

La Bussola dell'Economia Italiana

Direzione Studi e Ricerche

Aprile 2021

La bussola dell'economia italiana

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

La politica fiscale nel 2021 sarà più espansiva che nel 2020

Sintesi della previsione macroeconomica

Prosegue la fase espansiva per l'industria

In aumento fiducia delle aziende manifatturiere e fatturato industriale

Anche le costruzioni restano in una fase di ripresa

Servizi: si amplia la divergenza rispetto all'industria

Restano rischi al ribasso, ma di minore entità, sui consumi

Occupazione: quasi un milione di posti di lavoro persi a causa del Covid

Continua il recupero per il commercio estero

Inflazione in salita negli ultimi mesi

Tendenze del settore bancario

Terzo aumento consecutivo per il tasso medio sulle erogazioni di mutui alle famiglie

La crescita dei mutui torna al 2,5% pre-pandemia

Dinamica dei depositi ancora sostenuta, ma in moderato rallentamento

2 Aprile 2021

2

7

8

9

10

11

12

13

14

15

16

16

20

24

Nota Mensile

Direzione Studi e Ricerche

Paolo Mameli

Economista Macro Italia

Elisa Coletti

Economista Banche

L'evoluzione dello scenario congiunturale

La politica fiscale nel 2021 sarà più espansiva che nel 2020

Il nuovo DEF prospetta un deficit 2021 più alto del previsto, e una ulteriore significativa salita del debito. Proprio il sentiero di riduzione del debito sarà, a nostro avviso, più lento di quanto oggi atteso dal Governo.

Paolo Mameli

La principale sorpresa del DEF è un deficit superiore al previsto

Il Consiglio dei Ministri ha approvato lo scorso 15 aprile la richiesta al Parlamento di un nuovo **scostamento di bilancio** da 40 miliardi (in linea con le attese), nonché il **Documento di Economia e Finanza (DEF)**. La principale novità è venuta dal nuovo quadro programmatico di finanza pubblica contenuto nel DEF (Tabella 1), che vede un **rapporto deficit/PIL molto più alto del previsto quest'anno (11,8%**, contro attese tra il 10% e l'11%) e un debito in prossimità del 160% (159,8%, dal 155,8% del 2020). Disavanzo e debito sono attesi ridursi nei prossimi anni, ma il rapporto deficit/PIL è visto rimanere sopra il 3% almeno fino al 2025.

Tabella 1 – I principali numeri del nuovo DEF

	2020	2021	2022	2023	2024
Quadro programmatico					
PIL	-8.9	4.5	4.8	2.6	1.8
Deficit/PIL	-9.5	-11.8	-5.9	-4.3	-3.4
Avanzo primario	-6.0	-8.5	-3.0	-1.5	-0.8
Interessi passivi	3.5	3.3	3.0	2.8	2.6
Debito pubblico	155.8	159.8	156.3	155.0	152.7
Quadro tendenziale					
PIL	-8.9	4.1	4.3	2.5	2.0
Deficit/PIL	-9.5	-9.5	-5.4	-3.7	-3.4
Avanzo primario	-6.0	-6.2	-2.5	-0.8	-0.8
Interessi passivi	3.5	3.3	3.0	2.8	2.6
Debito/PIL	155.8	157.8	154.7	153.1	150.9

Fonte: MEF

Il Governo assume una crescita del PIL quest'anno di 4,1% nel quadro tendenziale e del 4,5% nel quadro programmatico (ovvero incorporando i nuovi interventi di sostegno all'economia). **Su queste stime di crescita, a nostro avviso, i rischi restano al ribasso** (il nostro attuale profilo previsivo vede un PIL al 3,7% quest'anno e al 3,9% l'anno prossimo), anche se la prospettiva di graduale riapertura delle attività sembra ridurre i rischi al ribasso sul profilo previsivo per quest'anno (vedi *infra*).

Data la sorpresa al rialzo sul deficit programmatico, e poiché l'entità dello scostamento di bilancio è in linea con le attese della vigilia, ciò implica che **l'andamento dei tendenziali di finanza pubblica sia meno favorevole del previsto**: l'indebitamento tendenziale 2021 è stimato ora al 9,5%, in linea con il deficit 2020 e più alto della precedente stima del tendenziale (7%) alla quale si aggiunga l'1,8% del PIL pari all'entità del primo scostamento di bilancio (32 miliardi). L'effetto della minore crescita rispetto a quanto previsto sei mesi fa (4,1% contro il 5,1% del precedente tendenziale, sul quale erano state calcolate le proiezioni della NADEF 2020) è minore del previsto (appena 0,2% contro uno 0,5% atteso, il che suggerisce che **l'elasticità del disavanzo alla crescita sia probabilmente in questa fase minore di quella stimata secondo gli usuali moltiplicatori**). Il residuo (mezzo punto di PIL) dello scostamento tra il nuovo e il precedente deficit tendenziale è dovuto al fatto che Istat ha classificato come di competenza del 2020 imposte e contributi dilazionati al 2021: ciò indica che **la sorpresa positiva vista sui dati a consuntivo del 2020 possa viceversa pesare sui saldi** per l'anno in corso¹.

¹ Il DEF (Tabella 2) evidenzia che la sorpresa positiva di 16,2 miliardi sull'indebitamento netto 2020, rispetto alle stime contenute nel Documento Programmatico di Bilancio, deriva per 12,7 miliardi dalle spese (in particolare da prestazioni sociali diverse dalle pensioni, consumi intermedi e altre uscite correnti) e per 3,4 miliardi dalle entrate (si nota in particolare un andamento migliore del previsto per le imposte dirette, pari a 7,4 miliardi).

Rispetto ai valori indicati dal Governo, i **rischi di un sentiero ancora meno favorevole dei saldi** di finanza pubblica derivano come detto dalla possibilità di una crescita del PIL inferiore al previsto, nonché dall'eventualità di un ulteriore scostamento di bilancio nel caso in cui fossero necessarie nuove restrizioni in corso d'anno; pensiamo anche che la salita del debito quest'anno possa essere superiore a quanto stimato dal Governo in quanto ci attendiamo un rallentamento più pronunciato del deflatore del PIL (a 0,8% contro l'1,1% indicato nel DEF), e che la discesa del rapporto debito/PIL nei prossimi anni possa essere più lenta rispetto ai target governativi. Nel DEF, il Governo ha delineato uno scenario di rischio che, in caso di limitata efficacia dei vaccini COVID-19 contro le varianti del virus, che costringa a ripristinare alcune restrizioni tra il 3° trimestre 2021 e il 1° trimestre 2022, vede (nello scenario tendenziale) un recupero del PIL limitato al 2,7% quest'anno e al 2,6% l'anno prossimo. Gli altri scenari di rischio considerati dal Governo (ma con minori effetti sul PIL, si veda Figura 1) sono un'evoluzione meno favorevole del commercio mondiale (che potrebbe discendere a sua volta dalla limitata efficacia dei vaccini), un apprezzamento del tasso di cambio effettivo, un aumento del prezzo del petrolio e un eventuale peggioramento delle condizioni finanziarie (con aumento di 100pb del rendimento del BTP a 10 anni nel 2022-24).

I rischi al rialzo su deficit e debito restano prevalenti su quelli al ribasso

Tab. 2 – Le sorprese positive sui dati a consuntivo 2020 sono venute soprattutto da minori spese correnti per prestazioni sociali e maggiori incassi da imposte dirette rispetto a quanto atteso

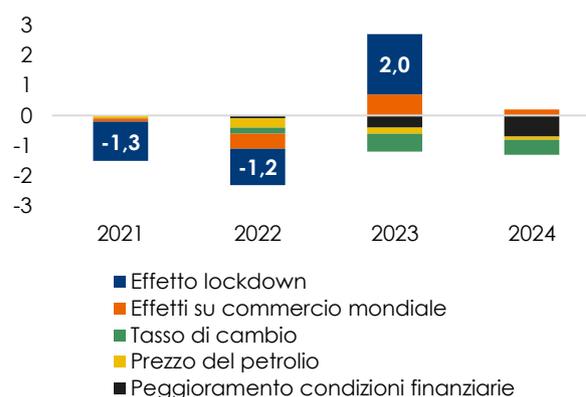
Scostamenti dalle stime DEF2021-DPB (in milioni di euro, anno 2020)	
Imposte dirette	7.394
Imposte indirette	0.422
Contributi sociali	3.319
Altre entrate correnti	-3.946
Totale entrate correnti	7.189
Imposte in c/capitale	-0.163
Altre entrate in c/capitale	-3.619
Totale entrate in c/capitale	-3.782
Totale entrate	3.407
Redditi da lavoro dipendente	-3.892
Consumi intermedi	-7.076
Pensioni	-0.466
Altre prestazioni sociali in denaro	-7.622
Altre uscite correnti	-7.92
Uscite correnti al netto interessi	-26.976
Interessi passivi	-1.102
Totale uscite correnti	-28.078
Investimenti fissi lordi	0.086
Contributi agli investimenti	-2.948
Altre uscite in c/capitale	18.191
Totale uscite in c/capitale	15.329
Totale uscite	-12.749

Fonte: DEF 2021

Sussistono anche, ma paiono di entità più contenuta, rischi di un'evoluzione più favorevole, nel caso in cui, come già avvenuto lo scorso anno, i tendenziali si rivelino migliori del previsto per via di minori esborsi effettivi su alcuni programmi di spesa nonché di un andamento delle entrate più favorevole rispetto a quanto stimato sulla base dell'elasticità al PIL (anche in virtù di una tendenza in corso a una maggiore compliance fiscale).

Il DEF contiene un aggiornamento del programma governativo sull'utilizzo dei fondi del "Next Generation EU" (Figura 2). **L'ammontare delle risorse derivanti dalla Recovery and Resilience Facility propriamente detta ammonta a 191,5 miliardi**, di cui 68,9 miliardi di sovvenzioni e 122,6 di prestiti. Di questi ultimi, una quota minoritaria è costituita da prestiti "additivi", mentre per la maggior parte si tratta di prestiti "sostitutivi" (ovvero che finanzieranno progetti non aggiuntivi

Fig. 1 – L'impatto sul PIL degli scenari di rischio inclusi nel DEF suggerisce che il rischio di un nuovo lockdown, conseguente a una limitata efficacia dei vaccini, può sottrarre oltre un punto alla crescita sia quest'anno che l'anno prossimo

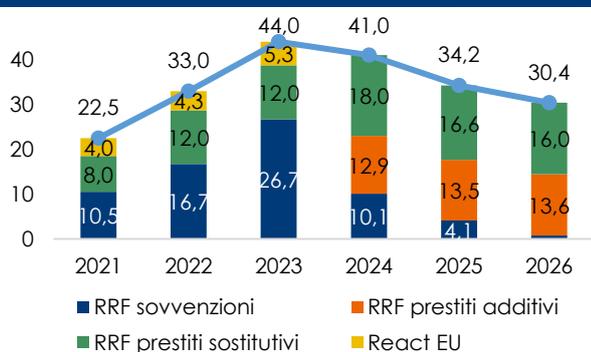


Fonte: DEF 2021

I prossimi passi sono la finalizzazione del PNRR...

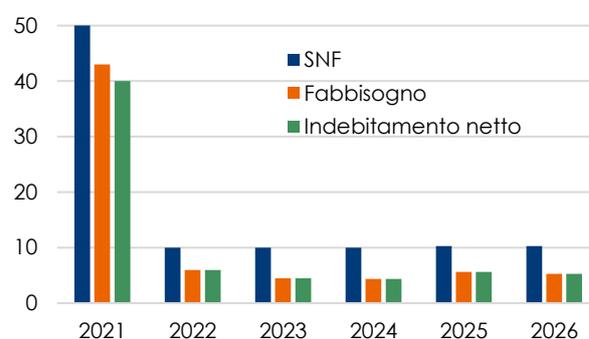
rispetto ai tendenziali di finanza pubblica²). A tali risorse si aggiungeranno circa 15 miliardi provenienti dalle altre componenti del NGEU (di cui 13,5 mld dal REACT-EU), per un totale di oltre 206 miliardi. Nella [conferenza-stampa](#) del 16 aprile, il Presidente del Consiglio Draghi ha spiegato che i progetti finanziati dal NGEU viaggeranno parallelamente a quelli del **fondo di accompagnamento al PNRR**, con cui saranno finanziate le opere che hanno un orizzonte temporale più ampio dei 6 anni di durata del Recovery Fund, e che secondo Draghi marceranno con la stessa velocità. Tale fondo dovrebbe valere oltre 30 miliardi. Nella stessa conferenza-stampa, Draghi ha posto l'accento sulla necessità di **sblocco delle opere pubbliche**, comunicando l'avvenuta nomina di 29 commissari per le 57 opere che aspettavano di essere attuate e per le quali è stato definito un cronoprogramma da monitorare trimestralmente.

Fig. 2 – L'ultimo aggiornamento del programma di utilizzo dei fondi "NGEU" vede un totale di 205 miliardi (ma dalla spinta "aggiuntiva" occorre sottrarre prestiti sostitutivi per 82,6 mld)



Fonte: DEF 2021, Tabella II.2-1

Fig. 3 – Il nuovo scostamento di bilancio ha un impatto superiore a 40 miliardi su fabbisogno e saldo netto da finanziarie, e ha effetti, sia pure più limitati, anche sugli anni successivi



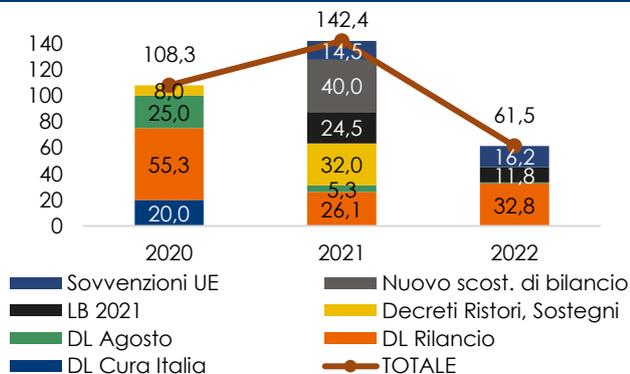
Fonte: Relazione al Parlamento 2021, 15 aprile 2021

Dopo l'approvazione del Parlamento, il Governo varerà il **Decreto Sostegni Bis** che utilizzerà i 40 miliardi di deficit aggiuntivo, la metà dei quali saranno destinati a **interventi per le imprese**, rafforzando gli aiuti alle aziende e alle partite IVA colpite dalla crisi, con misure per coprire i costi fissi come affitti e bollette, nonché interventi per favorire il credito e la liquidità e rinvii ed esenzioni delle tasse; il provvedimento destinerà risorse anche ai giovani e agli Enti territoriali. Il decreto dovrebbe anche includere l'**estensione di sei mesi, sino a fine anno, delle garanzie pubbliche sui prestiti**. Il decreto avrà un impatto superiore su fabbisogno (43 miliardi) e saldo netto da finanziare (50 miliardi); inoltre, vi sono effetti anche per gli anni successivi (6 mld nel 2022 e 4,5 mld nel 2023-24), per via di un incremento delle risorse per gli investimenti abbinati al PNRR (Figura 3). Nel complesso, l'intervento amplia ulteriormente il già corposo pacchetto di misure di sostegno all'economia varato a partire dallo scoppio della pandemia, e rende l'orientamento di politica fiscale quest'anno ancor più espansivo di quello dell'anno scorso (Figure 4 e 5).

...e l'approvazione del Decreto Sostegni Bis

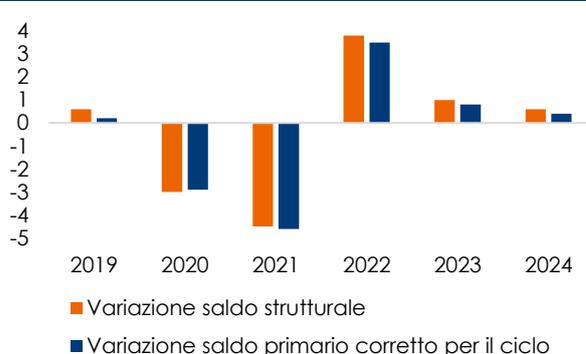
² La quota di prestiti "aggiuntivi" è stimata in 53,5 miliardi a pagina 10 della sezione 1 del DEF (http://www.df.mef.gov.it/modules/documenti_it/analisi_progammazione/documenti_programmatici/def_2021/DEF_2021_PdS_15_04.pdf), mentre a pagina 10 della sezione 2 del DEF (http://www.df.mef.gov.it/modules/documenti_it/analisi_progammazione/documenti_programmatici/def_2021/Sez-II-AnalisiETendenzeDellaFinanzaPubblica.pdf) si parla di prestiti additivi per 40 miliardi.

Fig. 4 – La somma dei pacchetti fiscali di stimolo approvati a partire dallo scoppio dell'epidemia si è ulteriormente ampliata (valore facciale ex-ante in miliardi, effetti cumulati)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo Italiano

Fig. 5 – Nel 2021 la politica fiscale sarà ancora più espansiva dell'anno scorso (variazione del saldo primario corretto per il ciclo negativa = politica fiscale accomodante)



Fonte: DEF 2021

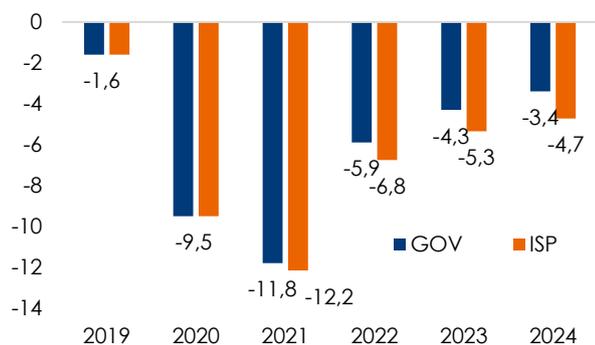
Nel frattempo, il Governo ha approvato lo scorso 21 aprile il cosiddetto **decreto "riaperture"**, in vigore sino al 31 luglio. Il decreto prevede dal 26 aprile il **ripristino delle "zone gialle"** (a rischio epidemiologico "contenuto", che erano state soppresse dal 15 marzo), ma **con un significativo allentamento** delle precedenti misure ovvero: riapertura della ristorazione con consumo al tavolo (anche a cena) ma esclusivamente all'aperto; riaperture di teatri, cinema e spettacoli con capienza pari al 50% di quella massima autorizzata e comunque non superiore a 500 spettatori al chiuso e 1000 all'aperto; permesso di svolgere qualsiasi attività sportiva all'aperto e riapertura delle piscine all'aperto dal 15 maggio e delle palestre dal 1° giugno; ripristino dello svolgimento in presenza delle fiere dal 15 giugno, e, dal 1° luglio, di convegni e congressi e delle attività di centri termali e parchi tematici e di divertimento; dal 1° giugno, apertura al pubblico delle manifestazioni ed eventi sportivi di livello agonistico di preminente interesse nazionale, con capienza pari al 25% di quella massima e comunque non superiore a 1000 spettatori per gli impianti all'aperto e 500 per quelli al chiuso. Il decreto prevede il rientro in classe degli studenti delle superiori con presenza dal 70% al 100% nelle zone gialle e arancioni, e dal 50% al 75% nelle zone rosse. Infine, sarà di nuovo possibile spostarsi liberamente fra regioni in zone gialle o bianche, mentre gli spostamenti tra regioni di colore diverso richiederanno il sussistere di una certificazione di avvenuta vaccinazione, esecuzione di un test Covid-negativo nelle ultime 48 ore o avvenuta guarigione da Covid. In sostanza, è in vista un **significativo allentamento delle restrizioni a partire dal 26 aprile** (mezza Italia è attesa tornare in "zona gialla", con le novità descritte: il grado di restrizione scenderebbe perciò ai minimi da quando è stato introdotto il sistema di classificazione delle regioni per aree di rischio ovvero dallo scorso novembre), **il che riduce i rischi al ribasso sulla nostra stima di un ritorno in territorio moderatamente positivo del PIL nel secondo trimestre e crea le basi per una accelerazione di entità potenzialmente ampia nel trimestre estivo** (che dipenderà però dall'incidenza sui flussi turistici delle limitazioni sugli spostamenti internazionali e all'interno del territorio nazionale).

È iniziato un percorso di graduale allentamento delle restrizioni

Nel complesso, soprattutto in relazione a un profilo previsivo di crescita del PIL meno favorevole di quello delineato nel DEF, **stimiamo valori di deficit e debito quest'anno superiori a quelli stimati dal Governo**, rispettivamente a 12,2% e 161,3% (Figure 6 e 7). Vediamo poi il disavanzo ridursi sensibilmente nei prossimi anni, sia pure a un ritmo più graduale di quello indicato nel DEF. Viceversa, **il sentiero di discesa del rapporto debito/PIL sarà decisamente più arduo**: vediamo il debito rimanere sopra il 160% del PIL per tutto il periodo fino al 2024. In ogni caso, nemmeno nel lungo termine, nemmeno nello scenario di base governativo, il debito è atteso ritornare ai livelli pre-Covid.

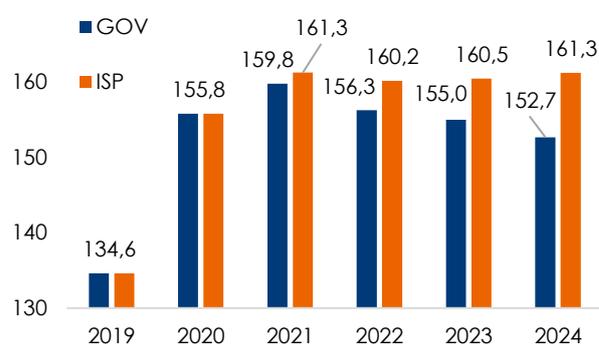
Le nostre previsioni sono meno favorevoli di quelle del Governo

Fig. 6 – Deficit/PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e target governativi



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, quadro programmatico Governo italiano (DEF 2021)

Fig. 7 – Debito/PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e target governativi



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, quadro programmatico Governo italiano (DEF 2021)

Sintesi della previsione macroeconomica

Previsioni macroeconomiche

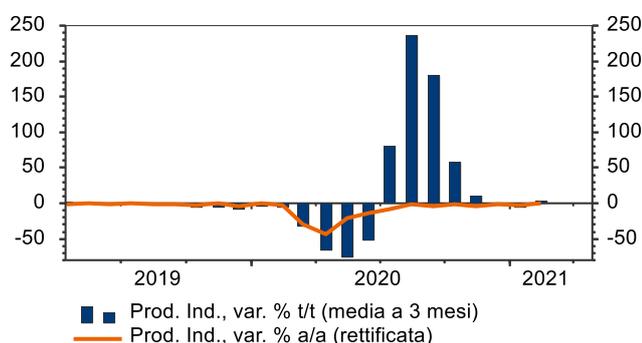
	2020	2021p	2022p	2020	2021				2022				
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi 2015, a/a)	-8.9	3.7	3.9	-5.2	-6.6	-1.3	14.3	-0.2	3.3	4.6	4.5	3.9	2.8
- var.ne % t/t				15.9	-1.9	-0.2	0.8	1.2	1.5	1.0	0.7	0.6	0.5
Consumi delle famiglie	-10.7	2.0	4.1	13.2	-2.7	-0.6	0.9	1.3	1.5	1.0	0.8	0.7	0.6
Consumi 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	10.3	3.1	29.1	0.2	1.1	0.6	0.7	0.8	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	12.5	2.7	41.3	-2.2	2.0	0.5	0.6	0.7	0.8	0.7	0.6	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	3.1	13.2	-1.3	-0.1	0.7	1.0	1.1	0.8	0.6	0.5	0.5
Var. scorte	-0.2	-0.8	0.3	-1.7	0.4	-0.5	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
Attività produttiva													
Produzione industriale	-11.1	9.1	2.4	29.3	-0.4	0.8	0.2	0.4	0.1	0.4	0.7	2.1	0.0
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	-0.1	1.1	0.9	-0.5	-0.2	0.6	1.0	1.3	1.3	0.8	0.7	1.0	1.3
- escl. alimentari, energia (a/a)	0.5	0.4	0.7	0.3	0.4	0.8	0.2	0.2	0.6	0.4	0.5	0.8	1.0
PPI (a/a)	-3.3	3.5	1.4	-3.2	-2.2	0.8	5.2	4.4	3.8	2.1	1.4	1.1	0.9
Disoccupazione (%)	9.1	10.7	11.2	9.6	9.2	10.3	10.6	10.9	11.1	11.2	11.2	11.2	11.2
Occupati totali	-1.8	-1.0	0.0	0.4	0.2	-0.7	-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	0.7	1.7										
Tasso di risparmio (%)	15.8	14.8	12.7										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	3.6	3.1	3.2										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% Pil)	-9.5	-12.2	-6.8										
Debito (% Pil)	155.8	161.3	160.2										
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

Prosegue la fase espansiva per l'industria

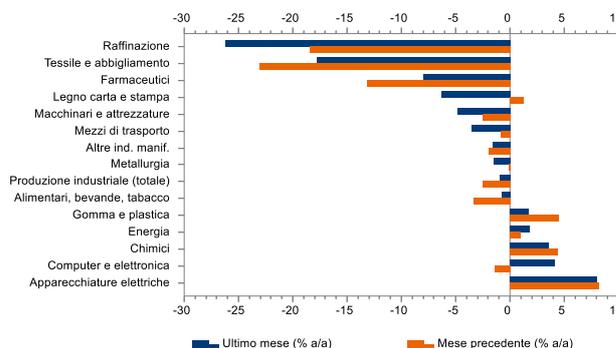
La produzione industriale è cresciuta di appena lo 0,2% m/m a febbraio, dopo l'1,1% m/m (rivisto al rialzo di un decimo) del primo mese dell'anno. Il dato è inferiore allo 0,6% atteso dal consenso (fonte: Bloomberg) e allo 0,4% della nostra stima. Tuttavia, **su base annua** (al netto degli effetti di calendario), **il dato è risultato decisamente migliore rispetto alla stima di consenso (-2,6%),** ed esattamente in linea con la nostra previsione (-0,6%). Si tratta di un **massimo nell'era post-COVID** (da gennaio dello scorso anno). **La crescita di febbraio è dovuta interamente ai beni di consumo non durevoli (+3,4% m/m),** mentre tutti gli altri raggruppamenti principali di industrie hanno subito un calo. Peraltro, beni durevoli e beni intermedi mantengono un progresso su base annua (+5,9% e +2,1%, rispettivamente), mentre gli altri gruppi restano in diminuzione. Il dettaglio per settore di attività conferma che **i due comparti manifatturieri a soffrire di più** (almeno in termini tendenziali corretti per gli effetti di calendario) **sono il tessile e la raffinazione (-13,7% e -26,2%, rispettivamente).** **Solo 5 settori manifatturieri su 13 (come il mese scorso) si salvano dal calo annuo** ovvero apparecchiature elettriche (+8,5%), computer e elettronica (+4,6%), chimica (+3,5%), gomma e materie plastiche (+1,8%) e alimentari (+0,2%). In sintesi, **la produzione industriale a febbraio ha visto una tenuta decisamente migliore in Italia che negli altri principali Paesi dell'Eurozona** (Germania -1,8%, Francia -4,7%, Spagna 0%, Olanda -2,5%, Belgio -3,7% m/m). A nostro avviso, **l'output potrebbe correggere su base congiunturale a marzo, ma l'industria è attesa mantenere un trend espansivo nei prossimi mesi,** come suggerito dalle indagini. Anche ipotizzando come detto una flessione a marzo, nel 1° trimestre la produzione industriale dovrebbe aver più che recuperato la contrazione di -0,4% t/t registrata nel 4° trimestre 2020 (nostra stima: +0,8% t/t). In altri termini, **l'industria è già tornata a contribuire positivamente al PIL, e tale trend è atteso continuare nel resto dell'anno.**

La produzione industriale si va "normalizzando" dopo l'eccezionale volatilità dello scorso anno



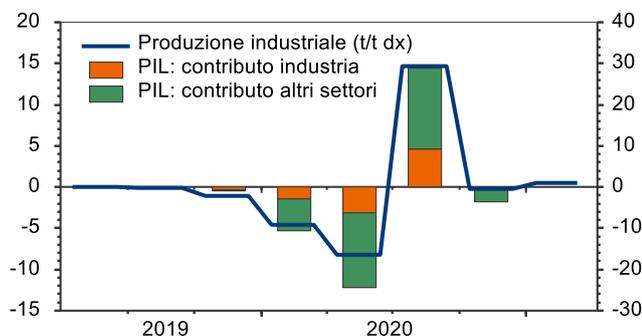
Fonte: Refinitiv-Datastream

La maggior parte dei settori industriali resta in calo su base annua; particolarmente colpiti tessile e raffinazione



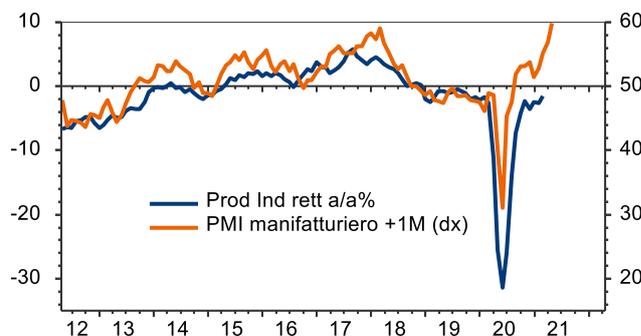
Fonte: Refinitiv-Datastream

L'industria dovrebbe essere tornata a dare un contributo positivo al PIL (sia pur moderato) nel 1° trimestre



Fonte: Refinitiv-Datastream

Le indagini segnalano un'accelerazione dell'attività industriale nei prossimi mesi



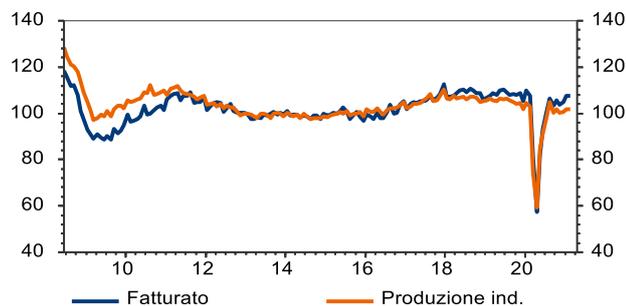
Fonte: Refinitiv-Datastream

In aumento fiducia delle aziende manifatturiere e fatturato industriale

A marzo, **la fiducia delle imprese nel settore manifatturiero è aumentata** più del previsto a 101,2 da 99,5 precedente (rivisto al rialzo, da 99 della prima stima); **si tratta di un massimo da luglio 2019**. Tutte le principali componenti dell'indagine hanno mostrato un miglioramento, particolarmente forte per le aspettative sugli ordini (ai massimi da gennaio dello scorso anno). Le scorte sono rimaste stabili su uno dei livelli più bassi dal 2014 (si tratta di un segnale positivo per la produzione futura). **Le intenzioni di assunzione sono salite ai massimi da ottobre 2019**. L'unico settore a registrare un calo del morale nel mese è stato quello dei produttori di beni di consumo. Da notare anche un **forte aumento delle attese a tre mesi sul livello dei prezzi di vendita, balzate ai massimi da più di due anni**, il che segnala la crescente tentazione per le imprese industriali di trasferire a valle una quota maggiore degli aumenti dei costi (registrati in particolare, negli ultimi mesi, sulla componente materie prime). **Ancora più positive le indicazioni dalla survey PMI**: l'indice relativo al settore manifatturiero a marzo è salito a 59,8, secondo livello più alto dall'inizio della serie (appena sotto il record di 60 toccato a marzo del 2000).

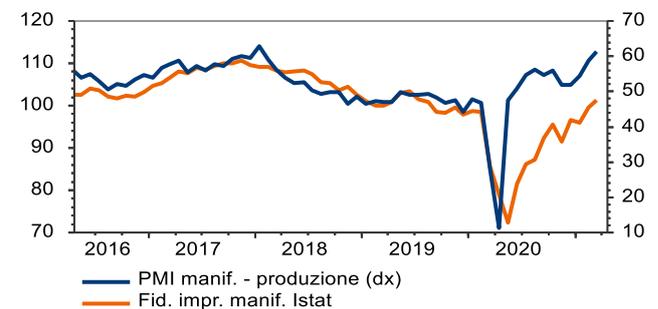
Il fatturato industriale è cresciuto per il secondo mese di fila su base congiunturale a gennaio, di +2,5% (da +1,1% precedente); il dato è trainato dal mercato estero (+5% m/m, dopo il -0,8% m/m di dicembre). Tutti i principali macro-gruppi registrano un progresso nel mese, particolarmente ampio per energia, beni di consumo durevoli e beni intermedi. Su base tendenziale corretta per gli effetti di calendario, tuttavia, il fatturato è tornato a calare, a -1,6% a/a, dopo che a dicembre era stato toccato, a -0,5%, un massimo post-COVID. Il dettaglio per settore mostra un crollo su base annua dell'ordine del 30% per attività estrattive e raffinazione, mentre spicca il balzo in avanti per le apparecchiature elettriche (+15,4% a/a). Nel complesso, il dato conferma che il settore industriale dovrebbe essere tornato a dare un contributo positivo al PIL nel 1° trimestre (che tuttavia, a nostro avviso, sarà più che compensato da un'ulteriore flessione nei servizi).

I principali indicatori nell'industria sono in via di "normalizzazione"...



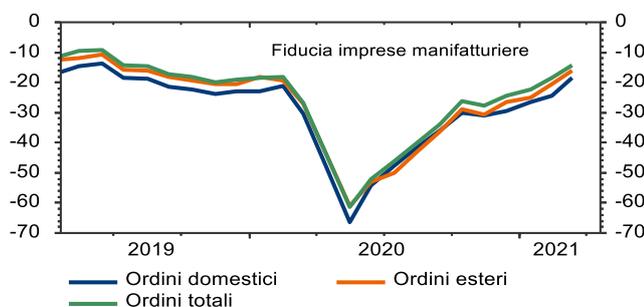
Fonte: Refinitiv-Datastream

...e le indagini mostrano una possibile accelerazione nei prossimi mesi



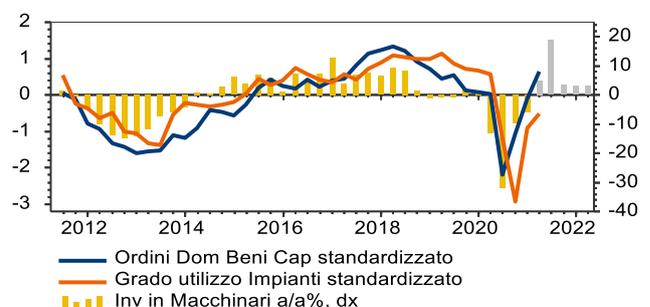
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream

Le aziende manifatturiere segnalano una ulteriore ripresa degli ordini correnti, soprattutto dall'estero



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 restano in una fase di ripresa

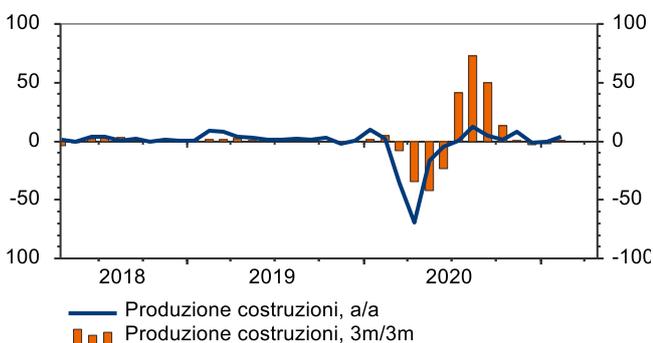
A febbraio, la produzione nelle costruzioni ha messo a segno un'ulteriore crescita, pari a +1,4% m/m, dopo il rimbalzo di +5% visto a gennaio. Su base annua (corretta per gli effetti di calendario) l'output è tornato in territorio positivo, a +3,5% da -0,7% del mese precedente. Dopo la flessione di -3% nel 4° trimestre 2020, la produzione è in rotta per un aumento di 3,8% 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 essere tornato a dare un contributo positivo al PIL a inizio 2021.**

Dopo il calo di -6,6% registrato nel 2020, stimiamo un rimbalzo degli investimenti in costruzioni di contabilità nazionale del 12,5% 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 marzo da 141,9 a 147,9. Si tratta di un nuovo massimo **da quasi 18 anni**. Come il mese precedente, 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.

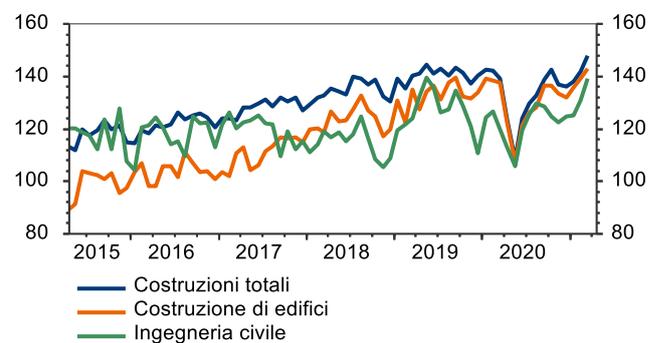
In prospettiva, **il settore dovrebbe restare su un trend di moderata crescita**, dopo l'ampia volatilità vista nel corso dello scorso anno.

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



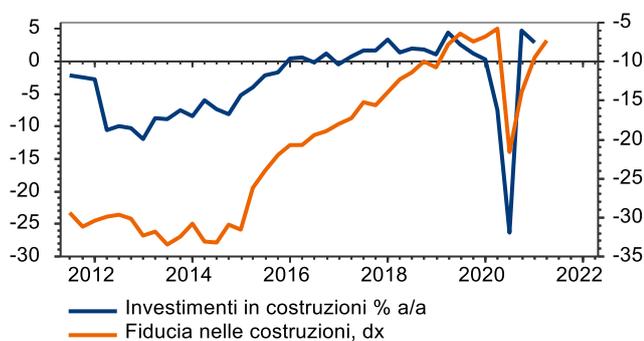
Fonte: Refinitiv-Datastream

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



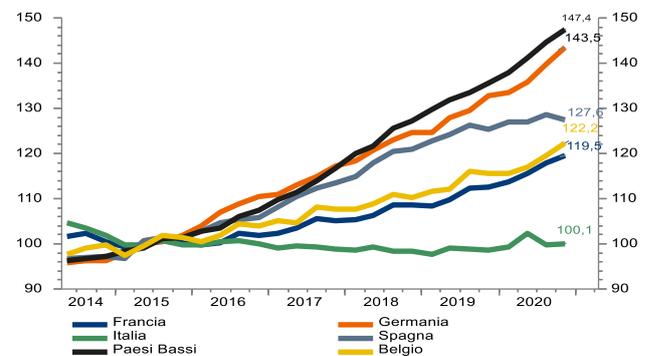
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream

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



Fonte: Refinitiv-Datastream

Prezzi delle abitazioni circa stabili nel 4° trimestre 2020 e rispetto a 5 anni prima



Fonte: Refinitiv-Datastream

Servizi: si amplia la divergenza rispetto all'industria

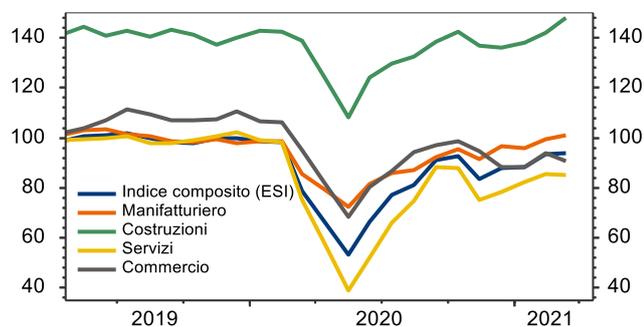
L'indice composito Istat sulla fiducia delle imprese è aumentato per il quarto mese consecutivo a marzo, a 93,9 dal 93,3 precedente: si tratta di un massimo dallo scoppio del Covid-19. Tuttavia, si nota una chiara **divergenza tra il terziario**, che risente dell'inasprimento delle restrizioni anti-Covid, **e l'industria** in senso lato, che fa segnare viceversa un miglioramento del morale.

Nei servizi di mercato, il morale delle aziende è calato da 85,7 a 85,3. La diminuzione dell'indice è trainata dalle aspettative sugli ordini che sono in decisa flessione. Sempre a marzo, **l'indice PMI servizi ha mostrato una lieve flessione**, a 48,6 da 48,8 precedente. Si tratta dell'**ottavo mese in territorio recessivo (e del 12° negli ultimi 13)**. Peggiorano i nuovi affari (48,6), mentre le aspettative fanno segnare un nuovo miglioramento (73,6). I prezzi dei servizi sono visti in leggera crescita.

Nel commercio al dettaglio, sempre a marzo, l'indice di fiducia delle imprese elaborato dall'Istat ha mostrato anch'esso un calo, da 93,7 a 90,9. Si nota un peggioramento sia dei giudizi sia delle attese sulle vendite mentre le scorte di magazzino sono giudicate in decumulo. A livello di circuito distributivo, la fiducia si è deteriorata sia nella grande distribuzione sia in quella tradizionale.

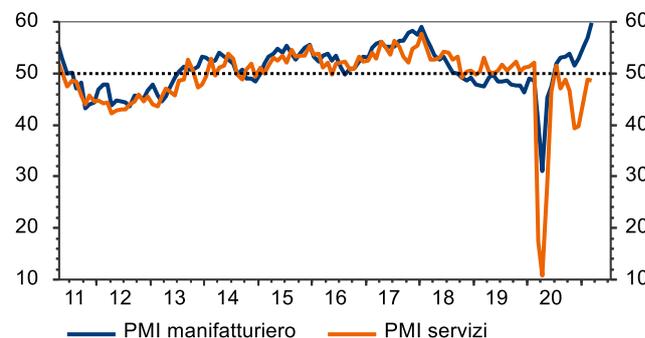
In sintesi, l'andamento degli indici di attività, nonché i dati di mobilità verso negozi e attività ricreative, mostrano che, dopo il calo di -2,3% t/t del valore aggiunto nei servizi nel 4° trimestre 2020 (da notare il -8,5% delle attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi e il -5,3% di commercio, trasporto, alloggio e ristorazione), **il settore dovrebbe ancora aver contribuito negativamente al PIL a inizio 2021**, verosimilmente più che bilanciando l'apporto positivo da industria e costruzioni. **Il graduale allentamento delle restrizioni in corso da aprile segnala un possibile recupero già dal 2° trimestre**, che è destinato ad diventare più marcato nei mesi estivi.

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



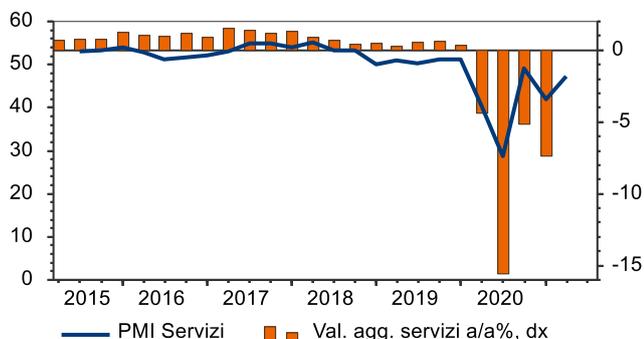
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream

Si amplia la divergenza rispetto al settore manifatturiero



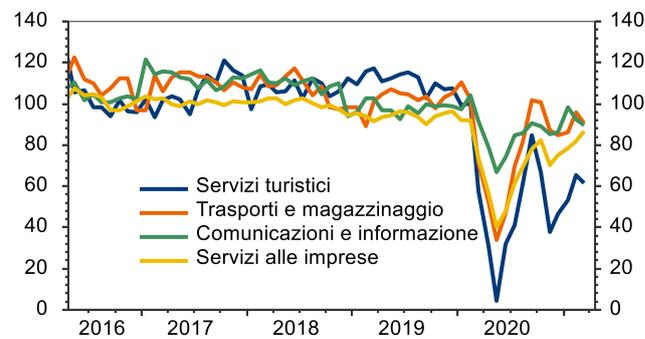
Fonte: Refinitiv-Datastream

Valore aggiunto nei servizi atteso 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

Restano rischi al ribasso, ma di minore entità, sui consumi

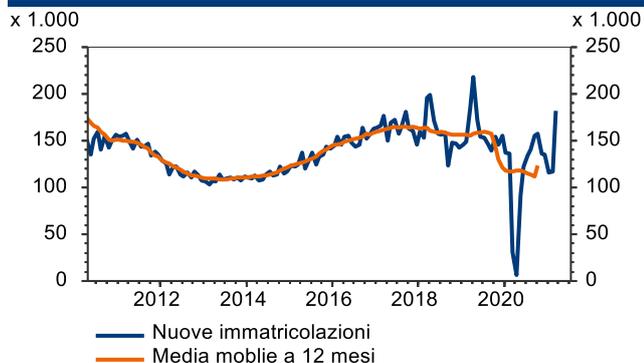
A marzo, la fiducia dei consumatori è scesa a 100,9 da 101,4 precedente, tornando a livelli in linea con la media di dicembre-gennaio. Il peggioramento è stato più marcato per il clima economico nazionale e la condizione corrente, che non per la situazione personale degli intervistati e le aspettative per il futuro. Le preoccupazioni delle famiglie sulla situazione occupazionale sono rimaste invariate su livelli elevati. Tuttavia, **si registra qualche segnale di ottimismo** in merito alla situazione economica corrente delle famiglie, alle possibilità future di risparmio e alle opportunità di acquisto di beni durevoli. **Le vendite al dettaglio sono tornate a salire a febbraio**, (+6,6% m/m, da -2,7% a gennaio), grazie all'allentamento delle misure anti-Covid rispetto al mese precedente; il balzo è dovuto ai non-alimentari (+14,8% m/m). Su base annua, le vendite sono rimaste in negativo (-5,7%). Sempre sull'anno, gli unici comparti in crescita si confermano le dotazioni per informatica e telefonia (+12%) e gli elettrodomestici (+8,9%), mentre particolarmente colpiti (con cali a due cifre) sono calzature, farmaceutici, profumeria e abbigliamento. Si salvano dalla flessione tendenziale solo esercizi non specializzati a prevalenza non-alimentare (+3,4%) e commercio elettronico (+35,8%). In prospettiva, l'inasprimento delle normative anti-COVID dovrebbe causare una nuova contrazione delle vendite al dettaglio a marzo; nel 1° trimestre, le vendite mostrerebbero una flessione di entità solo lievemente inferiore a quella vista a fine 2020 (-1,6% t/t). **Nel 4° trimestre, il reddito disponibile delle famiglie consumatrici era tornato a diminuire**, di -1,8% t/t (-2,7% a/a) dopo il recupero visto nei mesi estivi. Nello stesso periodo, i consumi finali sono calati di -2,5% t/t (-10,2% a/a). Di conseguenza, **il tasso di risparmio è salito** di mezzo punto percentuale rispetto al trimestre precedente, al 15,2%. In sintesi, nonostante il possibile rimbalzo dei consumi di beni durevoli, sulla scia della ripresa delle vendite di auto (+497% a/a a marzo), i consumi delle famiglie di contabilità nazionale appaiono destinati a contrarsi nuovamente a inizio 2021, trainati al ribasso da non durevoli e servizi. **La prospettiva è quella di una ripresa moderata nel trimestre in corso e più marcata dai mesi estivi.**

Sulla base dei dati sulla mobilità, la tendenza annua delle vendite al dettaglio resterà negativa sino almeno ad aprile



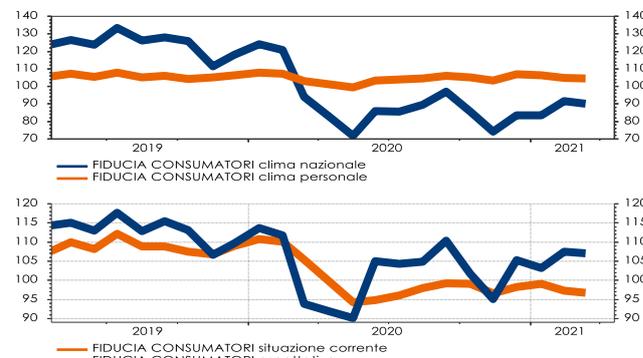
Fonte: Google, Istat, Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Balzo delle vendite di auto a marzo, grazie agli incentivi statali



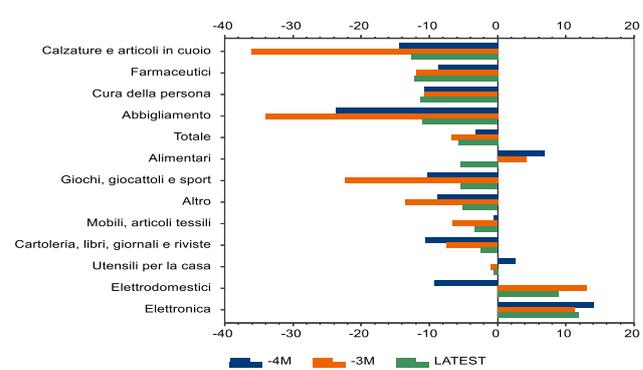
Fonte: Refinitiv-Datastream

Torna a calare la fiducia dei consumatori a marzo, trainata al ribasso da situazione corrente e clima nazionale



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

Si salvano dal calo delle vendite elettronica e elettrodomestici

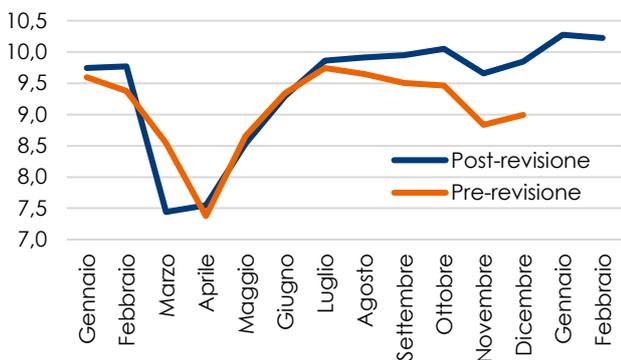


Nota: variazioni % a/a. Fonte: Refinitiv-Datastream

Occupazione: quasi un milione di posti di lavoro persi a causa del Covid

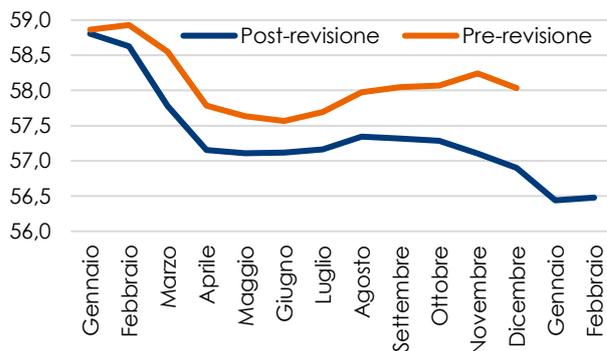
L'Istat ha diffuso le **nuove serie di dati mensili provvisori sulle forze di lavoro**, che tengono conto delle modifiche introdotte dal nuovo regolamento europeo in vigore dal 1° gennaio. La novità più importante è che i lavoratori in cassa-integrazione e i lavoratori autonomi non sono più considerati occupati in caso di assenza dal lavoro superiore ai 3 mesi. Ciò ha causato una revisione al ribasso delle stime sugli occupati, e al rialzo di quelle sui disoccupati, per l'ultimo anno. **Il tasso di disoccupazione, stimato in precedenza al 9% a dicembre 2020, risulta ora pari nello stesso mese al 9,8%, ed è poi salito sopra il 10% a inizio 2021** (a 10,3% a gennaio e 10,2% a febbraio). **Il calo degli occupati da febbraio 2020 a dicembre 2020 risulta ora pari a 767 mila unità** (dalle 425 mila stimate in precedenza); la revisione è dovuta principalmente alla diversa classificazione dei cassintegrati, visto che ora i lavoratori dipendenti permanenti nello stesso periodo sono stimati in diminuzione di 244 mila unità, mentre in precedenza erano visti in aumento di 118 mila. **La flessione degli occupati si è accentuata nei primi mesi del 2021, arrivando a febbraio a 945 mila unità** rispetto a un anno prima. La revisione ha colpito principalmente i lavoratori più anziani (-200 mila occupati ultracinquantenni a fine 2020 rispetto alla precedente stima), ma anche il tasso di disoccupazione giovanile è stato rivisto al rialzo, da 29,7% a 31% a fine 2020, ed è poi salito a inizio 2021 (a 31,6% a febbraio). In sintesi, **la revisione attenua le distorsioni statistiche che avevano ridotto l'impatto dello shock COVID sul mercato del lavoro** (rispetto a febbraio 2020, il tasso di occupazione risulta ora più basso di 2,2 punti percentuali e la disoccupazione più alta di mezzo punto). A nostro avviso, anche per via del probabile venir meno da luglio del blocco ai licenziamenti e del ricorso universale alla CIG, l'impatto sarà ritardato: **la disoccupazione potrebbe toccare un picco annuo non nel 2021 ma nel 2022**.

La nuova serie sulle forze di lavoro vede una revisione al rialzo del tasso di disoccupazione...



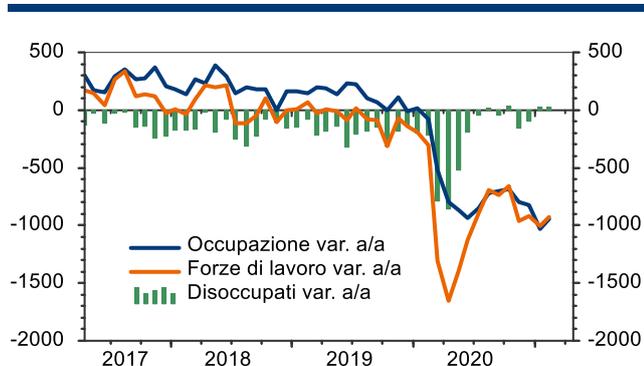
Fonte: Istat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

...e una revisione al ribasso, di entità ancor più significativa, del tasso di occupazione



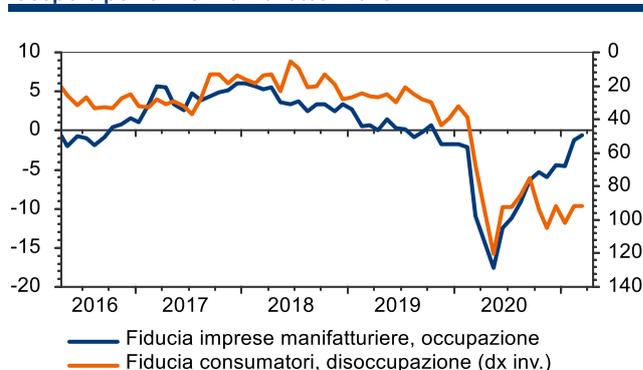
Fonte: Istat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Resta assai 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

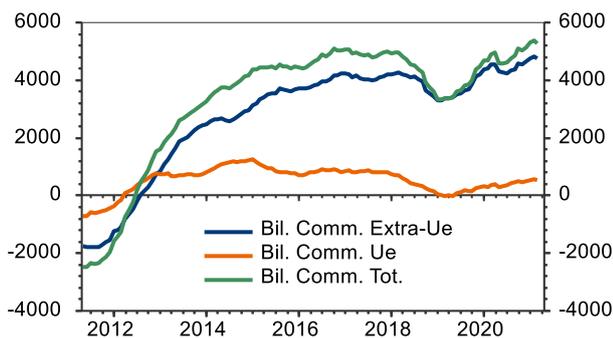
Continua il recupero per il commercio estero

Il mese di febbraio, come il mese precedente, ha registrato una crescita congiunturale per entrambi i flussi commerciali – più marcata per le importazioni (+1,4%) che per le esportazioni (+0,3%). Sul mese, l'export è in crescita verso l'area UE (+1,2%) e in calo verso i mercati extra-UE (-0,6%). Entrambi i flussi restano in negativo su base annua, ma la tendenza migliora rispetto al mese scorso (export -4,4% da -8,5% di gennaio, import -1,6% da -11,6% precedente).

I settori che contribuiscono maggiormente al calo tendenziale dell'export sono mezzi di trasporto (-28%), prodotti petroliferi raffinati (-32,5%), abbigliamento (-10,9%) e articoli in pelle (-10,5%). Sempre su base annua, **i Paesi che contribuiscono di più alla flessione dell'export sono Stati Uniti** (-21,1%), **OPEC** (-20,2%), **Francia** (-5,8%), **Regno Unito** (-12,5%) e **Spagna** (-9,1%), mentre salgono le vendite verso Cina (+54,1%), Polonia (+16,3%), Paesi Bassi (+11,7%) e Germania (+2,0%). A febbraio, il saldo commerciale è risultato pari a +4.754 milioni di euro (dai +5.975 a febbraio 2020) ovvero +6.967 milioni (da +8.444 un anno prima) al netto dei prodotti energetici.

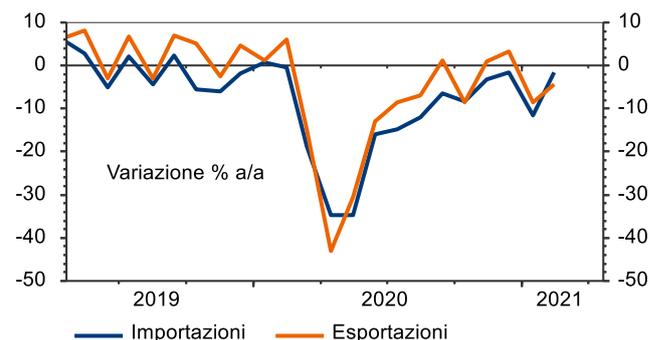
Nel complesso la domanda estera netta, dopo aver sottratto otto decimi alla crescita nel 2020 per via di un calo dell'export più marcato di quello dell'import (-14,5% vs -13,1%), **dovrebbe tornare a contribuire positivamente al PIL nel 2021** (stimiamo per quasi mezzo punto percentuale).

Vicino ai massimi l'avanzo commerciale, guidato dalle vendite verso i Paesi extra-UE



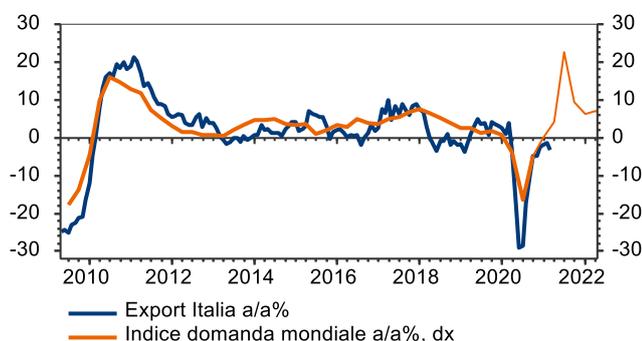
Fonte: Refinitiv-Datastream

Entrambi i flussi restano in negativo su base annua, ma la tendenza migliora rispetto al mese scorso



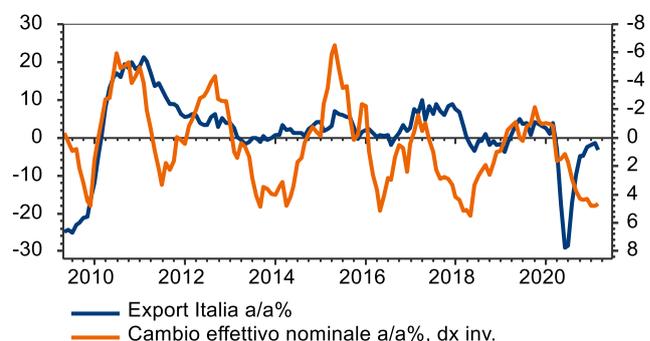
Fonte: Refinitiv-Datastream

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 da un tasso di cambio ancora sfavorevole

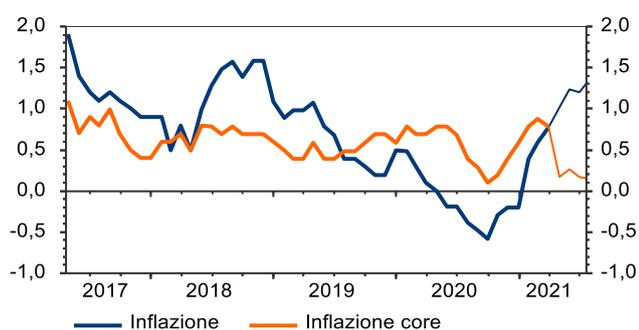


Fonte: Refinitiv-Datastream

Inflazione in salita negli ultimi mesi

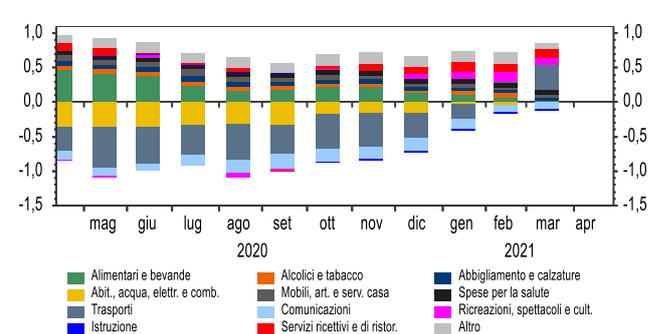
Sull'indice domestico, l'inflazione annua è salita a marzo da 0,6% a 0,8% (massimo da quasi due anni), con listini in aumento di 0,3% m/m. Le pressioni al rialzo sono venute principalmente dai trasporti (+2% m/m), per via dei rincari sia dei carburanti (in aumento su base annua per la prima volta da febbraio dello scorso anno, a +2,3% a/a) che dei servizi di trasporto; i prezzi sono aumentati a sorpresa, sia pure in minor misura, anche per le spese per il tempo libero, per la casa, per i mobili e per l'abbigliamento. L'inflazione di fondo è scesa a 0,8% da 0,9% precedente, quella sul cosiddetto "carrello della spesa" è scesa da 0,2% a -0,1%, un minimo da oltre tre anni. Sulla misura armonizzata UE, l'inflazione è scesa a 0,6% a/a da 1% precedente, a causa del rinvio dei saldi invernali, che ha fatto salire i prezzi dell'1,8% nel mese (meno della stagionalità di marzo). Poiché gli esercizi commerciali non essenziali sono stati sospesi in circa la metà del territorio nazionale durante la seconda metà del mese, non si può escludere che nei settori più toccati dalle chiusure (abbigliamento e mobili) i dati inputati sovrastimino la dinamica dei prezzi. In prospettiva, l'inflazione potrebbe salire sopra l'1% prima del previsto, probabilmente già a maggio; il picco in corso d'anno dovrebbe essere raggiunto a settembre, attorno all'1,5%; tuttavia i rischi su questa previsione appaiono oggi al rialzo. Il divario tra indice NIC e IPCA dovrebbe chiudersi già il mese prossimo. Si stanno manifestando già da qualche mese pressioni inflazionistiche a monte della catena produttiva nell'industria, condizionata dai colli di bottiglia in alcuni mercati delle materie prime a livello globale (il PPI è tornato in positivo a febbraio per la prima volta da giugno 2019). Tuttavia, la ripresa della domanda domestica, in particolare nei servizi, sarà a nostro avviso assai graduale, e non di entità tale da innescare pressioni al rialzo sulla dinamica sottostante. In ogni caso, per via dei dati superiori alle attese registrati nei primi mesi dell'anno, rivediamo al rialzo la nostra previsione sull'inflazione nel 2021, a 1% da un precedente 0,7%. L'inflazione italiana dovrebbe rimanere più contenuta rispetto alla media della zona euro.

Inflazione headline attesa salire ulteriormente nei prossimi mesi



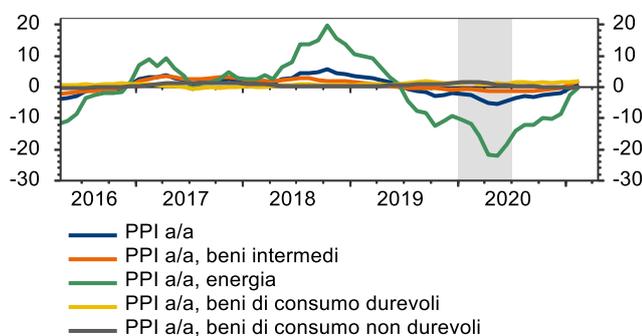
Fonte: Refinitiv-Datastream

A marzo, le principali pressioni vengono dai trasporti



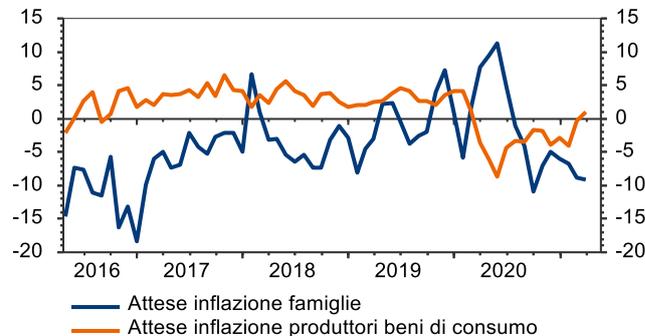
Fonte: Refinitiv-Datastream

Il PPI è tornato in positivo su base annua a febbraio (+0,7%) come non accadeva da metà 2019



Fonte: Refinitiv-Datastream

Restano contenute le aspettative inflazionistiche delle famiglie, quelle delle imprese manifatturiere tornano sopra la media storica



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

Tendenze del settore bancario

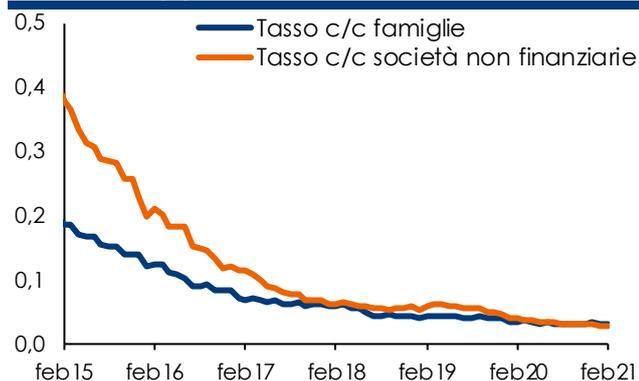
Terzo aumento consecutivo per il tasso medio sulle erogazioni di mutui alle famiglie

Non si osservano particolari novità dal lato dei tassi sui depositi bancari, salvo una risalita di quelli sui nuovi depositi con durata prestabilita. Dal lato dei tassi sui flussi di prestiti, quelli sui finanziamenti alle società non-finanziarie hanno confermato lo schema di gennaio, con un calo per il 2° mese consecutivo, trainato dal tasso sui prestiti di maggiore entità, ma decisamente più contenuto del precedente. Al contempo, per i tassi sui nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto della casa, rispetto alla stabilità evidenziata da giugno 2020 a gennaio 2021, di recente il tasso medio sembra delineare un rialzo, trainato dal tasso fisso, confermato a marzo secondo le anticipazioni ABI che danno un aumento del tasso medio da 1,30% a 1,37%.

Elisa Coletti

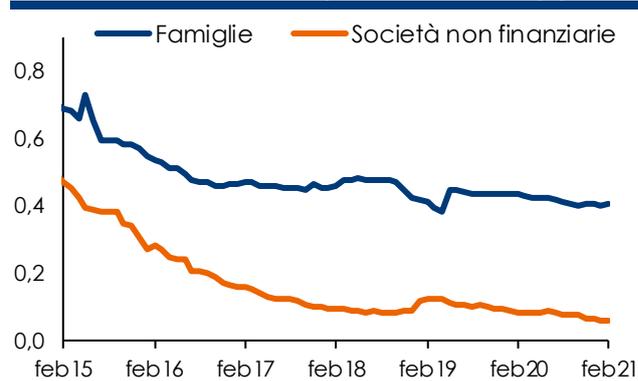
Non si osservano particolari novità dal lato dei tassi sui depositi, salvo una risalita di quelli sui flussi di depositi con durata prestabilita. Il tasso medio sullo stock dei depositi continua a oscillare tra lo 0,33%, registrato a febbraio in linea con fine 2020, e lo 0,32% stimato da ABI per marzo, stesso valore di gennaio. Tra le componenti, per l'11° mese consecutivo, **resta sullo 0,03% il tasso medio sui conti correnti**, mantenendosi sullo stesso livello anche a marzo secondo le stime ABI.

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



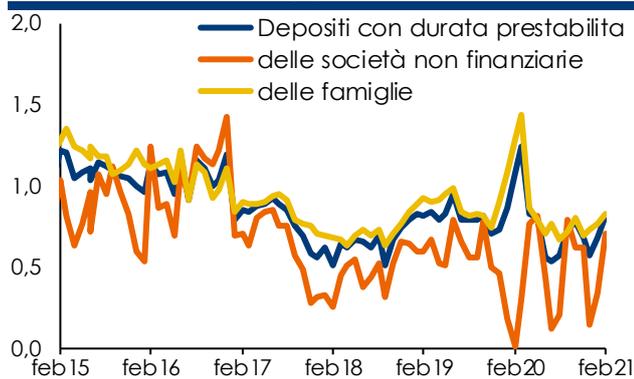
Fonte: Banca d'Italia

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



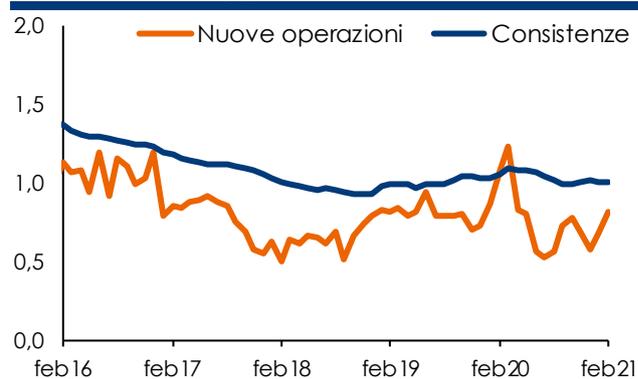
Fonte: Banca d'Italia

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



Fonte: Banca d'Italia

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



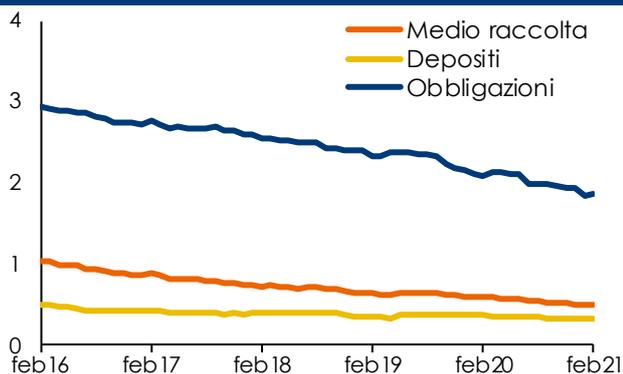
Fonte: Banca d'Italia

Diversamente, **il tasso complessivo sui nuovi depositi con durata prestabilita ha segnato un aumento anche a febbraio, per il secondo mese consecutivo**, pari a 13pb m/m a 0,82% dopo i +11pb m/m registrati a gennaio. Il rialzo è stato determinato in parte dall'aumento del tasso offerto alle società non-finanziarie, raddoppiato nel mese a 0,71% dallo 0,34% di gennaio (e 0,15%

di fine 2020). Anche il tasso medio sui nuovi depositi a tempo delle famiglie è salito, ma in misura moderata (+6pb m/m a 0,83%), trainato da quello sulle durate più brevi, per +12pb m/m a 0,80%.

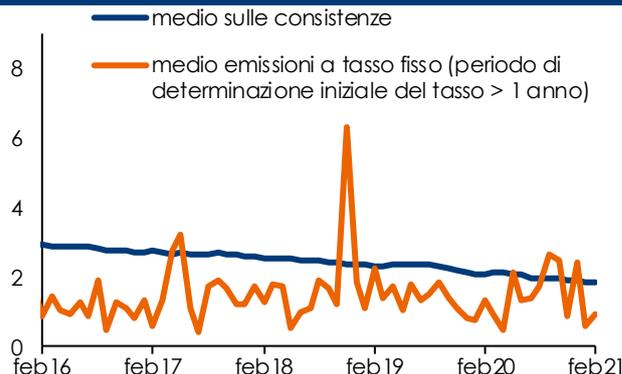
Un recupero ha interessato il tasso sullo stock di obbligazioni, risalito leggermente a 1,87% (+3pb m/m), a cui seguirebbe un ritorno a 1,84% a marzo, secondo le anticipazioni ABI. Tutto ciò considerato, **il costo complessivo dello stock di raccolta da clientela è rimasto invariato a febbraio, al minimo storico di 0,49%**, e sembrerebbe in lieve recupero a marzo (al più di 1pb m/m), 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 (%)

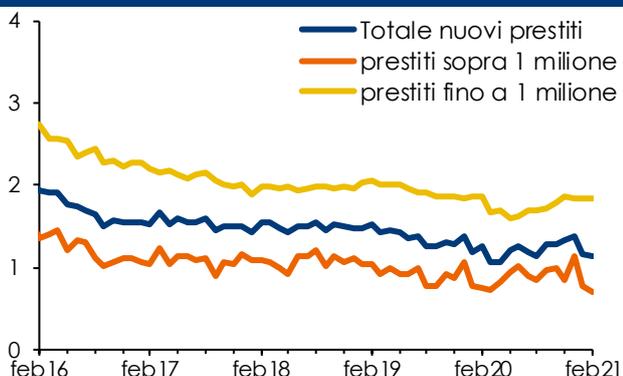


Fonte: Banca d'Italia

I tassi sui nuovi prestiti alle società non-finanziarie hanno confermato lo schema di gennaio, con un calo per il 2° mese consecutivo, trainato dal tasso sui prestiti di maggiore entità, ma decisamente più contenuto del precedente. In dettaglio, **il tasso sui nuovi prestiti superiori a 1 milione è sceso** di altri 7pb m/m cumulando una riduzione di ben 43pb in due mesi **al nuovo minimo storico di 0,69%**. Al contempo, il tasso sui finanziamenti di minore entità ha evidenziato un calo molto lieve anche a febbraio come a gennaio, di 1pb m/m a 1,83%. Pertanto, **il tasso medio sulle erogazioni è sceso**, di 3pb m/m e di 24pb nel bimestre, a 1,15%, ma è **visto in recupero a marzo**, a 1,20% secondo le anticipazioni ABI.

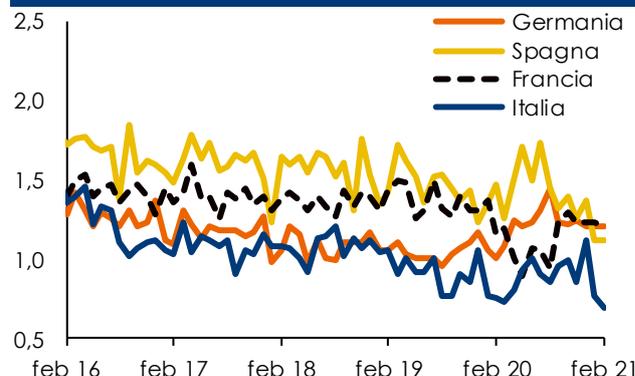
Nel confronto europeo, **i tassi medi dell'Eurozona hanno segnato un calo molto contenuto**, sia per i prestiti fino a 1 milione, sia per quelli di maggiore entità (-4pb m/m e -1pb m/m rispettivamente). Pertanto, **il differenziale col tasso italiano sui flussi di prestiti fino a 1 milione si è mantenuto lievemente positivo** (4pb la distanza tra Italia e area euro). Invece, **per il tasso sui nuovi prestiti oltre 1 milione, il differenziale negativo si è ampliato ulteriormente**, a -49pb (era pari a -18pb a dicembre 2020).

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



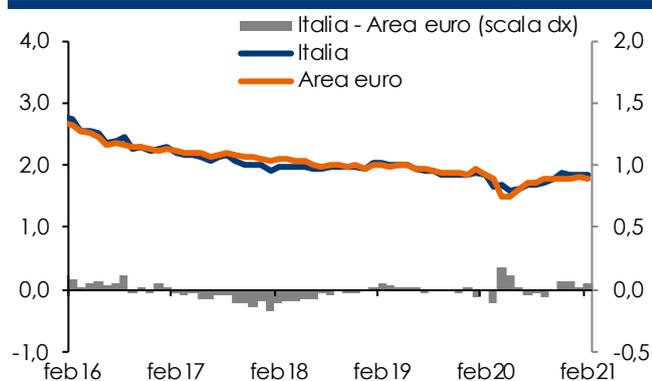
Fonte: Banca d'Italia

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



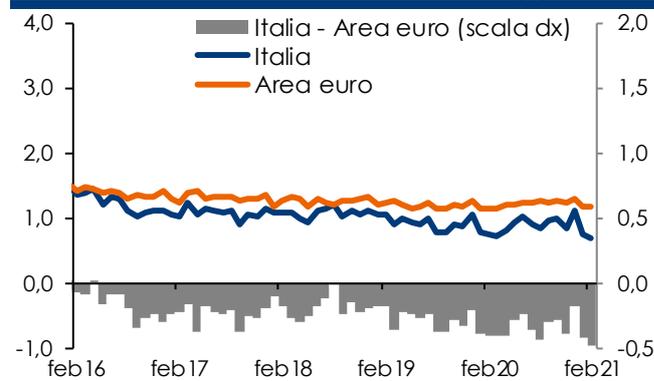
Fonte: BCE

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

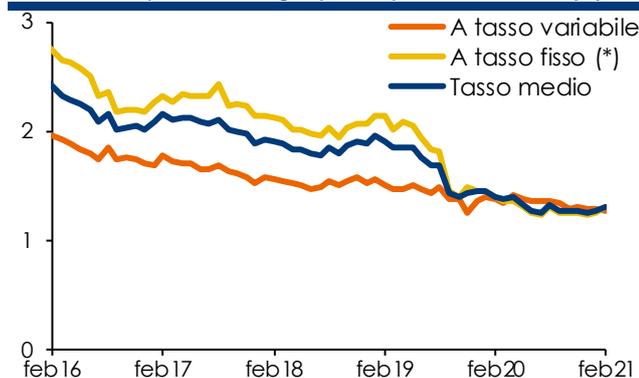
Tasso medio sui nuovi prestiti di importo superiore a 1 milione alle società non-finanziarie, confronto Italia – Area euro (%)



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

I tassi sulle erogazioni di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni a febbraio hanno visto il **ritorno del tasso variabile al di sotto del livello del tasso fisso**, dopo dieci mesi di inversione del tradizionale posizionamento dei due. **A febbraio, infatti, il tasso variabile si è lievemente ridotto**, a 1,27% (-2pb m/m), **mentre all'opposto il tasso fisso è aumentato leggermente**, a 1,30% (+4pb m/m). **Il differenziale tra fisso e variabile è quindi tornato sopra lo zero**, per 3pb, dai -4pb di gennaio e una media di -7pb nei dieci mesi da aprile 2020, un periodo che ha interrotto una lunga storia di spread sempre positivo. In conseguenza del recupero registrato dal tasso fisso, pari a +6pb rispetto al minimo di fine 2020, **il tasso medio sui flussi di prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è salito leggermente** a 1,30% (+3pb m/m). Rispetto alla stabilità evidenziata da giugno 2020 a gennaio 2021 (con poca dispersione attorno a una media di 1,27%), l'andamento di febbraio sembra delineare un **tentativo di rialzo, confermato a marzo** secondo le anticipazioni ABI che danno un aumento del tasso medio a 1,37%. Del resto, il trend già da diversi mesi vedeva una sostanziale resistenza verso il basso.

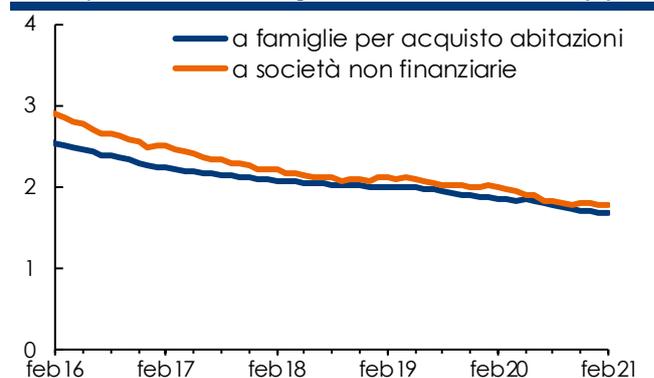
Tassi sui nuovi prestiti a famiglie per acquisto di abitazioni (%)



Nota: (*) Periodo di determinazione iniziale del tasso oltre 10 anni

Fonte: Banca d'Italia

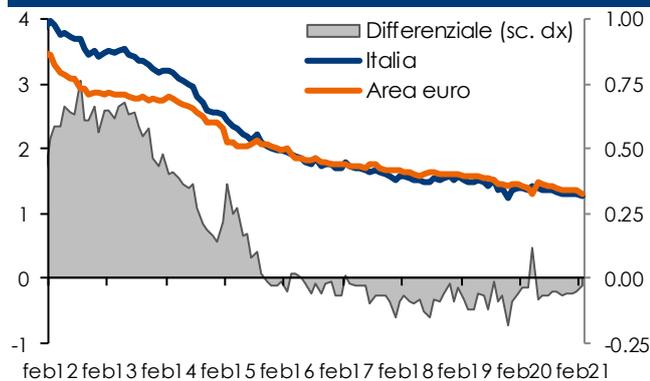
Tassi sui prestiti in essere a famiglie e a società non-finanziarie (%)



Fonte: Banca d'Italia

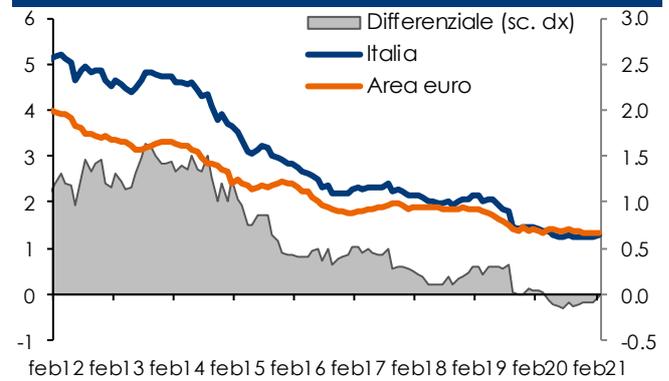
Il recupero evidenziato dal tasso fisso lo sta riavvicinando, dal basso, alla media dell'area euro sotto cui era sceso da aprile 2020. A febbraio **lo spread rispetto al tasso fisso dell'area euro è rimasto sotto lo zero, ma soltanto per -3pb**, dopo tre mesi sul livello di -9pb. Anche per il tasso variabile il differenziale con la media dell'area euro è ancora negativo, ugualmente pari a -3pb a febbraio.

Tassi sui nuovi prestiti a tasso variabile per acquisto abitazioni: confronto Italia – Area euro (%)



Fonte: BCE ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Tassi sui nuovi prestiti a tasso fisso per acquisto abitazioni: confronto Italia – Area euro (%)

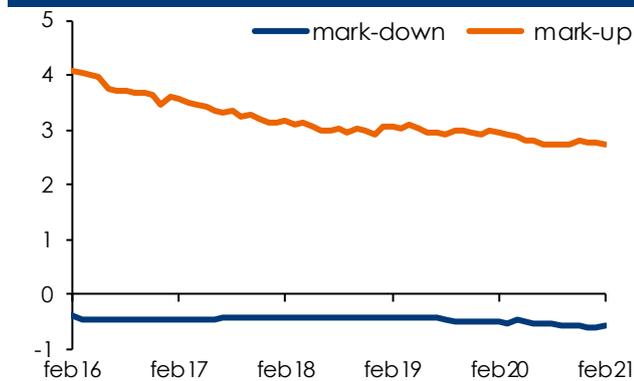


Fonte: BCE ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Per il **tasso medio sullo stock di prestiti**, con le riduzioni di 1pb m/m sia a febbraio, sia a marzo come stimato da ABI, **si toccano nuovi minimi storici** di 2,25% a febbraio e di 2,24% il mese successivo.

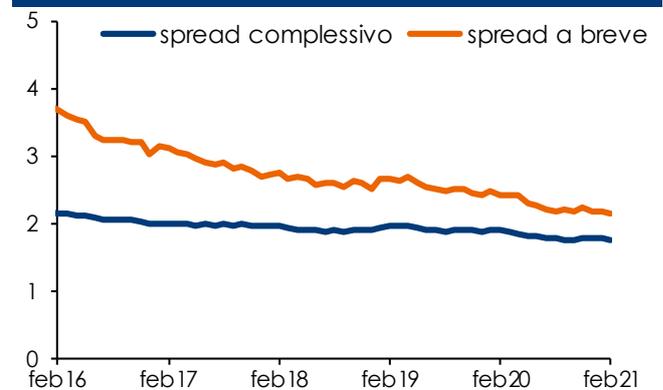
Pertanto, **la forbice tra tassi attivi e passivi si è ridotta, a 1,76% a febbraio (-1pb m/m). Quanto alla contribuzione dei depositi a vista, si è registrato un lieve miglioramento**, col mark-down portatosi a -0,58% dal minimo di -0,59% dei due mesi precedenti. Per il mark-up sui tassi attivi a breve a febbraio si è osservato un calo di 4pb m/m a 2,73%.

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 mutui torna al 2,5% pre-pandemia

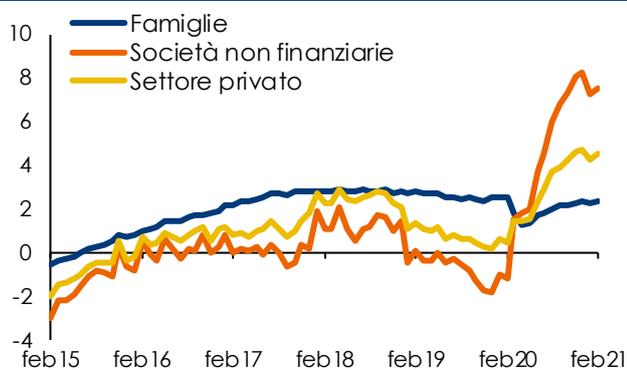
La dinamica dei prestiti alle società non-finanziarie mostra una sostanziale stabilizzazione del ritmo di crescita, che rimane sostenuto (+7,6% a/a a febbraio) ma leggermente più moderato rispetto al massimo di fine 2020. Inoltre, la crescita si è allineata a quella media dell'area euro. Il trend dei prestiti alle imprese è ancora molto vivace per il settore manifatturiero, mentre i prestiti al commercio hanno accelerato e quelli alle costruzioni hanno confermato il ritorno in positivo. I prestiti alle famiglie hanno continuato a registrare un calo del credito al consumo mentre il ritmo di crescita dello stock di mutui è tornato al +2,5% registrato pre-COVID-19. Secondo le anticipazioni ABI, a marzo la crescita del totale dei prestiti a famiglie e imprese ha mostrato un moderato rallentamento a +4,5% a/a, rispetto al +5,2% di febbraio (+5,5% a fine 2020).

Elisa Coletti

A febbraio la **dinamica dello stock di prestiti alle società non-finanziarie ha confermato una sostanziale stabilizzazione del ritmo di crescita, che rimane sostenuto (+7,6% a/a) ma leggermente più moderato** rispetto al massimo di 8,3% raggiunto a fine 2020. L'andamento recente appare coerente con quello osservato nei principali paesi europei.

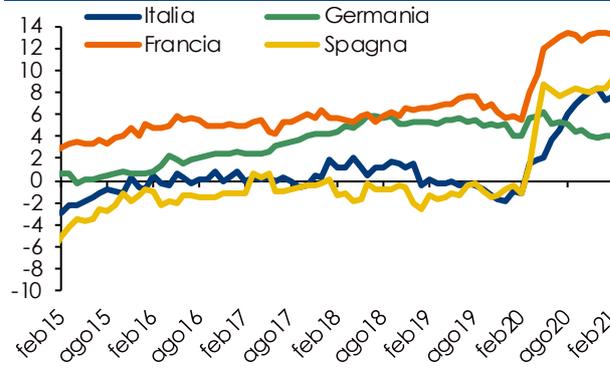
Inoltre, da inizio anno la dinamica dei prestiti alle società non-finanziarie registrata in Italia si conferma **allineata a quella media dell'area euro**, dopo essere stata superiore negli ultimi tre mesi del 2020. Tra i principali paesi dell'Eurozona **prosegue l'invarianza del trend in Francia e Spagna e anche in Germania si registra negli ultimi quattro mesi una stabilizzazione del tasso di crescita**, dopo una fase di rallentamento. La Francia mantiene una dinamica a due cifre, del +13,3% a/a in linea con quella dei sette mesi precedenti. In Spagna la crescita mostra un rimbalzo a +9,2% a/a dopo aver oscillato da giugno attorno all'8% (+8,3% a/a a gennaio). In Germania la crescita si è stabilizzata a +4,1% a/a, in linea con i tre 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

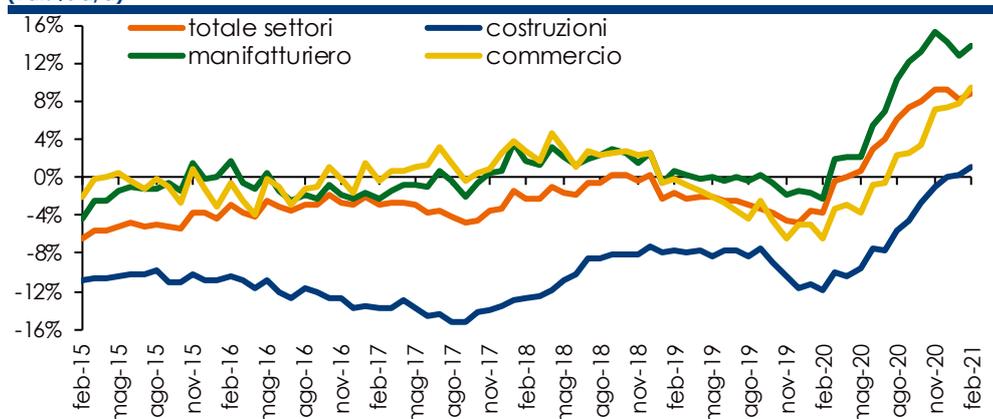
Dinamica dei prestiti a società non-finanziarie nei principali paesi dell'area euro, dati corretti per le cartolarizzazioni (var. % a/a)



Fonte: BCE

Tra i macro-settori di attività economica, **il trend dello stock di prestiti alle imprese dell'industria manifatturiera italiana rimane molto sostenuto**, col tasso di variazione **in linea con fine 2020, pari a +13,9% a/a a febbraio** secondo i dati al netto delle sofferenze (prestiti vivi). Per il 7° mese consecutivo i **prestiti al commercio sono risultati in aumento con un'accelerazione a +9,6% a/a a febbraio**, dal 7,8% di gennaio. **Anche i prestiti alle costruzioni hanno confermato la ripresa**, con un tasso di variazione salito a +1,0% a/a, da +0,2% di gennaio. Per il complesso dei prestiti alle imprese (questi dati includono le famiglie produttrici), la crescita annua è stata dell'8,8% a/a, vicina al +9,4% di dicembre 2020, in positivo per il 10° mese consecutivo.

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

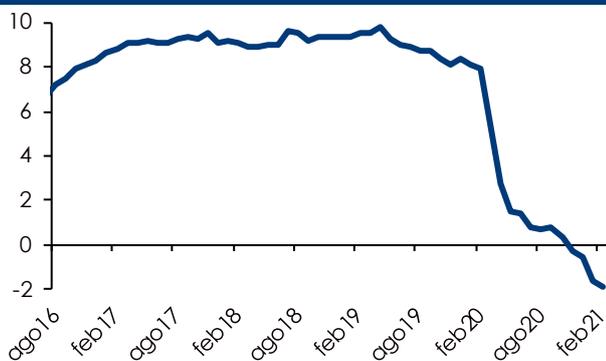


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I prestiti alle famiglie nel complesso hanno registrato il miglior tasso di crescita da febbraio 2020, pari a +2,4% a/a dal 2,2% di gennaio, avvicinandosi sempre più al ritmo di lungo periodo del 2,5% interrottosì a marzo 2020 (dati corretti per le cartolarizzazioni).

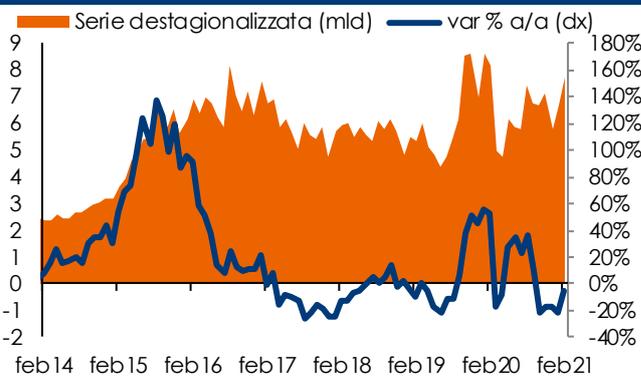
Tra le componenti, **il credito al consumo rimane particolarmente colpito dagli impatti della pandemia**. Quello erogato dalle banche a febbraio ha registrato una contrazione dello stock per il 4° mese consecutivo e leggermente più marcata delle tre precedenti, col -1,9% a/a. Con riguardo al flusso lordo mensile, si registra nei mesi più recenti una variabilità del tasso di variazione che torna leggermente positivo (del +1% a/a a febbraio) dal calo a due cifre di gennaio, per quasi -12% a/a, dopo il temporaneo recupero di fine 2020, col +4%.

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



Fonte: BCE

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



Fonte: Banca d'Italia, elaborazioni Intesa Sanpaolo

I prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni hanno confermato il **graduale miglioramento del trend, tornando al ritmo di crescita registrato pre-COVID-19**. A febbraio, il tasso di variazione dello stock è risultato pari a +2,5% a/a, come alla fine dello stesso mese del 2020, prima che gli impatti della pandemia portassero a un moderato rallentamento, seguito da una ripresa nell'ultima parte dello scorso anno (+2,2% a/a a novembre, dal +1,9% di agosto e +2,0% di maggio 2020, dati corretti per le cartolarizzazioni).

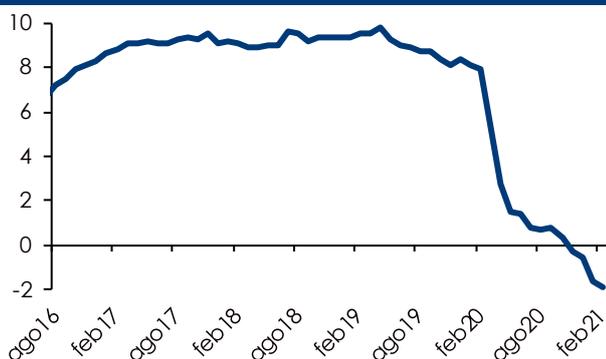
In termini di flussi lordi mensili, il 2021 ha aperto all'insegna della **stabilità delle erogazioni per nuovi contratti**, il cui volume è risultato invariato nel complesso del 1° bimestre a confronto con lo stesso periodo del 2020, che però aveva mostrato particolare vivacità, con una crescita a due cifre. Si

ricorda che la stabilità del 1° bimestre fa seguito a otto mesi di aumenti senza soluzione di continuità, a un ritmo medio di oltre l'11% a/a.

Le rinegoziazioni, invece, sono rimaste in calo, come nei quattro mesi finali del 2020, benché la contrazione sia stata meno intensa a febbraio (-21,5% a/a dal -50% circa di gennaio e del 4° trimestre 2020). Anche in tal caso, i volumi si confrontano con un periodo pre-pandemico che aveva registrato una dinamica molto sostenuta delle rinegoziazioni.

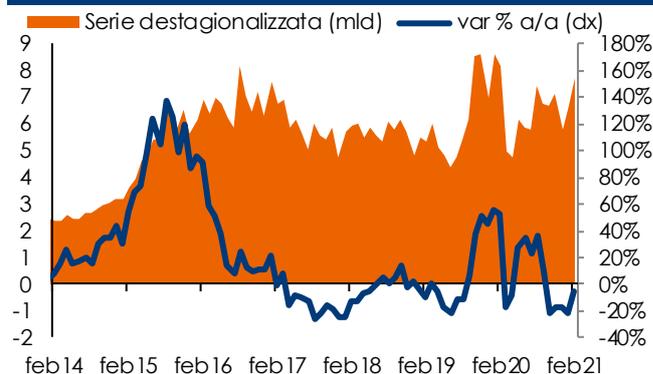
Pertanto, per il **flusso lordo complessivo di erogazioni** (comprensivo di rinegoziazioni e nuovi contratti) mentre gennaio ha registrato una riduzione in linea con l'ultimo trimestre 2020 (-22% a/a e -18% il 4° trimestre), febbraio ha segnato un rallentamento del calo a - 5,9% a/a.

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



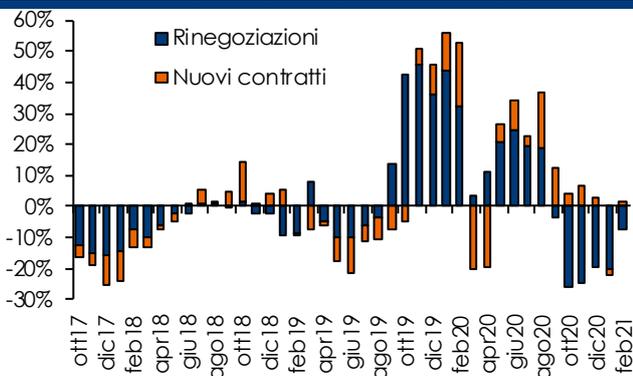
Fonte: BCE

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



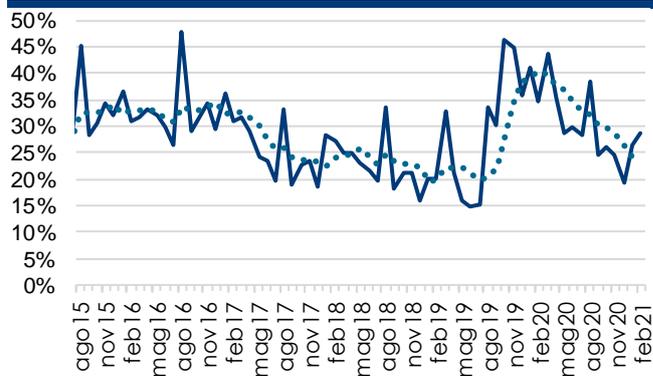
Fonte: Banca d'Italia, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rinegoziazioni di prestiti per acquisto abitazioni in % del totale delle operazioni mensili (flussi lordi e media mobile a 5 termini)



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

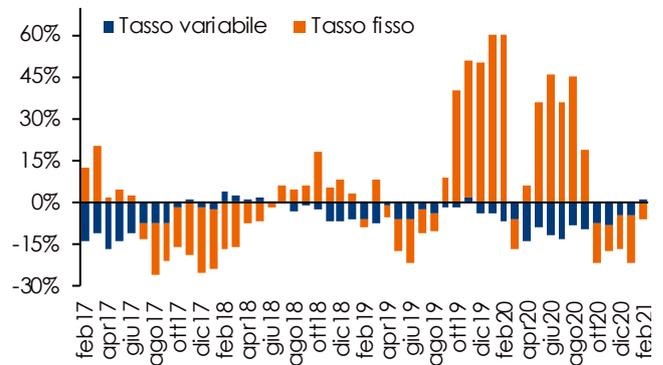
Lo spaccato delle erogazioni in base al tipo di tasso evidenzia una novità, col **ritorno alla crescita a febbraio delle operazioni a tasso variabile**, sebbene modesta (+1,6% a/a dal -25,1% di gennaio), dopo oltre un anno di variazioni negative a due cifre (-29,7% la contrazione media nel 2020). All'opposto, coerentemente con la flessione delle rinegoziazioni, **le erogazioni a tasso fisso sono rimaste in calo**, anche se più moderato rispetto ai quattro mesi precedenti (-7,5% a/a a febbraio dal -21,3% di gennaio). Di conseguenza, la quota di mutui a tasso fisso sul totale delle erogazioni lorde è scesa leggermente, pur restando elevata, pari a 81,5% a febbraio rispetto al picco di 84,3% a 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

Contributo dei flussi a tasso fisso e a tasso variabile alla crescita delle operazioni mensili di prestiti per acquisto abitazioni (%)



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

In conclusione, i primi mesi del 2021 mostrano che **la dinamica dei prestiti al settore privato prosegue a un ritmo prossimo a fine 2020, ma leggermente più moderato**. A febbraio 2021 si è osservata una crescita del 4,5% a/a, dal 4,3% di gennaio e 4,7% di dicembre 2020 (dati al netto delle controparti centrali e corretti per le cartolarizzazioni). **A marzo il ritmo avrebbe rallentato di quasi 1 punto percentuale** sulla base delle anticipazioni ABI (al +3,7% a/a dal +4,6% di febbraio su dati omogenei), con l'aggregato più ristretto dei **prestiti a famiglie e imprese che segnerebbe un +4,5% a/a** rispetto al +5,2% di febbraio (+4,9% di gennaio e +5,5% di fine 2020).

Dinamica dei depositi ancora sostenuta, ma in moderato rallentamento

La dinamica dei depositi mostra un naturale e moderato rallentamento a febbraio, come anche a marzo secondo le stime ABI, dopo il picco di crescita registrato a gennaio. Il ritmo dei depositi bancari resta comunque sostenuto (+11,3% a/a a febbraio), trainato dai conti correnti (+14,6% a/a). L'eccezionale dinamica dei depositi continua a sostenere la crescita della raccolta complessiva da clientela, che a febbraio ha segnato una variazione dell'8,5% a/a, in linea con fine 2020, dopo una fase di accelerazione ai massimi, culminata col +9,3% di gennaio. Secondo le anticipazioni ABI, tra fine febbraio e fine marzo il ritmo ha rallentato di 1 punto percentuale.

Elisa Coletti

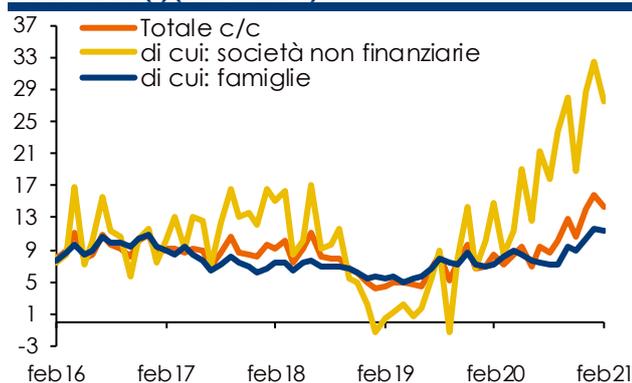
Dopo il picco di crescita dei depositi registrato a gennaio, la dinamica mostra un naturale rallentamento, pur restando molto sostenuta. A febbraio, i depositi hanno segnato una variazione annua dell'11,3% a/a, 1 punto percentuale in meno del mese precedente e in linea con fine 2020. La fase di graduale rallentamento del trend è proseguita a marzo secondo le stime ABI.

Come nei mesi precedenti, **la crescita dei conti correnti è stata molto forte**, del 14,6% a/a a febbraio, dal +15,9% a/a di gennaio, nuovo massimo degli anni 2000. Anche a febbraio **il flusso mensile sul complesso dei conti correnti è stato positivo, per quasi 6 miliardi** dopo i 4,8 del mese precedente.

L'afflusso è stato trainato dal risparmio delle famiglie, che per il complesso dei depositi si è quantificato in **quasi 7 miliardi nel mese, per un totale di 17 miliardi nel 1° bimestre** dell'anno. Il flusso di risparmio del mese si è riversato principalmente sui conti correnti, per 6,3 miliardi, in linea col volume affluito a gennaio. In termini di tasso di crescita, col +11,3% a/a i conti correnti delle famiglie hanno mantenuto il ritmo robusto registrato il mese precedente (+11,5% a/a a gennaio dal 10,3% di fine 2020). Ciò vale anche per il complesso dei depositi, che hanno confermato una dinamica del +8% a/a (+8,2% a/a a gennaio).

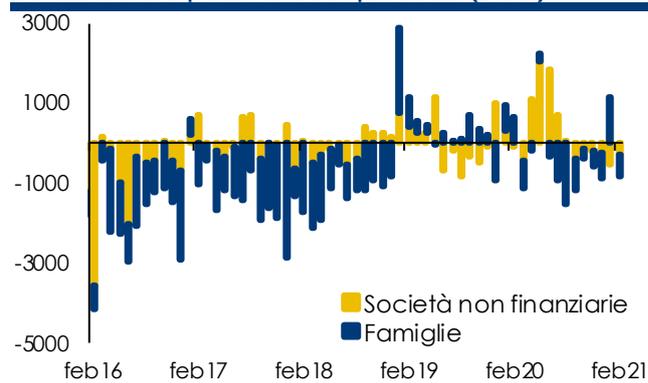
Anche **i depositi delle società non-finanziarie hanno registrato un aumento mensile, pari a 2,3 miliardi, trainato dai conti correnti** (per quasi 2,7 miliardi). Il **tasso di crescita è rimasto molto elevato, del +27,4% a/a**, sebbene leggermente più moderato del massimo storico di +32,6% registrato a gennaio. Ne consegue che anche la crescita del complesso dei depositi delle società non-finanziarie è rimasta forte, del 27% a/a, dopo aver toccato a gennaio il nuovo record di +31,9%.

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)

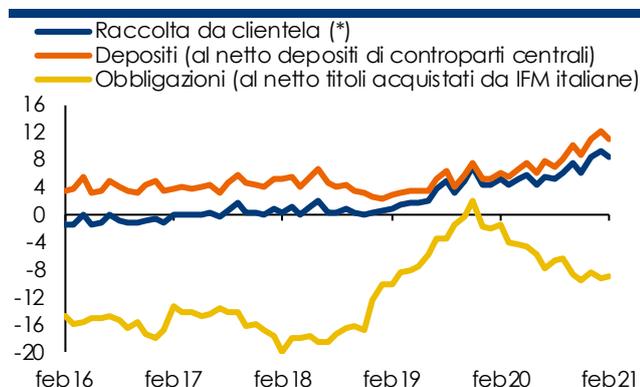


Fonte: BCE

Le obbligazioni hanno confermato un trend negativo, con un calo dello stock del -9,0% a/a, dopo il -9,3% di gennaio, proseguito a marzo secondo le stime ABI (-7,2% a/a). Tale andamento va letto

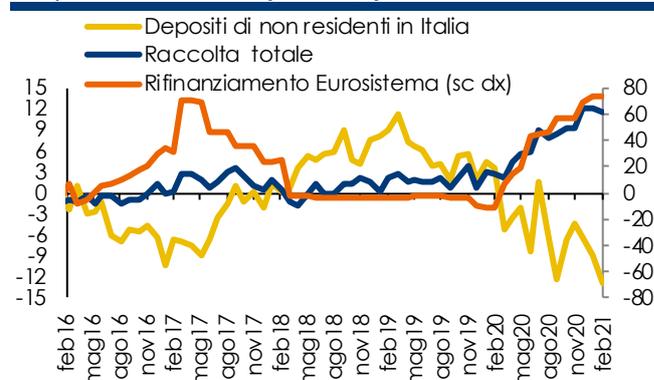
alla luce del contesto generale del funding, caratterizzato da forte crescita dei depositi e abbondante rifinanziamento a più lungo termine disponibile presso l'Eurosistema.

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 a febbraio ha segnato una variazione dell'8,5% a/a**, in linea con fine 2020, dopo una fase di accelerazione ai massimi, culminata col +9,3% di gennaio. Secondo le anticipazioni ABI, tra fine febbraio e fine marzo il ritmo ha rallentato di 1 punto percentuale. L'aggregato della raccolta totale, che include il rifinanziamento BCE e i depositi dall'estero, ha confermato la dinamica a due cifre già vista nei due mesi precedenti, del +11,4% a/a dal +12,2% a/a di gennaio e fine 2020. Al trend continua a contribuire **il forte tasso di variazione del rifinanziamento BCE (+73,5% a/a a febbraio, come a gennaio, in linea col +70% di fine 2020)**. Diversamente, anche a febbraio i **depositi di non residenti, comprensivi dell'interbancario, sono risultati in calo, che si è accentuato a -12,9% 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 Analysis, 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

Macroeconomic 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