

La Bussola dell'Economia Italiana

Direzione Studi e Ricerche

Marzo 2021

La bussola dell'economia italiana

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Ancora rischi al ribasso nel breve termine, ma al rialzo nel medio periodo

Sintesi della previsione macroeconomica

Buon inizio d'anno per l'industria

Fiducia, fatturato e ordinativi industriali in miglioramento

Anche le costruzioni cominciano bene l'anno

Il principale freno continua ad essere rappresentato dai servizi

Le prospettive restano deboli per i consumi

Di nuovo in calo l'occupazione

Mantiene un trend di ripresa il commercio estero

Inflazione in recupero negli ultimi mesi

Tendenze del settore bancario

Tasso medio sullo stock di depositi in lieve riduzione a inizio 2021

Esaurita l'accelerazione dei prestiti alle imprese, la crescita va stabilizzandosi

Depositi ancora in forte aumento a inizio 2021

2 Marzo 2021

2

7

8

9

10 Nota Mensile

11

12 **Direzione Studi e Ricerche**

13

14

15

16 **Paolo Mameli**

16 Economista Macro Italia

20

20 **Elisa Coletti**

24 Economista Banche

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Ancora rischi al ribasso nel breve termine, ma al rialzo nel medio periodo

La recrudescenza epidemiologica in corso peserà sull'economia italiana verosimilmente anche nel trimestre primaverile; una ripresa significativa, condizionata all'accelerazione della campagna vaccinale, è attesa solo dall'estate. Il tasso di crescita del PIL potrebbe toccare un picco in media d'anno non nel 2021 ma nel 2022, e restare sopra il potenziale nel biennio successivo. Nello scenario centrale, i livelli di attività pre-COVID saranno recuperati solo nel 2023.

In Italia, la "seconda ondata" di COVID-19 appare decisamente più persistente della prima. Dopo il picco toccato a fine novembre, le curve di nuovi casi, ospedalizzazioni e decessi hanno mostrato un trend al ribasso sino a fine febbraio. Da allora, è cominciata una nuova risalita delle curve epidemiologiche, che appare tuttora in corso (secondo la maggior parte dei modelli previsivi, difficilmente il picco sarà toccato prima di aprile). Ciò ha spinto il nuovo Governo, che ha mantenuto il sistema della classificazione delle regioni per aree di rischio, ad aumentare il **grado di restrizione sulla mobilità e le attività economiche**, che è **arrivato a superare il picco (durante la "seconda ondata") della seconda metà di novembre**. Le attuali misure restrittive sono in vigore sino al 6 aprile, ma appare crescente il rischio che siano estese, almeno in forma parziale, alle settimane successive. Nel frattempo, appare assai ambizioso l'obiettivo governativo (esplicitato nel nuovo [piano](#) per la campagna vaccinale nazionale) di raggiungere il numero di 300 mila somministrazioni al giorno entro fine marzo e 500 mila entro fine aprile (il picco nella media mobile a 7 giorni è stato raggiunto il 12 marzo con quasi 180 mila dosi); al ritmo attuale, l'immunizzazione del 70% della popolazione sarebbe raggiunta a inizio giugno 2022, mentre l'obiettivo del governo è l'agosto 2021.

Pertanto, **le misure per il contenimento della pandemia potrebbero pesare sull'attività economica non solo nel 1° trimestre**, per il quale ci aspettiamo un PIL ancora in contrazione (sebbene meno accentuata del -1,9% t/t visto a fine 2020), **ma anche nella parte iniziale del trimestre primaverile**, per il quale è possibile un rimbalzo, ma solo marginale, del PIL. In pratica, il valore aggiunto dovrebbe risultare tutto sommato piatto nel primo semestre dell'anno. Una ripresa significativa (con ritmi di crescita congiunturali verosimilmente superiori all'1% t/t) è attesa, nella migliore delle ipotesi, solo a partire dal trimestre estivo (grazie anche a fattori climatici, oltre che agli effetti delle misure di contenimento e all'intensificarsi della campagna vaccinale).

Proprio in considerazione del debole inizio d'anno, **abbiamo il mese scorso rivisto al ribasso la stima di crescita per l'economia italiana nel 2021, a 3,7%**. Il picco per il tasso di crescita annuo è visto ora non più nel 2021 ma nel 2022 (a 3,9%); il ritmo di crescita dovrebbe rimanere superiore al potenziale anche negli anni successivi (nel nostro scenario, almeno sino al 2024). Il rimbalzo minore di quanto atteso nel 2021 lascia maggiori margini per recuperare i livelli pre-crisi negli anni successivi; inoltre, **nel 2022 dovrebbe essere massimo l'impatto espansivo del Recovery Plan, che stimiamo in media pari a mezzo punto aggiuntivo di crescita annua nel 2022-23**. Inoltre, la possibilità che l'implementazione del piano sia accompagnata da riforme strutturali amplificherebbe le ricadute positive sul PIL non solo di breve-medio termine ma anche di lungo periodo. In ogni caso, occorreranno anni per recuperare i livelli pre-crisi (nel nostro nuovo profilo previsivo, il PIL su base trimestrale supererà i livelli di fine 2019 solo nel 2° trimestre 2023).

Nel 2021, **i servizi continueranno a rappresentare il principale freno all'attività economica**, sia dal lato dell'offerta che, soprattutto, della domanda (i consumi di servizi sono attesi ancora in calo quest'anno, dopo il crollo del 2020). Nell'insieme, i consumi delle famiglie sono attesi mostrare un recupero inferiore a quello del PIL quest'anno (2,3%); la ripresa dovrebbe rafforzarsi nel 2022 (4,1%). La ripartenza sarà più ravvicinata per gli investimenti, trainati da mezzi di trasporto e costruzioni: 9,6% quest'anno, mentre la crescita dovrebbe essere meno vivace l'anno prossimo. Il commercio estero è atteso dare un contributo positivo al PIL nel biennio in corso, in virtù di una

Paolo Mameli

La pandemia peserà non solo sul 1° ma anche sul 2° trimestre

Una ripresa apprezzabile è attesa solo a partire dall'estate

Il PIL dovrebbe poi accelerare nel 2022, quando sarà massimo l'impatto aggiuntivo del Recovery Plan

Il recupero dei consumi quest'anno sarà molto parziale (anche per il persistere di un'elevata propensione al risparmio)

domanda estera, specie verso i Paesi extra-UE, poco intaccata dalla seconda ondata di COVID-19. Tale apporto, quest'anno, potrebbe essere significativo (vicino a un punto di PIL), e speculare al contributo negativo delle scorte.

Cruciali per la ripartenza saranno **due fattori**:

■ una **“normalizzazione” della propensione al risparmio**: il balzo del risparmio (in parte forzoso, in parte precauzionale) visto nel 2020 potrebbe costituire un serbatoio di potenziale crescita per i consumi: stimiamo che, se il tasso di risparmio nel 2021 tornasse ai livelli del 2019, ne deriverebbe un impatto aggiuntivo sulla spesa nominale delle famiglie per quasi 67 miliardi (quasi 4 punti di PIL); tuttavia, con ogni probabilità la propensione al risparmio nel 2021 scenderà in misura solo lieve rispetto all'anno scorso (stimiamo al 14% dal 15,5%), restando ben superiore ai valori del 2019 (8,1%), ancora condizionata dal persistere dell'incertezza sulla situazione non solo sanitaria ma anche economica del Paese, limitando perciò l'entità della ripresa dei consumi;

■ una **tenuta del mercato del lavoro** una volta che vengano meno i fattori temporanei che hanno consentito sinora di limitare l'impatto della crisi sulla disoccupazione: il mercato del lavoro appare a un bivio, in quanto dalla metà del 2021 dovrebbero venir meno, o almeno essere rimodulati con condizioni decisamente più restrittive, il blocco dei licenziamenti e l'estensione “universale” della cassa-integrazione guadagni. Si tratta di due dei tre fattori che hanno sinora contenuto gli effetti della crisi sul tasso di disoccupazione, assieme all'aumento del tasso di inattività. In tal senso, abbiamo ricostruito una serie di “tasso di disoccupazione aumentato” nel caso del venir meno di ciascuno di questi tre fattori:

- **blocco dei licenziamenti**: se i licenziamenti di natura economica (sui contratti a tempo indeterminato) nell'ultimo anno fossero stati in linea con i 12 mesi pre-COVID, il tasso di disoccupazione risulterebbe più alto di un punto (dal 10% a dicembre, anziché 9% come da dati Istat); in pratica, nei mesi da marzo a dicembre, si sarebbero accumulati circa 300 mila licenziamenti “sospesi” (circa 25 mila al mese), che, a questo ritmo, potrebbero salire a 460 mila a giugno, quando dovrebbe scadere il blocco ai licenziamenti (applicando questo calo dei disoccupati al livello di dicembre del tasso di disoccupazione, esso risulterebbe pari a 10,6%);
- **ammortizzatori sociali**: un altro modo per stimare gli effetti del possibile venir meno del blocco ai licenziamenti è quello di ipotizzare che, al venir meno della possibilità (virtualmente per tutte le imprese) di far ricorso alla CIG, siano licenziati tutti i cassintegrati a zero ore (più estensivamente, con un numero di ore lavorate da zero al 20%) per tutto il periodo post-COVID: l'ultima stima nota è quella di settembre ed è pari a 167 mila persone; anche in questo caso, abbiamo costruito una serie di “tasso di disoccupazione aumentato”, che sarebbe pari a 9,7% a fine dicembre 2020;
- **aumento inattività**: nei mesi di marzo e aprile dell'anno scorso, il lockdown ha causato un balzo del tasso di inattività, che è stato solo in parte riassorbito nei mesi successivi: in pratica, confrontando la situazione di fine 2020 con quella pre-COVID (di febbraio), il risultato è che il calo degli occupati (-425 mila unità) non si è riflesso in un aumento dei disoccupati (anzi in calo) ma, all'incirca nella stessa entità (+493 mila unità), degli inattivi. Se questi inattivi in più fossero conteggiati come disoccupati, il tasso dei senza-lavoro sarebbe al 10,7%; se a questo effetto si aggiungono i due di cui sopra (il venir meno del blocco sui licenziamenti e del ricorso alla CIG), la disoccupazione salirebbe rispettivamente all'11,4% e all'11,8% (avendo toccato un picco, in quest'ultimo scenario, sopra il 13% la scorsa primavera).

Queste elaborazioni segnalano l'estrema **fragilità del mercato del lavoro, sinora “mascherata” da effetti statistici e interventi legislativi, ma che è destinata ad accentuarsi** nel corso del 2021 (nel nostro scenario centrale, il tasso di disoccupazione potrebbe toccare un picco in media d'anno al 10,7% nel 2022).

Il venir meno del blocco ai licenziamenti potrebbe causare tra i 170 mila e i 460 mila nuovi disoccupati; l'effetto potrebbe essere amplificato in caso di riduzione della copertura CIG e di “normalizzazione” del tasso di attività

In questo quadro, il nuovo Governo guidato da Mario Draghi si propone non solo di gestire l'emergenza nella lotta alla pandemia e nel rilancio dell'economia, ma ha posto tra i suoi obiettivi anche **l'implementazione di un programma di riforme strutturali che dovrebbe accompagnare la finalizzazione del Piano di Ripresa e Resilienza** (attesa entro fine aprile; è possibile lo sblocco di una prima *tranche* di fondi pari per l'Italia a circa 25 miliardi quest'anno, ma gli effetti sull'economia si vedranno verosimilmente solo a partire dall'anno prossimo). Tali riforme sono potenzialmente in grado di avere ricadute significative sul PIL potenziale¹.

Il nuovo Governo punta non solo a gestire l'emergenza, ma anche a fare le riforme

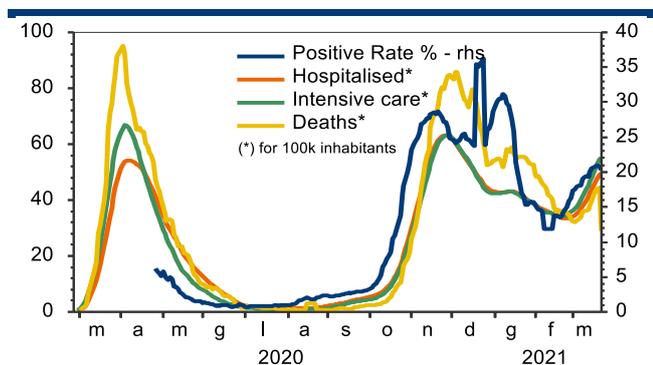
L'ampio ricorso ai fondi del *Recovery Plan* europeo (in tutto oltre 200 miliardi, di cui circa 127 saranno prestati, dei quali solo 40 sono stimati come aggiuntivi ovvero finanzieranno progetti addizionali rispetto a quelli già incorporati nelle proiezioni tendenziali di finanza pubblica) renderà la **politica fiscale accomodante verosimilmente anche nel 2022-23**, dopo che l'ammontare delle misure di supporto all'economia con efficacia su quest'anno è atteso dell'ordine di grandezza di 100 miliardi, ovvero è molto simile a quello in vigore sul 2020.

La politica fiscale resterà accomodante...

In questo contesto, **il rapporto debito/PIL è destinato a nostro avviso a salire ulteriormente quest'anno**, stimiamo oltre il 158% del PIL; è atteso un calo moderato nel prossimo biennio. Sulla base delle misure approvate sinora, l'indebitamento netto è stimato vicino al 9% del PIL; tuttavia, nel caso (probabile) di un'estensione delle misure restrittive attualmente in vigore sino al 6 aprile, **potrebbe rendersi necessaria l'approvazione di un nuovo scostamento di bilancio da almeno 20 miliardi**, che porterebbe il rapporto deficit/PIL quest'anno a superare il 9,5% registrato nel 2020 (e accentuerebbe l'entità della salita del rapporto debito/PIL).

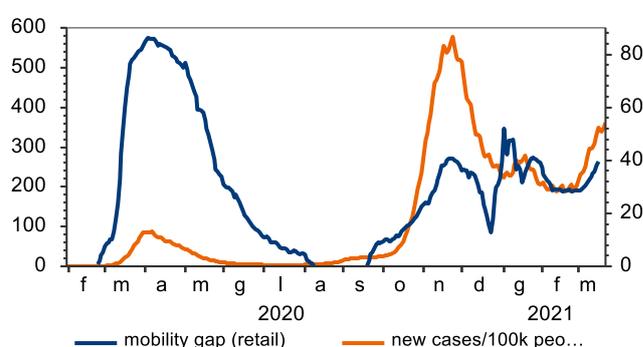
...con rischi al rialzo su deficit e debito

Fig. 1 – La “seconda” ondata di COVID-19 è più persistente della prima...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Protezione Civile

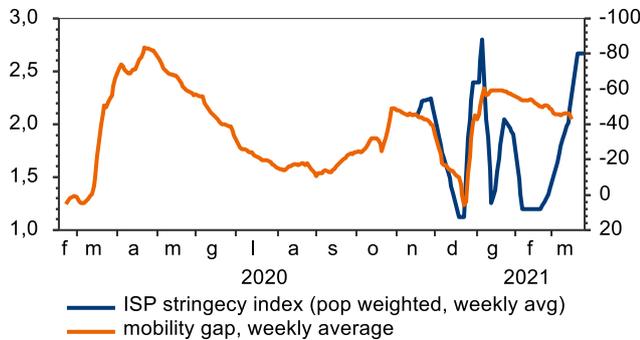
Fig. 2 – ...anche perché sono state adottate misure di contenimento meno restrittive (a differenza della prima ondata, il grado di restrizione è stato inferiore all'incidenza dei nuovi casi)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OMS e Google Community Mobility Report

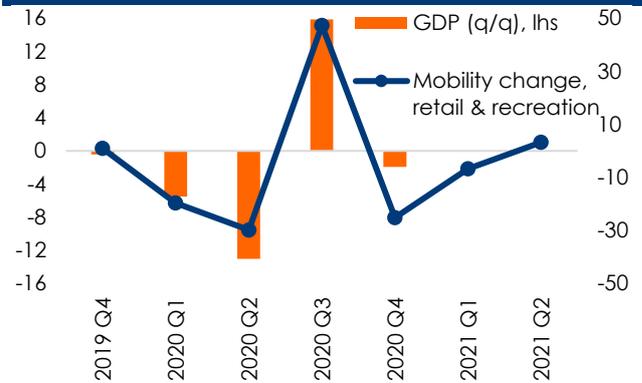
¹ Con riferimento alle tre riforme di contesto individuate nel PNRR (Pubblica Amministrazione, Giustizia e Fisco), il Governo stima che l'impatto sul PIL nel medio periodo (orizzonte a cinque anni) possa essere "ampiamente superiore" ad un punto percentuale, e che una riforma del Lavoro che portasse ad un netto aumento del tasso di partecipazione di tutte le categorie di lavoratori, ad un miglioramento qualitativo delle competenze e a una riduzione delle frizioni presenti nel mercato del lavoro, possa accrescere il PIL di almeno un ulteriore punto percentuale. Tali stime non appaiono particolarmente ottimistiche: un recente studio di Banca d'Italia sulle riforme implementate nel 2011-2017 ("Gli effetti delle riforme strutturali: evidenza per l'Italia" di Emanuela Ciapanna, Sauro Mocetti e Alessandro Notarpietro, novembre 2020) stima un impatto di 3-6% sul livello del PIL osservato a fine 2019, e di 4-6% sul PIL potenziale.

Fig. 3 – Il grado di restrizione, attualmente ai massimi durante la seconda ondata, non ha ancora dispiegato interamente i suoi effetti sulla mobilità...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat e Google LLC (COVID-19 Community Mobility Reports)

Fig. 4 – ...che appaiono coerenti con un PIL ancora negativo nel 1° trimestre e solo lievemente positivo nei mesi primaverili (ma i rischi sono verso il basso)



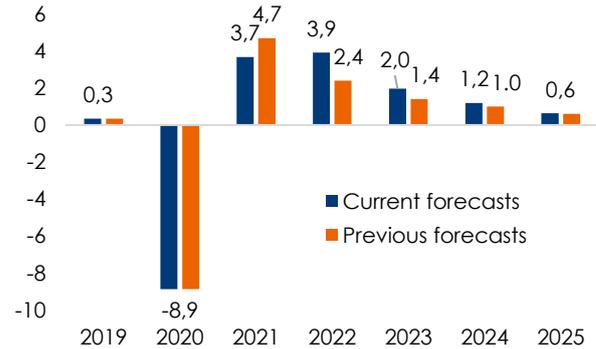
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat e Google Community Mobility Report

Fig. 5 – Una vera ripresa, su tassi di crescita congiunturali superiori all'1% t/t, è possibile solo dal trimestre estivo (in presenza di una significativa accelerazione nella campagna vaccinale)



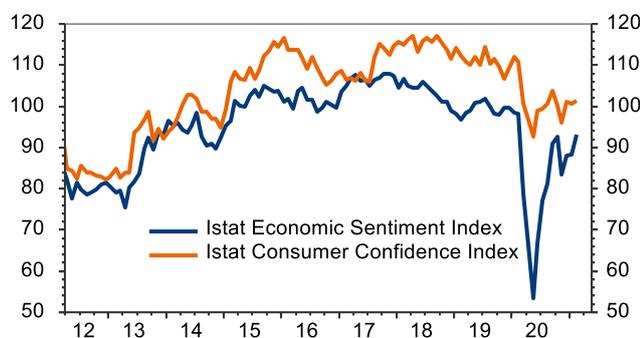
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 6 – Abbiamo recentemente rivisto al ribasso la stima sul PIL 2021, in ragione di un inizio d'anno debole, alzando al contempo la previsione per gli anni successivi



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

Fig. 7 – La “seconda ondata” di COVID-19 sembra aver avuto, almeno sinora, un limitato impatto sulla fiducia di imprese e consumatori



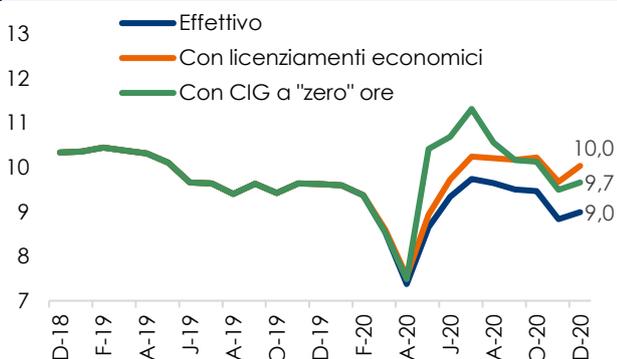
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 8 – Gli operatori economici considerano le recenti restrizioni come “ultima stretta” prima di un lento ritorno alla normalità



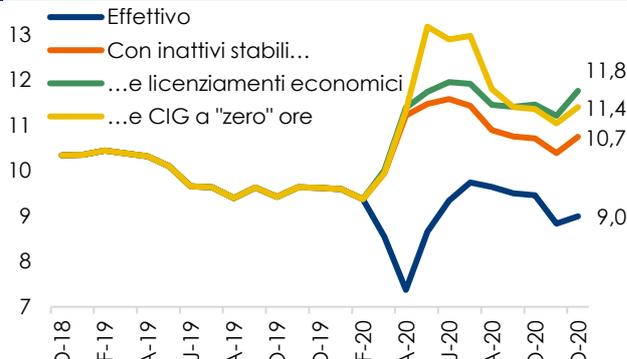
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 9 – Il tasso di disoccupazione sarebbe più elevato senza il blocco dei licenziamenti



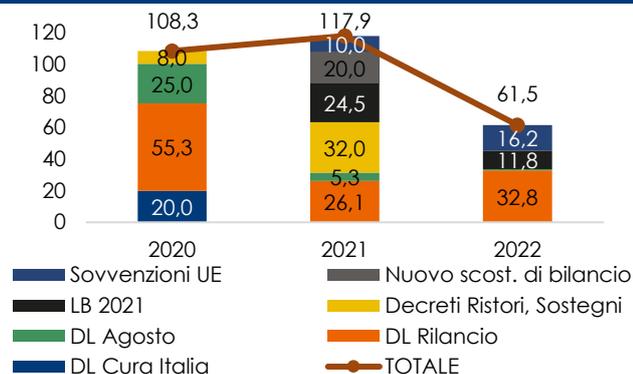
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 10 – L'effetto sarebbe ancora più ampio se tutti gli inattivi in più fossero considerati disoccupati



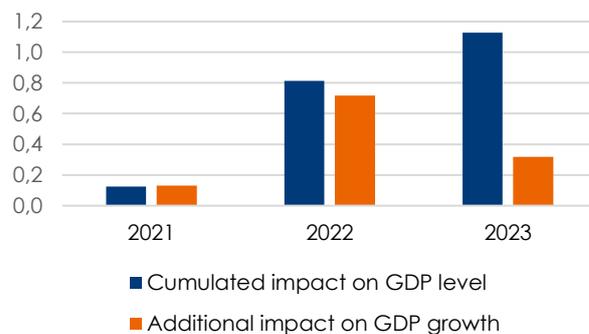
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 11 – La politica fiscale nel 2021 è altrettanto espansiva che nel 2020 (insieme di misure di sostegno all'economia, valore facciale ex-ante in miliardi, effetti cumulati)



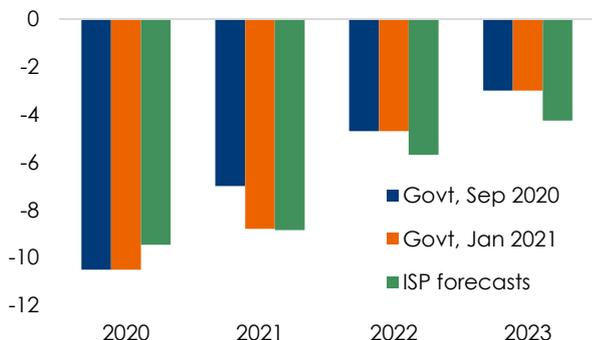
Nota: il nuovo scostamento di bilancio da 20 miliardi atteso per quest'anno non deriva da fonti ufficiali. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo Italiano

Fig. 12 – Stimiamo un impatto diretto di circa mezzo punto sul tasso di crescita del PIL nel prossimo biennio dal Programma "NGEU" (considerando sia i sussidi che i prestiti aggiuntivi)



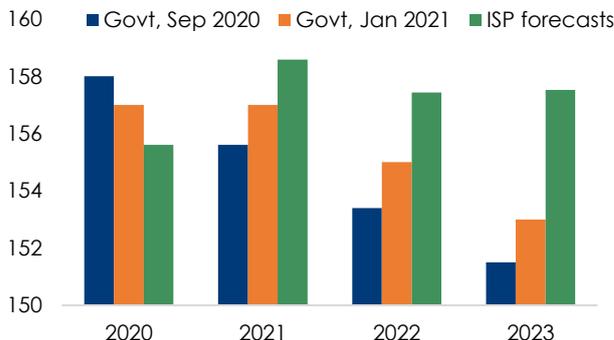
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 13 – Deficit/PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e target governativi



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, quadro programmatico Governo italiano (Documento Programmatico di Bilancio) e Relazione al Parlamento 20 gennaio 2021

Fig. 14 – Debito/PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e target governativi



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, quadro programmatico Governo italiano (Documento Programmatico di Bilancio) e Relazione al Parlamento 20 gennaio 2021

Sintesi della previsione macroeconomica

Previsioni macroeconomiche

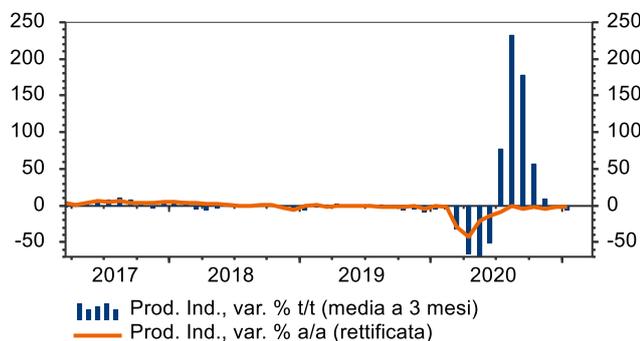
	2020	2021p	2022p	2020		2021				2022			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi 2015, a/a)	-8.9	3.7	3.9	-5.2	-6.6	-1.3	14.3	-0.2	3.3	4.6	4.5	3.9	2.8
- var.ne % t/t				15.9	-1.9	-0.2	0.8	1.2	1.5	1.0	0.7	0.6	0.5
Consumi delle famiglie	-10.7	2.3	4.1	13.2	-2.7	-0.3	0.9	1.3	1.5	1.0	0.8	0.7	0.6
Consumi pubblici	1.6	2.6	0.6	1.6	1.5	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Investimenti fissi	-9.2	9.6	3.3	29.1	0.2	0.4	0.6	0.8	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
Investimenti in macchinari	-8.8	6.6	3.1	15.7	1.0	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	0.8	0.7	0.6
Investimenti in trasporti	-28.1	23.7	5.4	69.5	13.1	-0.5	1.0	1.5	2.0	1.5	1.0	0.8	0.6
Investimenti in costruzioni	-6.6	11.0	3.1	41.3	-2.2	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	0.8	0.7	0.5
Esportazioni	-14.5	11.4	4.6	30.5	1.3	2.0	1.5	1.4	1.4	1.2	0.9	0.8	0.7
Importazioni	-13.1	9.0	3.5	14.1	5.4	1.0	2.0	1.4	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Contr. % PIL													
Commercio estero	-0.8	0.9	0.5	4.4	-1.0	0.3	-0.1	0.0	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0
Domanda finale interna	-7.9	3.6	3.2	13.2	-1.3	0.0	0.8	1.0	1.1	0.8	0.6	0.5	0.5
Var. scorte	-0.2	-0.9	0.3	-1.7	0.4	-0.5	0.1	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Attività produttiva													
Produzione industriale	-11.0	8.9	2.4	29.0	-0.6	0.8	0.3	0.4	0.1	0.4	0.7	2.1	0.0
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	-0.1	0.7	1.0	-0.5	-0.2	0.5	0.6	0.8	1.0	0.6	0.9	1.2	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	0.8	1.0
PPI (a/a)	-3.3	3.1	1.1	-3.2	-2.2	0.6	4.7	3.8	3.3	1.8	1.3	0.8	0.5
Disoccupazione (%)	9.1	10.2	10.7	9.6	9.2	9.7	10.1	10.4	10.5	10.6	10.7	10.7	10.7
Occupati totali	-1.8	-0.6	0.0	0.4	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	-2.5	0.5	1.8										
Tasso di risparmio (%)	15.5	14.0	12.0										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	3.6	3.1	3.2										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% Pil)	-9.6	-8.9	-5.7										
Debito (% Pil)	155.6	158.6	157.4										
Variabili finanziarie													
3-mths Euribor	-0.54	-0.53	-0.52	-0.49	-0.54	-0.54	-0.53	-0.53	-0.53	-0.53	-0.52	-0.52	-0.52
Long term (10Y) rate (%)	0.54	0.70	1.75	0.89	0.54	0.65	0.70	0.61	0.70	1.05	1.28	1.61	1.75
BTP/Bund spread	1.60	1.02	1.22	1.47	1.18	1.04	1.05	1.04	0.94	1.00	1.11	1.31	1.45

Fonte: Istat, Refinitiv Datastream elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Buon inizio d'anno per l'industria

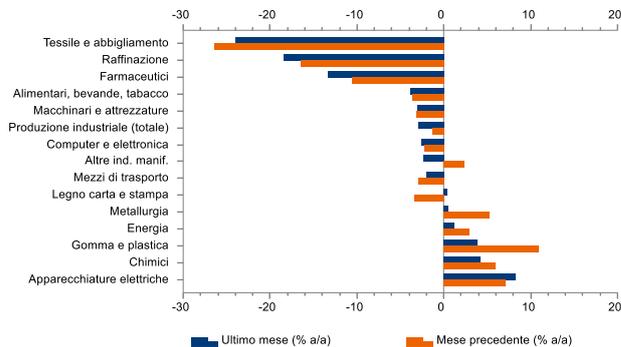
La produzione industriale è cresciuta dell'1% m/m a gennaio, in linea con la nostra previsione e al di sopra delle attese di consenso. Il dato di dicembre è stato rivisto al rialzo a +0,2% m/m, da un -0,2% preliminare. Su base annua rettificata per gli effetti del calendario, il dato è risultato migliore del previsto, ma è rimasto in territorio negativo, a -2,4% a/a, dal -1,6% precedente (rivisto al rialzo da -2%). **L'incremento mensile è dovuto principalmente ai beni capitali e ai beni durevoli** (rispettivamente +1,4% e +3% m/m); l'unica flessione riguarda i prodotti energetici (-0,5% m/m). Su base annua rettificata, i beni durevoli e i beni intermedi guidano la ripresa (+4,6% e +2,4%), mentre gli altri gruppi rimangono in rosso (i non durevoli sono i più colpiti, con un -11,1%). Il dettaglio per settore conferma la **drammatica recessione ancora in corso in due comparti: tessile e raffinazione** (rispettivamente -20,8% e -18,4% a/a); anche il farmaceutico subisce una battuta d'arresto (-13,6%). I settori manifatturieri in crescita rispetto a un anno prima sono le apparecchiature elettriche (+9,7%), i prodotti chimici (+4,4%), gomma e plastica (+3,8%), legno, carta e stampa (+2,3%) e metalli (+1,2%). **In prospettiva, a nostro avviso, la produzione industriale potrebbe continuare a recuperare a febbraio**, come segnalato dal rialzo delle componenti output e nuovi ordini rilevate dalle indagini Istat e dal PMI manifatturiero. **Tuttavia, una nuova correzione è probabile a marzo**, a causa del nuovo inasprimento delle restrizioni anti-COVID. Nel complesso, **l'industria dovrebbe essere tornata a dare un contributo positivo al valore aggiunto nel 1° trimestre**, che sarà però più che bilanciato dall'apporto ancora negativo dei servizi (con il risultato di un PIL verosimilmente ancora in territorio negativo). Una rinnovata debolezza dell'attività economica a marzo peserebbe anche sul trimestre primaverile.

Svanito l'effetto-rimbalzo seguito alle chiusure primaverili, la produzione industriale si va "normalizzando"



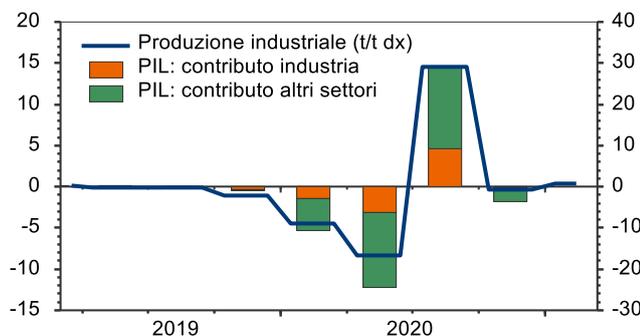
Fonte: Refinitiv-Datastream

Tessile e raffinazione restano i settori industriali più colpiti; male su base annua anche il farmaceutico



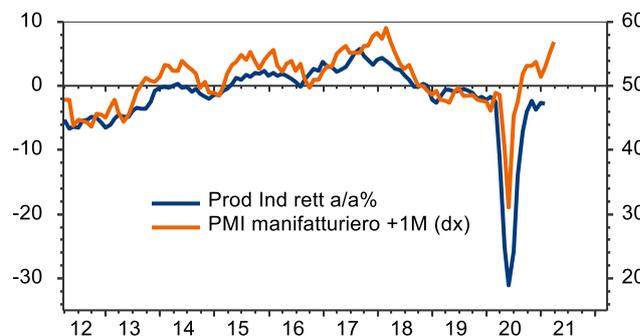
Fonte: Refinitiv-Datastream

L'industria dovrebbe tornare a dare un contributo positivo al PIL nel 1° trimestre 2021



Fonte: Refinitiv-Datastream

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

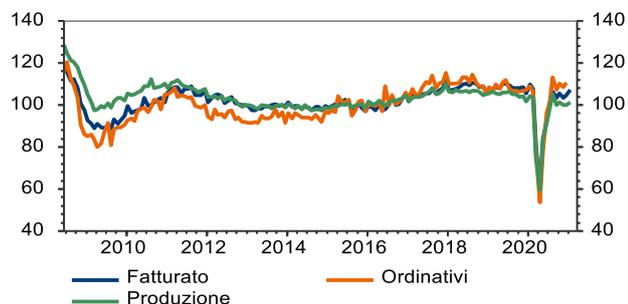


Fonte: Refinitiv-Datastream

Fiducia, fatturato e ordinativi industriali in miglioramento

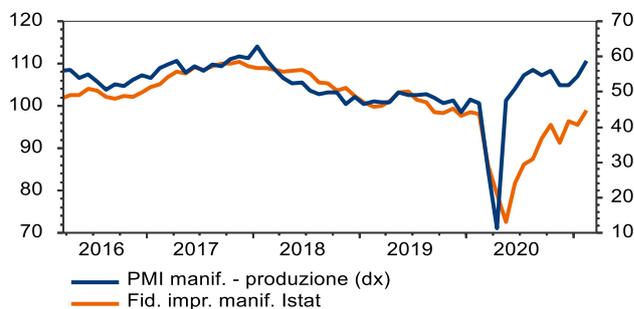
A febbraio, **la fiducia delle imprese nel settore manifatturiero è aumentata più del previsto** a 99 da 95,6 precedente: è il livello più alto da novembre 2019. Il miglioramento riguarda tutte le componenti principali; in particolare, sono balzate le aspettative delle imprese sugli ordini (ai massimi da gennaio dello scorso anno). Le scorte tornano a calare (a uno dei livelli più bassi dal 2014, un segno positivo per la produzione futura). Le aspettative sull'economia sono salite ai massimi nell'era post-COVID. Come il calo di gennaio, il miglioramento di febbraio è stato guidato dai produttori di beni di investimento (l'unico settore a registrare un livello di fiducia più elevato rispetto all'anno base, il 2010). **La formazione del nuovo Governo potrebbe avere avuto un impatto positivo sulle indagini di febbraio. A dicembre, fatturato e ordini industriali hanno mostrato un rimbalzo parziale dopo il calo di novembre** (rispettivamente pari a +1% da -2% precedente, e a +1,7% da -1,4%). Il recupero nel mese è dovuto al mercato interno, mentre si nota un calo di ordini e fatturato estero. L'aumento del fatturato è trainato dall'energia (+10,6% m/m), al netto della quale il fatturato sarebbe salito solo di 0,5% m/m; buona comunque la crescita per i beni strumentali (+1,5%). Sull'anno, gli ordini accelerano a +7%, ma il dato non tiene conto del diverso numero di giorni lavorativi (uno in più dello stesso periodo dello scorso anno); al netto di tale effetto, il fatturato recupera ma resta in territorio negativo, a -0,5% a/a da -4,6% precedente (si tratta comunque di un massimo da febbraio). I settori più colpiti dalla crisi su base annua si confermano la raffinazione (-30,7% il fatturato) e il tessile (-19,4% il fatturato, -12,6% gli ordini), mentre tra i comparti in maggiore recupero troviamo i mezzi di trasporto (+38,9% a/a il fatturato) e la metallurgia (+15% a/a gli ordinativi). In sintesi, **i principali indicatori per l'industria potrebbero vedere un calo tra febbraio e marzo** (a seconda degli indicatori) sulla scia della nuova stretta anti-COVID introdotta in diversi Paesi dell'Eurozona, nonché dei problemi nell'approvvigionamento di semi-conduttori. Tuttavia, **l'industria conferma l'impostazione decisamente più espansiva rispetto ai servizi**.

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



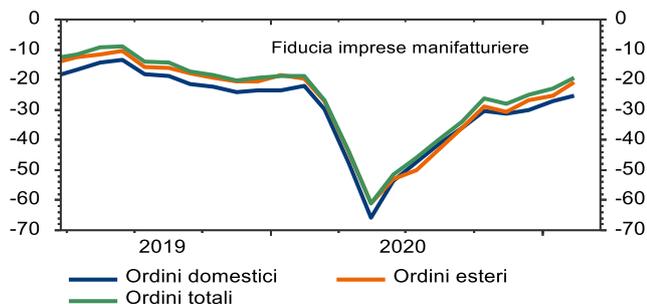
Fonte: Refinitiv-Datastream

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



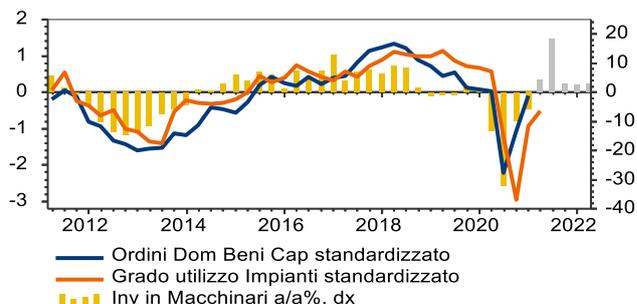
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream

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 nella primavera dello scorso anno



Fonte: Refinitiv-Datastream

Anche le costruzioni cominciano bene l'anno

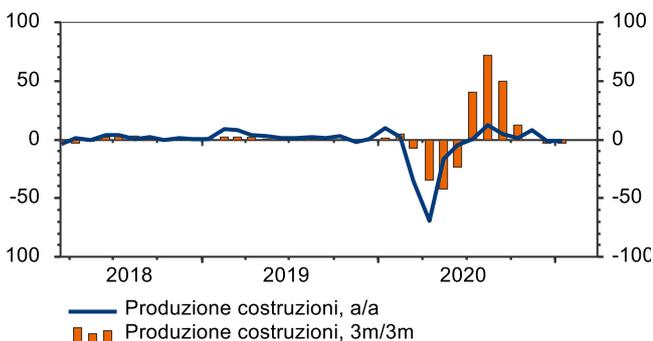
A gennaio, la produzione nelle costruzioni ha messo a segno un rimbalzo di +4,5% m/m, dopo il calo di -4,2% registrato a dicembre. Su base annua (corretta per gli effetti di calendario) l'output è rimasto in negativo, a -1,5% da -1,2% del mese precedente. Dopo la flessione di -3,2% nel 4° trimestre 2020, la produzione è in rotta per un aumento di 0,8% t/t nel 1° trimestre. Pertanto, dopo aver sottratto due decimi al PIL alla fine dell'anno scorso (in virtù di un calo del valore aggiunto di -2,5% t/t nel 4° trimestre 2020), **il settore dovrebbe tornare a dare un contributo positivo al PIL a inizio 2021.**

Dopo il calo di -6,2% registrato nel 2020, stimiamo un rimbalzo degli investimenti in costruzioni di contabilità nazionale di +11,6% nel 2021. In entrambi gli anni, la performance del settore edilizio sarebbe superiore a quella della media degli investimenti. Negli anni a venire, un'ulteriore spinta verrà dai fondi del Recovery Plan, sia in termini di investimenti pubblici diretti che di incentivi e sinergie con il settore privato.

L'indice Istat sul morale delle aziende delle costruzioni è salito ancora a febbraio da 138 a 141,9. Tutte le componenti dell'indagine sono risultate in miglioramento. Il clima di fiducia è cresciuto in tutti i principali settori, e soprattutto nell'ingegneria civile.

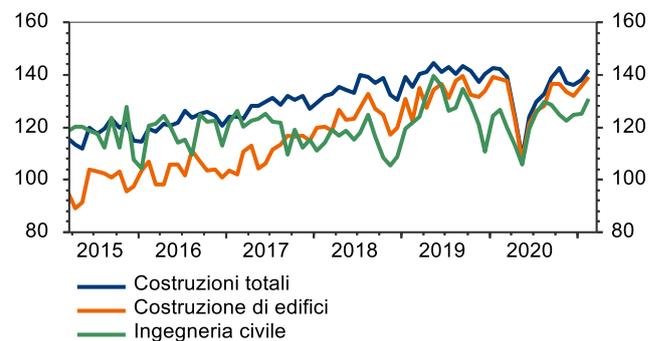
In prospettiva, **il settore dovrebbe restare su un trend di moderata crescita**, dopo l'ampia volatilità vista nel corso dello scorso anno.

Dopo l'ampia volatilità del 2020, è in corso una stabilizzazione per la produzione nelle costruzioni



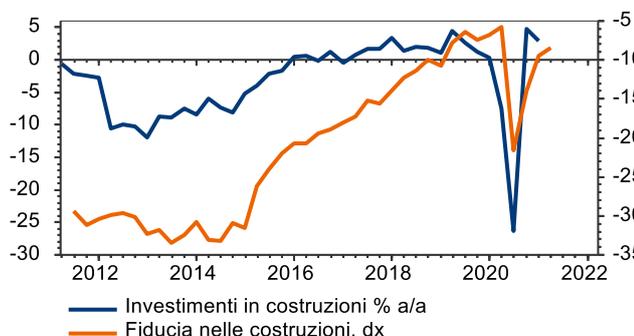
Fonte: Refinitiv-Datastream

La fiducia delle imprese del settore ha mostrato un recupero negli ultimi mesi



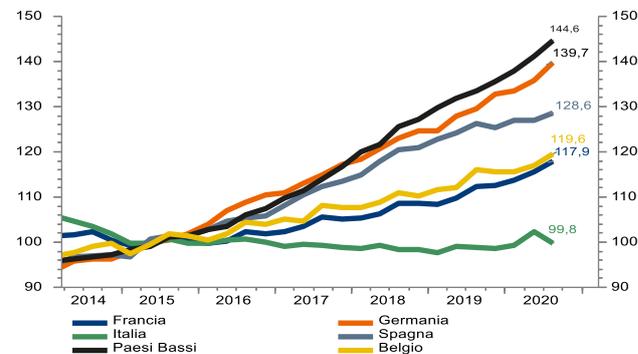
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream

La fiducia dei costruttori è coerente con il mantenimento di un trend espansivo per gli investimenti in costruzioni



Fonte: Refinitiv-Datastream

I prezzi delle abitazioni erano tornati a calare nel 3° trimestre 2020, dopo il recupero dei mesi precedenti



Fonte: Refinitiv-Datastream

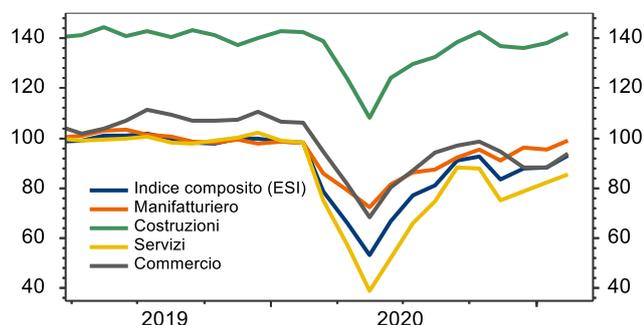
Il principale freno continua ad essere rappresentato dai servizi

A febbraio, l'indice Istat di fiducia delle imprese nel settore dei servizi è aumentato per il secondo mese, da 82,2 a 85,7. 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 e a quelli degli altri macro-settori. Sempre a febbraio, l'indice PMI del settore dei servizi ha fatto segnare anch'esso un recupero per il secondo mese consecutivo, a 48,8 da 44,7 precedente. Si tratta in ogni caso del settimo mese in territorio negativo (e dell'11° negli ultimi 12). Il miglioramento è stato guidato dalle aspettative (71,4) e dai nuovi affari (50,2 da 45,4 precedente). I prezzi dei servizi sono visti ancora in contrazione.

Nel commercio al dettaglio, sempre a febbraio, l'indice di fiducia elaborato dall'Istat ha mostrato un rimbalzo da 88,3 a 93,8. Come nei servizi, il miglioramento riguarda tutte le componenti dell'indagine. A livello di circuito distributivo, la fiducia è aumentata marcatamente nella grande distribuzione, mentre la crescita è stata più contenuta nella distribuzione tradizionale.

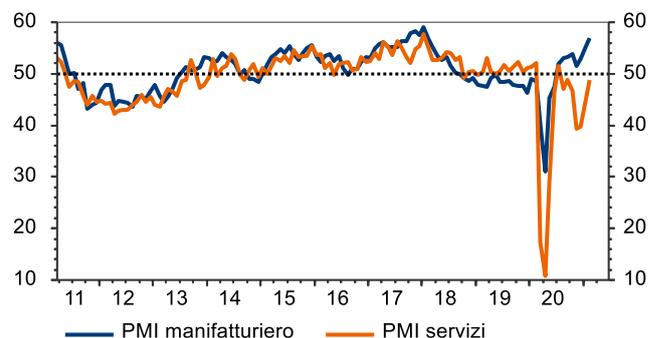
In sintesi, l'andamento degli indici di attività, nonché i dati di mobilità verso negozi e attività ricreative, mostrano che, dopo il calo di -2,3% t/t del valore aggiunto nei servizi nel 4° trimestre 2020 (da notare il -8,5% delle attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi e il -5,3% di commercio, trasporto, alloggio e ristorazione), il settore potrebbe ancora contribuire negativamente al PIL a inizio 2021, verosimilmente più che bilanciando l'apporto positivo da industria e costruzioni.

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



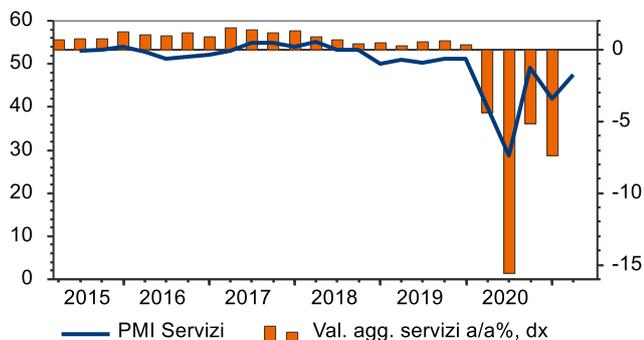
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream

Resta ampia la divergenza rispetto al settore manifatturiero



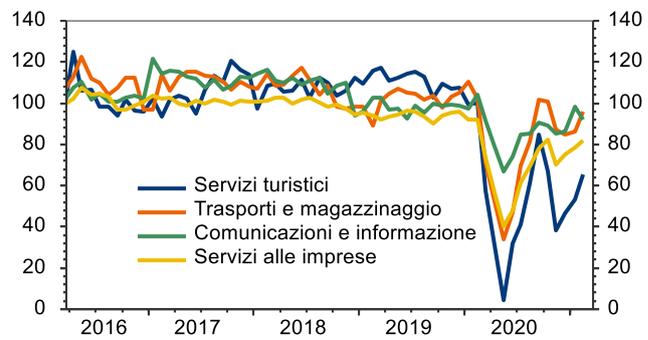
Fonte: Refinitiv-Datastream

Valore aggiunto nei servizi affeso ancora in calo a 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

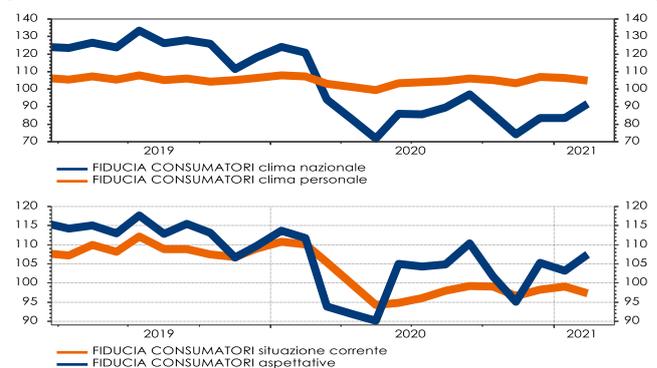
Le vendite al dettaglio sono tornate a calare a gennaio, di -3% m/m, dopo il +2,4% m/m di dicembre. Su base annua, le vendite sono calate a -6,8%, da -3,2% precedente, sempre affossate dai non alimentari (-15,5%, mentre gli alimentari fanno segnare un +4,5%). Su base annua, restano in territorio ampiamente negativo i comparti più colpiti dalle chiusure degli esercizi commerciali, ovvero abbigliamento e pellicceria (-33%) e calzature, articoli in cuoio e da viaggio (-36,4%); viceversa, lo shock COVID sembra aver favorito elettrodomestici (+11,7%) e dotazioni per informatica, telecomunicazioni e telefonia (+9,9%). Le uniche forme distributive a salvarsi dal calo annuo sono gli esercizi a prevalenza alimentare (da notare il +14,1% dei discount di alimentari) e il commercio elettronico, che riaccelerera a +38,4%. In sintesi, il calo di gennaio era atteso, in conseguenza dell'intensificarsi delle restrizioni anti-COVID rispetto al mese precedente; **le vendite potrebbero mostrare una ripresa a febbraio ma tornare a contrarsi in misura decisa a marzo**, per via della nuova stretta in corso. **A febbraio, il morale delle famiglie è tornato a salire**, a 101,4 dopo il calo a 100,7 il mese scorso; si tratta di un massimo dallo scorso settembre. L'aumento è dovuto interamente al clima economico nazionale e alle aspettative sul futuro, mentre la situazione personale degli intervistati e le valutazioni sul clima attuale sono entrambe peggiorate. Le preoccupazioni delle famiglie per la disoccupazione sono diminuite solo moderatamente, ma le attese sulla situazione economica dell'Italia sono balzate in territorio positivo, ai massimi da metà 2018. Viceversa, gli indicatori sulla situazione personale delle famiglie hanno tutti mostrato una diminuzione, incluse le possibilità future di risparmio e le opportunità di acquisto di beni durevoli. Il miglioramento si spiega sia con l'allentamento delle restrizioni anti-COVID, che con la formazione del governo Draghi. Tuttavia, il **nuovo significativo inasprimento delle restrizioni** potrebbe causare una nuova correzione a marzo. Nel complesso, sono in aumento i **rischi al ribasso sui consumi relativi non solo al 1° ma anche al 2° trimestre dell'anno**.

Sulla base dei dati sulla mobilità, la tendenza annua delle vendite al dettaglio resterà negativa a febbraio e marzo



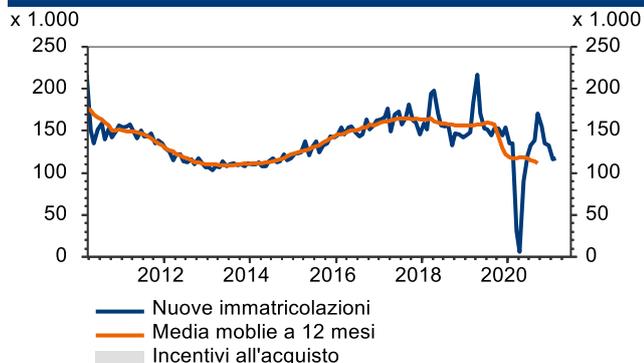
Fonte: Google, Istat, Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

In recupero la fiducia dei consumatori a febbraio, soprattutto nella componente del clima nazionale e delle aspettative



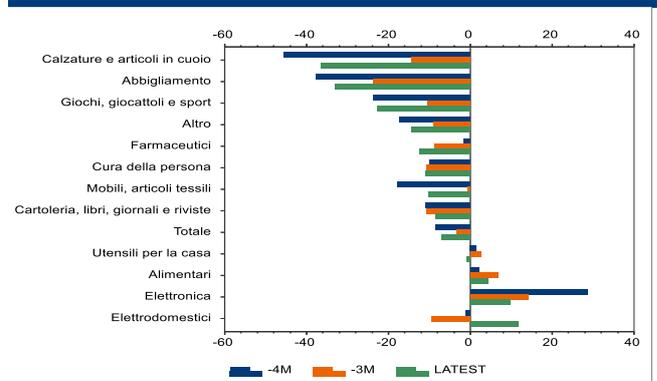
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream

Vendite di auto ancora molto deboli



Fonte: Refinitiv-Datastream

Abbigliamento e calzature guidano il calo delle vendite retail



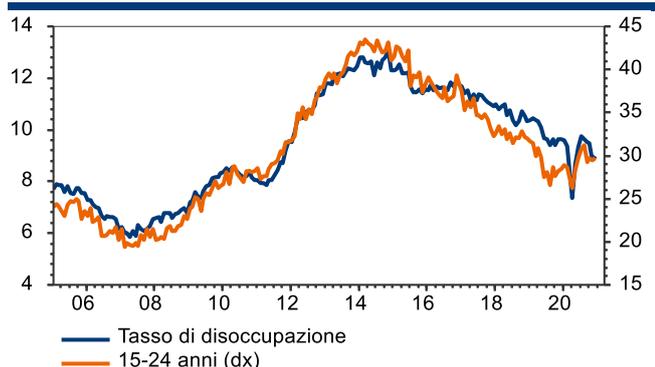
Nota: variazioni % a/a. Fonte: Refinitiv-Datastream

Di nuovo in calo 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 del 2020



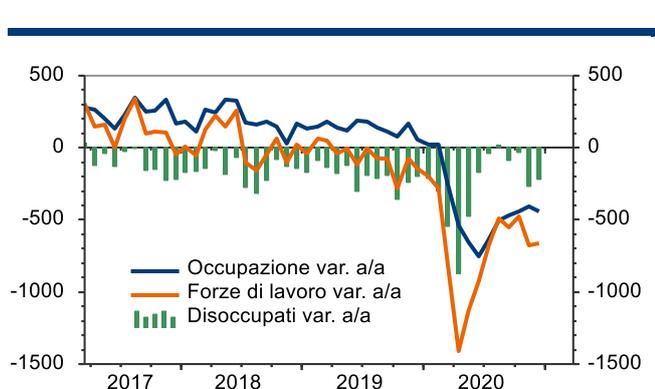
Fonte: Refinitiv-Datastream

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



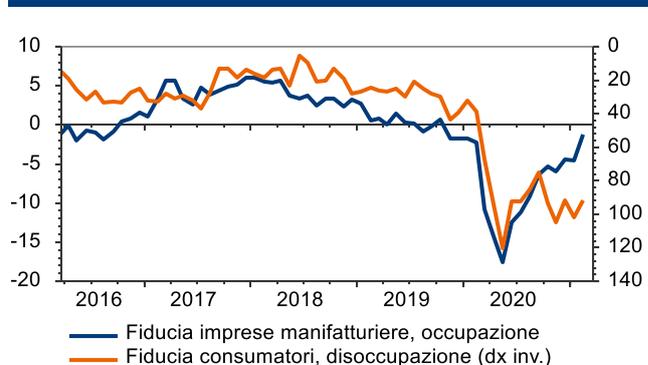
Fonte: Refinitiv-Datastream

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, viceversa le imprese industriali mostrano un recupero per le intenzioni di assunzione



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

Mantiene un trend di ripresa il commercio estero

A gennaio, dopo il calo di dicembre, entrambi i flussi commerciali con l'estero sono tornati ad aumentare su base congiunturale (esportazioni +2,3%, importazioni +1,2% m/m). L'incremento dell'export è dovuto all'aumento delle vendite verso l'area UE.

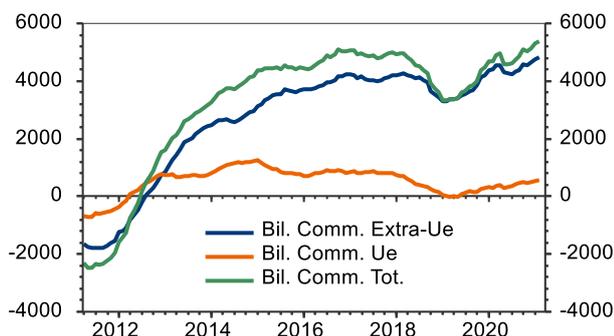
Tuttavia, su base annua, entrambi i flussi sono tornati a diminuire (l'export a -8,5% da +3,3% di dicembre, l'import a -11,6% da -1,7%).

Numerosi settori mostrano un ampio calo delle vendite all'estero (abbigliamento -23,1%, raffinazione -36,5%, articoli in pelle -17,1%, farmaceutici -9% e alimentari -7,2%); viceversa, risultano in aumento le vendite di autoveicoli (+6,5%), gli apparecchi elettrici (+5,3%), i prodotti dell'agricoltura (+8,4%) e computer, apparecchi elettronici e ottici (+0,8%).

Su base annua, i Paesi che contribuiscono in misura più ampia alla flessione dell'export sono Stati Uniti (-20,6%), Regno Unito (-37,4%), Francia (-7,0%) e Paesi OPEC (-17,4%). Solo le vendite verso Cina (+29,2%), Polonia (+5,8%), Germania (+0,9%) e Paesi MERCOSUR (+8,2%) risultano in crescita.

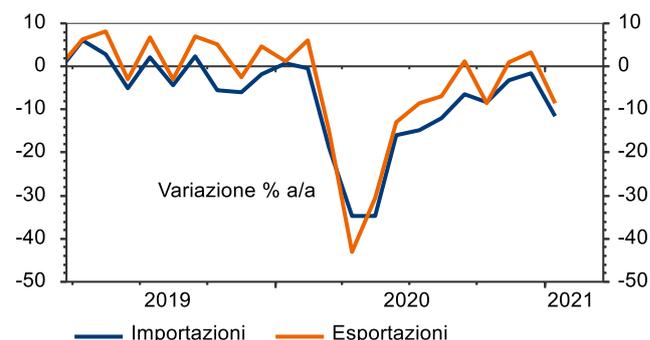
Nel complesso la domanda estera netta, dopo aver sottratto un punto alla crescita a fine 2020 per via di un aumento dell'import molto più marcato di quello dell'export (+5,4% vs. +1,3% t/t), potrebbe tornare a contribuire positivamente al PIL sia nel 1° trimestre sia nell'insieme del 2021.

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



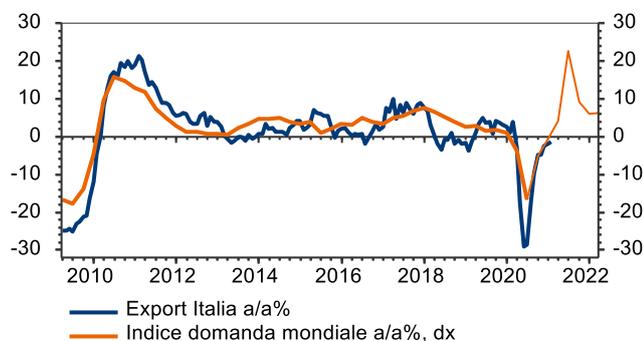
Fonte: Refinitiv-Datastream

Entrambi i flussi mostrano però a gennaio una tendenza annua in arretramento rispetto al mese precedente



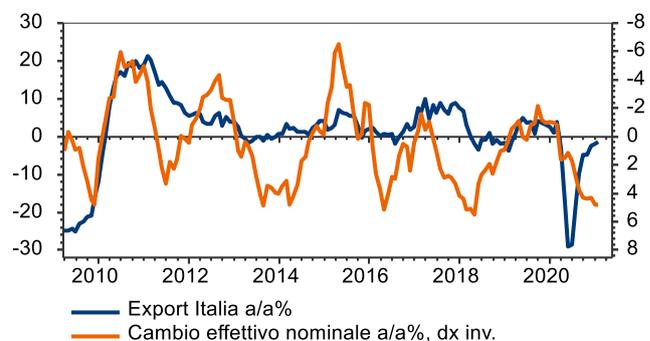
Fonte: Refinitiv-Datastream

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



Nota: media mobile a 3 mesi della variazione % annua dell'export. 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

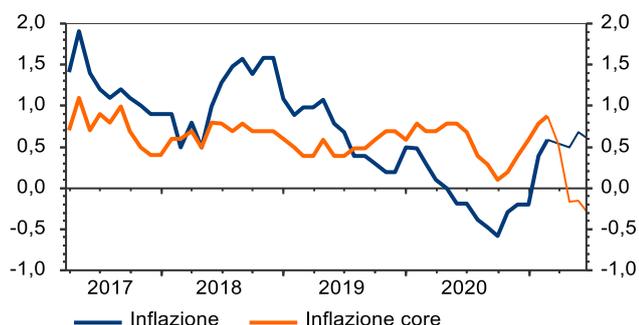
Inflazione in recupero negli ultimi mesi

L'inflazione è salita ulteriormente a febbraio, a 0,6% a/a da 0,4% di gennaio, sulla scia di un aumento dei prezzi pari ad un decimo nel mese. **Ha pesato soprattutto la componente energetica** (+1% m/m), per via dei carburanti (che mostrano rincari superiori al 2% su base mensile). **L'inflazione core è salita anch'essa**, a 0,9% da 0,8% precedente. Sull'indice armonizzato, i prezzi sono calati di due decimi, per un'inflazione annua in aumento a 1% da 0,7% precedente. **I dati, in particolare sull'IPCA, sono stati superiori alle attese.**

A gennaio, i prezzi alla produzione sono aumentati dell'1,4% m/m (-0,3% a/a). La variazione su base mensile è un **record da quando sono disponibili le serie storiche**, quella su base annua è un massimo da oltre un anno e mezzo. Sul mercato interno, i prezzi sono saliti di 1,7% m/m (0,5% al netto dell'energia). Fra le attività manifatturiere, gli aumenti tendenziali più elevati interessano il settore della metallurgia e fabbricazione di prodotti in metallo (+2,5% mercato interno, +2,4% area euro). Le flessioni più ampie si rilevano per coke e prodotti petroliferi raffinati (-12,5% mercato interno, -8,3% area euro, -8,9% area non euro) e prodotti chimici (-3,2% area euro, -3,1% area non euro).

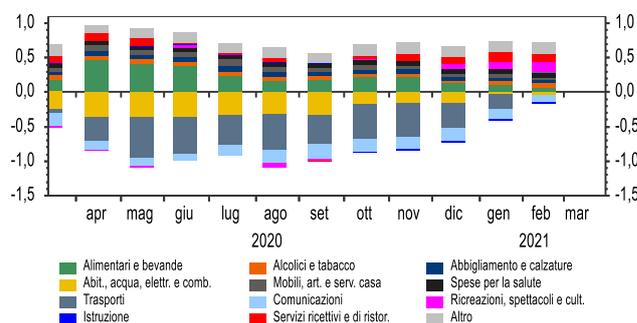
In prospettiva, l'inflazione è attesa poco variata o in lieve calo nei prossimi mesi; solo nell'ultima parte dell'anno si dovrebbe vedere un'ulteriore accelerazione. In ogni caso, **i dati superiori alle attese degli ultimi mesi ci hanno indotto a rivedere lievemente al rialzo la stima sull'inflazione 2021**, a 0,7%. La stima per l'anno prossimo è rimasta invariata all'1%.

Ci aspettiamo un'inflazione poco variata nei prossimi mesi



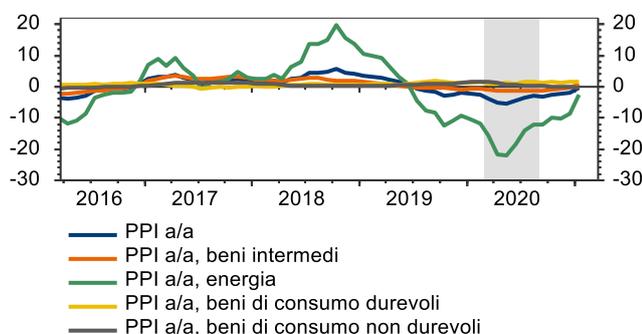
Fonte: Refinitiv-Datastream

Le comunicazioni restano le uniche fonti di pressioni deflazionistiche (almeno su base annua)



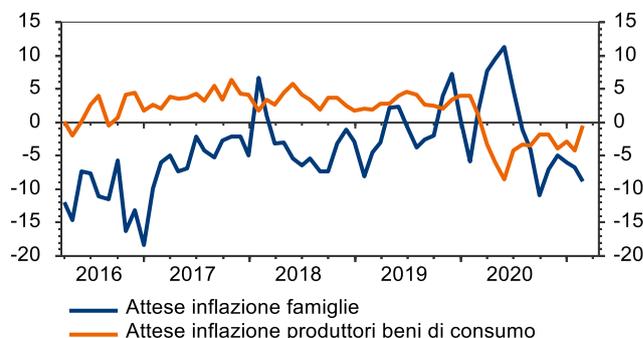
Fonte: Refinitiv-Datastream

PPI in recupero: resta in territorio solo marginalmente negativo (-0,3% a/a gennaio)



Fonte: Refinitiv-Datastream

Restano molto contenute le aspettative inflazionistiche delle famiglie, quelle delle imprese manifatturiere si riavvicinano alla media storica



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

Tendenze del settore bancario

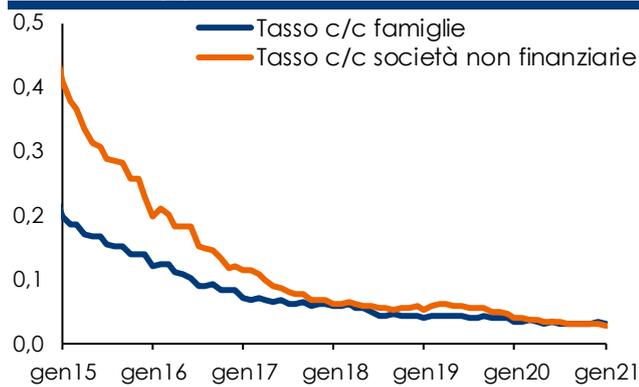
Tasso medio sullo stock di depositi in lieve riduzione a inizio 2021

L'inizio del 2021 si è caratterizzato per andamenti misti dei tassi bancari, in lieve riduzione per il medio sullo stock dei depositi, ma in leggero rialzo per i tassi corrisposti sui nuovi depositi a tempo. Dal lato dei tassi sui prestiti, si è osservato un calo significativo di quello sui nuovi finanziamenti oltre 1 milione alle società non-finanziarie, accompagnato da un marginale ritocco verso il basso del tasso sui nuovi prestiti di minore entità. Al contempo, per i tassi sui nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto della casa l'anno 2021 si è aperto con un leggero aggiustamento verso l'alto che però non cambia il quadro di sostanziale stabilità in essere da giugno 2020 in poi.

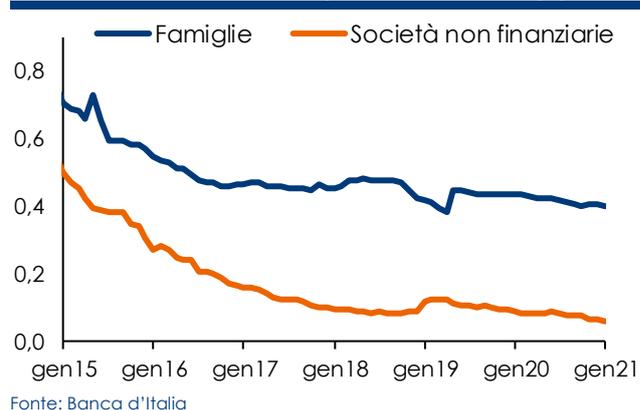
Elisa Coletti

A gennaio 2021 si è osservata una marginale limatura del tasso medio sullo stock dei depositi che lo ha portato a scendere a 0,32%, dallo 0,33% dei due mesi precedenti. Il tasso è rimasto allo stesso livello a febbraio, secondo le anticipazioni ABI. Tra le componenti, dopo un 4° trimestre 2020 in lieve aumento, **il tasso medio sullo stock di depositi con durata prestabilita** è sceso di 1pb m/m, all'1,01%. Per il 10° mese consecutivo, **resta sullo 0,03% il tasso medio sui conti correnti**, seppure **con marginali ritocchi al ribasso**, mantenendosi sullo stesso livello anche a febbraio secondo le stime ABI.

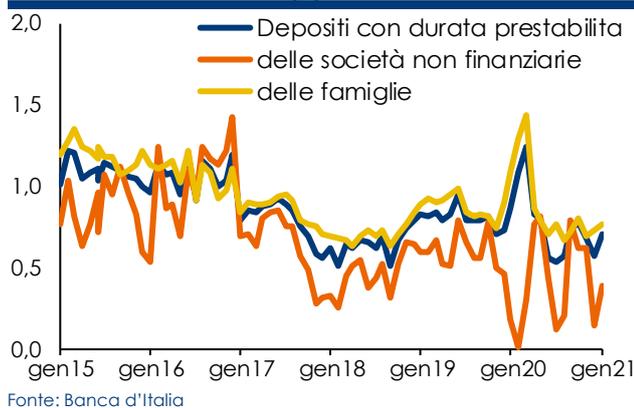
Tassi sui depositi in conto corrente di famiglie e società non-finanziarie (%)



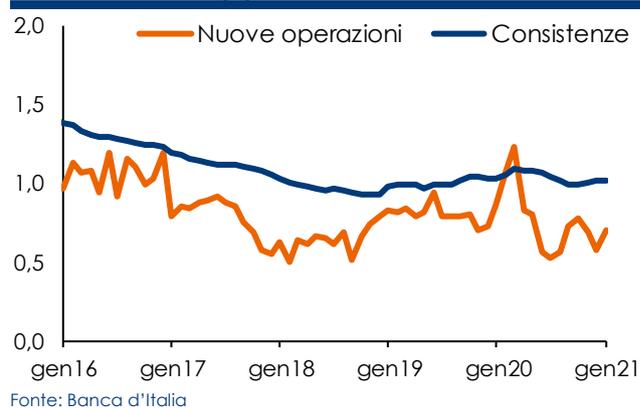
Tassi medi sulle consistenze dei depositi complessivi di famiglie e società non-finanziarie, esclusi i pronti contro termine (%)



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



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

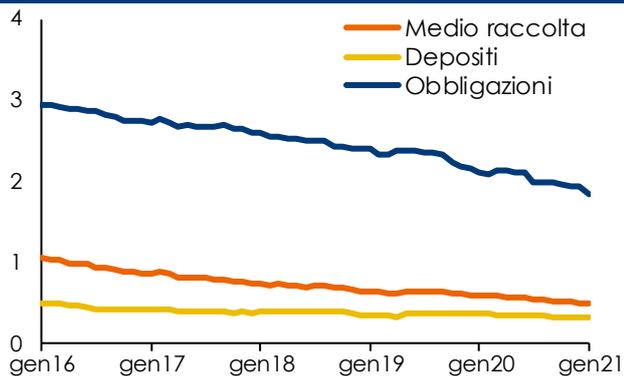


Diversamente, confermando una certa variabilità, dopo due mesi di calo, **il tasso complessivo sui nuovi depositi con durata prestabilita è tornato in leggero aumento, di 13pb m/m a 0,70%**. Il rialzo è stato determinato dall'andamento di tutte le componenti, più marcato per il tasso offerto alle società non-finanziarie, salito di quasi un quarto di punto a 0,39% (+24pb m/m). Al contempo,

i tassi corrisposti sui nuovi depositi a tempo delle famiglie sono aumentati per il 2° mese consecutivo, di 7pb m/m sia sulle durate più brevi, a 0,68%, sia sulle durate oltre 1 anno, a 1,0%.

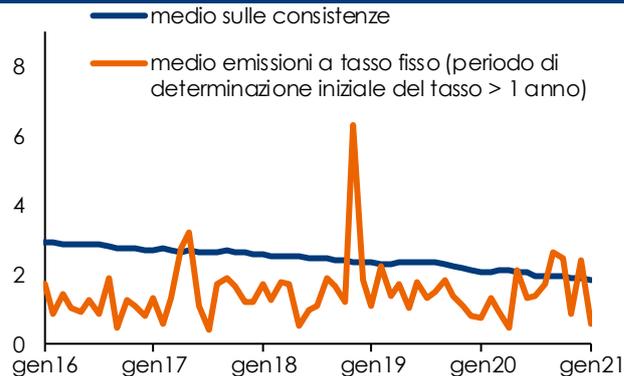
Un calo notevole ha interessato il tasso sullo stock di obbligazioni, sceso a 1,44% (-10pb m/m), a cui seguirebbe un leggero recupero a febbraio, a 1,87%, secondo le anticipazioni ABI. Tutto ciò considerato, **il costo complessivo dello stock di raccolta da clientela si è ridotto di 1pb m/m a 0,49% a gennaio, nuovo minimo storico**, dopo 3 mesi a 0,51%, ed è visto stabile a febbraio, 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 (%)

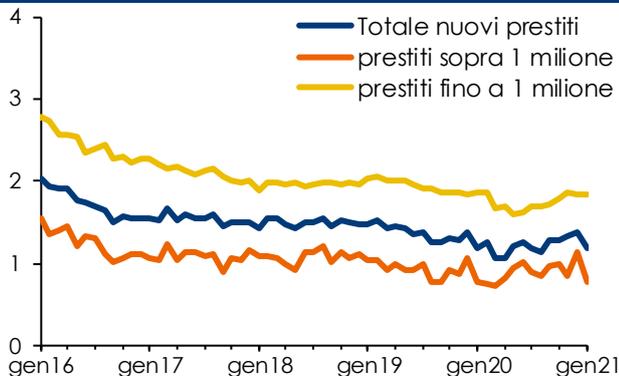


Fonte: Banca d'Italia

I tassi sui nuovi prestiti alle società non-finanziarie hanno aperto l'anno in calo, sebbene più marcato per quello sui prestiti di maggiore entità. In particolare, **il tasso sui nuovi prestiti superiori a 1 milione è sceso di ben 35pb m/m allo 0,78%**. Inoltre, il tasso sui finanziamenti di minore entità ha evidenziato un lieve calo, di 1pb m/m a 1,84%. Si tratta del secondo aggiustamento verso il basso, dopo quello di dicembre e i rialzi dei sei mesi precedenti. Pertanto, **il tasso medio sulle erogazioni è sceso**, di 21pb m/m a 1,18%, ed è **visto ancora in calo a febbraio**, a 1,10% secondo le anticipazioni ABI.

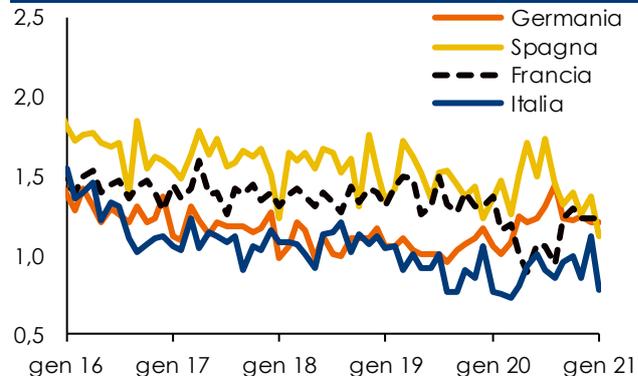
Nel confronto europeo, **i tassi medi dell'Eurozona** sono risultati in aumento per i prestiti fino a 1 milione e in calo di 10pb per quelli di maggiore entità. Pertanto, **il differenziale col tasso italiano sui flussi di prestiti fino a 1 milione si è ristretto rispetto al mese precedente pur restando lievemente positivo** (+1pb la distanza tra Italia e area euro dai 6pb dei due mesi precedenti). Invece, **per il tasso sui nuovi prestiti oltre 1 milione, il differenziale negativo è tornato ad ampliarsi significativamente**, a -42pb da -18 di dicembre 2020.

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



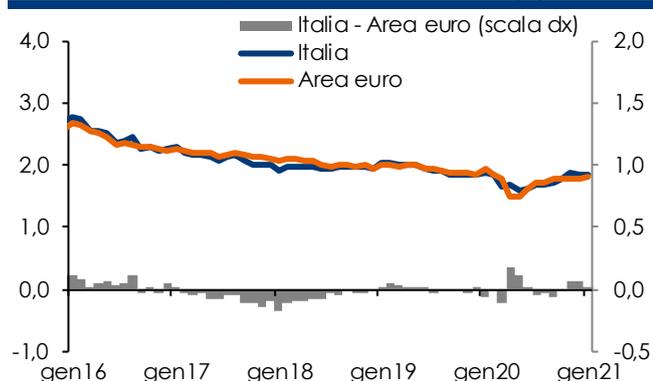
Fonte: Banca d'Italia

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



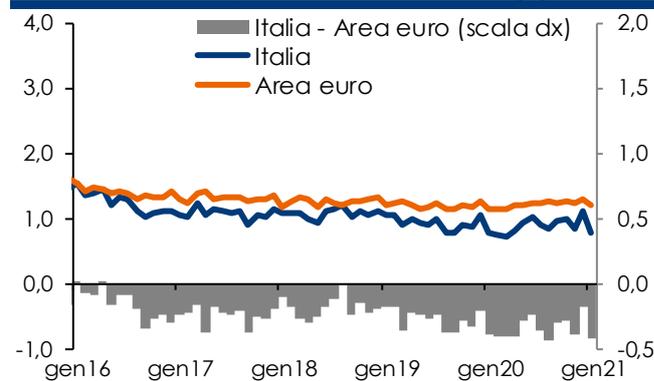
Fonte: BCE

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

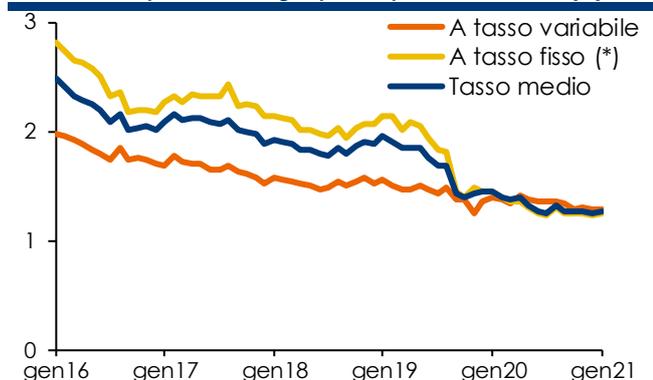
Tasso medio sui nuovi prestiti di importo superiore a 1 milione alle società non-finanziarie, confronto Italia – Area euro (%)



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

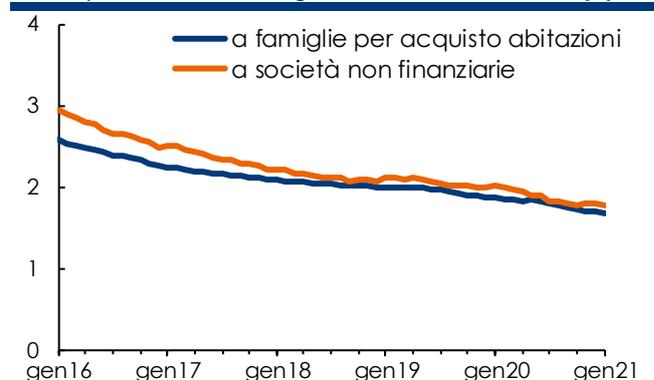
Quanto al **tasso medio sui flussi di prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni**, l'anno 2021 si è aperto con un leggero aggiustamento verso l'alto che però non cambia il quadro di sostanziale **stabilità** in essere da giugno 2020 in poi. A gennaio il tasso medio è tornato al livello di novembre, pari a 1,27% dall'1,25% di fine 2020, e le stime ABI per febbraio danno un ulteriore aumento a 1,30%. L'andamento del tasso medio è in linea con quello del tasso fisso, salito a gennaio di 2pb m/m dall'1,26% di novembre. Anche il tasso variabile ha visto un ritocco, di 1pb m/m a 1,30%. **Il tasso fisso si è mantenuto più basso del variabile, ma il differenziale continua a ridursi**, a 4pb a gennaio dai 5pb dei tre mesi precedenti. Come evidenziato dal grafico sotto a sinistra, **i tassi variabile e fisso continuano a essere sempre più allineati**.

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 (%)

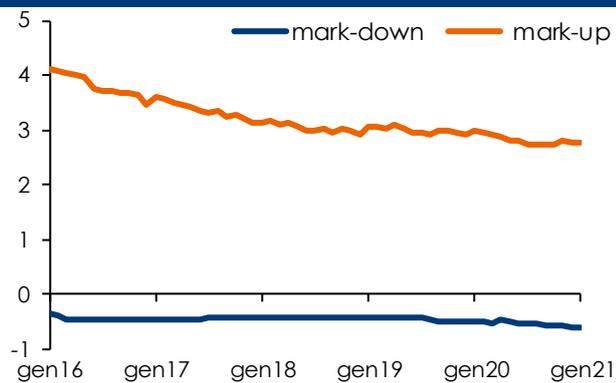


Fonte: Banca d'Italia

Per il **tasso medio sullo stock di prestiti**, con le riduzioni di 1pb m/m a gennaio e di 2pb il mese successivo, come stimato da ABI, **si toccano nuovi minimi storici** di 2,26% a inizio 2021 e di 2,24% a febbraio.

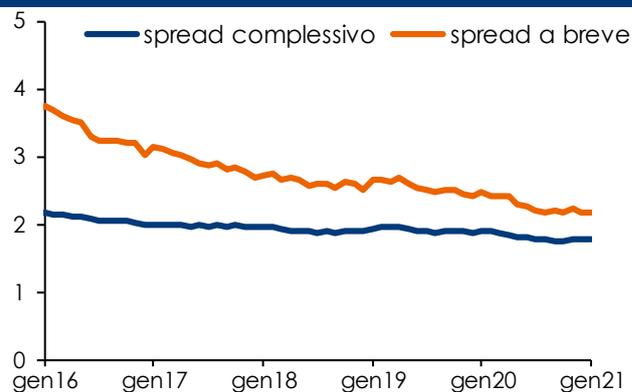
Pertanto, a gennaio **la forbice tra tassi attivi e passivi è rimasta invariata a 1,77%**. **Allo stesso modo la contribuzione dei depositi a vista si è stabilizzata**, col *mark-down* al minimo di -0,59% raggiunto a dicembre. Per il *mark-up* sui tassi attivi a breve a gennaio si è osservato un leggero recupero di 2pb m/m a 2,78%.

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

Esaurita l'accelerazione dei prestiti alle imprese, la crescita va stabilizzandosi

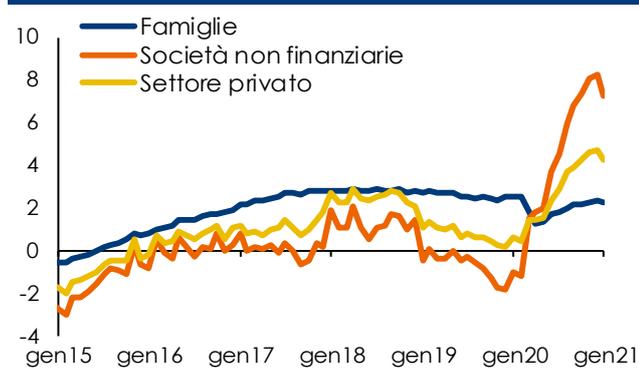
I prestiti alle società non-finanziarie hanno aperto il 2021 al ritmo di +7,3% a/a, 1 punto in meno rispetto al mese precedente, quando si toccò il massimo da fine 2008. Inoltre, la crescita si è allineata a quella media dell'area euro, dopo essere stata per 3 mesi più vivace. Il trend dello stock di prestiti alle imprese è rimasto sostenuto per il settore manifatturiero, ma in rallentamento per il 2° mese di seguito, mentre è proseguita la ripresa dei prestiti al commercio e quelli alle costruzioni sono tornati in lievissimo aumento, dopo anni di forte contrazione. I prestiti alle famiglie hanno continuato a mostrare un calo del credito al consumo ma è proseguito il leggero miglioramento del trend dello stock di mutui per acquisto della casa. Tuttavia, a gennaio le erogazioni per nuovi contratti di mutuo sono tornate in calo, dopo 8 mesi di aumenti. Secondo le anticipazioni ABI, a febbraio la crescita del totale dei prestiti a famiglie e imprese è risalita a +5,1% a/a, dal +4,9% di gennaio e +5,5% di fine 2020.

Elisa Coletti

Il 2021 si è aperto con una **dinamica dei prestiti alle società non-finanziarie del 7,3% a/a, più moderata rispetto al massimo di 8,3% raggiunto a fine 2021**. Considerate anche le prime parziali indicazioni relative a febbraio, il ritmo di crescita sembra aver esaurito la fase di accelerazione avviandosi al più su una stabilizzazione, come delineato dagli andamenti osservati in altri principali Paesi europei.

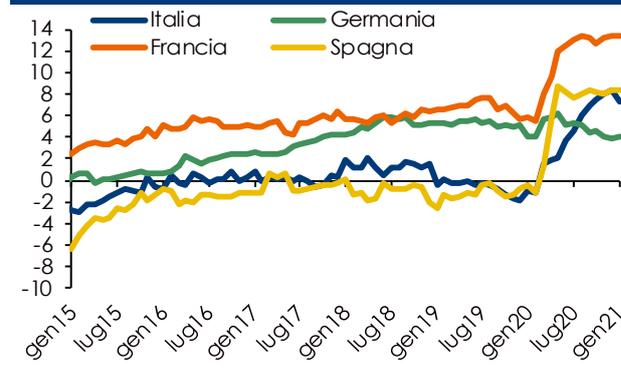
Inoltre, col risultato di gennaio, la dinamica dei prestiti alle società non-finanziarie registrata in Italia si è **allineata a quella media dell'area euro**, dopo essere stata superiore negli ultimi tre mesi del 2020. Tra i principali paesi dell'Eurozona **si conferma l'invarianza del trend in Francia e Spagna e anche in Germania emerge negli ultimi tre mesi una stabilizzazione del trend di crescita**, dopo una fase di rallentamento. La Francia mantiene una dinamica a due cifre, del +13,5% a/a come a dicembre 2020, ai massimi dall'estate 2008. In Spagna la crescita oscilla attorno all'8% da giugno, aprendo l'anno a +8,4% a/a come a fine 2020. In Germania la crescita si è consolidata a +4,1% a/a, in linea con i due mesi precedenti, 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)

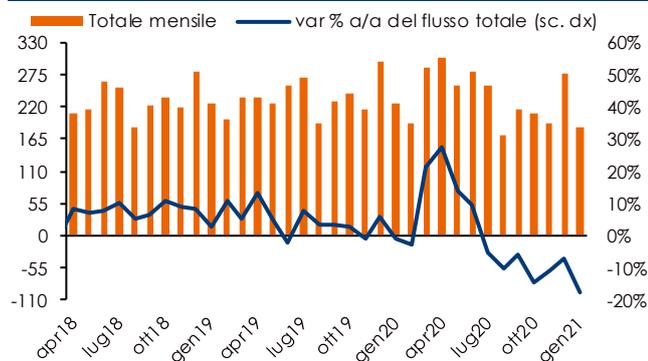


Fonte: BCE

Con riferimento all'area euro, i flussi lordi mensili di prestiti alle società non-finanziarie sono rimasti in calo a fine 2020, per il 7° mese consecutivo, del -18% a/a dal -7,4% di fine 2020, dopo aver segnato un picco ad aprile del +27% a/a (si veda il grafico sottostante a sinistra).

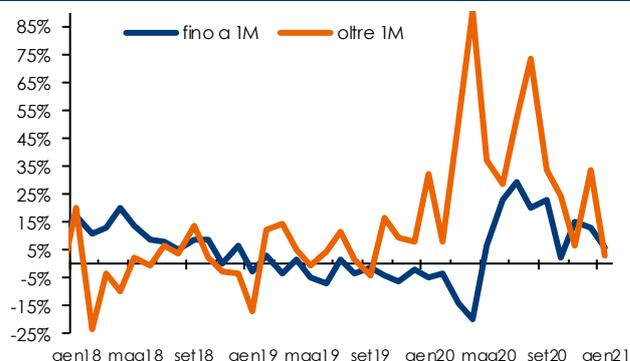
In Italia, invece, i flussi lordi mensili alle società non-finanziarie sono risultati ancora in crescita, sebbene più moderata dei mesi precedenti, del +4,1% a/a a gennaio dopo il rimbalzo di fine 2020 a +29% a/a. L'andamento è stato del tutto simile **sia per le operazioni oltre 1 milione**, che sono passate dal +33,8% a/a a +3,1% **sia per i flussi di prestiti di dimensione più contenuta, ancora in crescita per il 9° mese consecutivo**, del 5,6% a/a dal +12,9% del mese precedente.

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



Fonte: BCE

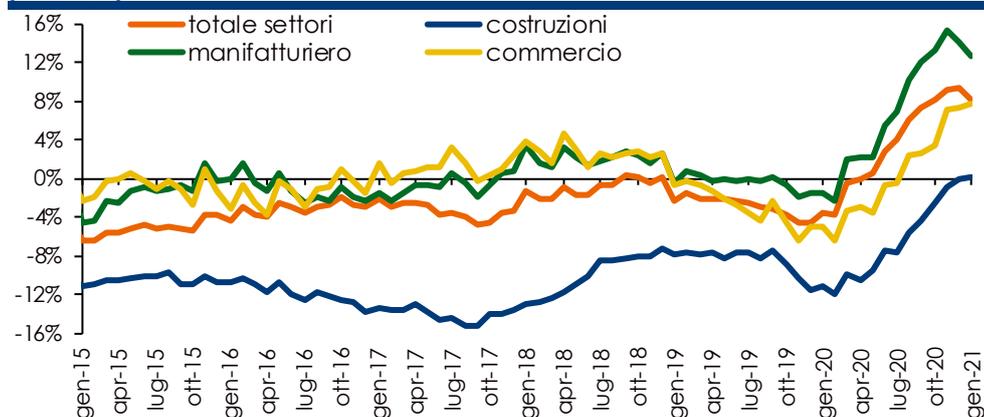
Erogazioni alle società non-finanziarie italiane – flussi al netto delle rinegoziazioni (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il trend dello stock di prestiti alle imprese rimane molto sostenuto per il settore manifatturiero, ma in rallentamento per il 2° mese consecutivo, col tasso di variazione portatosi a +12,8% a/a dal picco di +15,4% di novembre 2020, secondo i dati al netto delle sofferenze (prestiti vivi). Per il 6° mese consecutivo i **prestiti al commercio sono risultati in aumento, mostrando una lieve accelerazione più di recente**, con un tasso di variazione del 7,8% a/a dal 7,5% a/a di fine 2020 (+7,1% a/a a novembre, +3,5% a/a ad ottobre). I **prestiti alle costruzioni hanno finalmente registrato un ritorno alla crescita, con una variazione pari a +0,2% a/a dopo molti anni di forte calo**. Per il complesso dei prestiti alle imprese, la crescita annua è stata dell'8,2% a/a dal +9,4% di dicembre 2020, in positivo per il 9° 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 nel complesso hanno mostrato un lieve rallentamento rispetto agli ultimi due mesi del 2020, con una **crescita dell'aggregato pari a 2,2% a/a**, dal +2,3% precedente, 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).

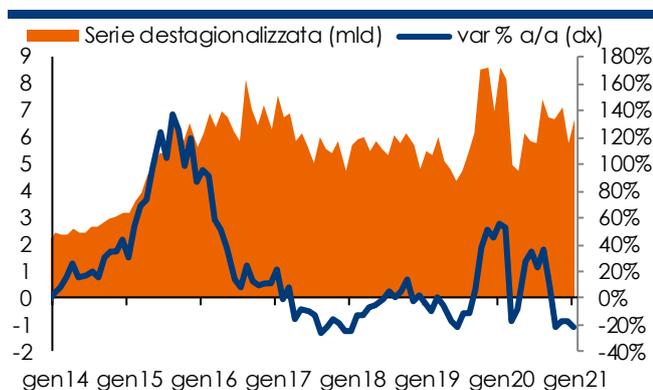
Tra le componenti, **il credito al consumo si conferma molto colpito dagli impatti della pandemia**. Quello erogato dalle banche a gennaio ha registrato una contrazione dello stock pari a -1,6% a/a in ulteriore peggioramento dal -0,6% di fine 2020. Inoltre, il flusso lordo mensile è tornato in calo a due cifre, di quasi il -12% a/a, dopo il temporaneo recupero di fine 2020, col +4% a/a.

Quanto ai **prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, con gennaio 2021 è proseguito il leggero ma costante miglioramento del trend** osservato nel 4° trimestre 2020. I dati disponibili per inizio 2021, sebbene non siano corretti per la cancellazione dei crediti deteriorati dai bilanci bancari, segnalano un'ulteriore lieve accelerazione (a +2,3% a/a dal 2,2% di fine 2020 su basi omogenee).

Tuttavia, guardando ai flussi lordi mensili, il 2021 si è aperto all'insegna della debolezza, con **l'interruzione dell'aumento dei nuovi contratti**. A gennaio si è registrato il primo calo dopo otto aumenti consecutivi, sebbene contenuto in -2,8% a/a.

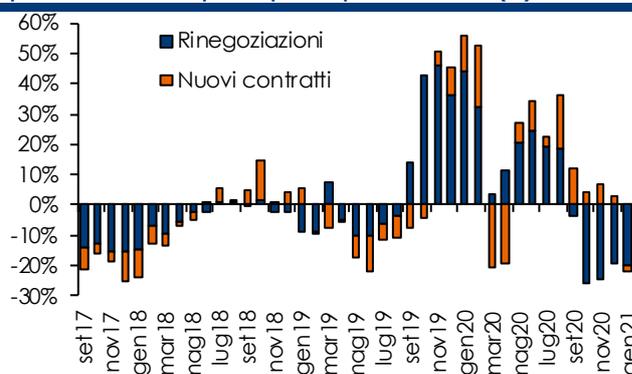
Le rinegoziazioni, inoltre, sono rimaste in forte contrazione a inizio 2021, per il 5° mese consecutivo. In dettaglio, in linea con quanto emerso nell'ultimo trimestre 2020, le rinegoziazioni sono risultate circa dimezzate rispetto a dodici mesi prima (-49,6% a/a a gennaio, -54,8% a dicembre e in media trimestrale). Ciò considerato, a gennaio il **flusso lordo complessivo di erogazioni** ha subito un calo del -22% a/a.

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



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

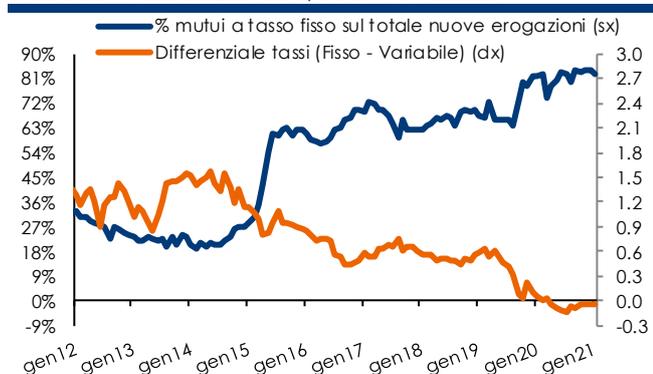
Contributo di rinegoziazioni e nuovi contratti alla crescita delle operazioni mensili di prestiti per acquisto abitazioni (%)



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

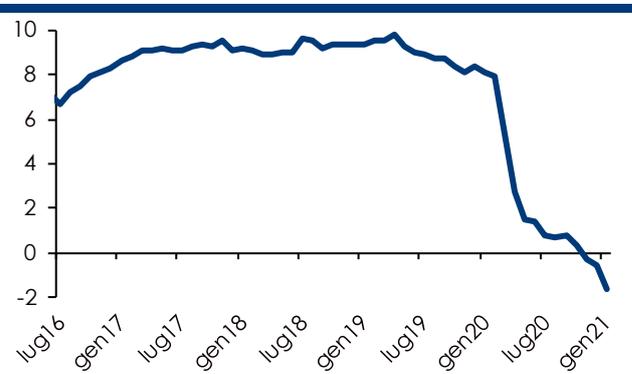
Coerentemente con la flessione delle rinegoziazioni, **le erogazioni a tasso fisso sono risultate in forte calo**, registrando un -21,3% a gennaio (-14,8% a/a la media del 4° trimestre 2020). Anche i **flussi di mutui a tasso variabile sono rimasti in marcata riduzione**, del -25,1% a/a, in linea con quanto osservato nel 2020 (-29,7% la contrazione media nell'anno). Di conseguenza, la quota di mutui a tasso fisso sul totale delle erogazioni lorde è rimasta elevata, dell'82,8% rispetto al picco di 84,3% di fine 2020.

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 (var. % a/a)



Fonte: BCE

In conclusione, **a gennaio 2021 si è osservata una pausa del trend di moderata accelerazione dei prestiti al settore privato, a +4,3% a/a** dal +4,7% del mese precedente (dati al netto delle controparti centrali e corretti per le cartolarizzazioni). **A febbraio la crescita sarebbe tornata al +4,6% a/a**, sulla base delle anticipazioni ABI, prossima al ritmo degli ultimi due mesi del 2020, con l'aggregato più ristretto dei **prestiti a famiglie e imprese che segnerebbe un +5,1% a/a** rispetto al +4,9% di gennaio e +5,5% di fine 2020.

Depositi ancora in forte aumento a inizio 2021

La dinamica dei depositi ha aperto il 2021 in ulteriore accelerazione, a +12,3% a/a, grazie ai risparmi affluiti dalle famiglie, e, secondo le stime ABI, ha mantenuto un ritmo notevole anche a febbraio, seppure leggermente più moderato e in linea con fine 2020. I conti correnti hanno segnato un nuovo record del tasso di crescita, del 15,9% a/a. Quelli delle società non-finanziarie hanno visto un deflusso nel mese, coerentemente con la stagionalità, ma contenuto e pari alla metà di quello registrato nello stesso mese del 2020. L'eccezionale dinamica dei depositi continua a trainare la crescita della raccolta complessiva da clientela, che ha aperto il 2021 in accelerazione ai massimi, a +9,3% a/a, per poi rallentare leggermente a febbraio (a un ritmo più in linea con fine 2020), secondo le anticipazioni ABI.

Elisa Coletti

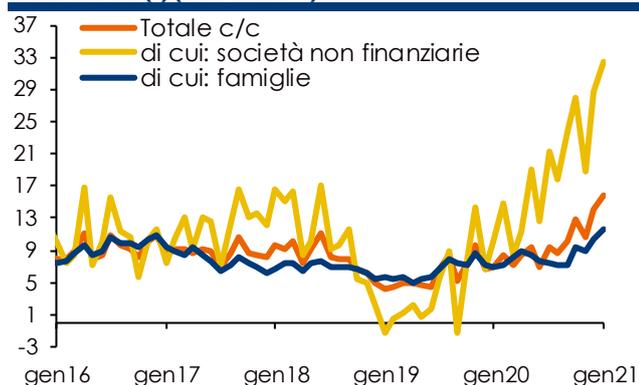
Dopo l'afflusso record sui depositi di imprese e famiglie registrato nel 2020, il 2021 si è aperto in ulteriore accelerazione, a +12,3% a/a a gennaio, dal +11,1% del mese precedente. Secondo le stime ABI, a febbraio la dinamica è tornata al ritmo leggermente più moderato di fine 2020.

Come nei mesi precedenti, la crescita dei conti correnti è stata molto forte, del 15,9% a/a a gennaio, nuovo massimo degli anni 2000. Più in dettaglio, va osservato che **a gennaio il flusso sul complesso dei conti correnti è stato positivo, per 4,8 miliardi, contrariamente alla consueta stagionalità** che vede un deflusso a inizio anno (pari a -15 miliardi nel gennaio 2020 a titolo di confronto) dopo l'accumulo del mese precedente.

L'afflusso è stato determinato dal risparmio delle famiglie, che per il complesso dei depositi si è quantificato in 9,9 miliardi nel mese. Diversamente, **i depositi delle società non-finanziarie hanno visto un segno opposto, per -6,8 miliardi m/m**. Dal lato delle famiglie, il flusso di risparmio si è riversato su tutte le forme tecniche, in particolare 5,9 miliardi sui conti correnti, quasi 1 miliardo sui depositi con durata prestabilita e 2,6 miliardi sui depositi rimborsabili con preavviso. In termini di tasso di crescita, i conti correnti delle famiglie hanno accelerato a +11,5% a/a dal 10,3% di fine 2020 e il complesso dei depositi a +8,2% a/a.

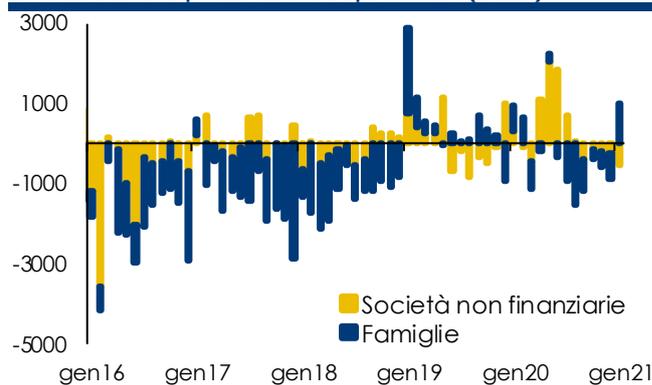
Anche i conti correnti delle **società non-finanziarie hanno visto un'accelerazione del tasso di crescita, a +32,6% a/a, nuovo massimo storico**, nonostante il deflusso mensile di -6,3 miliardi, risultato la metà di quello di inizio 2020. Ne consegue che anche la crescita del complesso dei depositi delle società non-finanziarie ha toccato un nuovo record di +31,9% 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 M)

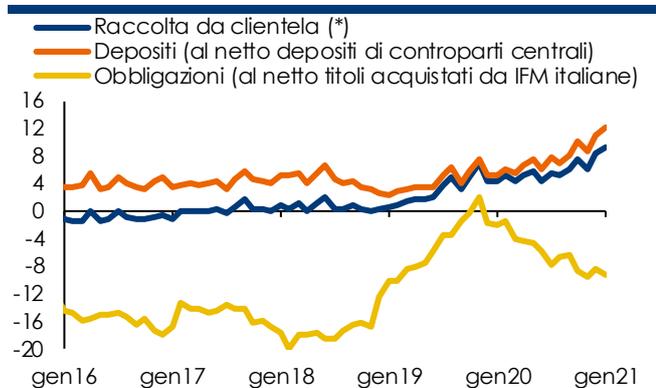


Fonte: BCE

Le obbligazioni hanno confermato un trend negativo, con un calo dello stock del -9,3% a/a, dopo il -8,3% di fine 2020, proseguito a febbraio secondo le stime ABI (-9,4% a/a), in un contesto di

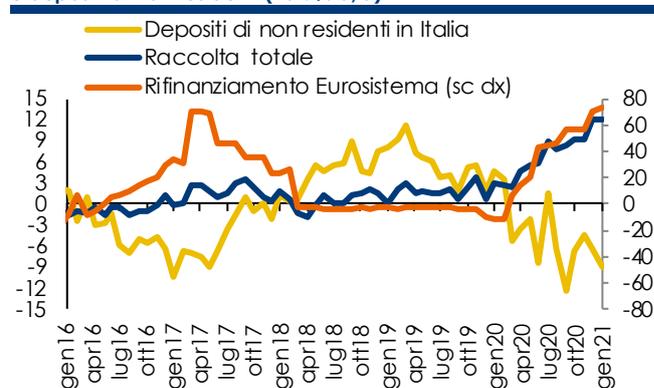
funding caratterizzato da forte crescita dei depositi e abbondante rifinanziamento a più lungo termine disponibile presso l'Eurosistema.

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

L'eccezionale dinamica dei depositi da residenti continua a trainare **la crescita della raccolta complessiva da clientela, che ha aperto il 2021 in accelerazione ai massimi, a +9,3% a/a**, dal +8,4% di novembre, **per poi rallentare leggermente a febbraio** (a un ritmo più in linea con fine 2020), secondo le anticipazioni ABI. L'aggregato della raccolta totale, che include il rifinanziamento BCE e i depositi dall'estero, ha confermato la dinamica senza precedenti già vista a fine 2020, del +12,2% a/a. Al trend continua a contribuire **il forte tasso di variazione del rifinanziamento BCE (+73% a/a a gennaio, in linea col +70% di dicembre)**. Diversamente, anche a gennaio **i depositi di non residenti, comprensivi dell'interbancario, sono risultati in calo** (pari a -8,9% a/a) confermando un andamento opposto 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.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