: pertanto, **il tasso di disoccupazione è sceso di un decimo, a 9,7%** da 9,8% di luglio (dato rivisto al rialzo di un decimo). La crescita degli occupati, così come il calo degli inattivi, ha riguardato soprattutto la componente maschile (viceversa, gli inattivi sono aumentati tra le donne). Nel mese, la crescita degli occupati è dovuta soprattutto ai lavoratori indipendenti (+67 mila unità), che recuperano i posti persi il mese precedente. Tutte le classi di età registrano un calo dell'occupazione su base annua, con la sola eccezione degli ultracinquantenni (tra i quali gli occupati crescono di 153 mila unità, ma esclusivamente per effetto della componente demografica); **il tasso di disoccupazione giovanile è salito per il quarto mese di fila**, a 32,1% da 31,8%, ai massimi da quasi due anni. Le ore pro capite effettivamente lavorate restano inferiori a quelle dello stesso mese del 2019, ma il divario continua a ridursi (25,5 ore a settimana, solo di 0,6 ore inferiore a quello registrato ad agosto 2019; il gap si riduce a 0,4 ore per i dipendenti).

In sintesi, nonostante il recupero di luglio e agosto, il livello dell'occupazione è ancora inferiore di quasi 360 mila unità rispetto a quello di febbraio (per quasi il 90% dei casi, si tratta di dipendenti con contratti a termine). Da settembre, **le condizioni più restrittive per il blocco dei licenziamenti e per il ricorso alla cassa-integrazione potrebbero favorire una risalita del tasso di disoccupazione**, che vediamo toccare un picco non prima del 2° trimestre del 2021.

Il tasso di disoccupazione a nostro avviso ha solo cominciato a salire



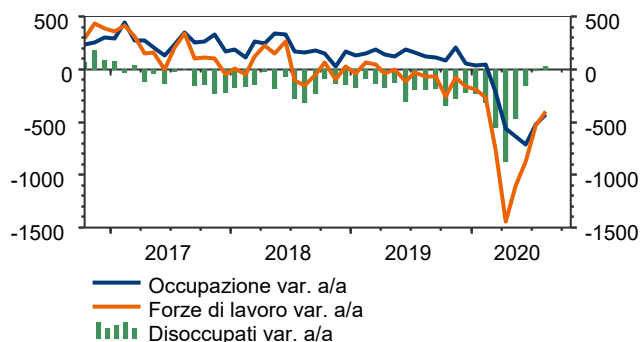
Fonte: Refinitiv Datastream

Il recente movimento del tasso di disoccupazione è speculare a quello del tasso di inattività



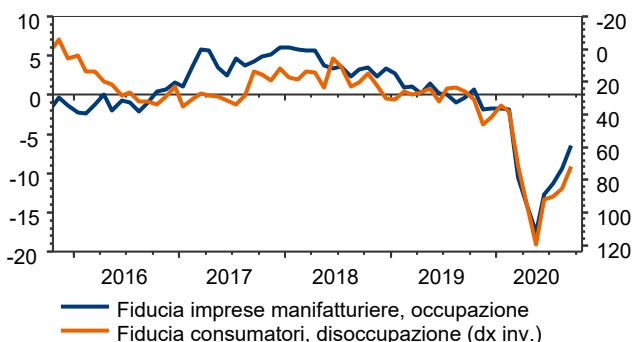
Fonte: Refinitiv Datastream

La tendenza per gli occupati resta negativa, sia pur in lieve miglioramento



Fonte: Refinitiv Datastream

Le aspettative di imprese e famiglie sull'occupazione hanno mostrato un recupero solo modesto negli ultimi mesi

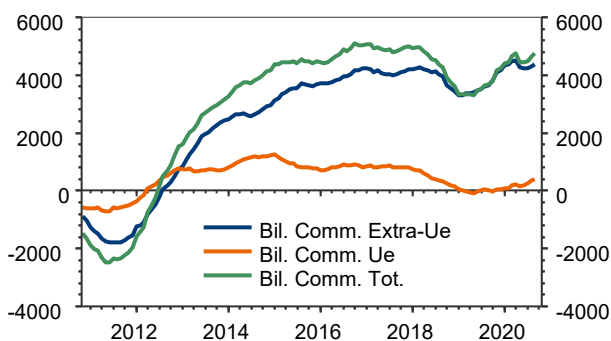


Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo

Più rapida del previsto la ripresa del commercio estero

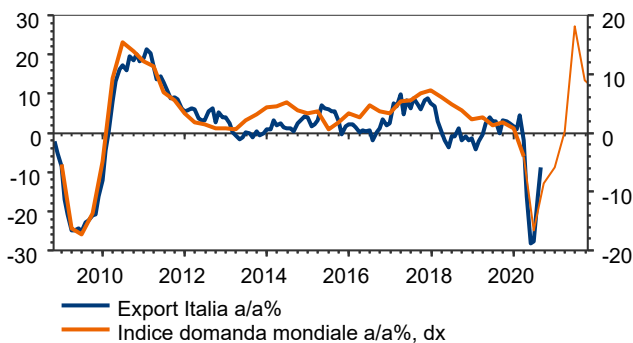
I dati sul commercio estero ad agosto mostrano un ulteriore recupero, dopo quelli dei tre mesi precedenti, per entrambi i flussi, più marcato per le importazioni (+5,1% m/m) che per le esportazioni (+3,3% m/m). Entrambi i flussi restano in ampio calo sull'anno (export -7%, import -12,6%, ovvero rispettivamente -5,3% e -6,1% al netto dell'energia). Sia nel mese che sull'anno, entrambi i flussi risultano più dinamici da e verso i Paesi UE rispetto al resto del mondo. **Particolarmente dinamici i beni durevoli**, che tornano in positivo su base tendenziale sia dal lato dell'export che dell'import, nonché l'import di beni intermedi e strumentali. Per quanto riguarda le esportazioni, i settori che risultano in apprezzabile crescita rispetto a un anno fa sono gli autoveicoli, i minerali non metalliferi e i mobili, mentre, oltre alla raffinazione (il cui export resta di oltre il 50% inferiore a quello di un anno prima), mantengono flessioni a due cifre la farmaceutica, l'elettronica e il tessile (quest'ultimo risulta il comparto più dinamico dal lato dell'import: +20,3%). Il dettaglio per aree geografiche evidenzia un **calo tendenziale a due cifre per tutti i principali Paesi extra-europei, con l'eccezione della Cina** che, assieme a Regno Unito e Belgio, risulta tra le poche aree in progresso significativo rispetto a un anno fa. L'analisi congiunta per Paese e settore mostra che la flessione tendenziale dell'export è spiegata per oltre un punto percentuale dal calo delle vendite di articoli farmaceutici verso gli Stati Uniti e di prodotti petroliferi raffinati verso Paesi OPEC e Turchia, mentre un contributo positivo di oltre mezzo punto viene dall'aumento dell'export di autoveicoli verso gli Stati Uniti e di altri mezzi di trasporto verso il Regno Unito. Il commercio estero prosegue la fase di recupero, grazie al **dissolversi di timori di effetti permanenti dello shock COVID-19 sulle catene produttive globali**. Stimiamo che gli scambi commerciali possano tornare a dare un contributo positivo al PIL nella seconda metà del 2020, dopo l'apporto ampiamente negativo visto nel 1° semestre.

Il saldo commerciale degli ultimi 12 mesi resta in territorio ampiamente positivo



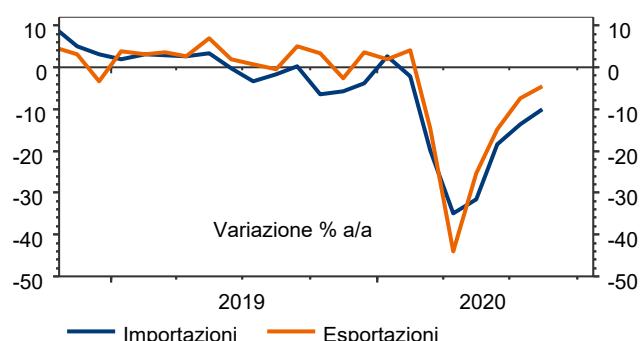
Fonte: Refinitiv Datastream

La tendenza dell'export dovrebbe migliorare ancora nei prossimi mesi, sulla scia del rimbalzo della domanda mondiale...



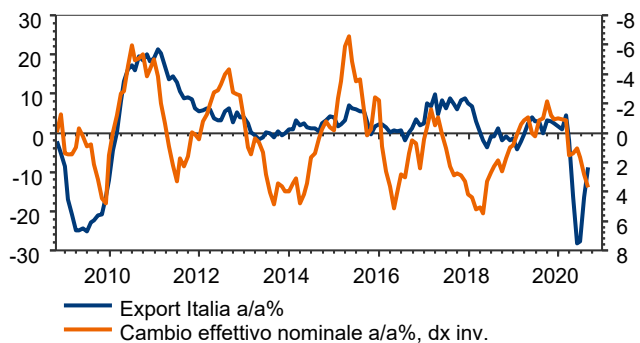
Fonte: Refinitiv Datastream

L'export ha visto una flessione più marcata dell'import in marzo e aprile, ma ha messo a segno un recupero più accentuato a partire da maggio



Fonte: Refinitiv Datastream

... ma il recupero potrebbe essere frenato da un tasso di cambio sfavorevole

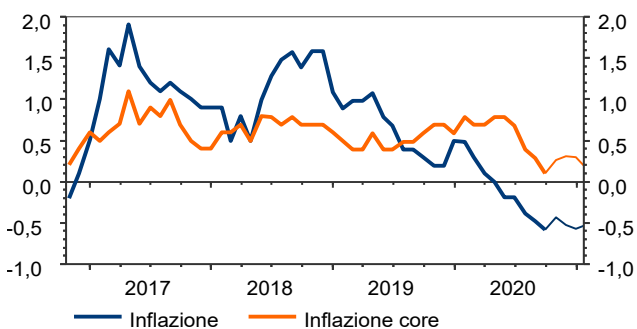


Fonte: Refinitiv Datastream

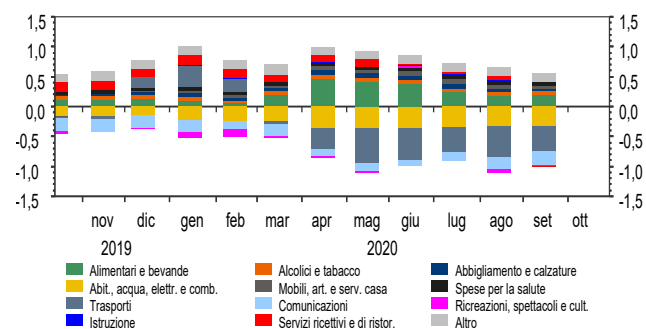
L'inflazione resterà in territorio negativo fino alla primavera

A settembre, l'inflazione è calata da -0,5% a -0,7% sul NIC e da -0,9% a -1% sull'indice armonizzato UE (con listini in calo di sette decimi sull'indice domestico, e in aumento di 0,9% m/m sull'IPCA). **L'indice armonizzato è fortemente influenzato dal rinvio dei saldi estivi** (che si erano svolti dal 6 luglio a fine agosto lo scorso anno, e invece da inizio agosto a fine settembre quest'anno). Sul NIC, il calo dei prezzi nel mese è dovuto ai **ribassi stagionali nei servizi di trasporto (-5,5%) e ricreativi (-0,8%)**, solo in parte compensato dai rincari degli alimentari freschi (+0,6%); l'inflazione core è calata a 0,1% da 0,3% precedente, quella al netto dell'energia a 0,2% da 0,4%. Sull'IPCA, i prezzi di abbigliamento e calzature sono saliti di +25,3%, meno di quanto registrato a settembre 2019 (+32,6%): l'effetto-saldi non è stato pieno, verosimilmente in quanto alcuni acquirenti non si sono dimostrati interessati all'acquisto di abbigliamento estivo a settembre, e alcuni rivenditori hanno optato per vendere principalmente abiti della nuova collezione, per ottenere migliori margini e, forse, in quanto preoccupati per un eventuale nuovo lockdown nei prossimi mesi. **A ottobre, dovrebbe ricomporsi il gap tra indice domestico e armonizzato**, e i rincari a due cifre delle tariffe su elettricità e gas (+15,6% e +11,4%) dovrebbero favorire una lieve risalita dell'inflazione, che tuttavia è attesa rimanere in territorio negativo sino alla prossima primavera. **Gli effetti della debolezza della domanda dovrebbero continuare a prevalere su quelli dei vincoli dal lato dell'offerta**, lasciando il trend di fondo su livelli moderati per un orizzonte di almeno un paio d'anni. Finché i timori legati a una recrudescenza dei contagi mantengono imprese e consumatori in un atteggiamento di cautela, è improbabile che le misure di stimolo monetario e fiscale possano generare inflazione. I **prezzi alla produzione nell'industria** sono saliti di un decimo ad agosto (a -3% a/a, da -3,5% di luglio, e dal minimo di -5,3% dello scorso maggio). Le uniche pressioni al rialzo (sul mercato domestico) sono venute dai beni di consumo non durevoli (+0,5% m/m); sull'anno, i beni durevoli vedono rincari dell'1,7%, a fronte di un eccezionale ribasso per i prodotti energetici (-12,2%). Al netto dell'energia, il PPI sul mercato interno è poco variato sia sul mese che sull'anno: si notano significativi ribassi su base annua solo per metallurgia e chimica.

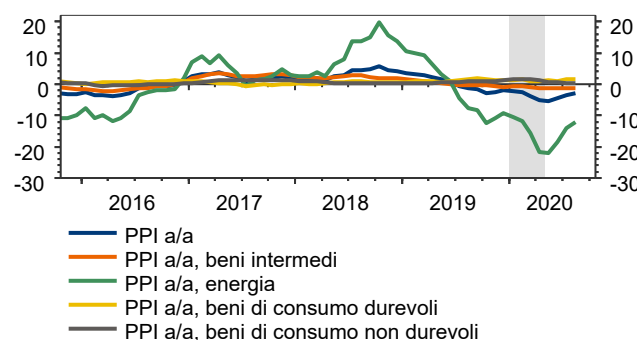
Ci aspettiamo un'inflazione ancora negativa nei prossimi mesi



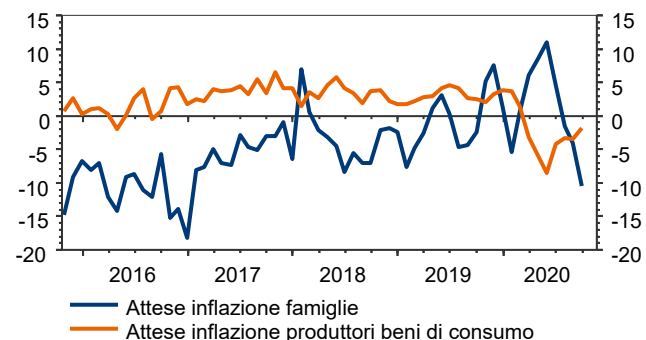
Gli alimentari restano l'unica fonte di pressioni inflazionistiche



Il PPI è rimasto in territorio negativo ad agosto (-3% a/a)



In calo le aspettative inflazionistiche delle famiglie



Tendenze del settore bancario

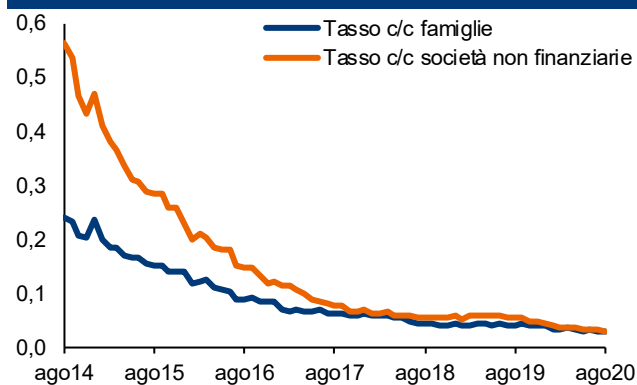
Tassi sui nuovi prestiti alle imprese in calo, trainati da quelli di maggiore entità

Ad agosto, ancora in calo il tasso medio sullo stock dei depositi con durata prestabilita e marginali limature per i tassi sui conti correnti, che però non spostano il livello medio dallo 0,03% registrato da aprile. Il tasso medio sullo stock di depositi è risultato invariato a 0,34% ma è visto in calo di 1pb m/m a settembre, secondo le stime ABI. I tassi sui nuovi prestiti alle società non finanziarie hanno confermato gli andamenti misti visti a luglio, in calo per i prestiti oltre 1 milione e in lieve recupero per quelli di minore entità. Circa i tassi sui nuovi mutui alle famiglie, il trend distensivo si è fermato ad agosto, ma sarebbe ripreso a settembre secondo le stime ABI. L'andamento di agosto è dovuto soprattutto al recupero del tasso fisso, rimasto comunque più basso del variabile.

Elisa Coletti

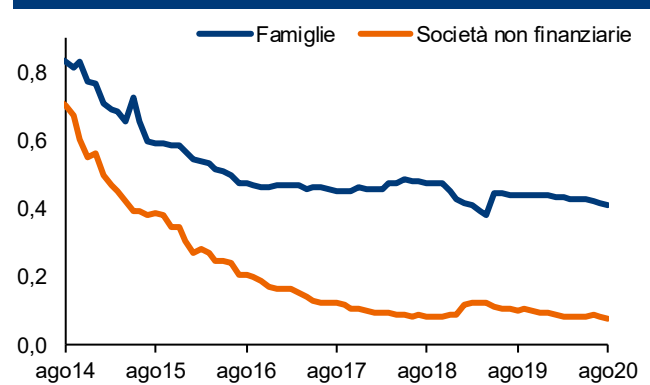
Prosegue la lenta ma costante riduzione dei tassi sui depositi. Ad agosto si sono osservate ulteriori piccole limature dei tassi sui conti correnti, nell'ordine di centesimi di punto, sul livello medio di 0,03% registrato da aprile e confermato per settembre, secondo le anticipazioni ABI. Tra le altre componenti dei depositi, **continua a ridursi il tasso medio sullo stock di depositi con durata prestabilita**, sceso di altri 3pb m/m a 1,02% ad agosto. **Il tasso medio sullo stock di depositi è rimasto invariato** sullo 0,34% registrato a luglio, ma le stime ABI riportano **un altro calo di 1pb m/m a settembre**, a 0,33%, dallo 0,35% di maggio-giugno e 0,37% di inizio anno.

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



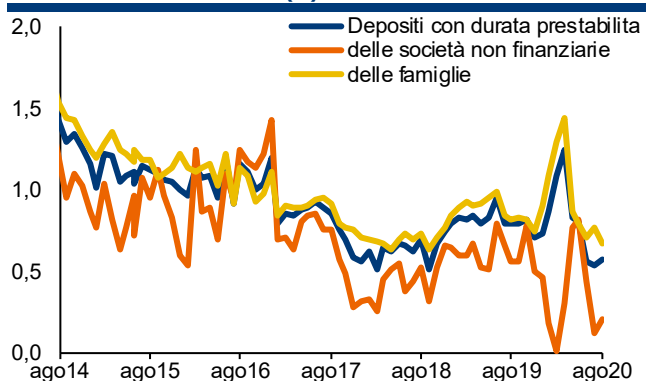
Fonte: Banca d'Italia

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



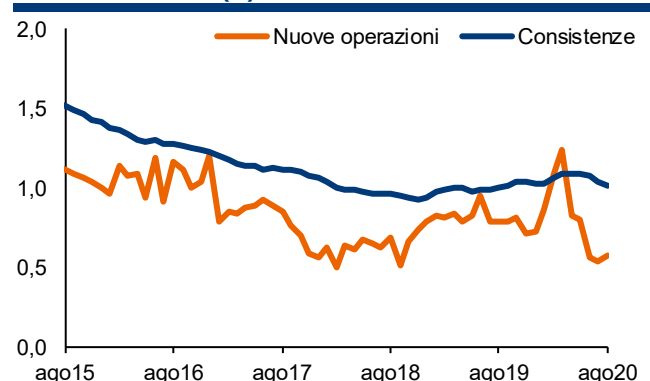
Fonte: Banca d'Italia

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 (%)



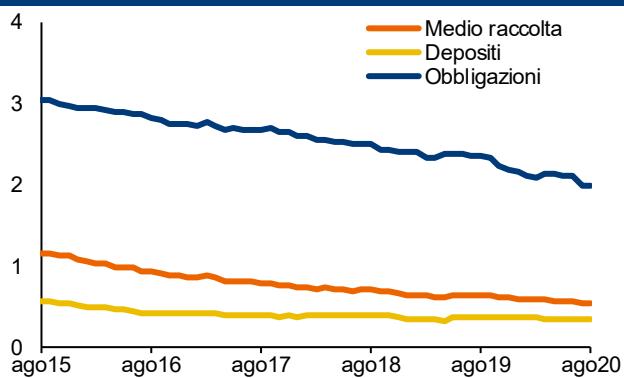
Fonte: Banca d'Italia

I tassi sui nuovi depositi con durata prestabilita hanno confermato andamenti misti ad agosto, ma opposti rispetto a quelli osservati a luglio. **Per il tasso sui depositi a tempo delle società non-**

finanziarie, dopo la notevole discesa di giugno-luglio, ad agosto si è osservato un moderato rimbalzo, da 0,12% a 0,20%. Diversamente, **il tasso medio sui nuovi depositi a tempo delle famiglie è tornato in calo, per -10pb m/m a 0,68%**, dopo il leggero recupero di luglio. Il risultato di questi andamenti è stato un aumento di 4pb m/m del tasso medio sui nuovi depositi a tempo di famiglie e imprese, portatosi a 0,57%, un livello che resta ben più basso della media dei primi cinque mesi dell'anno (0,96%). Tale aumento si giustifica alla luce di un effetto composizione, considerato il deflusso registrato nel mese dai depositi con durata prestabilita delle famiglie.

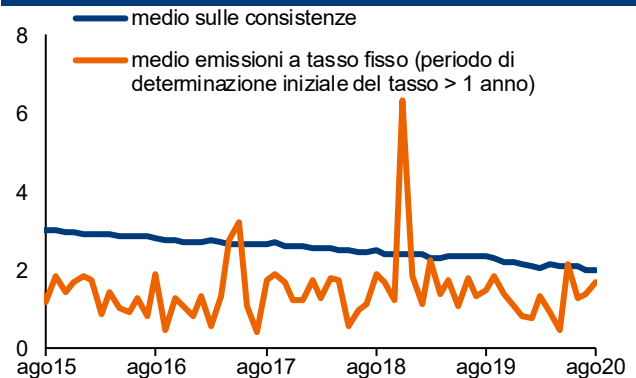
Il tasso sullo stock di obbligazioni è rimasto essenzialmente stabile sul livello registrato a luglio (1,98% ad agosto, 1,99% a luglio e a settembre, secondo le anticipazioni ABI). Tutto ciò considerato, **il costo complessivo dello stock di raccolta da clientela ha continuato a muoversi marginalmente in calo, per il tredicesimo mese consecutivo**, a 0,53% ad agosto, e si è stabilizzato a settembre sulla base delle stime ABI.

Tassi sulla raccolta bancaria – consistenze (%)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tassi su obbligazioni bancarie in essere e nuove emissioni (%)

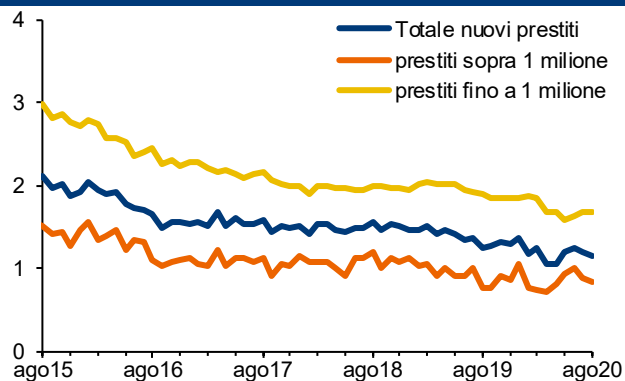


Fonte: Banca d'Italia

Anche **i tassi sui nuovi prestiti alle società non-finanziarie hanno evidenziato andamenti misti**, confermando lo schema di luglio. In particolare, **il tasso sui nuovi prestiti superiori a 1 milione è risultato in calo per il 2° mese consecutivo**, di -5pb m/m ad agosto a 0,85%. All'opposto, **il tasso sui finanziamenti di minore entità ha visto un altro piccolo recupero**, per il 3° mese consecutivo, sebbene solo di 1pb m/m ad agosto a 1,69% dopo gli 8pb recuperati tra giugno e luglio, tornando così al livello di aprile, che rimane comunque significativamente più basso rispetto a inizio anno. Ciò considerato, il tasso medio sulle erogazioni si è ridotto di 4pb m/m a 1,15%. La discesa risulta essersi fermata a settembre, a 1,18% secondo le anticipazioni ABI.

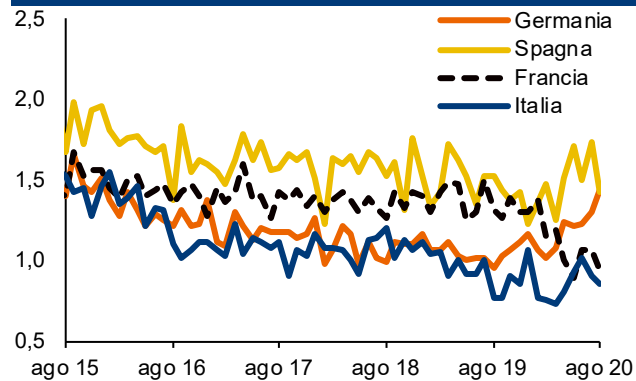
Nel **confronto europeo**, il tasso medio dell'Eurozona ha segnato un aumento di 2pb m/m per i prestiti oltre 1 milione ed è rimasto stabile per quelli di minore entità. Pertanto, **il differenziale col tasso italiano sui flussi di prestiti fino a 1 milione è risultato poco variato, confermandosi in territorio negativo** (-4pb la distanza tra Italia e area euro). Invece, **per il tasso sui nuovi prestiti oltre 1 milione, il differenziale, già molto negativo, si è ampliato ulteriormente**, a -42pb da -35pb di luglio, in gran parte per effetto del calo del tasso italiano.

Tassi sui nuovi prestiti alle società non finanziarie in Italia (%)



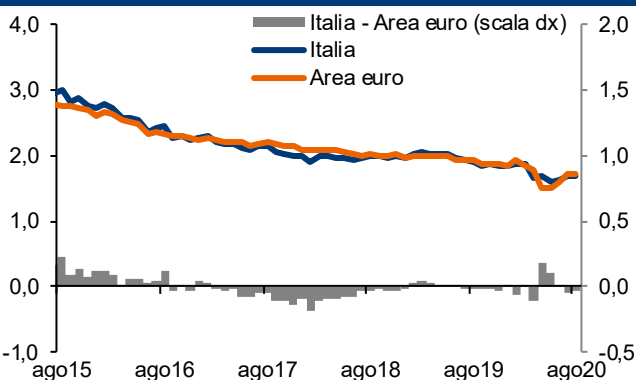
Fonte: Banca d'Italia

Tassi sui nuovi prestiti oltre 1 milione a società non finanziarie (%)



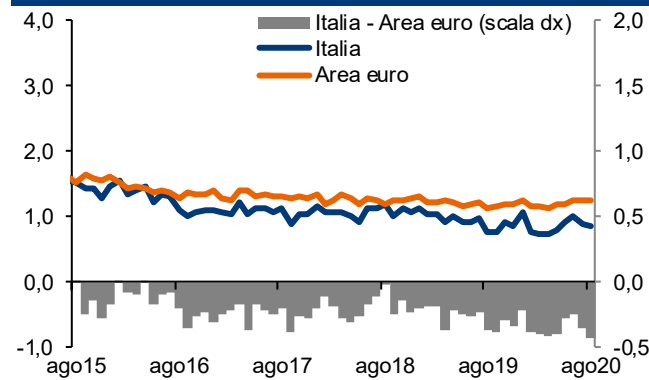
Fonte: BCE

Tasso medio sui nuovi prestiti di importo fino a 1 milione alle società non finanziarie, confronto Italia - Area euro (%)



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

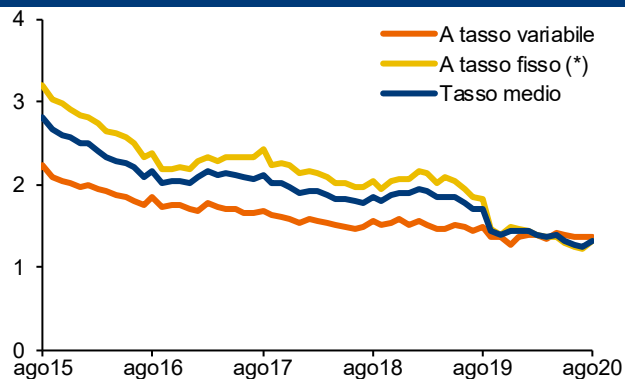
Tasso medio sui nuovi prestiti di importo superiore a 1 milione alle società non finanziarie, confronto Italia - Area euro (%)



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

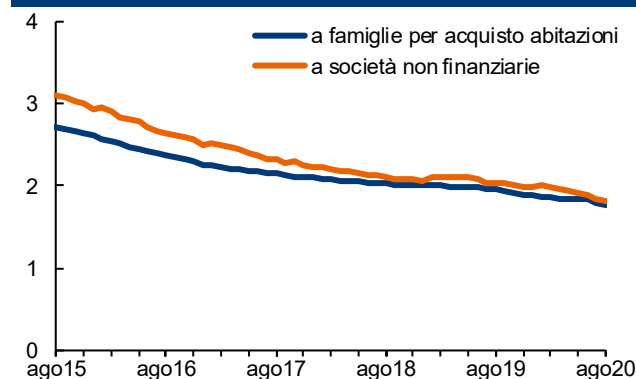
Quanto ai tassi sui flussi di prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, il trend distensivo risulta essersi temporaneamente interrotto ad agosto. In dettaglio, il tasso medio ha recuperato i 7pb persi nei due mesi di maggio e giugno, tornando a 1,32%, ma sarebbe nuovamente sceso a settembre a 1,29%, secondo le stime ABI. Così come si era verificato per il calo, il rialzo di agosto è stato determinato in larga parte dal tasso fisso, risalito di ben 8pb m/m a 1,31%. Anche il tasso variabile è aumentato, sebbene solo di 1pb m/m a 1,37%. **Il tasso fisso si è quindi mantenuto più basso del variabile, ma la distanza si è circa dimezzata a 6pb rispetto a giugno-luglio.**

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



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

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

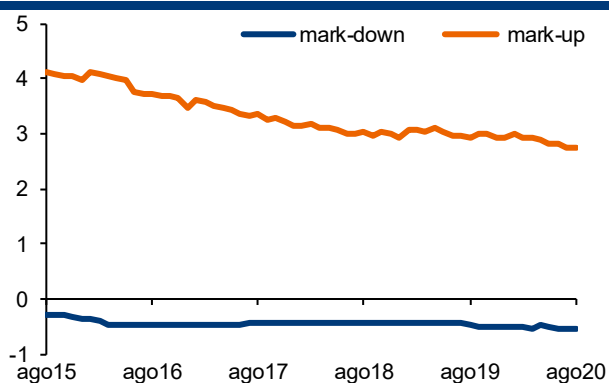


Fonte: Banca d'Italia

Ciò detto, **per il tasso medio sullo stock di prestiti, il trend è rimasto in calo**, con un taglio di altri 2pb m/m a 2,31%, nuovo minimo storico, destinato a essere immediatamente superato secondo le stime ABI, che riportano per settembre un livello di 2,27%.

Pertanto, ad agosto **la forbice tra tassi attivi e passivi si è ridotta ulteriormente a 1,77% (-1pb m/m)**. **Per la contribuzione dei depositi a vista, nei mesi estivi si è verificato un progressivo peggioramento**, determinato dalla riduzione dell'Euribor a 1 mese. In dettaglio, il mark-down si è attestato a -0,55% ad agosto, da -0,50% del 1° semestre dell'anno. Per il mark-up sui tassi attivi a breve si è osservata una sostanziale stabilità a 2,73%, dopo la riduzione significativa registrata a luglio (-7pb m/m).

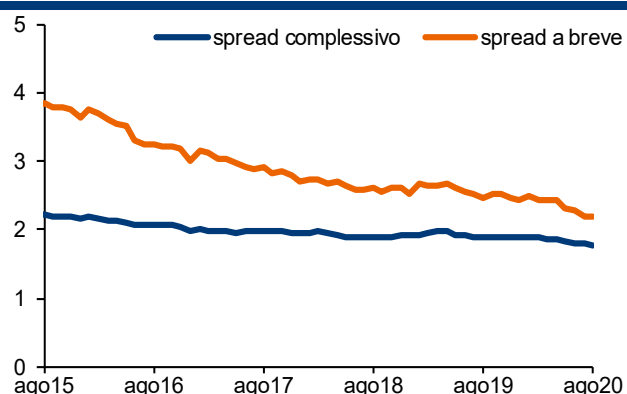
Contribuzione a breve termine (%) (*)



Nota: (*) mark-down = euribor a 1 mese – tasso medio sui conti correnti a famiglie e imprese; mark-up = tasso attivo a breve termine – euribor a 1 mese.

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

Spread a breve termine e spread complessivo (%)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

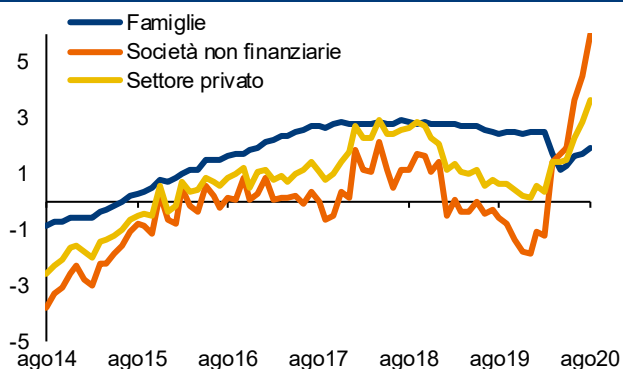
Ulteriore accelerazione dei prestiti alle imprese

Ad agosto è proseguita l'accelerazione dei prestiti alle società non-finanziarie, col tasso di crescita salito al 6% a/a. L'aumento è concentrato nei prestiti a medio/lungo termine e da maggio si è esteso anche ai prestiti di minore dimensione. Infatti, crescono a due cifre i flussi lordi fino a 1 milione e ancor più dinamici si confermano quelli di maggior entità. Tra i macro-settori di attività, una forte dinamica interessa i prestiti all'industria manifatturiera. Diversamente, l'andamento dei prestiti alle famiglie è rimasto più debole di quanto visto fino a febbraio. La frenata resta evidente per il credito al consumo. Tengono i prestiti per l'acquisto di abitazioni, che vedono flussi lordi mensili in forte aumento, grazie alle rinegoziazioni ma anche i nuovi contratti sono tornati in crescita. Secondo le anticipazioni ABI, a settembre il trend si è rafforzato ulteriormente, a +4,8% a/a per il totale dei prestiti a famiglie e imprese, dal +4,1% di agosto.

Elisa Coletti

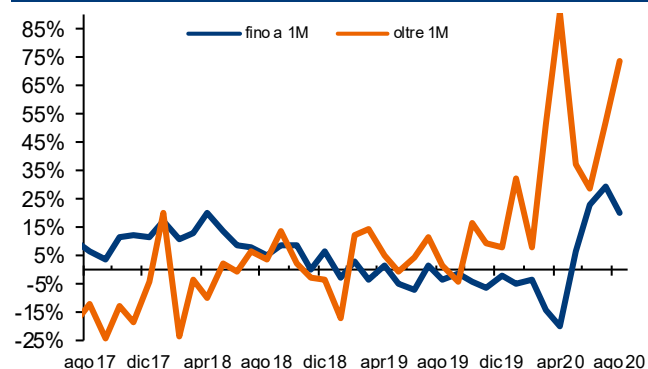
La crescita dei prestiti alle imprese continua a rafforzarsi, per effetto delle erogazioni con garanzia pubblica. Ad agosto, il tasso di crescita dei prestiti alle società non-finanziarie è salito al 6% a/a, il più alto dal febbraio 2009. Il flusso netto mensile è stato moderato, ma comunque positivo per 1,9 miliardi m/m nonostante la stagionalità tipica del mese estivo. L'incremento dello stock nei sei mesi da marzo ad agosto sfiora i 40 miliardi. È proseguita la **crescita dei prestiti a medio-lungo termine** a fronte della riduzione della componente a breve, in negativo per il quinto mese consecutivo. Continua anche l'aumento **dei prestiti alle famiglie produttrici**, per circa 600 milioni m/m, più moderato dopo un bimestre maggio-giugno di incrementi netti mensili superiori a 2 miliardi m/m, per effetto delle erogazioni di prestiti di piccolo taglio (fino a 30.000 euro) garantiti al 100% dal Fondo Centrale per le PMI. I flussi lordi mensili confermano che **la crescita sta interessando anche i prestiti di dimensione più contenuta**, dopo aver coinvolto inizialmente le società medio-grandi. Infatti, ad agosto, **le erogazioni fino a 1 milione hanno confermato una dinamica a due cifre**, del +19,9% a/a, il quarto dato positivo consecutivo, sebbene leggermente più moderato dei due mesi precedenti. **La dinamica delle operazioni oltre 1 milione si mantiene ancora più sostenuta, balzando a +73,6% a/a.**

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

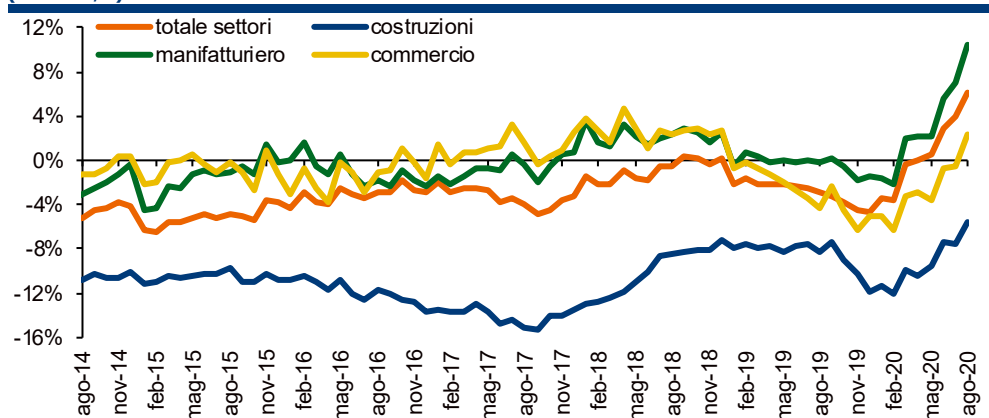
Erogazioni alle società non finanziarie – flussi al netto delle rinegoziazioni (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il recupero dei prestiti alle imprese si conferma particolarmente vivace per il settore manifatturiero. Infatti, secondo i dati al netto delle sofferenze (prestiti vivi), l'aumento **dei prestiti alle imprese manifatturiere è salito a +10,4% a/a**, dal dato già eccezionale di +7% a/a a luglio. Anche i **prestiti al commercio sono tornati in aumento**, del 2,4% a/a, dopo un calo durato 19 mesi. **Per i prestiti alle costruzioni, la contrazione è risultata più moderata** (del -5,6% a/a ad agosto dal -7,5% di giugno-luglio). Per il complesso delle imprese, la variazione annua è salita a +6,2% a/a, in positivo per il 4° mese consecutivo (questi dati includono le famiglie produttrici).

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



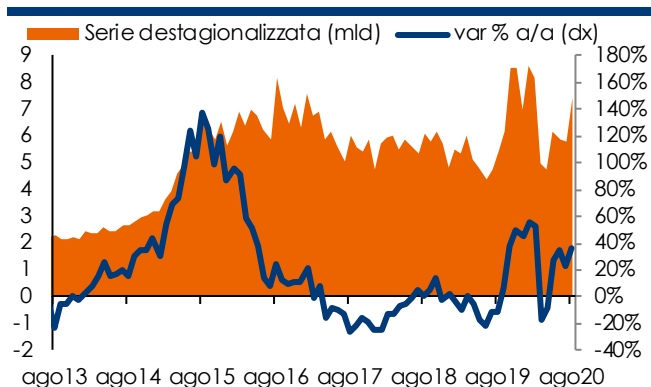
Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Diversamente dai prestiti alle società non-finanziarie, **l'andamento dei finanziamenti alle famiglie è rimasto più debole di quanto osservato fino a febbraio, ma si è confermato in miglioramento** rispetto al minimo di aprile per effetto dei prestiti alle famiglie produttrici. In dettaglio, la variazione annua è salita a +1,9% a/a dal +1,7% a/a di luglio e +1,1% di aprile. Tra le componenti, tiene la crescita dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, pari a +1,9% a/a dal 2,0% di maggio, mentre frena il credito al consumo, a +0,7% a/a dal +1,3% di maggio (dati corretti per le cartolarizzazioni). Viceversa, è aumentato a +2,8% a/a il tasso di crescita degli altri finanziamenti – inclusi quelli alle famiglie produttrici – che pure hanno beneficiato delle misure di sostegno alla liquidità e che erano in negativo lo scorso maggio (-0,4%).

Come accennato sopra, **la frenata resta molto evidente per il credito al consumo**. Tuttavia, il calo del flusso lordo mensile è risultato più moderato anche ad agosto, come già visto a giugno e luglio, dopo la forte contrazione da marzo a maggio (-12% a/a ad agosto, dal -16,2% a/a a luglio rispetto al dato molto negativo di -75,1% a/a segnato ad aprile).

Circa i prestiti per l'acquisto di abitazioni, i flussi lordi mensili si sono confermati in forte aumento, dopo soli due mesi di calo a marzo e aprile. Ad agosto si è registrata una dinamica del +36,6% a/a, a due cifre come nei tre mesi precedenti. **Il recupero resta trainato dalle rinegoziazioni** (+56,5% a/a), ma **si evidenzia un rimbalzo della crescita dei nuovi contratti**, che ad agosto passano a +26,6% a/a dopo tre mesi di aumento a un ritmo più moderato (dal +3,7% a/a a luglio).

Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, flussi lordi mensili



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

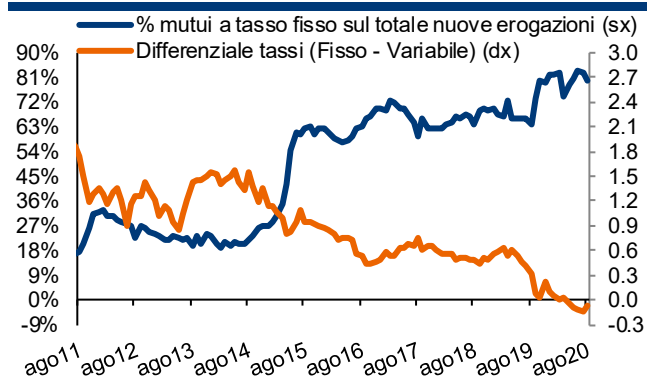
Contributo di rinegoziazioni e nuovi contratti alla crescita delle operazioni mensili di prestiti per acquisto abitazioni (%)



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

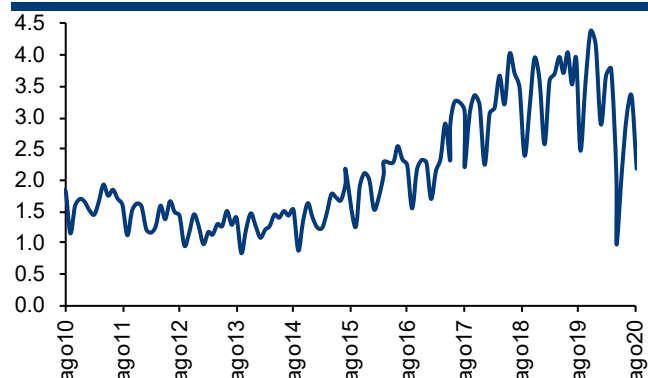
Coerentemente con le dinamiche appena illustrate e col quadro dei tassi, **le erogazioni a tasso fisso continuano a registrare un aumento notevole, mentre quelle a tasso variabile sono rimaste in riduzione**. In dettaglio, le erogazioni a tasso fisso hanno segnato una crescita del 70,2% a/a ad agosto, in linea col +69,7% a/a di giugno. Quelle a tasso variabile, invece, hanno confermato un forte calo, del -22,6% a/a, seppure più moderato dei cinque mesi precedenti.

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

Erogazioni alle famiglie per credito al consumo (EUR mld)



Fonte: Banca d'Italia

Ciò detto, **ad agosto i prestiti al settore privato hanno visto un'accelerazione della crescita a +3,6% a/a** (dal +2,8% di luglio, dati al netto delle controparti centrali e corretti per le cartolarizzazioni). Sulla base delle anticipazioni ABI, **a settembre la dinamica si è rafforzata leggermente**, a +3,9% a/a, sostenuta da quella dell'aggregato più ristretto dei **prestiti a famiglie e imprese, che segnerebbero un +4,8% a/a** rispetto al +4,1% a/a di agosto.

Proseguono i forti afflussi verso i conti correnti

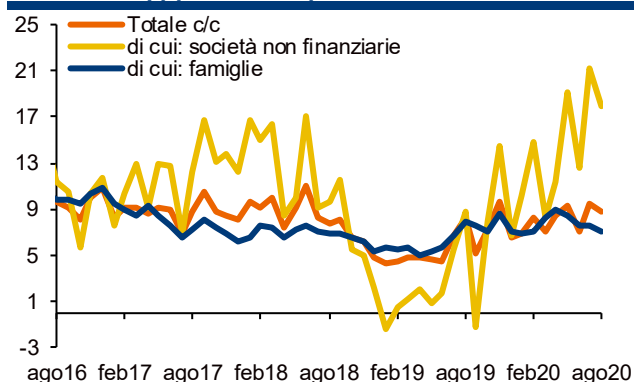
Ancora un notevole afflusso mensile verso i conti correnti, di altri 12 miliardi ad agosto, che portano a 82 miliardi l'aumento da marzo. Il tasso di crescita è risultato dell'8,7% a/a. L'incremento è stato trainato dalla liquidità convogliata sui conti correnti delle società non-finanziarie, ma anche i conti delle famiglie hanno confermato un flusso mensile positivo e una dinamica notevole. Pertanto, la crescita del complesso dei depositi da clientela è rimasta sostenuta, del 7,1% a/a ad agosto, con un'accelerazione a +8% a settembre, secondo le stime ABI. Per le obbligazioni, si conferma il calo ma, grazie ai depositi, la raccolta complessiva da clientela continua a crescere a un ritmo robusto, del 5,2% a/a ad agosto e del 6,1% a settembre secondo le anticipazioni ABI.

Elisa Coletti

Anche il mese di agosto ha registrato un **forte afflusso sui conti correnti bancari, pari ad altri 12 miliardi** sebbene circa dimezzato rispetto a luglio, **con un tasso di crescita dell'8,7% a/a. Da marzo, sono confluiti sui conti correnti ben 82 miliardi.** Ancora una volta, l'incremento è stato **trainato dalla liquidità confluita sui conti correnti delle società non-finanziarie**, pari a 10 miliardi m/m ad agosto e 52,8 da marzo, con un tasso di crescita ancora a due cifre, del +17,9% a/a, dopo il massimo di 21,2% a luglio. **Sull'aumento delle giacenze dei conti delle imprese influisce la crescita dei prestiti**, conseguente all'accesso alle misure temporanee di sostegno alla liquidità e al credito. Per motivi differenti, anche **i conti correnti delle famiglie hanno mantenuto un ritmo sostenuto, del +7,1% a/a**, sebbene leggermente più moderato dei cinque mesi precedenti e di nuovo in linea con febbraio.

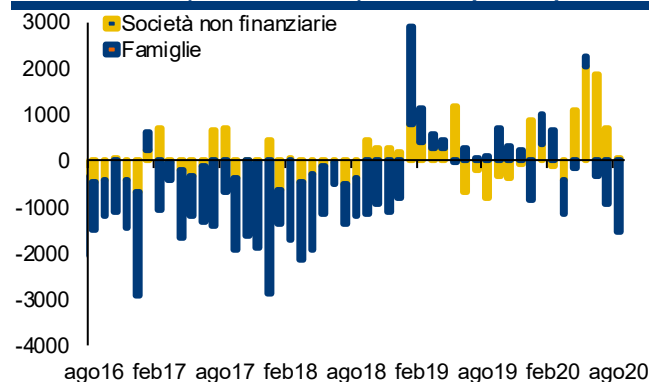
Per i **depositi con durata prestabilita, si sono di fatto arrestati i flussi positivi dal lato delle società non-finanziarie**, sebbene il tasso di crescita resti elevato a seguito dei volumi per 5,7 miliardi complessivi registrati da aprile a luglio. I depositi a tempo delle famiglie, invece, nei mesi estivi sono tornati a flussi mensili negativi, particolarmente ad agosto (-1,5 miliardi m/m), e a un calo dello stock da luglio. Tuttavia, l'aggregato complessivo dei depositi a tempo è rimasto in aumento. Pertanto, per il totale **dei depositi da clientela residente la crescita si è confermata forte, del +7,1% a/a ad agosto**, dal +7,8% di luglio. Secondo le stime ABI, **a settembre si è avuta un'ulteriore accelerazione a +8 a/a.**

Conti correnti (*) (var. % annua)



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

Flussi mensili di depositi con durata prestabilita (EUR mld)



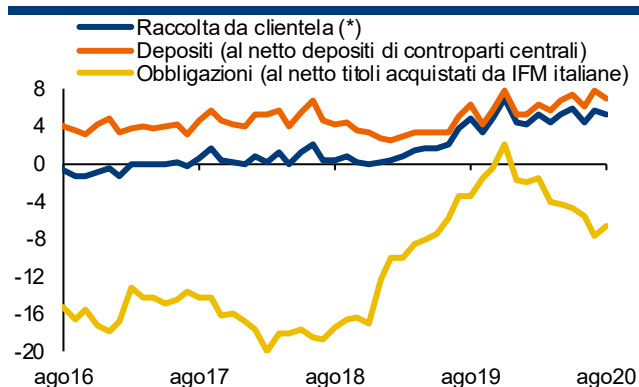
Fonte: BCE

Le obbligazioni bancarie confermano un trend molto negativo, con un calo dello stock del 6,6% a/a, proseguito a settembre secondo le stime ABI (-6,3% a/a).

La forte dinamica dei depositi continua a trainare **la crescita della raccolta da clientela complessiva, pari ad agosto a +5,2% a/a**, e vista in accelerazione a settembre a +6,1% secondo le anticipazioni ABI. L'aggregato della raccolta totale, che include il rifinanziamento BCE e i depositi dall'estero, ha segnato un'altra variazione molto positiva, del +7,6% a/a dal +8,8% a/a

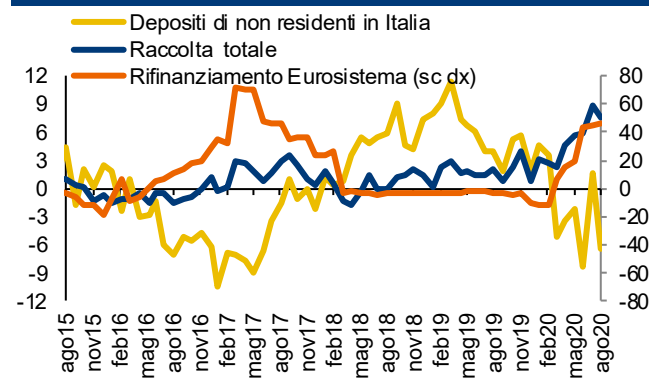
di luglio. Al trend continua a contribuire **il forte tasso di variazione del rifinanziamento BCE**, dopo l'asta di giugno delle TLTRO III che ha visto 54 miliardi aggiuntivi di ricorso alle operazioni a più lungo termine. Diversamente, ad agosto **i depositi di non residenti, comprensivi dell'interbancario, sono tornati in calo** (del -6,4% a/a) dopo il lieve aumento di luglio.

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



Nota: (*) al netto di depositi con controparti centrali e obbligazioni acquistate da IFM italiane. Il totale dei depositi e la raccolta escludono le passività in contropartita dei prestiti ceduti e non cancellati. Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Banca d'Italia

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Incentivi relativi alla ricerca

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

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

Metodologia di distribuzione

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

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

Metodologia di valutazione

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Macro & Fixed Income Research

Paolo Mameli – Economista macro Italia

62128

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Industry & Banking Research

Banking Research

Elisa Coletti – Economista Banche

62097

elisa.coletti@intesasnpaolo.com