

La Bussola dell'Economia Italiana

Direzione Studi e Ricerche

Febbraio 2021

La bussola dell'economia italiana

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale	2
Comincia l'era Draghi. Stime di crescita riviste al ribasso nel breve, ma al rialzo per il medio termine	2
Sintesi della previsione macroeconomica	6
Si è arrestato il rimbalzo della produzione industriale...	7
... ma le indagini segnalano un possibile recupero nei prossimi mesi	8
Le costruzioni hanno corretto a fine 2020, ma dovrebbero riprendere un trend di moderata crescita	9
I servizi continuano a frenare il PIL	10
Le prospettive restano deboli per i consumi	11
Torna a calare l'occupazione	12
Si mantiene in ripresa il commercio estero	13
Inflazione in recupero negli ultimi mesi	14
Tendenze del settore bancario	15
Ancora aggiustamenti al rialzo per i tassi sui nuovi prestiti alle imprese	15
La crescita dei prestiti alle imprese ha chiuso il 2020 al massimo da fine 2008	19
Depositi di imprese e famiglie aumentati di 172 miliardi nel 2020	23

Febbraio 2021

Nota Mensile

Direzione Studi e Ricerche

Paolo Mameli
Economista Macro Italia

Elisa Coletti
Economista Banche

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Comincia l'era Draghi. Stime di crescita riviste al ribasso nel breve, ma al rialzo per il medio termine

Il Governo Draghi si presenta con un programma ambizioso, che include riforme in grado di migliorare il potenziale di crescita. L'atteggiamento dei partiti nelle prossime settimane, quando cominceranno ad emergere temi teoricamente "divisivi", chiarirà meglio quali potranno essere le concrete prospettive di realizzazione delle riforme. Intanto, abbiamo rivisto al ribasso le prospettive di crescita per il 2021, ma al rialzo quelle per il 2022 (e per gli anni successivi).

Paolo Mameli

Il Governo Draghi ha ottenuto la fiducia del Senato (con 262 sì, 40 no e 2 astenuti) **e della Camera** (con 535 sì, 56 no e 5 astenuti), **ed è ora nella pienezza dei poteri**. Nel Movimento 5 Stelle, i dissidenti che hanno votato contro la fiducia sono stati 15 a Palazzo Madama e 16 a Montecitorio. Nel suo **discorso di insediamento**, il Presidente del Consiglio ha delineato il programma del nuovo esecutivo, mettendo l'accento sulle seguenti priorità:

È nato il Governo Draghi, sostenuto da tutte le maggiori forze politiche

■ Lotta alla pandemia:

- il nuovo Governo si impegna a **comunicare** in anticipo ai cittadini, "per quanto compatibile con la rapida evoluzione della pandemia", i mutamenti nelle restrizioni dovute al COVID;
- per combattere i danni sanitari, Draghi ha sottolineato l'importanza di rafforzare la **sanità territoriale**;
- ai fini di accelerare la **campagna vaccinale**, Draghi non ha escluso il possibile ricorso alla protezione civile, alle forze armate e ai volontari, utilizzando a tal fine "tutte le strutture disponibili, pubbliche e private";
- la **ripartenza della scuola** deve avvenire "in sicurezza", anche attraverso una rimodulazione degli orari e del calendario scolastico, per recuperare le ore perse; al di là dell'emergenza, Draghi ha sottolineato l'importanza del rilancio degli istituti tecnici, e degli investimenti nell'università e nella ricerca.

■ Rilancio dell'economia e sostegno al mercato del lavoro:

- l'obiettivo del Governo è di proteggere tutti i lavoratori, ma Draghi ha precisato che **sarebbe un errore proteggere indifferente tutte le attività economiche**: alcune di esse dovranno riconvertirsi anche radicalmente ("la scelta di quali attività proteggere e quali accompagnare nel cambiamento è il difficile compito che la politica economica dovrà affrontare nei prossimi mesi");
- per la **protezione dei lavoratori**, è cruciale il miglioramento degli strumenti esistenti, come l'**assegno di riallocazione**, il rafforzamento delle politiche di **formazione** dei lavoratori occupati e disoccupati, nonché l'aumento delle dotazioni di personale e digitali dei **centri per l'impiego**;
- particolare attenzione verrà riservata alla riduzione del **gap salariale tra uomini e donne** (uno dei peggiori in Europa);
- per un rilancio duraturo dell'economia, Draghi ha sottolineato l'importanza di un rafforzamento degli **investimenti pubblici**, che però dovranno agire in sinergia con il settore privato.

■ **Recovery Plan**: il nuovo Governo intende "approfondire e completare" il lavoro fatto dall'esecutivo precedente; tuttavia:

- è evidente il cambio di rotta sul tema della **governance**, che sarà (a differenza di quanto nelle intenzioni del precedente Presidente del Consiglio) incardinata nel Ministero dell'Economia e delle Finanze (con la necessaria, stretta collaborazione con i ministeri competenti, che definiranno le politiche e i progetti di settore); peraltro, Draghi ha

assicurato che il Parlamento verrà costantemente informato sia sull'impianto complessivo, sia sulle politiche di settore;

- sono probabili aggiustamenti anche sui **contenuti**: Draghi ha chiarito che il programma dovrà essere rafforzato "prima di tutto sugli **obiettivi strategici** e le riforme che li accompagnano": non basterà elencare i progetti che si vogliono completare nei prossimi anni, occorrerà precisare quali sono gli obiettivi strategici di lungo termine (con un orizzonte non solo al 2026 ma anche al 2030 e al 2050), e selezionare i progetti in base alla coerenza con gli obiettivi strategici; probabile dunque un rafforzamento dell'obiettivo di trasformazione della struttura economica in chiave "verde"; infine, Draghi ha precisato che occorrerà prestare grande attenzione alla "**fattibilità** nell'arco dei sei anni del programma" dei progetti, e assicurarsi che abbiano un **impatto occupazionale** sufficientemente elevato in ciascuno dei sei anni, compreso il 2021;
- infine, non si può escludere una **ridefinizione** non tanto dell'importo complessivo del Programma (i fondi in gioco dovrebbero essere confermati a 209 miliardi), quanto **della parte dei prestiti che sarà dedicata a progetti aggiuntivi**: il precedente Governo aveva fissato a 40 miliardi la quota di prestiti per misure addizionali (con impatto sul deficit), assegnando agli altri 87 una funzione sostitutiva dell'indebitamento sui mercati finanziari per finanziare interventi già ricompresi nei tendenziali di finanza pubblica; Draghi ha affermato che "la quota di prestiti aggiuntivi che richiederemo tramite la principale componente del programma, lo Strumento per la ripresa e resilienza, dovrà essere modulata in base agli obiettivi di finanza pubblica": in altre parole, rispetto all'iniziale formulazione del PNRR, l'aumento del deficit (e la discesa del costo del debito sui mercati finanziari) proiettano un minor ricorso alla componente prestiti con impatto sul deficit.
- **Riforme strutturali**: Draghi ha affermato che "il Governo farà le riforme", con l'obiettivo di affrontare i problemi strutturali dell'Italia che limitano gli investimenti sia italiani che esteri, il più possibile all'interno di un disegno complessivo e non con singole norme scollegate tra loro. A tal proposito Draghi ha citato in particolare:
 - la necessità di assicurare la **certezza delle norme** e dei piani di investimento pubblico;
 - il tema della **concorrenza**: il Governo chiederà all'Autorità garante per la concorrenza e il mercato di produrre in tempi brevi le sue proposte in questo campo, come previsto dalla Legge Annuale sulla Concorrenza (ampiamente disattesa negli anni recenti);
 - una **riforma complessiva del fisco** (affidata ad esperti del settore, sull'esempio di quanto fatto dalla Danimarca nel 2008), con l'obiettivo di ridurre il carico fiscale preservando la progressività delle imposte e rafforzando il contrasto all'evasione fiscale;
 - una **riforma della pubblica amministrazione** attraverso non soltanto lo smaltimento dell'arretrato accumulato durante la pandemia, ma aumentando gli investimenti in connettività (con la realizzazione di piattaforme efficienti e di facile utilizzo da parte dei cittadini) e puntando sull'aggiornamento continuo delle competenze dei dipendenti pubblici (anche selezionando nelle assunzioni le migliori competenze e attitudini in modo rapido ed efficiente);
 - in particolare, è necessaria secondo Draghi una **riforma della giustizia** che tenga conto delle raccomandazioni fatte all'Italia dalla Commissione europea per aumentare l'efficienza del sistema giudiziario civile attraverso le seguenti direttrici: favorire l'applicazione dei decreti di riforma in materia di insolvenza, garantire un funzionamento più efficiente dei tribunali, favorire lo smaltimento dell'arretrato e una migliore gestione dei carichi di lavoro, adottare norme procedurali più semplici, coprire i posti vacanti del personale amministrativo, ridurre le differenze che sussistono nella gestione dei casi da tribunale a tribunale, favorire la repressione della corruzione.
- **Rapporti internazionali e politica estera**: Draghi, oltre a ribadire l'irreversibilità dell'euro (potrebbe trattarsi di un messaggio ai partiti che, all'interno della nuova maggioranza, hanno usato toni euroscettici in passato), ha affermato che il suo Governo si muoverà nel solco

dell'europeismo e dell'atlantismo, e ha indicato la prospettiva di un'Unione Europea sempre più integrata, con l'obiettivo di approdare a un bilancio pubblico comune capace di sostenere i Paesi nei periodi di recessione.

Nel complesso, il discorso inaugurale di Draghi delinea un **programma di ampia portata**, non limitato a combattere l'emergenza sanitaria ed economica di breve termine, ma con l'ambizione di affrontare alcuni "nodi strutturali" del Paese. Ciò è positivo, a nostro avviso, poiché l'Italia ha bisogno non solo di uscire dalla crisi causata dal COVID, ma anche di fare le tanto attese riforme, e l'effetto dal lato della domanda dello stesso programma Next Gen EU, non accompagnato da misure che rilancino il PIL dal lato dell'offerta, rischia di essere temporaneo. Verosimilmente, **nelle intenzioni del Presidente del Consiglio, si tratta di un programma che dovrebbe portare il Paese sino a fine legislatura** (a nostro avviso, sarebbero necessari diversi anni per completare l'agenda illustrata da Draghi). Tuttavia, il principale rischio è che alcune forze politiche possano ritirare il loro appoggio quando emergeranno temi divisivi.

A nostro avviso, **è difficile che tutte le riforme annunciate vengano realizzate**, poiché il Governo rischia di non avere abbastanza tempo, e perché molte di esse sono divisive e non sarà facile raggiungere un ampio consenso intorno ad esse. Tuttavia, è importante che il nuovo esecutivo si ponga l'obiettivo di fare le riforme, e a nostro avviso **ci sono ragionevoli possibilità che alcuni rilevanti risultati possano essere raggiunti**: ad esempio, è probabile che vengano approvate una riforma dell'Irpef e della giustizia civile. Ciò potrebbe avere **implicazioni positive** (ad oggi difficili da quantificare) **per le prospettive di crescita** dell'Italia.

Nell'immediato, i **primi appuntamenti** per il nuovo Governo sono i seguenti:

- entro pochi giorni è attesa l'approvazione del nuovo **Decreto Ristori**, per il quale, vista la necessità di indennizzare ulteriori categorie colpite dalle ultime restrizioni, potrebbero non essere sufficienti i 32 miliardi stanziati con l'ultimo scostamento di bilancio approvato dal Parlamento;
- il Governo dovrà poi decidere se prorogare l'impianto attuale delle **norme sulle restrizioni alla mobilità e alle attività economiche**, in scadenza il 5 marzo (potrebbero emergere sensibilità differenti tra i partiti di maggioranza);
- per quanto riguarda il delicato tema del **blocco ai licenziamenti** (attualmente in vigore sino al 31 marzo), anche in questo caso non sarà facile raggiungere un consenso tra le forze politiche (e le parti sociali): una possibilità è che si decida un divieto assai più selettivo; oppure, l'orientamento iniziale del Governo potrebbe essere una soluzione-ponte, ovvero una proroga ancora per qualche settimana o un paio di mesi.

L'**atteggiamento dei principali partiti di maggioranza nei confronti di questi primi temi "divisivi"** nelle prossime settimane chiarirà meglio quali potrebbero essere le prospettive del Governo Draghi, sia in termini di durata nel tempo che di capacità di fare le riforme.

Nel frattempo, **abbiamo rivisto al ribasso le prospettive di crescita per quest'anno, ma al rialzo quelle per il 2022 (e per gli anni successivi)**. La revisione al ribasso per il 2021 (a 3,7%, da un precedente 4,7%) deriva da un debole inizio d'anno: il protrarsi più del previsto delle restrizioni in essere (e anzi la crescente possibilità di una nuova stretta nelle prossime settimane), nonché i rallentamenti nella campagna vaccinale sono coerenti con un PIL circa piatto nel primo semestre dell'anno (nelle nostre stime, in lieve calo nei primi tre mesi e in aumento solo moderato nel 2° trimestre). La revisione per il 2021 riguarda soprattutto i consumi, che resteranno deboli, in particolare nella componente servizi, verosimilmente per tutto il 1° semestre. Potenzialmente il balzo del risparmio visto nel 2020 potrebbe costituire un serbatoio di crescita per i consumi (stimiamo che, se il tasso di risparmio nel 2021 tornasse ai livelli del 2020, ne deriverebbe un impatto aggiuntivo sulla spesa nominale delle famiglie per oltre 80 miliardi); tuttavia, con ogni probabilità la propensione al risparmio nel 2021 scenderà in misura solo lieve rispetto all'anno

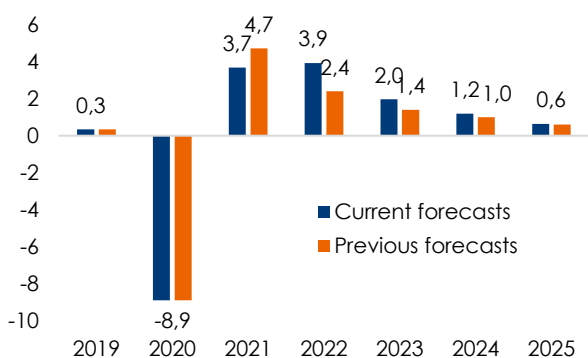
Il programma è ambizioso, e include riforme potenzialmente in grado di migliorare le prospettive di crescita

Abbiamo rivisto al ribasso le prospettive di crescita per il 2021, ma al rialzo quelle per il 2022 (e per gli anni successivi)

scorso, limitando il recupero per i consumi. Al contrario, si prospetta una buona crescita per gli investimenti, e dovrebbe continuare il trend di recupero del commercio estero.

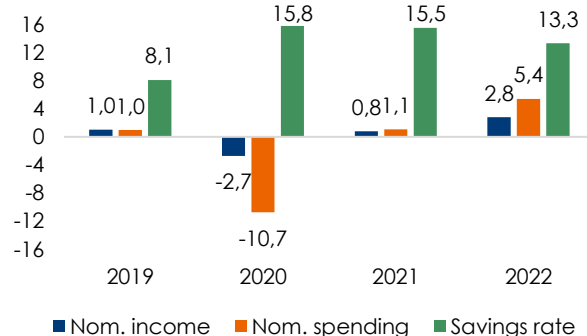
Viceversa, la **revisione al rialzo per gli anni successivi** (da 2,4% a 3,9% per il 2022, da 1,4% a 2% per il 2023 e da 1% a 1,2% per il 2024) deriva da due fattori: 1) il minore rimbalzo del 2021 proietta maggiori margini per recuperare i livelli pre-crisi negli anni successivi; 2) il cambio di governo potrebbe indurre non solo effetti sulla crescita di breve termine (tramite miglioramento delle condizioni finanziarie¹, impatto sulla fiducia di imprese e consumatori, accelerazione del ritmo della campagna vaccinale), ma soprattutto effetti più duraturi se implicherà una maggiore efficacia sia nella definizione del Recovery Plan che nell'implementazione di riforme strutturali.

Fig. 1 – Abbiamo rivisto al ribasso la previsione sul PIL per il 2021 ma al rialzo quella per gli anni successivi



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su variazione % annua del PIL reale

Fig. 2 – Il tasso di risparmio calerà in misura solo lieve nel 2021, limitando le possibilità di recupero dei consumi



Variazione % annua di reddito e spesa delle famiglie in termini nominali, tasso di risparmio in % del reddito disponibile. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

¹ Solo il calo dello spread BTP-Bund intervenuto a partire dal ricevimento del mandato da parte di Draghi (-20pb) ha l'effetto a regime di ridurre di un decimo il disavanzo pubblico e migliorare di altrettanto la crescita del PIL; l'effetto sulla crescita potrebbe raddoppiare in caso di riduzione dell'incertezza economica e miglioramento della fiducia delle imprese, accompagnato da un impatto positivo sull'offerta di credito (stime Intesa Sanpaolo sulla base dei moltiplicatori calcolati dal MEF e da Banca d'Italia).

Sintesi della previsione macroeconomica**Previsioni macroeconomiche**

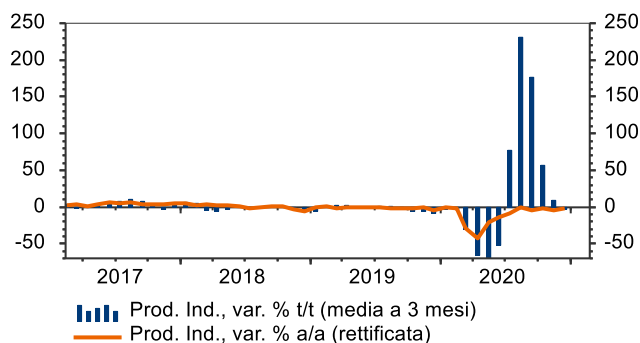
	2020	2021p	2022p	2020		2021				2022			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi 2015, a/a)	-8.9	3.7	3.9	-5.1	-6.6	-1.4	14.4	-0.2	3.3	4.6	4.5	3.9	2.8
- var.ne % t/t				16.0	-2.0	-0.2	0.8	1.2	1.5	1.0	0.7	0.6	0.5
Consumi delle famiglie	-10.7	0.9	4.3	12.4	-4.3	-0.4	0.9	1.5	1.6	1.0	0.8	0.7	0.6
Consumi pubblici	-0.5	1.9	0.6	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Investimenti fissi	-7.5	9.1	3.1	31.3	-1.4	0.4	0.6	0.7	0.8	0.9	0.8	0.7	0.6
Investimenti in macchinari	-6.6	5.9	2.7	16.6	-0.4	0.3	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8	0.7	0.6
Investimenti in trasporti	-17.9	16.7	4.4	72.0	0.4	-0.4	0.8	1.0	1.5	1.2	1.0	0.8	0.6
Investimenti in costruzioni	-6.7	11.6	3.4	45.1	-2.6	0.5	0.7	0.8	0.9	1.0	0.8	0.7	0.5
Esportazioni	-13.7	13.5	4.6	30.7	3.7	2.0	1.5	1.4	1.4	1.2	0.9	0.8	0.7
Importazioni	-12.5	8.6	3.5	15.9	3.0	1.5	2.0	1.4	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Contr. % PIL													
Commercio estero	-0.7	1.7	0.5	3.9	0.3	0.2	-0.1	0.0	0.3	0.2	0.1	0.1	0.0
Domanda finale interna	-7.9	2.6	3.2	13.1	-2.7	0.0	0.7	1.1	1.1	0.8	0.6	0.5	0.5
Var. scorte	-0.2	-0.6	0.2	-1.0	0.4	-0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Attività produttiva													
Produzione industriale	-11.0	8.1	2.1	28.9	-0.8	0.2	0.5	0.4	0.0	0.2	0.7	2.1	-0.1
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	-0.1	0.6	0.9	-0.5	-0.2	0.5	0.4	0.7	0.8	0.5	0.9	1.1	1.3
- escl. alimentari, energia (a/a)	0.5	0.1	0.6	0.3	0.4	0.7	-0.2	-0.3	0.1	0.0	0.5	0.9	1.0
PPI (a/a)	-3.3	2.3	1.1	-3.2	-2.2	-0.2	3.9	3.0	2.5	1.8	1.3	0.8	0.5
Disoccupazione (%)	9.2	10.3	10.8	9.8	9.3	9.8	10.2	10.5	10.6	10.7	10.8	10.8	10.8
Occupati totali	-1.8	-0.7	0.0	0.2	0.2	-0.3	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
Salari contrattuali	0.6	0.8	0.9										
Reddito disponibile reale	-2.6	0.6	1.7										
Tasso di risparmio (%)	15.8	15.5	13.3										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	3.6	3.1	3.2										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% Pil)	-10.9	-9.9	-5.7										
Debito (% Pil)	155.7	160.5	159.1										
Variabili finanziarie													
3-mths Euribor	-0.54	-0.53	-0.52	-0.49	-0.54	-0.54	-0.54	-0.53	-0.53	-0.53	-0.52	-0.52	-0.52
Long term (10Y) rate (%)	0.54	0.54	0.67	0.89	0.54	0.50	0.55	0.55	0.55	0.60	0.65	0.70	0.75
BTP/Bund spread	1.60	0.96	1.02	1.47	1.18	0.98	1.00	0.95	0.90	0.95	1.00	1.05	1.10

Fonte: Istat, Refinitiv Datastream elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Si è arrestato il rimbalzo della produzione industriale...

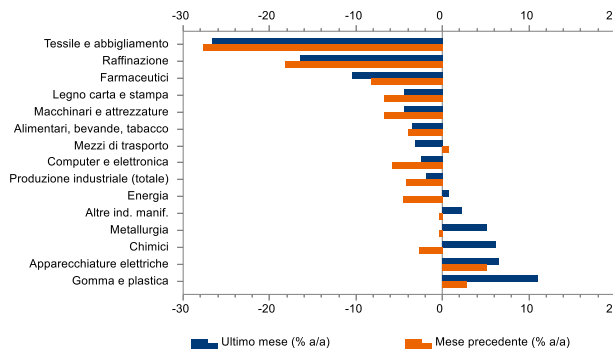
La produzione industriale è calata marginalmente a dicembre, di -0,2% m/m, dopo l'alta volatilità dei mesi precedenti (ottobre +1,4%, novembre -1,4% m/m). Il dato è stato più debole del previsto, e lascia la produzione inferiore del 3,7% rispetto al livello pre-pandemia (di febbraio), in calo del 2% su base annua e dell'11,4% per l'intero 2020. L'output è diminuito di -0,8% t/t nel trimestre finale dell'anno: l'industria dovrebbe dunque aver sottratto circa due decimi al PIL. A dicembre, la produzione è stata trascinata al ribasso da beni strumentali e beni di consumo non durevoli (entrambi in calo di -0,8% m/m), mentre la produzione di beni durevoli, beni intermedi ed energia è aumentata di oltre un punto percentuale nel mese. Il dettaglio per settore conferma la **drammatica recessione in due comparti: tessile e raffinazione** (rispettivamente -28,5% e -16,5% a/a); anche il farmaceutico subisce una battuta d'arresto (-10,9%); tra i settori industriali in crescita rispetto a un anno prima troviamo gomma e plastica (+10,9%), chimica (+7,5%), apparecchiature elettriche (+6,8%), metalli (+6,2%) e altre industrie manifatturiere (+1,9%). **A gennaio, è possibile una ripresa dell'output, anche se la produzione di auto a inizio anno potrebbe soffrire delle difficoltà di approvvigionamento di semiconduttori.** In ogni caso l'industria dovrebbe tornare a contribuire al PIL a inizio 2021, trainata dalla domanda estera. Prevediamo un moderato rimbalzo della produzione industriale nel 1° trimestre (+0,4% t/t), probabilmente non sufficiente, vista la debolezza dei servizi, a portare in territorio positivo il PIL. Per quest'anno, nel complesso, stimiamo un recupero dell'output nell'industria dell'8,3% (dopo il -11,4% dello scorso anno). Questo scenario implica un'accelerazione a partire dal 2° trimestre, su cui i rischi al momento restano verso il basso.

Il rimbalzo della produzione industriale si è fermato negli ultimi mesi



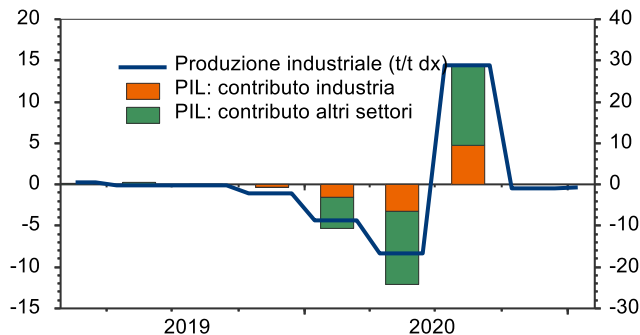
Fonte: Refinitiv-Datastream

Il dettaglio per settore è variegato, ma la maggior parte dei comparti manifatturieri resta in ampio calo sull'anno



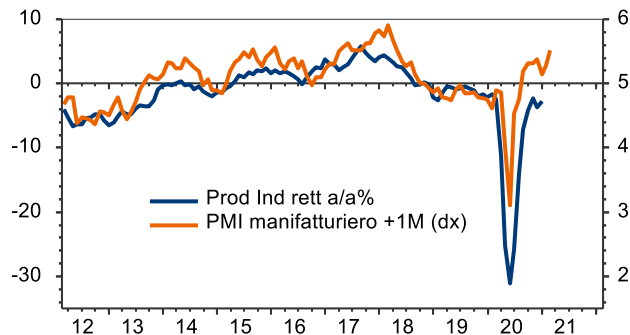
Fonte: Refinitiv-Datastream

L'industria dovrebbe aver dato un contributo solo lievemente negativo al PIL nel 4° trimestre (affossato dai servizi)



Fonte: Refinitiv-Datastream

Le indagini sono coerenti con un recupero della produzione nei prossimi mesi



Fonte: Refinitiv-Datastream

... ma le indagini segnalano un possibile recupero nei prossimi mesi

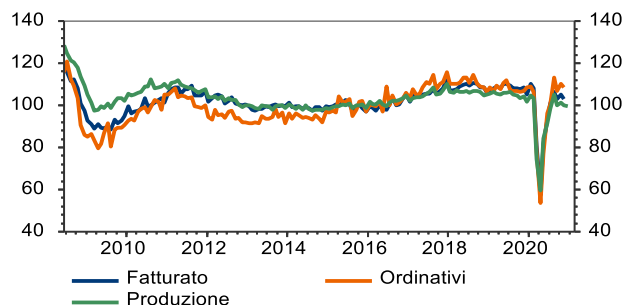
A gennaio, dagli indici di fiducia delle imprese nel settore manifatturiero sono arrivati segnali contrastanti. Tuttavia, **le indicazioni in chiave prospettica sono in media positive.**

L'indagine Istat è calata più delle attese, a 95,1 da 96 precedente: come per il morale delle famiglie, la flessione è dovuta al peggioramento delle aspettative, sia sugli ordini che sulla produzione, mentre sono migliorati i giudizi correnti su ordinativi e output; le scorte sono tornate a salire dopo aver raggiunto a dicembre il livello più basso dal 2014; come l'aumento di dicembre, il calo di gennaio è stato guidato dai produttori di beni di investimento.

Viceversa, sempre a gennaio, l'indice PMI manifatturiero ha visto una forte accelerazione nel ritmo di espansione, a 55,1 da 52,8 di dicembre. Gli indici dei nuovi ordini e degli ordini esteri restano abbondantemente sopra la soglia di invarianza; la crescita della produzione (54,4 da 52 di dicembre) si riflette in un miglioramento del mercato del lavoro (53,2).

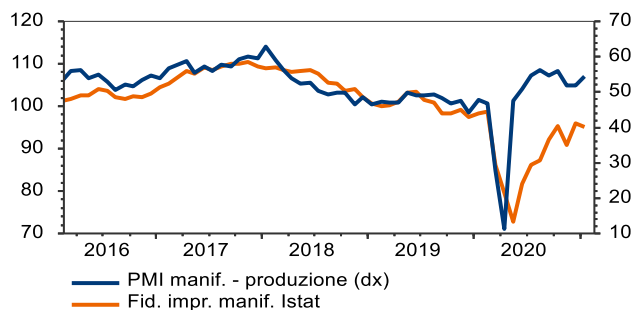
In sintesi, **l'andamento delle indagini negli ultimi mesi è stato irregolare, dipendente dall'evoluzione del grado di restrizione** alla mobilità e all'attività economica rispetto al mese precedente (novembre ha registrato il picco delle restrizioni, seguito da un allentamento a dicembre, da una nuova stretta a gennaio e da un nuovo rilascio a febbraio). Ad oggi **il livello medio di restrizione nel 1° trimestre potrebbe risultare solo lievemente maggiore che a fine 2020, il che sarebbe coerente con un lieve calo del PIL a inizio 2021** (nostra attuale stima: -0,2% t/t, dopo il -2% t/t di fine 2020). Tuttavia, **l'industria è attesa dare un contributo positivo**, compensato dalla debolezza dei servizi.

Si è arrestato il trend di rimbalzo per i principali indicatori nell'industria...



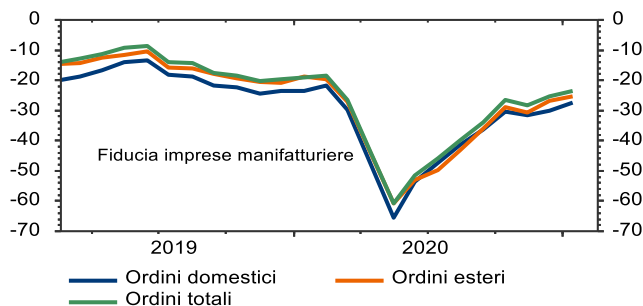
Fonte: Refinitiv-Datastream

... ma le indagini mostrano un tono ancora espansivo, tutto sommato poco intaccato dalla seconda ondata



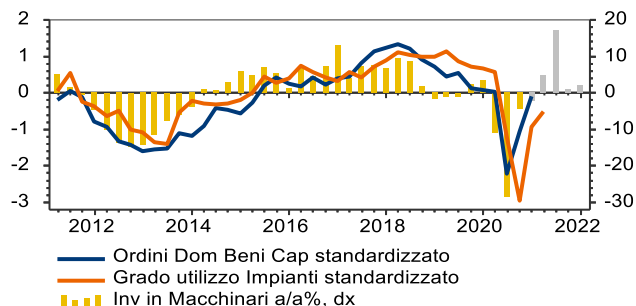
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream

Le valutazioni delle imprese manifatturiere sugli ordini mantengono un trend di recupero



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 in recupero dai minimi toccati lo scorso anno



Fonte: Refinitiv-Datastream

Le costruzioni hanno corretto a fine 2020, ma dovrebbero riprendere un trend di moderata crescita

La produzione nelle costruzioni è tornata a calare a dicembre, di -4,6% m/m dopo il +2,2% di novembre. Sul dato corretto per gli effetti di calendario, l'output è tornato in negativo su base annua, a -1,5%, minimo dallo scorso giugno. Nell'ultimo trimestre dell'anno, la produzione ha subito una caduta di -3,4% t/t, dopo il balzo di +49,4% dei mesi estivi (dovuto alla riapertura dei cantieri dopo la chiusura primaverile): **il settore dovrebbe aver dato dunque come previsto un contributo al PIL più negativo di quello dell'industria** in senso stretto.

Nell'insieme del 2020, l'output nelle costruzioni ha visto una caduta di -8,2% (dopo tre anni di crescita). Rispetto agli altri settori, tuttavia, il crollo non è epocale: nel 2013 la produzione nel settore era calata di -10,2%.

L'indice Istat sul morale delle aziende delle costruzioni è salito a gennaio da 136 a 138. Sono calati i giudizi sugli ordini, mentre le attese sull'occupazione sono aumentate. Il clima di fiducia è cresciuto in tutti i principali settori, e soprattutto nella costruzione di edifici.

In prospettiva, dopo l'ampio rimbalzo estivo e la parziale correzione autunnale, **il settore delle costruzioni potrebbe riprendere un trend di moderata crescita nei prossimi mesi**, in coerenza con la ripresa della fiducia dei costruttori vista a inizio anno.

Si arresta il recupero della produzione nelle costruzioni...



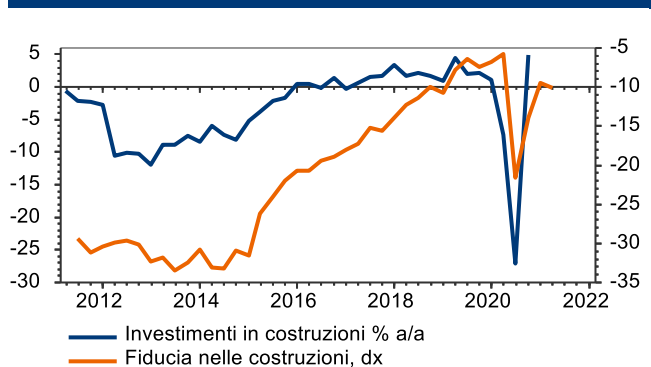
Fonte: Refinitiv-Datastream

... ma la fiducia delle imprese è stata poco intaccata dalla "seconda ondata"



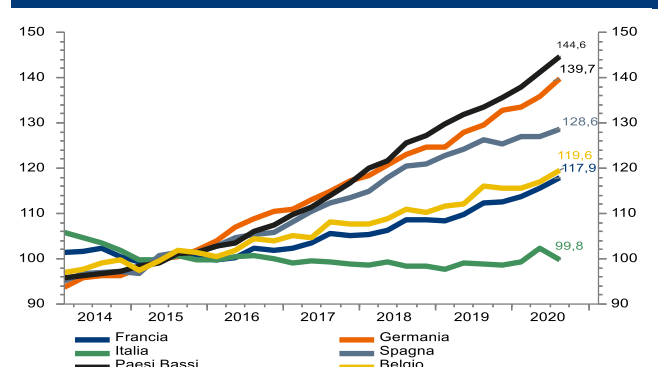
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream

La fiducia dei costruttori è coerente con una correzione degli investimenti in costruzioni dopo il picco dei mesi estivi



Fonte: Refinitiv-Datastream

I prezzi delle abitazioni sono tornati a calare nel trimestre estivo, dopo il recupero dei mesi primaverili



Fonte: Refinitiv-Datastream

I servizi continuano a frenare il PIL

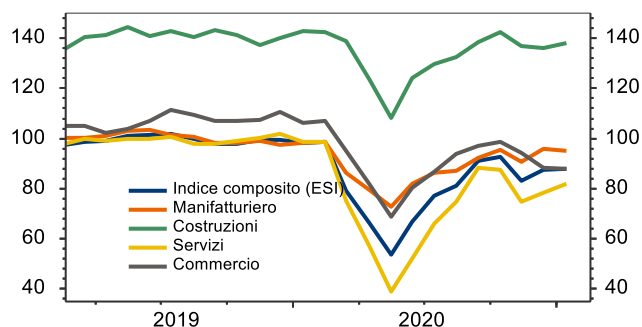
A gennaio, l'indice Istat di fiducia delle imprese nel settore dei servizi è aumentato da 78,4 a 82,0. Tutte le componenti dell'indice di fiducia sono risultate in miglioramento rispetto al mese precedente, ma i livelli dell'indice restano abbondantemente inferiori a quelli pre-COVID.

Sempre a gennaio, **l'indice PMI del settore dei servizi ha fatto segnare anch'esso un recupero** a 44,7 da 39,7 precedente. Il miglioramento è stato guidato dalle aspettative (68,7); è rallentato il ritmo di contrazione dei nuovi ordini. I prezzi dei servizi sono visti in leggera crescita. Anche in questo caso tuttavia, il livello dell'indice resta in territorio recessivo (per il sesto mese di fila).

Nel commercio al dettaglio, sempre a gennaio, l'indice di fiducia elaborato dall'Istat è calato da 88,2 a 87,9. La diminuzione dell'indice è dovuta al peggioramento dei giudizi sulle vendite e all'aumento del saldo delle scorte di magazzino; sono risultate invece in deciso aumento le aspettative sulle vendite future. A livello di circuito distributivo, la fiducia è cresciuta lievemente nella grande distribuzione mentre è in calo nella distribuzione tradizionale.

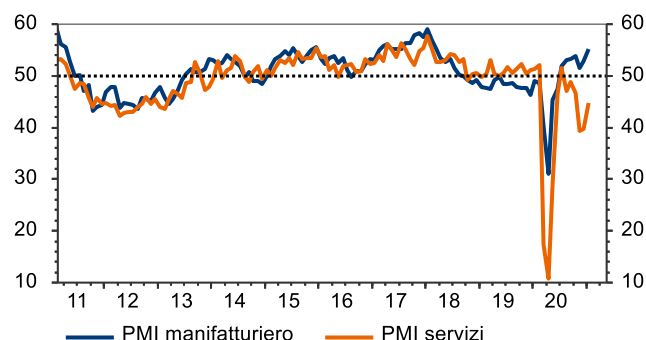
In sintesi, l'andamento delle indagini nel settore dei servizi negli ultimi mesi è stato altalenante, a seconda dell'evolversi del grado di restrizione sulle attività economiche del settore rispetto al mese precedente. In ogni caso, le indagini segnalano che **i servizi dovrebbero frenare ancora il PIL anche a inizio 2021**.

I servizi, sia pure in lieve ripresa, restano di gran lunga il settore più colpito dalla crisi



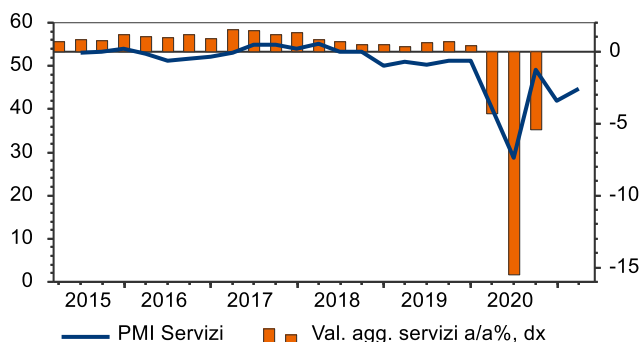
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream

Si amplia la divergenza rispetto al settore manifatturiero



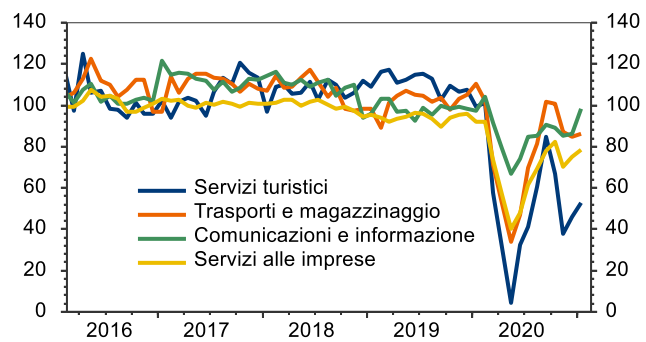
Fonte: Refinitiv-Datastream

Valore aggiunto nei servizi affeso ancora in calo tra fine 2020 e inizio 2021



Fonte: Refinitiv-Datastream

I servizi turistici restano di gran lunga il comparto che soffre di più

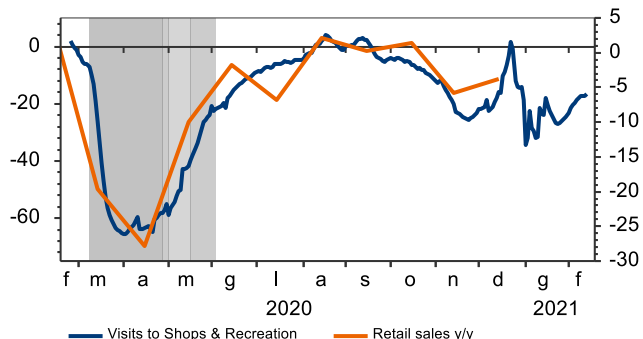


Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream

Le prospettive restano deboli per i consumi

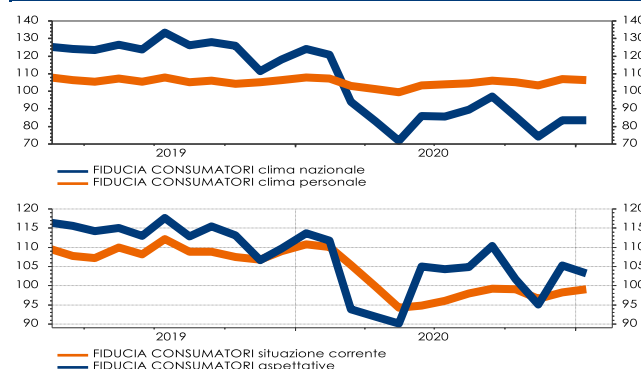
La fiducia dei consumatori è calata, sia pur meno del previsto, a gennaio, a 100,7 da 101,1 del mese scorso (rivisto da una prima stima a 102,4). La flessione è dovuta alle aspettative sul futuro, mentre sono migliorati i giudizi sul clima corrente (tornati in linea con i livelli di settembre-ottobre). Il clima nazionale è poco variato, mentre è peggiorata la situazione personale degli intervistati. Le preoccupazioni delle famiglie sulla disoccupazione sono tornate ad aumentare dopo il calo a sorpresa del mese scorso. Le possibilità future di risparmio sono diminuite dopo aver raggiunto a dicembre il livello più alto dal 1997, mentre le opportunità di acquisto di beni durevoli hanno continuato a migliorare (ai massimi da un anno). **Le vendite al dettaglio hanno mostrato un parziale recupero a dicembre, dopo l'ampio calo del mese precedente.** Il rimbalzo è dovuto all'allentamento delle misure restrittive su mobilità e commercio al dettaglio. Le vendite sono salite di +2,5% m/m dopo il -6,9% di novembre. La variazione annua è rimasta in negativo (-3,1%), ma è migliorata rispetto al mese precedente (-8,5%). Il rimbalzo di dicembre, così come il calo di novembre, è dovuto interamente ai beni non alimentari. Su base annua, **restano in territorio ampiamente negativo, non sorprendentemente, i comparti più colpiti dalle chiusure degli esercizi commerciali ovvero abbigliamento e pellicceria (-23,4%) e calzature**, articoli in cuoio e da viaggio (-14,6%); viceversa, lo shock COVID sembra aver favorito il settore delle dotazioni per informatica, telecomunicazioni e telefonia, che registra un progresso su base annua di +15,3%. Le uniche forme distributive a salvarsi dal calo annuo delle vendite sono gli esercizi a prevalenza alimentare (da notare il +15,7% dei discount di alimentari) e il commercio elettronico (+33,8%). **Le vendite potrebbero tornare a calare a gennaio, sulla scia della nuova stretta nelle misure anti-COVID, seguita da un allentamento nel mese corrente.**

Sulla base dei dati sulla mobilità verso gli esercizi commerciali, la tendenza annua delle vendite al dettaglio potrebbe tornare a calare a inizio 2021



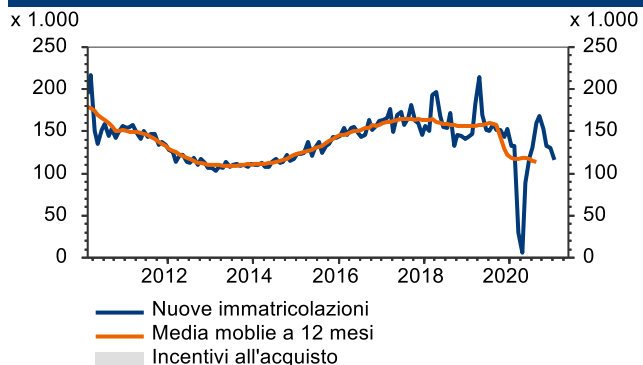
Fonte: Google, Istat, Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

In calo la fiducia dei consumatori a gennaio, soprattutto nella componente delle aspettative



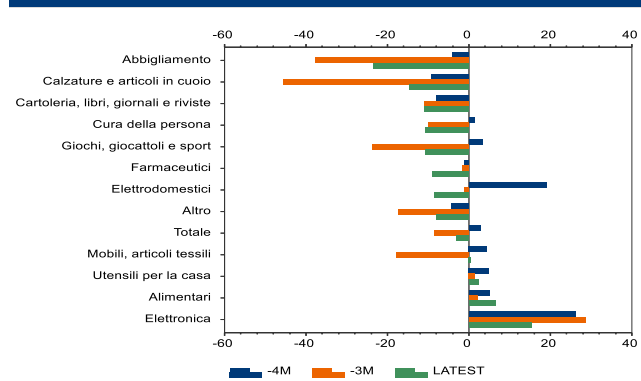
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream

Vendite di auto ancora molto deboli



Fonte: Refinitiv-Datastream

Abbigliamento e calzature guidano il calo delle vendite retail



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

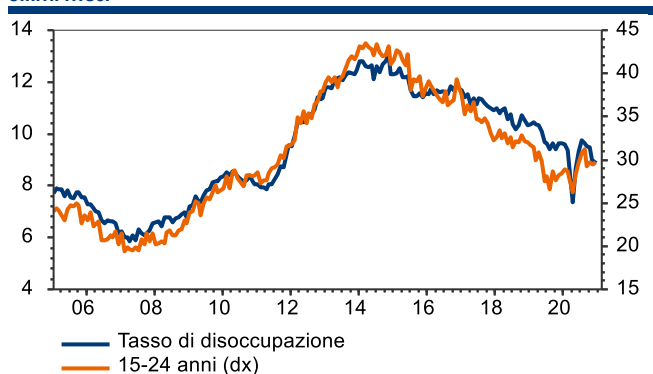
Torna a calare l'occupazione

A dicembre, gli occupati sono tornati a calare (per la prima volta dallo scorso mese di giugno); si registra anche un aumento dei disoccupati (non accadeva da luglio) e degli inattivi (in questo caso, per il secondo mese di fila). **L'aumento degli inattivi ha limitato la salita del tasso di disoccupazione, al 9%** da un precedente 8,8% (rivisto al ribasso di un decimo rispetto alla prima lettura). Sia il calo dell'occupazione che l'aumento dell'inattività nel mese sono concentrati nella componente femminile. **La diminuzione degli occupati è particolarmente ampia per i lavoratori autonomi** (-79 mila unità: si tratta del calo mensile più ampio post-COVID, e massimo dal marzo del 2017), ma riguarda anche i dipendenti. **Ancora una volta, sono solo gli ultracinquantenni a salvarsi dal calo** sia degli occupati che della popolazione attiva nel mese, e, anche al netto della componente demografica (su base annua), la fascia di età 50-64 anni è l'unica a mostrare un aumento dell'occupazione e una tenuta della partecipazione al mercato del lavoro.

Rispetto ai livelli pre-COVID (febbraio 2020), si registrano 420 mila occupati in meno e oltre 400 mila inattivi in più. È anche tornato ad ampliarsi il gap fra il numero di ore lavorate pro-capite e quello dello stesso mese dello scorso anno (-2,9 ore), dopo il recupero visto tra luglio e novembre.

In prospettiva, **continuiamo a ritenere che la disoccupazione abbia ampi margini di aumento, per ora limitati dalla crescita dell'inattività e dal blocco dei licenziamenti;** pensiamo che il picco per il tasso dei senza-lavoro possa essere raggiunto in media d'anno non nel 2021 ma nel 2022 (vicino all'11%).

Il tasso di disoccupazione è tornato a calare a sorpresa negli ultimi mesi



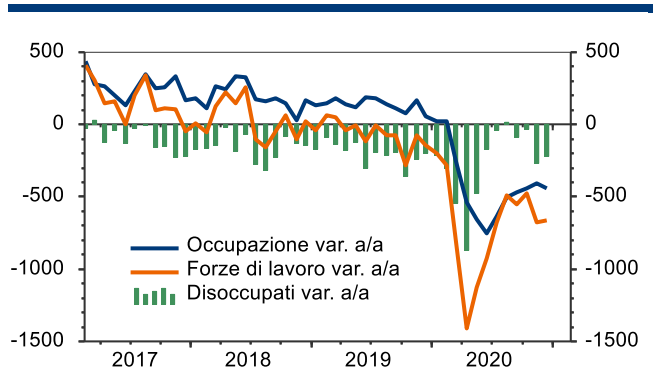
Fonte: Refinitiv Datastream

L'andamento recente del tasso di disoccupazione è speculare a quello del tasso di attività



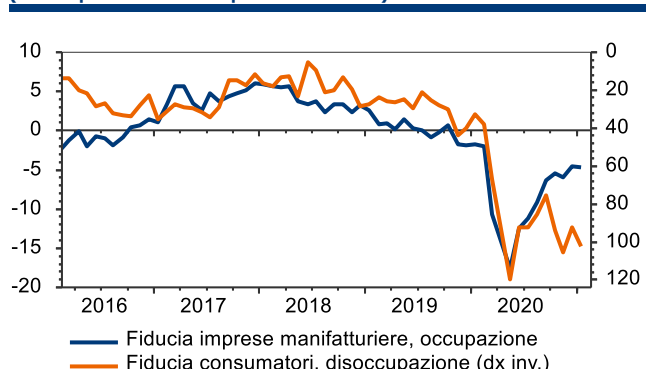
Fonte: Refinitiv Datastream

Resta negativa la tendenza annua sia per l'occupazione che per le forze di lavoro



Fonte: Refinitiv Datastream

Le famiglie rimangono molto caute sulle prospettive occupazionali (meno pessimiste le imprese industriali)



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

Si mantiene in ripresa il commercio estero

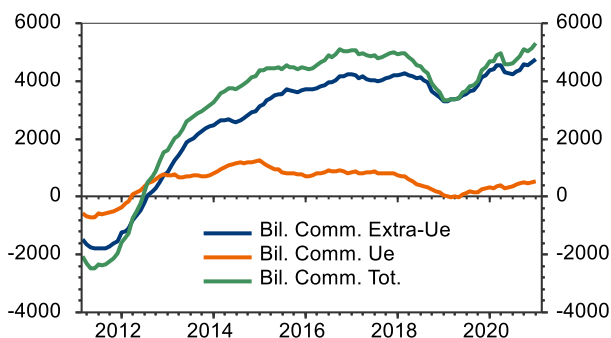
A dicembre, entrambi i flussi commerciali sono tornati a calare (export -3,8% m/m da +4% precedente, import -1,1% da +3%). Al netto dell'energia, che ha visto un incremento congiunturale a due cifre, la flessione di ambo i flussi sarebbe stata ancor più accentuata (-4,1% m/m per l'export, -2% per l'import). **Su base annua tuttavia, entrambi gli indicatori migliorano e si portano ai massimi post-COVID:** l'export da +1,1% a +3,3%, l'import da -3,2% a -1,7%; il recupero è più ampio al netto dell'energia (export +4,4%, import +3% a/a).

Dal lato dell'export, spicca la crescita a due cifre verso Polonia, Cina, MERCOSUR e Regno Unito, mentre in calo su base annua troviamo soprattutto Paesi OPEC e Giappone; dal lato dell'import, si nota un progresso a doppia cifra per Repubblica Ceca, Belgio, Cina, Olanda, Polonia e Paesi ASEAN, e viceversa un calo a due cifre per Russia, OPEC, Stati Uniti e India.

Il 2020 si è chiuso con una contrazione dell'export di -9,7% (la più ampia dal 2009), spiegata per oltre un terzo dai beni strumentali, con una flessione particolarmente ampia verso Francia, Regno Unito, Paesi ASEAN e OPEC; per l'import, l'anno si è chiuso con una caduta di -12,8%, dovuta soprattutto al crollo degli acquisti di prodotti energetici.

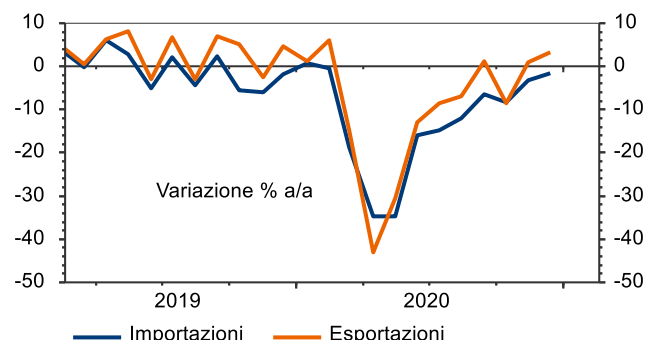
Nel 2020, l'avanzo commerciale è migliorato a 63,6 miliardi dai 56,1 miliardi del 2019. Nel complesso, **il commercio estero mantiene un trend di ripresa,** tutto sommato poco intaccato dalla seconda ondata pandemica.

Tocca nuovi massimi l'avanzo commerciale, guidato dalle vendite verso i Paesi extra-UE



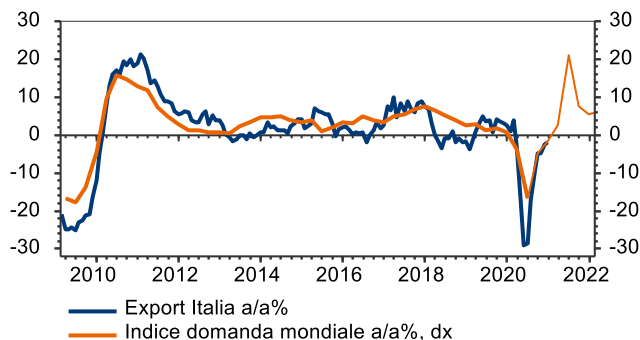
Fonte: Refinitiv Datastream

Entrambi i flussi mantengono un trend di recupero



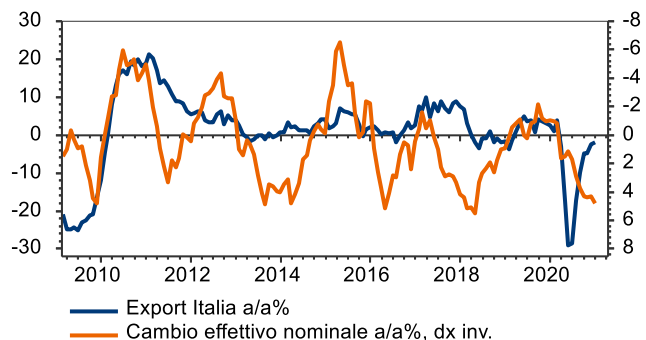
Fonte: Refinitiv Datastream

La tendenza dell'export dovrebbe mostrare un ulteriore recupero, sulla scia del rimbalzo della domanda extra-UE...



Fonte: Refinitiv Datastream

...ma il recupero potrebbe essere frenato dal cambio sfavorevole (nonché dagli effetti della "seconda ondata" specie sui Paesi UE)



Fonte: Refinitiv Datastream

Inflazione in recupero negli ultimi mesi

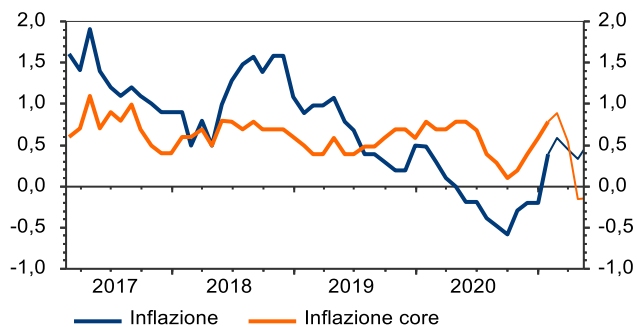
I dati sui prezzi al consumo di gennaio, come in altri Paesi europei, sono stati anche in Italia superiori alle attese: l'inflazione è salita a +0,4% a/a da -0,2% precedente sul NIC (con prezzi in aumento di sette decimi nel mese) e a +0,7% da -0,3% sull'indice armonizzato UE (con listini in calo di -0,9% m/m, meno della stagionalità di gennaio per via del rinvio dei saldi invernali).

Sull'indice domestico, i rincari sono venuti dalle spese per la casa (visto l'aumento delle tariffe su luce e gas), **dalle comunicazioni, dai trasporti** (per via degli aumenti dei carburanti), **dagli alimentari e dai servizi ricettivi e di ristorazione;** viceversa, sono calati i prezzi delle spese per il tempo libero. L'inflazione "di fondo" è salita a 0,8% a/a da 0,6% precedente. Resta in negativo l'inflazione sui beni ad alta frequenza di acquisto (-0,1% a/a da -0,3%).

L'aggiornamento del paniere di riferimento per la rilevazione dei prezzi al consumo, per tenere conto dei cambiamenti nelle abitudini di spesa dei consumatori, **mostra (sul NIC) un aumento del peso degli alimentari (+3%) e delle spese per la casa (+1,3%), a discapito dei servizi ricettivi e di ristorazione (-3%), dei trasporti (-2,4%) e delle spese per il tempo libero (-0,8%),** riflettendo le mutate abitudini di consumo post-COVID.

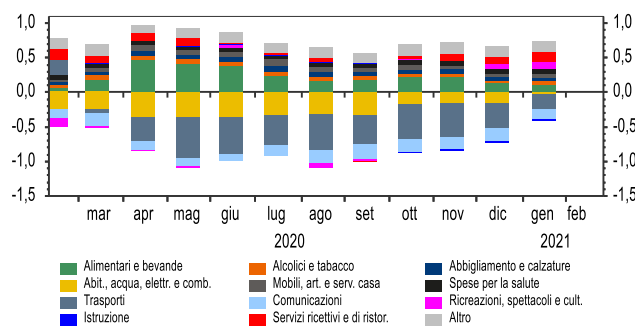
I dati superiori alle attese di gennaio, e la nuova struttura di ponderazione, ci hanno indotto a rivedere lievemente al rialzo la stima sull'inflazione 2021, a 0,6%. Il CPI potrebbe comunque rimanere tra zero e 0,5% sino alla primavera.

Ci aspettiamo un'inflazione poco variata nei prossimi mesi



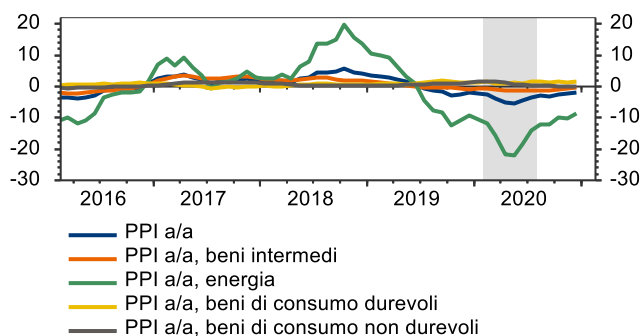
Fonte: Refinitiv Datastream

I trasporti e le comunicazioni restano le uniche fonti di pressioni deflazionistiche (almeno su base annua)



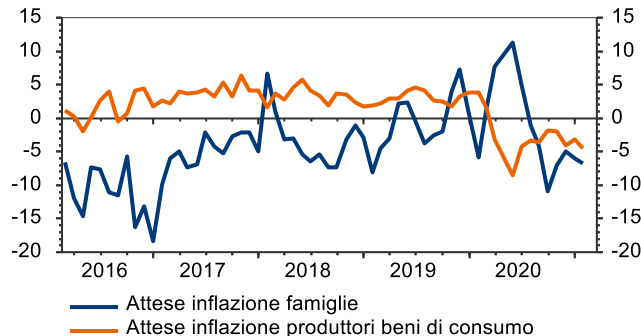
Fonte: Refinitiv Datastream

Il PPI è rimasto in territorio ampiamente negativo a dicembre (-1,8% a/a)



Fonte: Refinitiv Datastream

Restano inferiori alla media storica le aspettative inflazionistiche sia delle famiglie che delle imprese manifatturiere



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

Tendenze del settore bancario

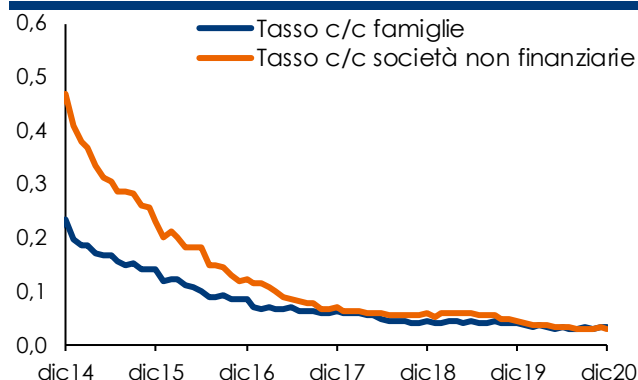
Ancora aggiustamenti al rialzo per i tassi sui nuovi prestiti alle imprese

Mentre per i tassi sui depositi il 2020 si è chiuso all'insegna della stabilità, i tassi sui nuovi prestiti alle società non-finanziarie hanno continuato a segnare aggiustamenti verso l'alto, registrando a dicembre 2020 gli stessi livelli di fine 2019 o più alti. In particolare, il tasso medio sulle erogazioni è salito a dicembre di 7pb m/m a 1,40%, superando di 3pb la chiusura del 2019, ed è visto ancora in aumento a gennaio 2021, secondo le anticipazioni ABI. Per il tasso medio sui flussi di prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, pur in un quadro di sostanziale stabilità, a dicembre si è toccato un nuovo minimo storico, pari a 1,25%.

Elisa Coletti

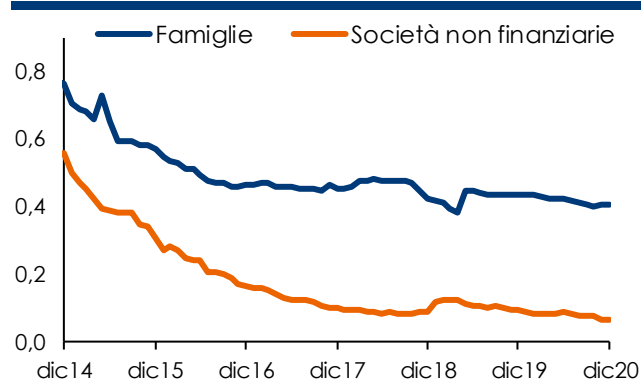
Per i tassi sui depositi, il 2021 si è chiuso all'insegna della stabilità. Il tasso medio sullo stock dei depositi si è confermato allo 0,33% di novembre, con soli 4pb di calo nell'arco dell'anno, dallo 0,37% di fine 2019. Il tasso è stimato da ABI in lieve riduzione a gennaio 2021, al minimo di 0,32% già toccato a ottobre. Tra le componenti, per il secondo mese consecutivo **è risalito lievemente il tasso medio sullo stock di depositi con durata prestabilita**, all'1,02% dall'1,01% di novembre e 0,99% dei due mesi precedenti. Per il nono mese consecutivo, e anche a gennaio 2021 secondo le stime ABI, **resta sullo 0,03% il tasso sui conti correnti.**

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



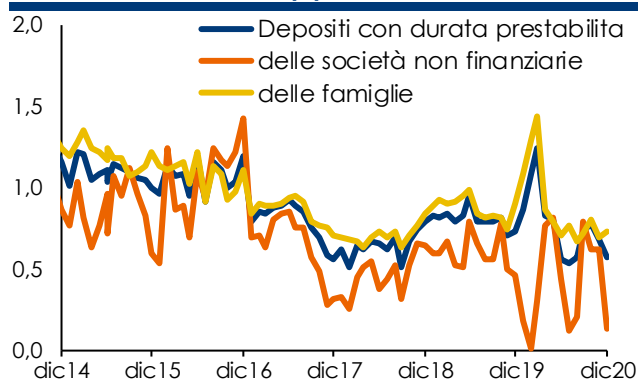
Fonte: Banca d'Italia

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



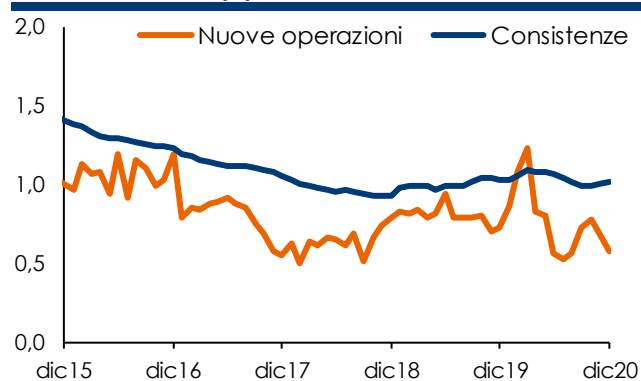
Fonte: Banca d'Italia

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 (%)



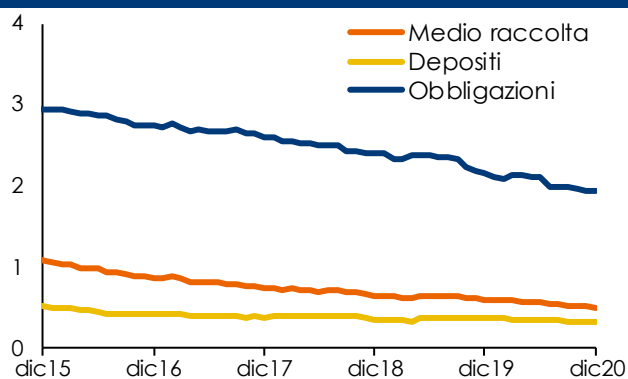
Fonte: Banca d'Italia

Come osservato a novembre, **il tasso complessivo sui nuovi depositi con durata prestabilita ha segnato un calo anche a dicembre, di -11pb m/m a 0,57%**. Tuttavia, diversamente dal mese precedente, la riduzione è stata determinata dall'andamento del tasso alle società non-finanziarie, sceso bruscamente di quasi mezzo punto a 0,14% (-49pb m/m). All'opposto i tassi

corrisposti sui nuovi depositi a tempo delle famiglie sono saliti, anche se leggermente, di 3pb m/m sulle durate più brevi a 0,61% e di 7pb m/m sulle durate oltre 1 anno, a 0,95%.

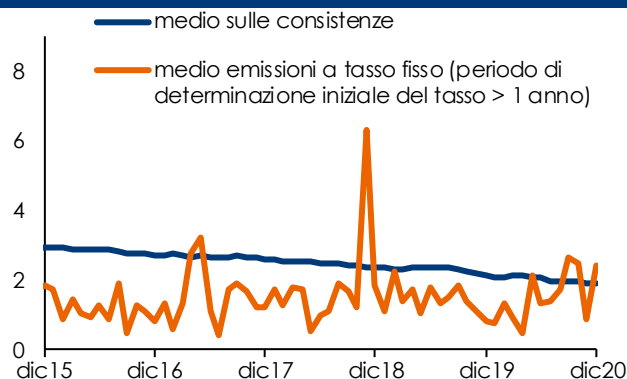
Un lieve aumento ha interessato il **tasso sullo stock di obbligazioni**, risultato pari a 1,94% (+1pb m/m). A ciò **seguirebbe un calo significativo a gennaio 2021, a 1,85%**, secondo le anticipazioni ABI. Tutto ciò considerato, **il costo complessivo dello stock di raccolta da clientela è rimasto a 0,51%, per il 3° mese consecutivo, ed è visto in calo di 1pb m/m a gennaio** secondo le stime ABI.

Tassi sulla raccolta bancaria – consistenze (%)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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

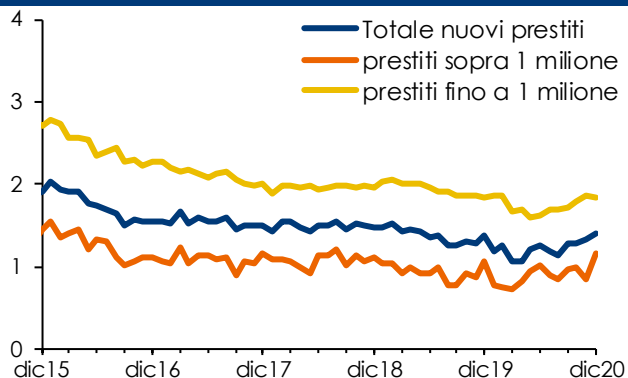


Fonte: Banca d'Italia

I **tassi sui nuovi prestiti alle società non-finanziarie hanno continuato a segnare aggiustamenti verso l'alto, chiudendo il 2020 sugli stessi livelli di fine 2019 o più alti**. In particolare, **il tasso sui nuovi prestiti superiori a 1 milione è salito di ben 30pb m/m all'1,16%, il massimo dall'agosto 2018**. Diversamente, dopo sei aumenti consecutivi per un totale di 27pb, il tasso sui finanziamenti di minore entità ha evidenziato un lieve calo, di 2pb m/m a 1,85%, lo stesso livello di fine 2019, annullando i ribassi conseguiti nei mesi primaverili. Pertanto, **il tasso medio sulle erogazioni è salito**, di 7pb m/m a 1,40%, superando di 3pb la chiusura del 2019, ed è **visto ancora in aumento a gennaio 2021**, a 1,43% secondo le anticipazioni ABI.

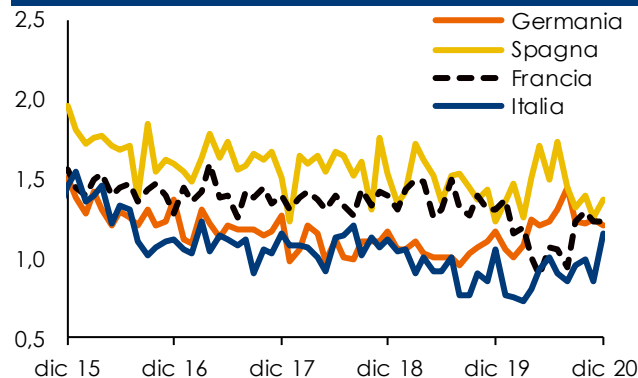
Nel confronto europeo, **i tassi medi dell'Eurozona sono risultati in lieve calo per i prestiti fino a 1 milione e in aumento di 5pb per quelli di maggiore entità**. Pertanto, **il differenziale col tasso italiano sui flussi di prestiti fino a 1 milione è rimasto invariato rispetto al mese precedente e lievemente positivo**, dopo quattro mesi in territorio negativo (+6pb la distanza tra Italia e area euro). Invece, per il tasso sui nuovi prestiti oltre 1 milione, **il differenziale negativo si è ridotto significativamente**, a -14pb da -39 di novembre.

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



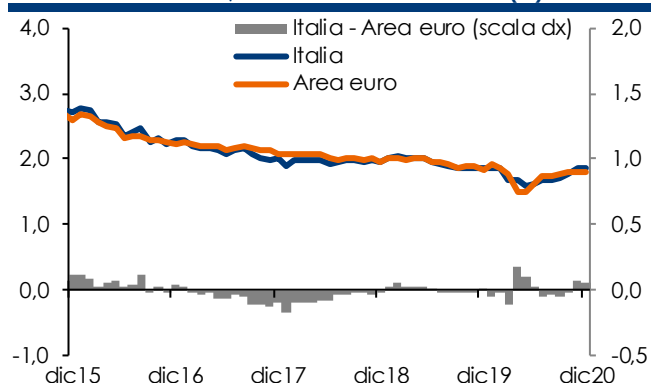
Fonte: Banca d'Italia

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



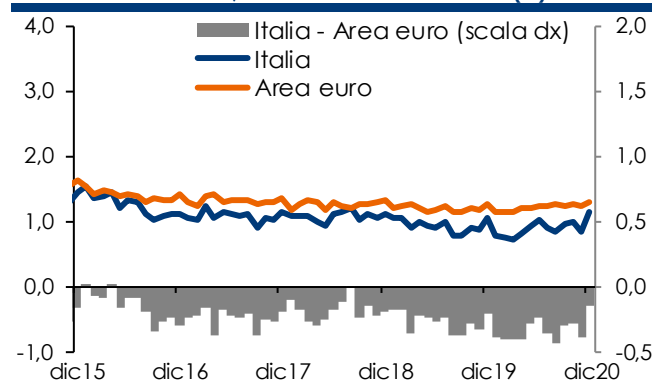
Fonte: BCE

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

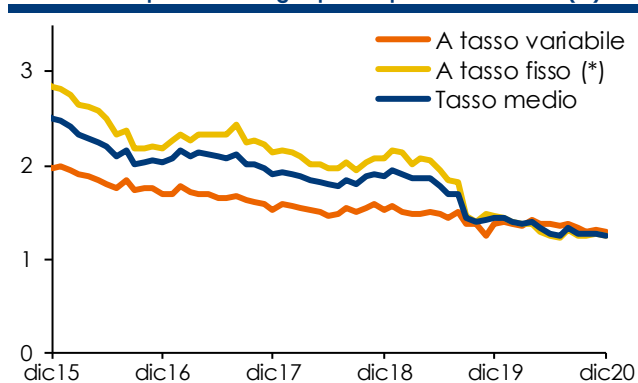
Tasso medio sui nuovi prestiti di importo superiore a 1 milione alle società non-finanziarie, confronto Italia – Area euro (%)



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

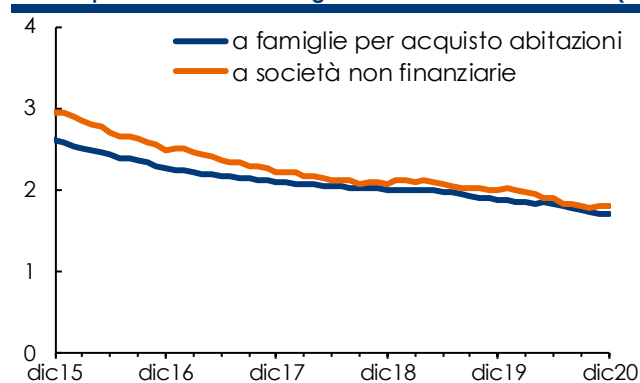
Quanto al **tasso medio sui flussi di prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni**, il **4° trimestre 2020 ha confermato la stabilizzazione** vista da giugno in poi, a eccezione del rimbalzo temporaneo di agosto. A dicembre si è comunque toccato un nuovo minimo storico del tasso medio, pari a 1,25% dopo tre mesi sul livello di 1,27%, ma le stime ABI per gennaio 2021 danno il ritorno sul valore di novembre. Nel corso del 2020 sono stati persi 19pb. L'andamento rispecchia quello del tasso fisso che a dicembre è risultato pari a 1,24%, 2pb in calo sul mese precedente e -22pb tagliati nell'arco dell'anno. Anche il tasso variabile, pari a dicembre a 1,29%, è sceso di 2pb m/m che portano il calo da inizio anni a -8pb. Pertanto, **il tasso fisso si è mantenuto più basso del variabile**, per 5pb a dicembre e nei due mesi precedenti. Come evidenziato dal grafico sotto a sinistra, i tassi variabile e fisso da circa un anno sono allineati su **valori che sembrano rappresentare un pavimento**.

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 (%)

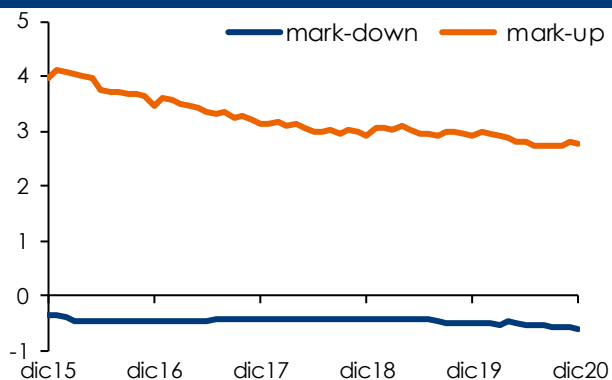


Fonte: Banca d'Italia

Per il **tasso medio sullo stock di prestiti**, dopo il leggero aumento di 3pb m/m a novembre, con le riduzioni di 2pb m/m di dicembre e di 1pb stimato da ABI per inizio 2021, si torna al livello di 2,27% registrato a ottobre.

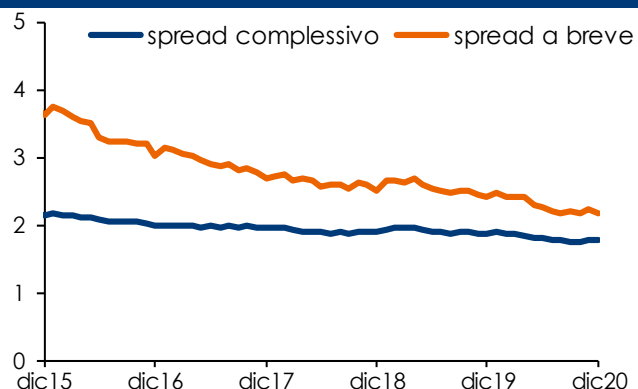
Pertanto, a dicembre **la forbice tra tassi attivi e passivi ha perso 2 dei 3pb recuperati a novembre tornando a 1,77% e riportando un calo di 11pb nell'arco dell'anno. Inoltre, la contribuzione dei depositi a vista è peggiorata ulteriormente**, col *mark-down* a -0,59% da -0,57% dei due mesi precedenti e 10pb in meno rispetto a -0,49% di fine 2019. Per il *mark-up* sui tassi attivi a breve, a dicembre si è osservato un calo a 2,76%, col ritorno ai valori di settembre e ottobre, livello inferiore di 15pb rispetto a dodici mesi prima.

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

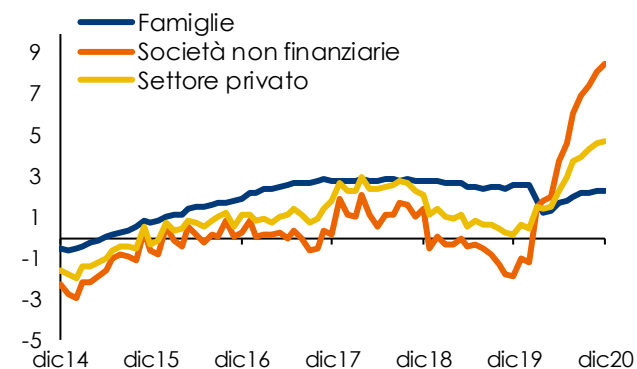
La crescita dei prestiti alle imprese ha chiuso il 2020 al massimo da fine 2008

Elisa Coletti

La dinamica dei prestiti alle società non-finanziarie ha chiuso il 2020 in ulteriore accelerazione, a +8,5% a/a a dicembre, il massimo da fine 2008, confermandosi superiore a quella media dell'area euro per il 3° mese consecutivo. In Italia, le erogazioni alle società non-finanziarie restano in crescita a due cifre, tornando ad accelerare a dicembre. La dinamica dello stock di prestiti alle imprese si conferma molto sostenuta per il settore manifatturiero, anche se in lieve frenata, mentre crescono anche i prestiti al commercio e quelli alle costruzioni sono vicini alla svolta, avendo riportato una variazione nulla. I prestiti alle famiglie continuano a mostrare una divaricazione dei trend tra le componenti dell'aggregato, con la crescita dei finanziamenti alle famiglie produttrici, un miglioramento anche per i mutui per acquisto della casa e persistente difficoltà del credito al consumo. Va ricordato che, mentre le rinegoziazioni di mutui sono in calo, i nuovi contratti sono in aumento. Secondo le anticipazioni ABI, a gennaio 2021 la crescita del totale dei prestiti a famiglie e imprese ha rallentato a +4,5% a/a dal +5,5% di fine 2020.

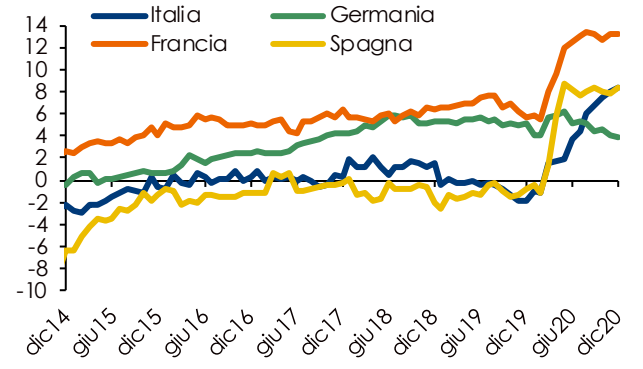
Il 2020 ha chiuso con una **crescita dei prestiti alle società non-finanziarie che ha raggiunto il massimo da fine 2008**, salendo a +8,5% a/a dal +8,1% di novembre. Per il 3° mese consecutivo, **la dinamica registrata in Italia si è confermata superiore alla media dell'area euro, pari a 7,5% a fine 2020**, costante da agosto. **Tra i principali paesi dell'eurozona si osserva una stabilizzazione del trend in Francia e Spagna e un continuo rallentamento in Germania.** La Francia mantiene una dinamica a due cifre, del +13,3% a/a a dicembre come a novembre, vicina al massimo del +13,4% di agosto. In Spagna la crescita oscilla attorno all'8% da giugno, chiudendo l'anno a +8,3% a/a dal +7,9% di novembre. In Germania, invece, la crescita ha rallentato fino al +3,9% a/a di fine 2020, dopo essere tornata a novembre al ritmo del 4% dei primi due mesi dell'anno rispetto al massimo del +6,2% a/a toccato a maggio.

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

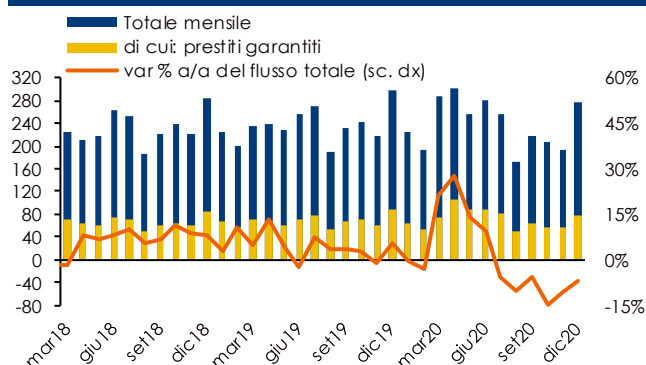
Dinamica dei prestiti a società non finanziarie nei principali paesi dell'area euro, dati corretti per le cartolarizzazioni (var. % a/a)



Fonte: BCE

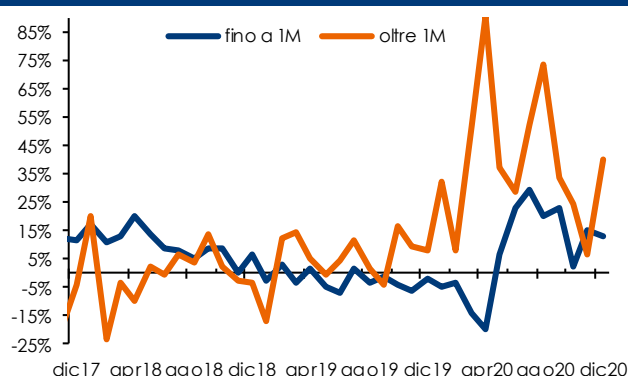
Con riferimento all'area euro, i flussi lordi mensili di prestiti alle società non-finanziarie sono rimasti in calo a fine 2020, per il 6° mese consecutivo, del -7,1% a/a, dopo aver segnato un picco ad aprile del +27% a/a (si veda il grafico sottostante a sinistra). Allo stesso modo, si è ridotto il volume della componente dei prestiti garantiti, del -10,7% a/a a dicembre 2020, rispetto alla crescita a due cifre registrata nel 2° trimestre e in particolare ad aprile col +58% a/a.

Flussi lordi mensili di prestiti alle società non-finanziarie nell'area euro (EUR mld e var. % a/a)



Fonte: BCE

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

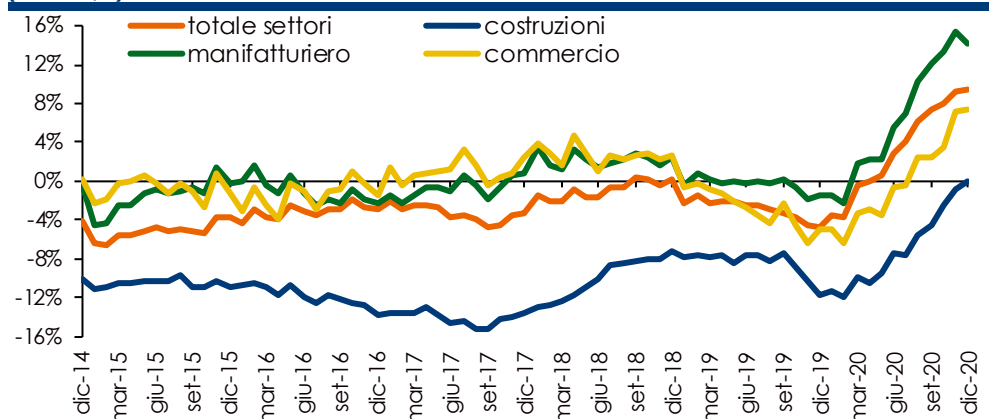


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

In Italia, invece, i flussi lordi mensili alle società non-finanziarie sono rimasti in crescita, evidenziando un rimbalzo a fine anno, a +29% a/a, che fa seguito a due mesi di dinamica più moderata (+10,2% a/a a novembre). L'andamento è stato determinato dalle **operazioni oltre 1 milione, che hanno accelerato a +40.3% a/a**, dopo avere rallentato bruscamente nei tre mesi precedenti, fino al +6,2% a/a a novembre. Anche i **flussi di prestiti di dimensione più contenuta hanno mostrato una buona dinamica, ancora in crescita per l'8° mese consecutivo, del 13% a/a**, in linea col 15% di novembre.

Il trend dello stock di prestiti alle imprese rimane molto sostenuto per il settore manifatturiero, ma l'accelerazione si è interrotta, col tasso di variazione portatosi a +14,2% a/a dal +15,4% a/a di novembre, secondo i dati al netto delle sofferenze (prestiti vivi). Per il 5° mese consecutivo i **prestiti al commercio sono risultati in aumento e in leggera accelerazione**, con un tasso di variazione del 7,5% a/a (+7,1% a/a a novembre, +3,5% a/a a ottobre). I **prestiti alle costruzioni hanno continuato a migliorare, con una variazione risultata pari a zero**, mentre fino ad aprile avevano registrato un calo a due cifre, del -11% a/a in media nei primi quattro mesi del 2020. Per il complesso delle imprese, la crescita annua è salita a +9,4% a/a, in linea col +9,2% di novembre, in positivo per l'8° 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

I prestiti alle famiglie continuano a mostrare una divaricazione delle dinamiche tra le componenti dell'aggregato, con l'**aumento dei finanziamenti alle famiglie produttrici, un miglioramento anche per i mutui per l'acquisto della casa e persistente difficoltà del credito al consumo**. Nel

complesso, **la crescita dell'aggregato ha confermato il recupero**, a +2,3% a/a come nel mese precedente, ormai prossimo al ritmo di lungo periodo del 2,5%, interrottosi a marzo col minimo di 1,1% registrato ad aprile (dati corretti per le cartolarizzazioni).

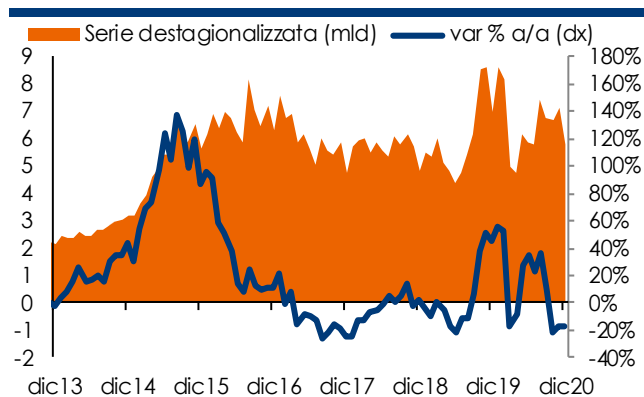
Tra le componenti, **il credito al consumo resta sottotono**. Quello erogato dalle banche a dicembre ha registrato una contrazione dello stock pari a -1,2% a/a dopo il -0,4% di novembre. Tuttavia, il flusso lordo mensile è tornato leggermente in aumento, del 4% a/a, dopo nove mesi in forte calo, del -15% a/a a novembre, dal -23% di ottobre.

Con riguardo ai **prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni**, nel 4° trimestre 2020 si è osservato **un miglioramento del trend**, che in corso d'anno è sempre rimasto in crescita in termini di stock, pur avendo rallentato per effetto della pandemia. La **dinamica è comunque più moderata rispetto a quella osservata pre-COVID**. I dati disponibili per dicembre, sebbene non siano corretti per la cancellazione dei crediti deteriorati dai bilanci bancari, segnalano un'ulteriore lieve accelerazione (a +2,2% a/a dal 2,1% di novembre su basi omogenee).

In effetti, guardando ai flussi lordi mensili, **è proseguito l'aumento dei nuovi contratti**. A dicembre il tasso di crescita è stato del 4,6% a/a, **in positivo per l'8° mese consecutivo**, anche se più moderato dei mesi precedenti (12,3% a/a a novembre, in linea con la media dei sette mesi da maggio). Tuttavia, sulla variazione annua di fine 2020 ha influito un effetto base, considerato che il dato di dicembre 2019 aveva registrato un aumento significativo, col primo tasso di crescita a due cifre dopo dodici mesi di cali. In valore assoluto, il flusso di nuovi contratti di dicembre 2020 è rilevante, pari a 5,6 miliardi, il più alto dell'anno e secondo solo ai picchi di luglio 2016 e luglio 2018 (5,7 miliardi). Inoltre, su base trimestrale il flusso di nuovi contratti registrato nell'ultima parte del 2020, pari a 16 miliardi, è il più alto nella storia più recente.

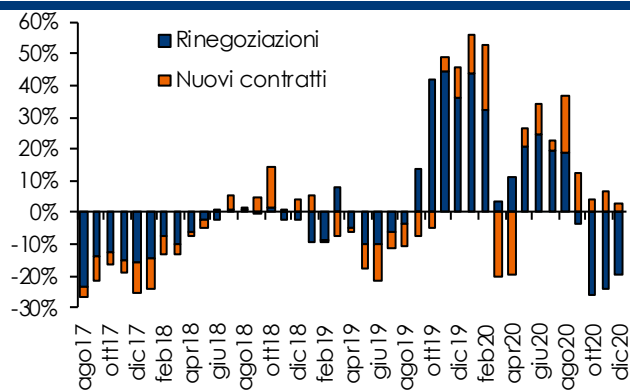
Le rinegoziazioni, invece, sono rimaste in calo a dicembre, per il 3° mese consecutivo. In dettaglio, in linea con quanto emerso a ottobre e novembre, anche a fine anno le rinegoziazioni sono risultate più che dimezzate rispetto a dodici mesi prima (-54,8% a/a a dicembre e in media trimestrale, dopo il -11% di settembre, che interrompeva una fase di variazioni molto forti per 12 mesi consecutivi). Si ricorda che i volumi mensili registrati nell'autunno 2020 si confrontano con importi molto elevati di un anno prima, quando si erano registrati i massimi della serie disponibile da fine 2014. Tuttavia, i volumi mensili di rinegoziazioni osservati da settembre 2020 in poi (media di 1,6 miliardi) sono inferiori anche ai flussi registrati nei mesi precedenti (media di 2 miliardi da maggio a luglio e 2,6 miliardi in media nel 1° trimestre). Ciò considerato, nel 4° trimestre il **flusso lordo complessivo di erogazioni** ha subito una contrazione del -18% a/a in media.

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



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

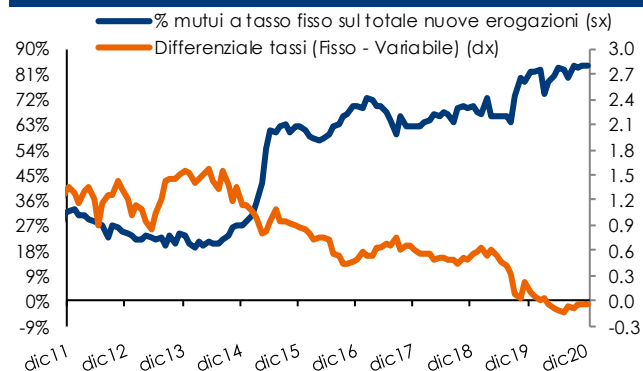
Contributo di rinegoziazioni e nuovi contratti alla crescita delle operazioni mensili di prestiti per acquisto abitazioni (%)



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

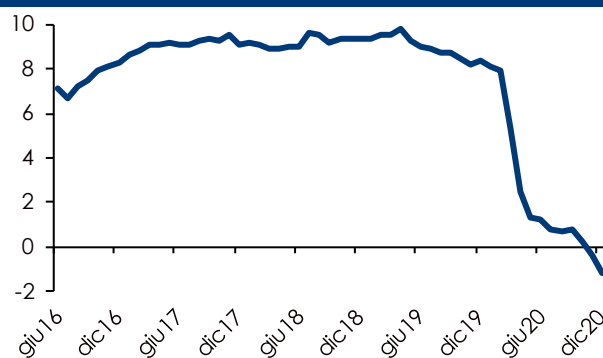
Coerentemente con la flessione delle rinegoziazioni, **le erogazioni a tasso fisso sono risultate in calo**, registrando un -14,3% a dicembre (-14,8% a/a la media del 4° trimestre). **I flussi di mutui a tasso variabile sono rimasti in marcata riduzione**, del -27,2% a/a, in linea con quanto osservato lungo l'intero 2020 (-29,7% la contrazione media da inizio anno). Di conseguenza, la quota di mutui a tasso fisso sul totale delle erogazioni lorde è rimasta elevata, dell'80% e oltre da maggio in poi con un picco di 84,3% proprio a fine anno.

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

Andamento dello stock di credito al consumo (Variazioni % a/a)



Fonte: BCE

In conclusione, **a dicembre è proseguita la moderata accelerazione dei prestiti al settore privato, a +4,8% a/a** (dal +4,7% di novembre, dati al netto delle controparti centrali e corretti per le cartolarizzazioni). **A gennaio 2021 la crescita avrebbe frenato leggermente, tornando al ritmo di ottobre del +4,3% a/a** sulla base delle anticipazioni ABL, con l'aggregato più ristretto dei **prestiti a famiglie e imprese che segnerebbe un +4,5% a/a** rispetto al +5,5% di fine 2020.

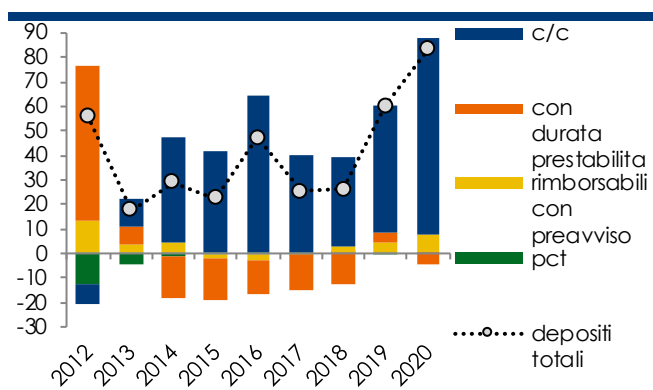
Depositi di imprese e famiglie aumentati di 172 miliardi nel 2020

Il 2020 ha registrato un afflusso record sui depositi bancari di imprese e famiglie, pari a 172 miliardi, di cui 163 miliardi sui conti correnti. La crescita ha chiuso l'anno in accelerazione, segnando un record dell'11,1% a/a per il complesso dei depositi, e, secondo le stime ABI, il 2021 è iniziato con una dinamica in ulteriore rafforzamento. All'opposto, resta in calo lo stock di obbligazioni, alla luce della forte crescita dei depositi e del notevole ricorso al rifinanziamento a lungo termine della BCE. La straordinaria dinamica dei conti correnti continua a trainare la crescita della raccolta complessiva da clientela, che ha chiuso il 2020 in accelerazione ai massimi, a +8,4% a/a, per rafforzarsi ulteriormente a gennaio 2021.

Elisa Coletti

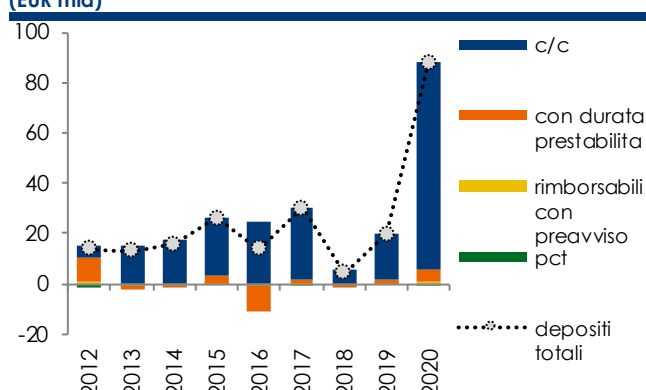
Il 2020 ha registrato un afflusso record sui depositi bancari di imprese e famiglie, pari a 172 miliardi, quasi equamente suddivisi tra i due segmenti (88 e 84 miliardi rispettivamente). **La crescita ha chiuso l'anno in accelerazione, segnando un record del +28,8% a/a per i depositi delle società non-finanziarie e dell'11,1% per il complesso dei depositi.** Secondo le stime ABI, **il 2021 è iniziato con una dinamica in ulteriore rafforzamento**, di circa 1 punto percentuale rispetto a fine 2020. Come negli anni precedenti, i flussi di depositi si sono concentrati sui conti correnti.

Flussi netti annuali verso i depositi delle famiglie (EUR mld)



Fonte: BCE ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

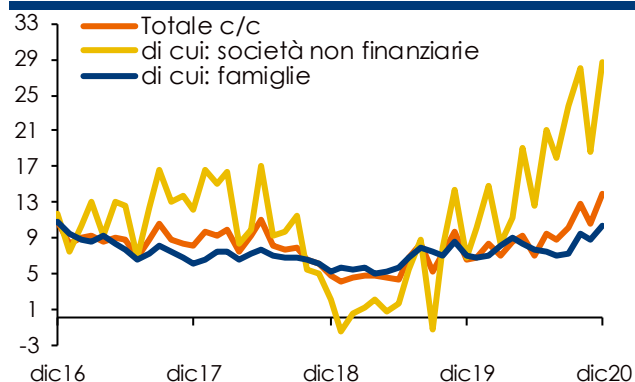
Flussi netti annuali verso i depositi delle società non-finanziarie (EUR mld)



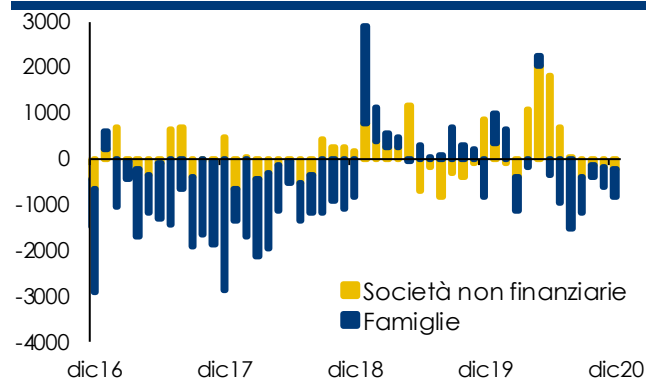
Fonte: BCE ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

In dettaglio, **a dicembre i conti correnti bancari hanno segnato una dinamica ancor più forte dei mesi precedenti, del 14,2% a/a**, dal 10,8% di novembre. L'accelerazione ha riguardato sia i conti correnti delle società non-finanziarie, cresciuti nel mese di 14,4 miliardi e del 28,8% a/a, sia quelli delle famiglie, su cui sono affluiti ben 22,5 miliardi che hanno portato il tasso di crescita annuo al +10,3%. Nel complesso i conti correnti di famiglie e imprese hanno registrato nell'intero 2020 afflussi netti per 163 miliardi di cui 83 e 80 rispettivamente per i due segmenti.

Per i **depositi con durata prestabilita, anche a dicembre 2020 si sono confermati i flussi leggermente negativi** sia per le famiglie, sia per le società non-finanziarie che però hanno mantenuto un tasso di crescita elevato (del 29% a/a) a seguito degli afflussi registrati da aprile a luglio, per un totale di 4,7 miliardi nell'arco dell'anno.

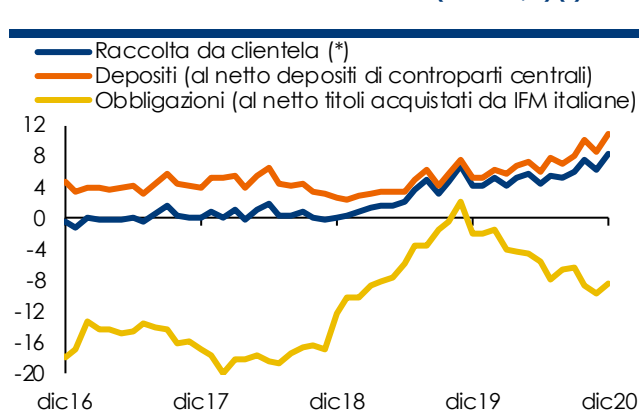
Conti correnti (*) (var. % annua)

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

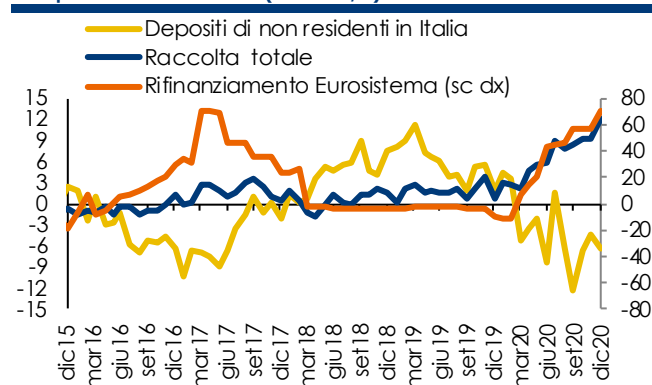
Flussi mensili di depositi con durata prestabilita (EUR mld)

Fonte: BCE

Le obbligazioni hanno confermato un trend negativo, che nel 4° trimestre 2020 è risultato più marcato dei mesi precedenti, con un calo dello stock dell'8,3% a/a a dicembre, proseguito a inizio 2021 secondo le stime ABI (-9,5% a/a in linea col -9,7% di novembre 2020), in un contesto di funding caratterizzato da forte crescita dei depositi e abbondante rifinanziamento a più lungo termine disponibile presso l'Eurosistema.

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

La straordinaria dinamica dei depositi continua a trainare **la crescita della raccolta complessiva da clientela, che ha chiuso il 2020 in accelerazione ai massimi, a +8,4% a/a**, dal +6,2% di novembre, **per rafforzarsi ulteriormente a gennaio 2021** (a un ritmo di circa il 9% a/a) secondo le anticipazioni ABI. L'aggregato della raccolta totale, che include il rifinanziamento BCE e i depositi dall'estero, ha segnato un'altra variazione eccezionale, addirittura del +12,2% a/a a dicembre, tre punti percentuali in più di novembre. Al trend continua a contribuire **il forte tasso di variazione del rifinanziamento BCE (+70% a/a a dicembre, dal 57% dei due mesi precedenti)**. Diversamente, anche a dicembre **i depositi di non residenti, comprensivi dell'interbancario, sono risultati in calo** (del -6,3% a/a) confermando un andamento speculare a quello del rifinanziamento BCE.

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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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@intesasanpaolo.com

Industry & Banking Research

Banking Research

Elisa Coletti – Economista Banche

62097

elisa.coletti@intesasanpaolo.com