

La Bussola dell'Economia Italiana

Direzione Studi e Ricerche

Ottobre 2021

IMI

CORPORATE &
INVESTMENT
BANKING

La bussola dell'economia italiana

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Manovra 2022 all'insegna del taglio al cuneo fiscale	2
Sintesi della previsione macroeconomica	2
Nell'industria, rallenta la produzione...	10
...ma fiducia delle imprese e fatturato si mantengono su livelli espansivi	11
Anche le costruzioni mostrano qualche segnale di (moderata) decelerazione	12
I servizi continuano a trainare il PIL	13
Le prospettive per i consumi restano positive	14
Tasso di disoccupazione in stabilizzazione nei prossimi mesi	15
Commercio estero ancora in crescita, ma l'import è più dinamico dell'export	16
L'inflazione è vista salire ancora nei prossimi mesi	17

Tendenze del settore bancario

Nuovi minimi per il tasso sui flussi di prestiti oltre 1 milione alle imprese	18
Crescita robusta dei prestiti alle famiglie, trainata dai mutui	19
Continua la dinamica sostenuta della raccolta bancaria	23

Ottobre 2021

	2
	2
	10
	11
Nota Mensile	12
Direzione Studi e Ricerche	13
	14
	15
	16
Paolo Mameli	17
Economista Macro Italia	18
	19
Andrea Volpi	19
Economista	19
	23
Elisa Coletti	23
Economista Banche	26

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Manovra 2022 all'insegna del taglio al cuneo fiscale

NADEF e DPB hanno delineato il nuovo quadro di finanza pubblica. Grazie agli "spazi fiscali" creatisi quest'anno, il Governo ha scelto di implementare una manovra espansiva per il 2022, basata principalmente su un primo modulo della riforma fiscale.

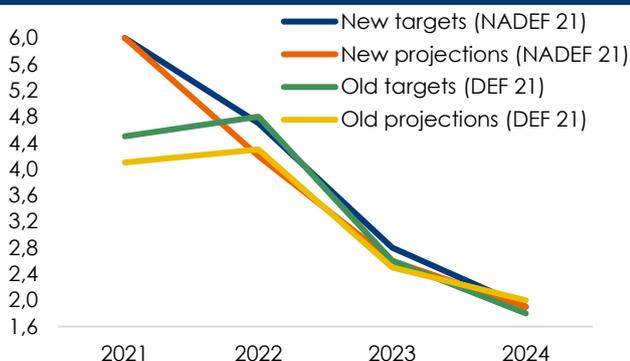
Paolo Mameli

Mercoledì 29 settembre, il Governo ha approvato la [Nota di Aggiornamento al DEF 2021](#), che delinea le nuove proiezioni e i nuovi obiettivi di finanza pubblica sull'orizzonte 2021-24. Le **principali novità rispetto al precedente quadro di finanza pubblica** (contenuto nel DEF dello scorso aprile) sono:

La NADEF ha confermato il miglioramento del quadro di finanza pubblica

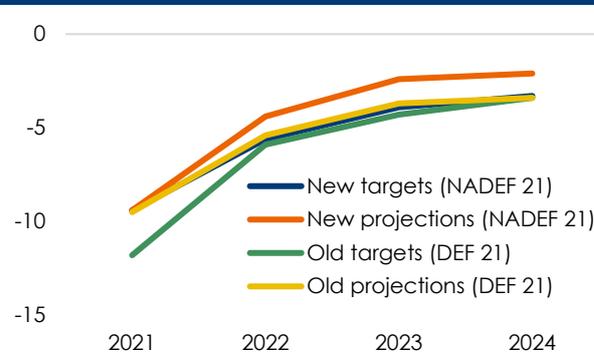
- La stima di **crescita del PIL** nel 2021 è rivista sensibilmente al rialzo, al 6% da un precedente programmatico di 4,5%, mentre le previsioni per gli anni successivi risultano poco variate (nel quadro programmatico, la crescita è vista al 4,7% nel 2022, al 2,8% nel 2023 e all'1,9% nel 2024); in virtù del rimbalzo più pronunciato quest'anno, il PIL è atteso recuperare i livelli precedenti la crisi COVID già nel 2° trimestre 2022 (un trimestre prima di quanto stimato lo scorso aprile), tuttavia il ritorno al di sopra del trend pre-crisi si avrà secondo il Governo solo nel 2024;
- Di conseguenza, vengono riviste in senso decisamente più favorevole rispetto a sei mesi fa le proiezioni per l'anno in corso per i **principali aggregati di finanza pubblica**: il deficit 2021 è visto ora al 9,4% del PIL, contro l'11,8% stimato nel DEF (anche sulla scia di un tiraggio inferiore alle attese delle misure straordinarie di sostegno a lavoratori, famiglie e imprese); il debito, che in precedenza era atteso salire al 159,8%, è ora visto in calo a 153,5% dal 155,6% dello scorso anno; la discesa del debito è dovuta non solo al minor indebitamento ma anche a livelli del PIL nominale più elevati in virtù di una crescita non solo del PIL reale ma anche del deflatore;
- Il Governo, anche grazie all'andamento favorevole dei tendenziali di finanza pubblica, sceglie di rendere **più espansiva la politica fiscale** per l'anno prossimo, con interventi netti sul 2022 pari all'1,2% del PIL (differenza tra deficit programmatico e tendenziale per l'anno prossimo), attesi generare una crescita aggiuntiva del PIL, rispetto ai tendenziali, di mezzo punto (da 4,2% a 4,7%); deficit e debito sono più alti nel quadro programmatico rispetto allo scenario tendenziale per tutto il triennio 2022-2024: il Governo nel documento enuncia l'intenzione di mantenere una politica fiscale espansiva fino al 2024 oltretutto fin tantoché il PIL e l'occupazione non abbiano recuperato i trend precedenti alla crisi causata dal COVID; l'obiettivo del Governo è ricondurre i livelli del rapporto debito/PIL al di sotto dei livelli pre-crisi (134,3%) entro il 2030.

Tasso di crescita % del PIL: scenario programmatico e tendenziale (NADEF vs. DEF)



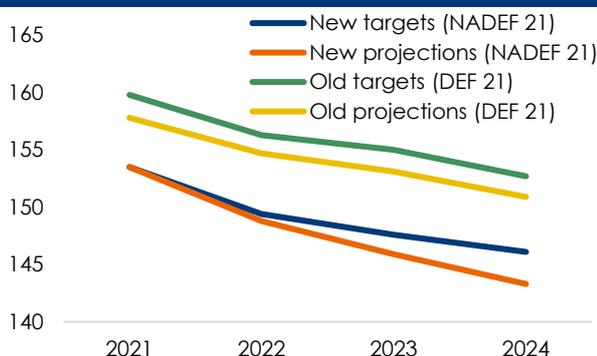
Fonte: NADEF 2021

Rapporto deficit/PIL: scenario programmatico e tendenziale (NADEF vs. DEF)



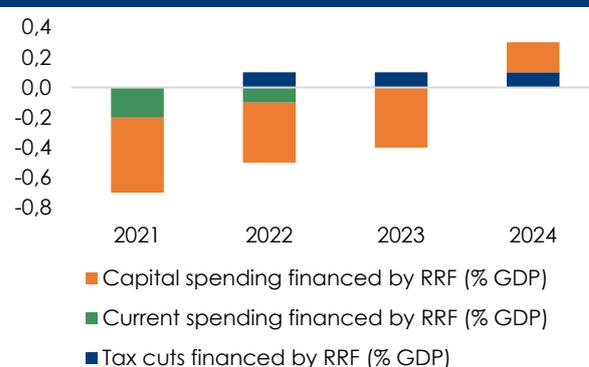
Fonte: NADEF 2021

Rapporto debito/PIL: scenario programmatico e tendenziale (NADEF vs. DEF)



Fonte: NADEF 2021

Scostamento tra le proiezioni di spesa finanziata dal RRF previste dalla NADEF a confronto con le previsioni del DEF (in % del PIL)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati NADEF e DEF 2021

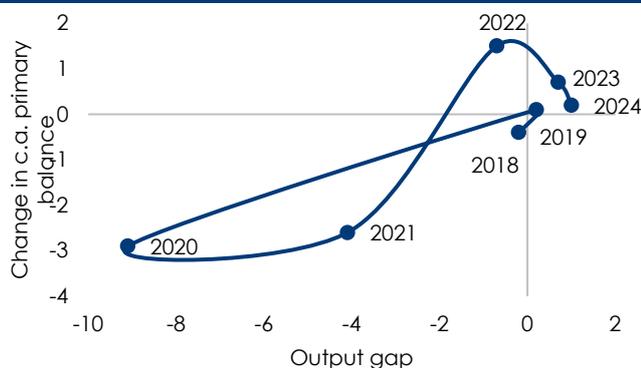
La NADEF incorpora un **più aggiornato profilo della pianificazione temporale degli interventi disposti dal Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza**, che sposta nella seconda parte del periodo di programmazione alcuni interventi originariamente calendarizzati nel triennio 2021-2023. I minori interventi rispetto a quanto programmato nel DEF valgono sette decimi di PIL per il 2021, quattro decimi per il 2022 e tre decimi per il 2023, e riguardano principalmente la componente della spesa in conto capitale (in particolare quella finanziata con sovvenzioni: -0,4% di PIL in meno in media nel triennio 2021-23). Peraltro, **ciò non si è riflesso in una revisione al ribasso delle stime sul PIL nel triennio**, che, se appare giustificata per l'anno in corso (per il quale la crescita è in buona parte già acquisita), desta maggiori dubbi riguardo al biennio 2022-23 (viceversa, il 2024 è impattato positivamente, così come i restanti due anni dell'orizzonte del PNRR, non inclusi nello scenario previsionale della NADEF). In ogni caso, la rimodulazione temporale conferma le attese difficoltà nel mobilitare in tempi rapidi flussi ingenti di investimenti pubblici, e segnala che parte degli effetti del PNRR si potrebbe vedere negli anni successivi a quelli ricompresi nei sei anni dell'orizzonte temporale del programma.

Nel complesso, l'esame dei principali aggregati di finanza pubblica corretta per il ciclo mostra che, rispetto alle proiezioni contenute nel DEF, **nel 2021 la politica fiscale è stata significativamente meno espansiva rispetto alle intenzioni iniziali** del Governo: il disavanzo primario corretto per il ciclo è stato di ben due punti inferiore rispetto alle previsioni di sei mesi fa; ciò peraltro non implica una revisione al rialzo del saldo aggiustato per il ciclo negli anni successivi, a testimonianza del fatto che il Governo non intende accelerare nel percorso di correzione fiscale. In ogni caso, se nel 2021 l'allentamento della politica fiscale è stato inferiore al previsto, **nel 2022 è prevista (almeno in termini differenziali rispetto al 2021) una correzione**, in ragione del progressivo venir meno delle misure temporanee di sostegno che accompagna il graduale chiudersi dell'output gap, **ma essa sarà meno accentuata rispetto alle previsioni iniziali** (anche in forza dei nuovi interventi espansivi annunciati dal Governo).

Il profilo temporale della spesa finanziata da NGEU è rimodulato verso gli anni dal 2024 in poi

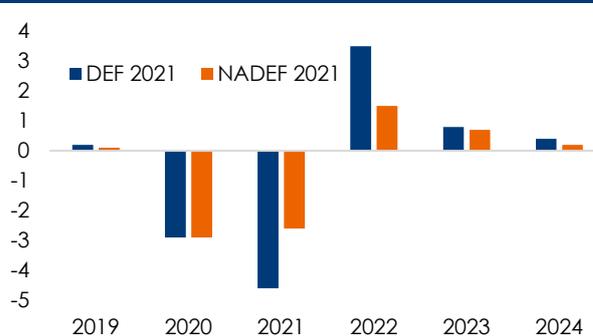
Minore espansione fiscale quest'anno, minore "stretta" attesa l'anno prossimo

Dopo l'ampia espansione anticiclica del 2020-21, la politica fiscale è attesa normalizzarsi nei prossimi anni...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati NADEF 2021

...ma la "stretta" implicita l'anno prossimo sarà decisamente meno marcata rispetto a quanto previsto sei mesi fa



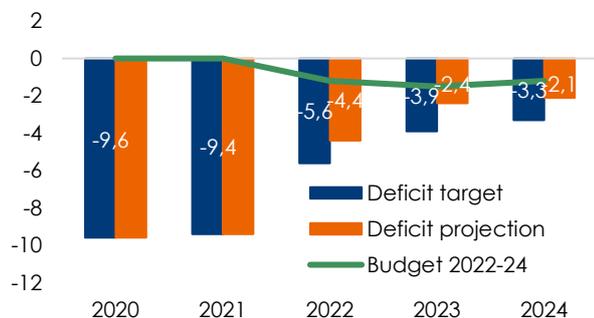
Nota: variazione del saldo primario corretto per il ciclo. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati NADEF 2021

A nostro avviso, **le previsioni di crescita del PIL assunte dal Governo nel nuovo quadro programmatico appaiono soggette a rischi al ribasso non tanto per l'anno in corso** (la nostra attuale stima sul PIL 2021, al 5,7% è più cauta di quella governativa, ma riconosciamo l'esistenza di significativi rischi al rialzo, che dipenderanno soprattutto da quanto ampia è stata l'ulteriore crescita del PIL nel trimestre estivo dopo il balzo già visto in primavera), **quanto per gli anni successivi**. Ciò per diverse ragioni:

- la previsione governativa sul PIL 2022 implica una riaccelerazione piuttosto forte della crescita all'inizio del prossimo anno, dell'ordine di un punto percentuale a trimestre (ipotesi che ad oggi giudichiamo ottimistica), dopo una crescita che nello scenario governativo è pari a 2,2% t/t nel 3° trimestre ed è non superiore al mezzo punto percentuale nel 4° trimestre;
- una eventuale recrudescenza pandemica potrebbe impattare significativamente sulla crescita 2022: in base a uno degli scenari di rischio illustrati dal Governo, una minore efficacia dei vaccini di fronte a nuove varianti di COVID-19, che induca le autorità a ripristinare restrizioni per alcune attività economiche nell'ultimo trimestre del 2021 ed estendersi alla prima metà del prossimo anno, avrebbe un effetto di -1,4% sul PIL 2022, cui si aggiungerebbe un ulteriore -0,4% come effetto della minore domanda mondiale rivolta verso l'Italia;
- le "ipotesi tecniche" adottate dal Governo in merito ad alcune variabili esogene (che si basano sulle informazioni dei prezzi dei contratti *future* alla data di chiusura del rapporto) appaiono soggette a rischi verso l'alto: in particolare, la NADEF incorpora un prezzo del petrolio a poco meno di 68 dollari nel 2021 e 66 dollari nel 2022, valori decisamente più bassi rispetto ai prezzi *spot* (il documento stima che un prezzo più elevato di 20 dollari per tutto l'orizzonte previsivo implichi una crescita più bassa di mezzo punto nel 2022, e di circa altrettanto nel 2023);
- come detto sopra, il rinvio agli anni dal 2024 in poi di una parte della spesa programmata in investimenti pubblici finanziati attraverso i fondi NGEU non sembra aver avuto un impatto negativo sulle previsioni di crescita tendenziale del PIL assunte dal Governo per il 2022-23 (le nostre stime sono più caute: 4% contro 4,7% nel 2022 e 2,3% vs. 2,8% nel 2023) – viceversa, il moltiplicatore assunto dal Governo per la manovra espansiva sul 2022 ci appare adeguato (non eccessivamente ottimistico).

Le assunzioni sulla crescita del PIL appaiono lievemente ottimistiche non tanto per il 2021 quanto per il 2022-23

La differenza tra indebitamento programmatico e tendenziale delinea l'entità della manovra espansiva attesa per il 2022-24, che vale l'1,2% del PIL per l'anno prossimo (e 1,5% sul 2023)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati NADEF 2021

Le nostre previsioni sulla crescita del PIL sono più caute di quelle del Governo, soprattutto sul 2022-23



Fonte: NADEF 2021, previsioni Intesa Sanpaolo

In ogni caso, la NADEF conferma il quadro di **netto miglioramento per lo scenario di finanza pubblica, che non è dovuto interamente alla ripresa più veloce del previsto** del PIL, come visibile dal fatto che la stima per l'anno in corso sia del saldo strutturale sia del saldo primario corretto per il ciclo è stata rivista in senso più favorevole rispetto al DEF di aprile di circa due punti (rispettivamente, da -9,3% a -7,6%, e da -5,8% a -3,8%). **La "frazione" del miglioramento dei saldi che non è strettamente legata al ciclo è in parte non voluta** (il "tiraggio" inferiore alle attese di alcune misure di sostegno come CIG e rimborsi a fondo perduto alle attività economiche), **in parte deriva da dinamiche sottostanti "virtuose" come la maggiore compliance fiscale** (probabilmente legata all'allargamento dell'uso della fatturazione elettronica), che anche durante la fase recessiva aveva determinato una resilienza delle entrate (ovverosia un'elasticità degli introiti fiscali al PIL nominale più bassa rispetto al passato durante la fase recessiva e viceversa più alta durante la fase di recupero dell'attività economica). **Almeno in parte queste dinamiche sono attese risultare persistenti. Peraltro, per l'anno in corso, ci sono anzi a nostro avviso spazi di ulteriore miglioramento dei saldi** rispetto ai numeri inseriti nella NADEF, visto che il fabbisogno del settore statale nei primi 8 mesi dell'anno è risultato inferiore di oltre 36 miliardi (oltre il 3% del PIL) rispetto al 2020. Tale dinamica non è interamente informativa, in quanto successivamente il Governo è intervenuto con il decreto "calmierante" sulle bollette (che costa 2,4 miliardi ovvero poco più di un decimo di PIL), ed è possibile che vengano anticipate al 2021 spese originariamente previste per l'anno prossimo, per incrementare i margini di manovra per la Legge di Bilancio. Tuttavia, **non escludiamo che il consuntivo sul deficit 2021 possa risultare anche inferiore al 9% del PIL.**

Tuttavia, sembrano esserci spazi per un ulteriore miglioramento dei saldi per l'anno in corso, e alcune dinamiche "virtuose" dal lato delle entrate potrebbero essere persistenti

Successivamente, il Governo ha approvato il 19 ottobre e inviato alla Commissione Europea il 20 il **Documento Programmatico di Bilancio**. Il documento conferma che il pacchetto espansivo che verrà dettagliato nella prossima Legge di Bilancio vale l'1,245% del PIL (23,6 miliardi) sul 2022 e poco più (l'1,53% del PIL ovvero 29,2 miliardi) sul 2023. I principali interventi previsti per il 2022 sono i seguenti:

La principale misura espansiva individuata nel DPB è un taglio del cuneo fiscale

■ dal lato delle **entrate**:

- attuazione della **prima fase della riforma fiscale** (6 miliardi sul 2022, poco più negli anni successivi); dovrebbe essere previsto un primo taglio del cuneo fiscale, che utilizzerebbe altri 2 miliardi già inclusi nei tendenziali, ma il DPB non fornisce dettagli su come le risorse saranno distribuite; nel [Comunicato-stampa del CdM del 19 ottobre](#), si accenna solo al rinvio al 2023 di *plastic tax* e *sugar tax* e al taglio dal 22% al 10% dell'Iva su prodotti assorbenti per l'igiene femminile;
- **interventi, principalmente fiscali, a sostegno delle imprese** (4,1 miliardi l'anno prossimo, che si dimezzano nei due anni successivi); si tratta soprattutto del rinnovo di misure già

esistenti come gli incentivi collegati a "Transizione 4.0" e i contributi a favore delle PMI per l'acquisto di beni strumentali (cosiddetta "nuova Sabatini"); sono, inoltre, previste risorse aggiuntive per il fondo per l'internazionalizzazione delle imprese e il fondo di garanzia per le PMI;

- proroga di **eco-bonus** e altri incentivi esistenti per gli investimenti immobiliari privati (finalizzati ad aumentare l'efficienza energetica e la resilienza sismica degli edifici): il costo per l'erario è nullo per il 2022 ma cresce significativamente negli anni successivi, sino a 3,1 miliardi nel 2024;

■ dal lato delle **spese**:

- misure in tema di **sanità** (4,2 miliardi): incremento, rispetto al 2021, del Fondo Sanitario Nazionale di 2 miliardi l'anno fino al 2024; finanziamento del fondo per l'acquisto di farmaci innovativi, acquisto di vaccini per il COVID-19 e altri farmaci;
- rifinanziamento delle esigenze per le cosiddette "**politiche invariate**" (3,2 miliardi), tra le quali le missioni di pace e vari fondi per il finanziamento di provvedimenti legislativi;
- rilancio degli **investimenti pubblici** (2 miliardi nel 2022, che salgono a circa 2,5 mld nei due anni successivi) attraverso il rifinanziamento dei fondi per gli investimenti dello Stato e degli enti territoriali (con un orizzonte al 2036) e del Fondo Sviluppo e Coesione (per il periodo 2022-2030);
- **contrasto al caro bollette** (2 miliardi one-off nel 2022) attraverso l'istituzione di un apposito fondo;
- **riforma degli ammortizzatori sociali** (1,5 miliardi);
- **interventi per gli enti locali** (1,3 miliardi), tra i quali incremento delle risorse per il trasporto pubblico locale e riduzione del concorso alla finanza pubblica delle Regioni a statuto speciale;
- rifinanziamento del **Reddito di Cittadinanza** (1 miliardo), con opportuni correttivi (anche su questo, il DPB non entra nei dettagli, ma nel citato comunicato-stampa in seguito al CdM del 19 ottobre si parlava di "correttivi alle modalità di corresponsione" e rafforzamento dei controlli);
- misure in **materia pensionistica** per "gestire" l'uscita da quota 100 (0,6 miliardi nel 2022): anche su questo punto, che sembra essere uno degli elementi maggiormente divisivi all'interno della maggioranza, il DPB non fornisce dettagli; da notare però che il costo delle misure aumenta nel corso degli anni, da 600 milioni nel 2022 a 1,6 miliardi nel 2024;
- stanziamenti per **istruzione, università e ricerca** (0,4 miliardi sul 2022, che aumentano sino a 1,1 miliardi nel 2024): viene aumentata la dotazione del Fondo di Finanziamento ordinario per l'Università e del Fondo Italiano per la Scienza e viene creato un nuovo fondo per la ricerca applicata; a ciò si aggiunge un potenziamento delle borse di studio per gli specializzandi in medicina e la proroga fino a giugno dei contratti a tempo determinato stipulati dagli insegnanti durante l'emergenza Covid-19;
- politiche per la **famiglia** (0,4 mld sul 2022, che vengono però più che dimezzati negli anni successivi): è reso strutturale il congedo di paternità a 10 giorni e si prevedono nuove risorse per asili nido e scuole dell'infanzia, nonché garanzie ed esenzioni di imposte per facilitare l'acquisto della prima casa, in particolare per i giovani;
- sono inoltre previste altre misure minori soprattutto in tema di **politiche sociali** (tra le quali disabilità e sicurezza sul lavoro).

Il DPB non include dettagli sul fronte delle **coperture**. Una specifica voce residuale nella tabella riassuntiva prevede però coperture dal lato delle entrate per ben 4,3 miliardi nel 2022. È possibile che questa voce possa derivare dagli effetti della riforma fiscale, che potrebbe prevedere il taglio del cuneo sul lavoro a fronte di una parziale rimodulazione di altre imposte, ad esempio aumentando la tassazione (o riducendo i sussidi) sulle attività dannose per l'ambiente, ma è anche possibile una rimodulazione di beni tra le varie aliquote IVA che porti a un aumento del

gettito per questa imposta; non è nemmeno da escludere che l'attesa di maggiori entrate sia ottenuta almeno parzialmente tramite la previsione di interventi anti-evasione (specie sull'IVA).

Infine, il Documento Programmatico di Bilancio comprende un aggiornamento del **monitoraggio sull'implementazione del PNRR**. Se nel monitoraggio presentato lo scorso 22 settembre, sui 51 obiettivi e traguardi fissati per fine 2021 ne risultavano raggiunti solo 13, nell'aggiornamento contenuto nel DPB il numero di condizioni già soddisfatte è salito a 21, ovvero il 41% del totale. Per le rimanenti, secondo il Governo sono state attivate le procedure che assicureranno il loro conseguimento entro fine anno.

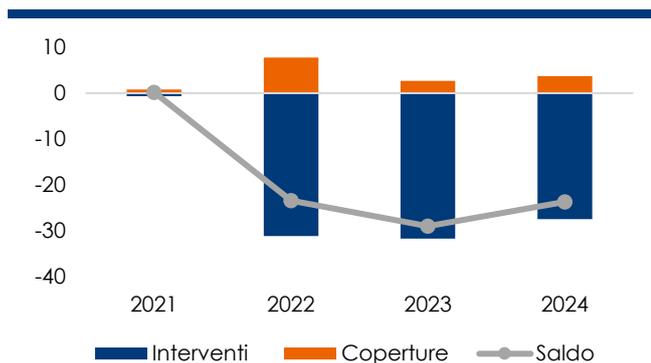
Sintetizziamo di seguito la **nostra valutazione**:

- il DPB è piuttosto lacunoso (in parte per le caratteristiche del documento) in merito ai **dettagli sulle varie misure** e in particolare a come verrà implementato l'annunciato taglio del cuneo fiscale che costituisce il principale intervento espansivo della manovra; bisognerà aspettare la Legge di Bilancio, attesa nei prossimi giorni, per avere maggiori dettagli in merito;
- su alcune misure la carenza di dettagli potrebbe essere spiegata dal fatto che (in particolare in materia pensionistica) sembrano persistere ampie **differenze di veduta all'interno della maggioranza** di Governo;
- taglio del cuneo fiscale a parte (da dettagliare, come detto), la maggior parte degli interventi espansivi, sia dal lato delle entrate che delle spese, consiste nel **rifinanziamento di misure già esistenti**;
- il Governo stima un impatto della manovra sul PIL pari a mezzo punto percentuale l'anno prossimo (la manovra alzerebbe la crescita del PIL 2022 da 4,2% a 4,7%); il moltiplicatore usato, trattandosi di interventi netti pari all'1,2% del PIL, è adeguato (tra 0,4 e 0,5) e in linea con la media storica; tuttavia, appare lecito nutrire dei **dubbi sull'impatto espansivo**, in considerazione del fatto che il rinnovo di misure già esistenti potrebbe essere stato già almeno in parte incorporato nelle attese degli agenti economici (per la parte riguardante invece il primo modulo della riforma fiscale, è necessario attendere maggiori dettagli per farsi un'idea più completa del possibile impatto sulla crescita);
- anche per questo motivo, riteniamo vi siano dei **rischi al ribasso sulla crescita del PIL** attesa dal Governo per il prossimo anno (la nostra previsione è 4%), e, forse, anche per gli anni successivi; d'altro canto, **ciò potrebbe avere effetti limitati sul deficit**, che ha dimostrato negli anni recenti una dinamica "virtuosa" al netto delle fluttuazioni del ciclo economico (principalmente in virtù di una maggiore *compliance* fiscale); viceversa, eventuali delusioni sul PIL per gli anni 2022-24 potrebbero incidere maggiormente sulla **traiettoria del rapporto debito/PIL, che ci aspettiamo nei prossimi anni in calo più graduale** rispetto a quanto stimato oggi dal Governo;
- sul fronte delle riforme e dell'implementazione del PNRR, condividiamo l'idea del Governo secondo cui **è assai probabile il raggiungimento almeno della gran parte delle condizioni richieste dal documento concordato con la Commissione UE entro fine anno** (in altri termini, il rischio della sospensione dei fondi UE ci appare contenuto, almeno nella parte iniziale del programma).

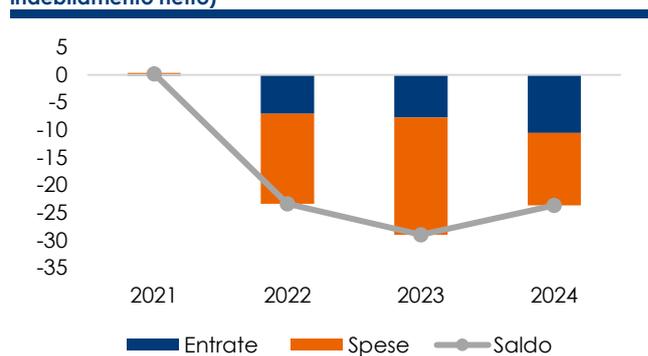
Misure discrezionali previste dalla manovra di bilancio 2022-24 (impatto cumulado su indebitamento netto in miliardi di euro)

	2021	2022	2023	2024
INTERVENTI	-0.6	-31.1	-31.6	-27.4
ENTRATE	0.0	-11.5	-10.1	-12.6
Riforma fiscale	0.0	-6.0	-6.7	-6.5
Sostegno alle imprese*	0.0	-4.1	-2.0	-2.1
Detrazioni fiscali per ristrutturazioni edilizie ed eco-bonus	0.0	0.0	-0.5	-3.3
Altre entrate	0.0	-1.4	-0.9	-0.8
SPESE	-0.6	-19.6	-21.5	-14.8
Sanità	0.0	-4.2	-3.4	-4.3
Politiche invariate e Ministeri	0.0	-3.2	-4.5	-3.4
Rilancio investimenti dello Stato e delle amministrazioni locali	0.0	-2.0	-2.5	-2.6
Contrasto al caro bollette	0.0	-2.0	0.1	0.1
Riforma degli ammortizzatori sociali	0.0	-1.5	-1.4	-1.4
Interventi a livello locale	0.0	-1.3	-1.3	-1.3
Reddito di cittadinanza	-0.2	-1.0	-1.0	-0.9
Misure in materia pensionistica	0.0	-0.6	-1.1	-1.6
Università e Ricerca	0.0	-0.4	-0.8	-1.1
Disabilità	0.0	0.0	-0.1	-0.2
Misure in materia di lavoro*	-0.2	-0.2	0.0	0.0
Politiche per la famiglia*	0.0	-0.4	-0.1	-0.2
Rafforzamento della salute e sicurezza nei luoghi di lavoro*	0.0	0.0	0.0	0.0
Altre spese	-0.3	-2.7	-5.4	2.2
COPERTURE	0.8	7.7	2.7	3.8
ENTRATE	-0.2	4.4	2.4	2.1
Rinvio scadenze cartelle esattoriali	-0.2	0.2	0.0	0.0
Altre entrate	0.0	4.3	2.4	2.1
SPESE	1.0	3.3	0.3	1.7
Anticipazione di autorizzazioni di spesa	-1.9	0.1	0.1	0.1
Ecobonus auto non inquinanti	-0.1	0.0	0.0	0.0
Altre spese	3.0	3.2	0.1	1.5
SALDO	0.2	-23.4	-29.0	-23.7

Nota: * interventi di natura mista (entrate/spese). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su DPB 2022

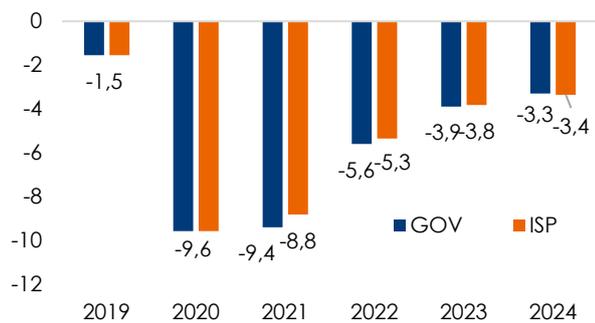
Interventi e coperture previste dalla manovra di bilancio 2022-24 (misure nette in miliardi di euro, impatto su indebitamento netto)

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su DPB 2022

Variazioni delle entrate e delle spese previste dalla manovra di bilancio 2022-24 (misure nette in miliardi di euro, impatto su indebitamento netto)

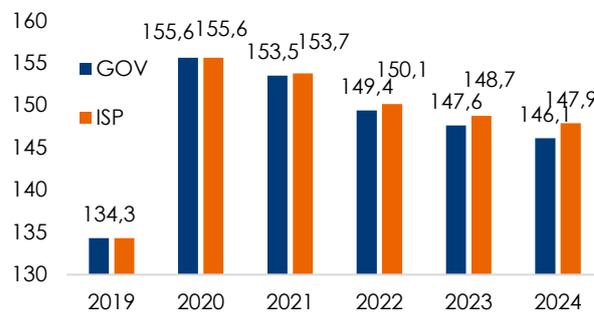
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su DPB 2022

Rapporto deficit/PIL (%): previsioni Intesa Sanpaolo e obiettivi governativi



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, quadro programmatico governativo (NADEF 2021)

Rapporto debito/PIL (%): previsioni Intesa Sanpaolo e obiettivi governativi



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, quadro programmatico governativo (NADEF 2021)

Sintesi della previsione macroeconomica

Previsioni macroeconomiche

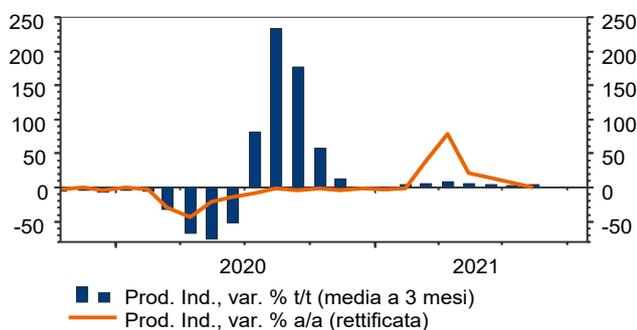
	2020	2021p	2022p	2020		2021				2022			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi 2015, a/a)	-8.9	5.7	4.0	-5.4	-6.6	-0.8	17.2	3.0	5.0	5.7	3.9	2.9	3.5
- var.ne % t/t				15.9	-1.7	0.2	2.7	1.9	0.2	0.9	0.9	0.8	0.7
Consumi delle famiglie	-10.8	5.7	7.2	13.3	-2.7	-1.0	5.0	3.2	1.8	1.7	1.0	0.7	0.7
Consumi pubblici	1.9	0.6	-0.2	1.0	2.3	-0.5	-0.8	-0.5	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Investimenti fissi	-9.4	15.4	6.7	29.2	-0.1	4.1	2.6	0.7	1.7	1.9	1.6	1.5	1.4
Investimenti in macchinari	-8.7	11.0	8.5	16.5	0.7	2.3	2.1	1.8	2.0	2.5	2.0	1.8	1.8
Investimenti in trasporti	-27.2	10.8	5.1	39.9	1.2	2.3	-0.7	-1.4	2.3	2.0	1.6	1.4	1.2
Investimenti in costruzioni	-7.0	20.7	5.0	43.2	-1.1	6.1	3.5	-0.2	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1
Esportazioni	-14.7	12.1	5.3	31.5	1.6	1.1	3.2	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	0.8
Importazioni	-13.4	14.0	7.1	15.7	6.2	3.5	2.4	2.5	2.0	1.8	1.4	1.0	0.9
Contr. % PIL													
Commercio estero	-0.8	-0.3	-0.4	4.2	-1.1	-0.7	0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.0
Domanda finale interna	-7.9	6.3	5.5	13.1	-1.2	0.1	3.2	1.9	1.4	1.4	0.9	0.8	0.7
Var. scorte	-0.3	-0.3	-1.1	-1.4	0.6	0.8	-0.8	0.3	-1.1	-0.3	0.1	0.1	0.0
Attività produttiva													
Produzione industriale	-11.0	11.2	2.9	29.1	0.0	1.5	1.2	1.0	0.3	0.8	0.8	0.7	0.6
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	-0.1	1.7	1.7	-0.5	-0.2	0.6	1.2	2.2	2.7	2.2	1.9	1.4	1.2
- escl. alimentari, energia (a/a)	0.5	0.8	1.0	0.3	0.4	0.8	0.3	0.7	1.3	1.0	1.0	0.9	0.9
PPI (a/a)	-3.3	7.3	3.7	-3.2	-2.2	1.0	8.0	10.4	10.0	8.0	4.8	1.3	1.0
Disoccupazione (%)	9.3	9.6	9.3	10.0	9.8	10.1	9.8	9.3	9.4	9.4	9.4	9.3	9.2
Occupati totali	-2.7	0.4	2.0	0.4	0.1	-0.6	1.5	0.3	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
Salari contrattuali	0.6	0.6	0.8										
Reddito disponibile reale	-2.7	1.8	1.3										
Tasso di risparmio (%)	15.6	12.7	8.8										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	3.4	1.9	1.6										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% Pil)	-9.6	-8.8	-5.3										
Debito (% Pil)	155.6	153.7	150.1										
Variabili finanziarie													
3-mths Euribor	-0.54	-0.54	-0.53	-0.49	-0.54	-0.54	-0.54	-0.55	-0.54	-0.53	-0.53	-0.52	-0.53
Long term (10Y) rate (%)	1.11	0.73	1.14	0.98	0.61	0.59	0.80	0.84	0.87	0.90	1.00	1.25	1.40
BTP/Bund spread	1.60	1.10	1.16	1.47	1.18	1.04	1.02	1.06	1.08	1.10	1.15	1.20	1.20

Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Nell'industria, rallenta la produzione...

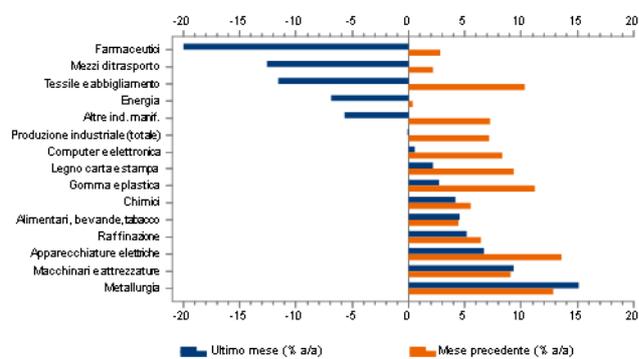
La produzione industriale è calata di -0,2% m/m ad agosto, dopo la crescita dell'1% m/m di luglio (rivista al rialzo da 0,8% m/m della prima stima), e dopo l'1,1% m/m di giugno. La variazione annua, corretta per gli effetti di calendario, è calata a zero da 7,2% del mese precedente. **Nel mese, la flessione ha riguardato l'energia, i beni di consumo e i beni intermedi** (-2,1%, -2% e -1,3% m/m, rispettivamente), mentre si registra un aumento per i beni strumentali (+0,8% m/m). Proprio i beni strumentali, assieme ai beni intermedi, sono le uniche macro-categorie in progresso su base annua. **La produzione nel solo comparto manifatturiero è calata di appena -0,1% m/m nel mese, e mantiene un trend di crescita su base annua (+1,7%). Il dettaglio per settore è però molto variegato:** su base tendenziale (corretta per gli effetti di calendario) si notano incrementi molto rilevanti per il comparto metallurgico (+16,6%), per la meccanica (+10,3%) e per le apparecchiature elettriche (+6,3%), mentre, all'opposto, si registrano flessioni assai accentuate per i mezzi di trasporto (-23,7%), i prodotti farmaceutici (-20,9%) e, al di fuori del manifatturiero, le attività estrattive (-17,7%). Anche dopo il lieve calo di agosto, **la produzione industriale resta al di sopra dei livelli pre-COVID** (+1,5% rispetto a febbraio 2020). L'incremento è dovuto principalmente ai beni intermedi (+4,6%), a fronte di una sostanziale stabilità per i beni strumentali e di un calo per beni di consumo ed energia (-3,7% e -6%, rispettivamente). **L'output industriale è in rotta per un altro incremento nel terzo trimestre**, dell'ordine dell'1% t/t (in caso di stabilità a settembre), dopo l'1,2% del trimestre primaverile e l'1,5% dei primi tre mesi dell'anno. Tuttavia, **ci aspettiamo un'ulteriore e più significativa frenata nel trimestre in corso**, nel quale verosimilmente l'attività produttiva nell'industria potrebbe risultare poco variata rispetto ai tre mesi precedenti. In sintesi, **è iniziato un trend di rallentamento nel settore manifatturiero**, dopo i picchi toccati nella prima metà dell'anno (non vi sono segnali di miglioramento sul fronte delle strozzature dal lato dell'offerta, che potrebbero persistere per tutta la prima metà del prossimo anno).

La ripresa industriale sta rallentando



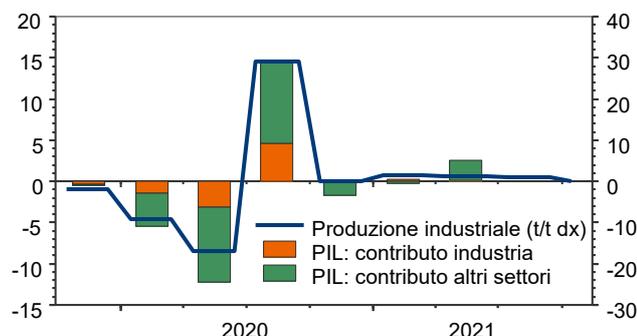
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Rispetto allo scorso anno metallurgia e macchinari si confermano tra i settori in maggiore crescita



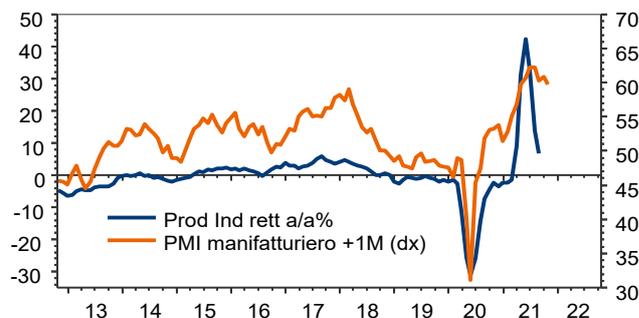
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Il contributo dell'industria al PIL dovrebbe rimanere positivo nel 3° trimestre ma la crescita verrà trainata dai servizi



Fonte: Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le indagini segnalano un rallentamento ma restano su livelli espansivi



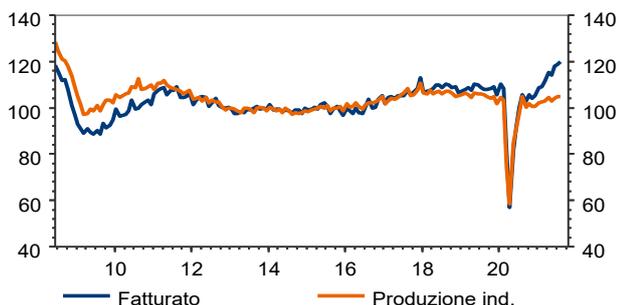
Fonte: Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

...ma fiducia delle imprese e fatturato si mantengono su livelli espansivi

L'indice **PMI manifatturiero è sceso a 59,7 a settembre da 60,9 precedente**, sui minimi da marzo ma ancora su livelli ampiamente espansivi e coerenti con un'espansione dell'attività nel settore. Le imprese continuano infatti a riportare una crescita di produzione e ordinativi, che rallentano però tornando ai ritmi dello scorso febbraio, penalizzati dalle problematiche logistiche e di approvvigionamento che si riflettono in un allungamento dei tempi di consegna e in un elevato grado di commesse inevase.

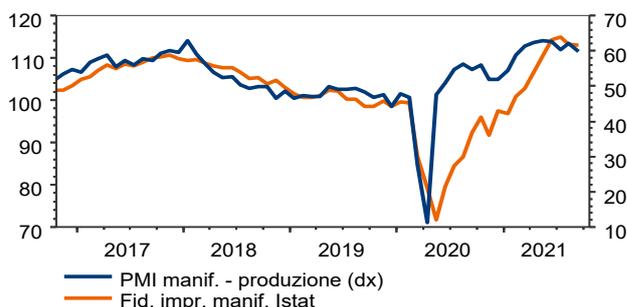
Ad agosto il fatturato industriale è cresciuto di +0,8% m/m, come a luglio (terzo mese di rialzo di fila): il livello del fatturato ha toccato un nuovo massimo storico. I progressi risultano diffusi sia alle vendite nazionali che a quelle estere mentre **fra i principali raggruppamenti di industrie sono i beni intermedi a mostrare la maggiore vivacità** (+2,4% m/m). In crescita anche i beni di consumo (+0,4% m/m) a fronte di cali per beni strumentali (-0,3% m/m) ed energia (-2,5% m/m). In termini tendenziali e corretti per i giorni lavorativi, la variazione è pari al 13,8%, da un precedente 19%. Tutti i comparti di attività ad eccezione del tessile risultano in espansione rispetto allo scorso anno ma sono ancora, come a luglio, metallurgia, raffinazione, chimica e trasporti ad evidenziare i maggiori progressi. Nel complesso **il dato segnala come nonostante la correzione della produzione registrata nello stesso mese la domanda sottostante di beni industriali sia ancora solida**: il principale freno all'attività nel secondo semestre continuerà a provenire dal lato dell'offerta.

La divergenza tra fatturato e produzione conferma come l'offerta fatichi a tenere il passo con la domanda



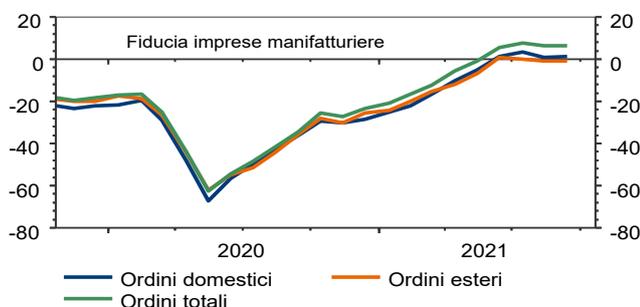
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Indagini di fiducia in stabilizzazione su livelli elevati



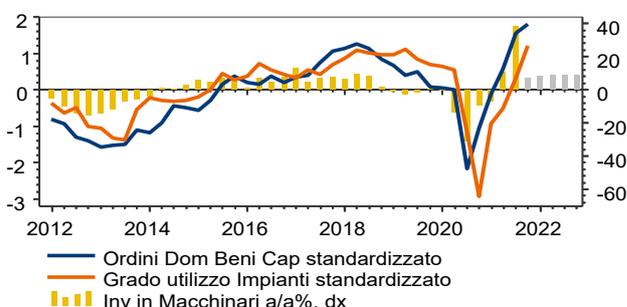
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le indicazioni sugli ordinativi confermano uno scenario di domanda ancora solida sia sul mercato interno che su quello estero



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

Lo scenario di eccesso di domanda si riflette anche nel progressivo recupero del grado di utilizzo degli impianti



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

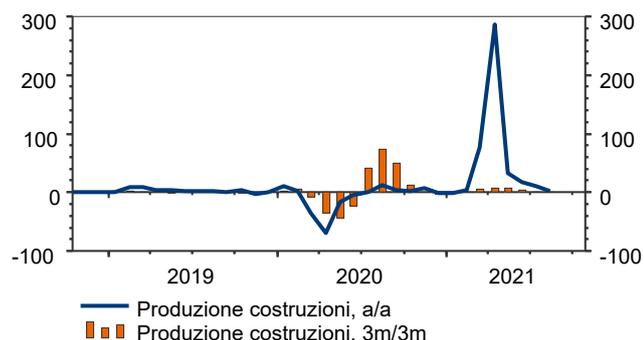
Anche le costruzioni mostrano qualche segnale di (moderata) decelerazione

Ad agosto la produzione nelle costruzioni è rimbalzata di +1,4% m/m dopo la correzione di -0,8% m/m registrata a luglio, lasciando l'attività nel settore in rotta per una sostanziale stagnazione nel 3° trimestre. In termini tendenziali e corretti per i giorni lavorativi, la crescita dell'output è rallentata a 1,5% da 10,9% precedente, in fase di normalizzazione una volta superati i mesi in cui il confronto con il 2020 era risultato particolarmente favorevole.

La fiducia delle imprese nelle costruzioni rimane comunque elevata: l'indice del morale dei costruttori in base all'indagine Istat era tornato a salire a settembre, a 155,5 da 153,8 di agosto: si tratta della seconda lettura più alta mai rilevata dopo il record storico di 158,6 toccato lo scorso luglio.

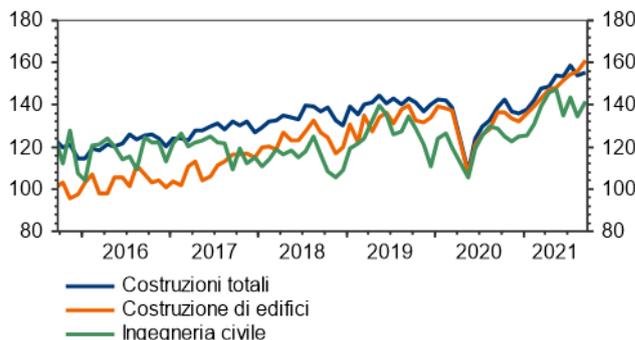
In sintesi, dopo due trimestri di solida espansione l'edilizia potrebbe rallentare la sua corsa nel secondo semestre del 2021; il trend resta comunque espansivo. Il settore è risultato tra quelli che hanno più rapidamente recuperato i livelli pre-COVID (+9% l'output rispetto a febbraio 2020), e le misure di stimolo contenute nel PNRR dovrebbero continuare a sostenere l'attività anche nei prossimi mesi. Tuttavia, il comparto è tra i settori più colpiti dai colli di bottiglia non soltanto nelle catene di approvvigionamento di materiali, ma anche nel mercato del lavoro (le imprese segnalano crescenti difficoltà di reperire manodopera).

Dopo un solido 1° semestre la ripresa nelle costruzioni è entrata in una fase di decelerazione



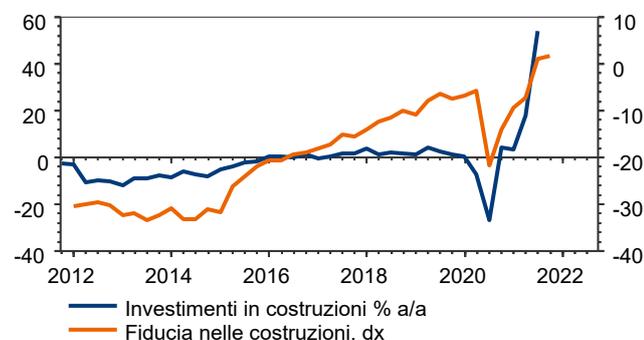
Fonte: Refinitiv-Datastream

La fiducia delle imprese rimane su livelli prossimi ai massimi storici



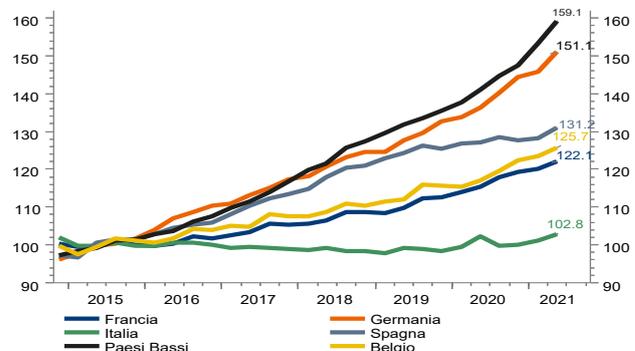
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream

Le indagini sono coerenti con una dinamica ancora positiva per gli investimenti in costruzioni



Fonte: Refinitiv-Datastream

Prezzi delle abitazioni in crescita di 1,7% t/t e 0,4% a/a nel 2° trimestre 2021, anche se la tendenza si conferma più moderata rispetto agli altri Paesi europei



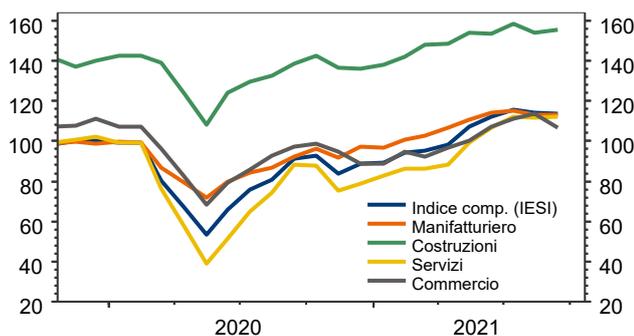
Fonte: Refinitiv-Datastream

I servizi continuano a trainare il PIL

A settembre l'indice PMI dei servizi è calato a 55,5 da 58 di agosto, con indicazioni che l'attività nel settore è ancora solida. Le indagini sono coerenti con un'espansione in fase di moderazione, una volta superato il periodo in cui le riaperture hanno sospinto la ripresa, ma ancora su ritmi robusti, come peraltro emerge da aspettative ancora ampiamente ottimiste. Le imprese confermano inoltre intense pressioni sui costi che, inizialmente concentrate nell'industria, si stanno estendendo anche ai servizi. Il tasso di crescita dei prezzi finali rimane comunque decisamente più contenuto nei servizi, dove la domanda non ha ancora recuperato i livelli di attività pre-pandemici.

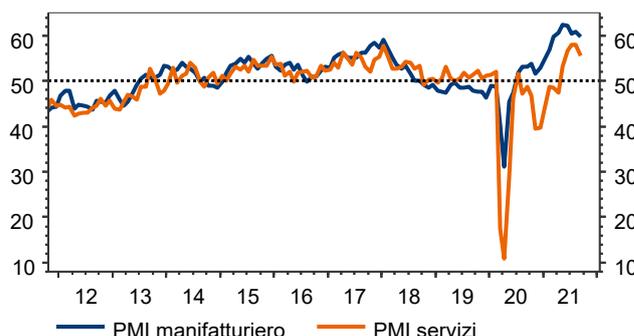
L'indice composito di fiducia delle imprese dei servizi era tornato a salire a settembre, a 112,3 da 111,8 di agosto, ai massimi dal 2007: le preoccupazioni per la "quarta ondata" pandemica in corso non sembrano aver pesato sul morale delle aziende operanti nel settore dei servizi, che sarà trainante per la crescita del PIL ancora nei prossimi trimestri. **L'ulteriore allentamento delle restrizioni anti-COVID in diversi comparti, deciso dal Governo nelle ultime settimane, appare coerente con un ulteriore recupero dell'attività** economica nei servizi nei prossimi mesi.

Le indagini confermano il recente recupero dell'attività nei servizi, e continuano ad offrire indicazioni incoraggianti per i prossimi mesi



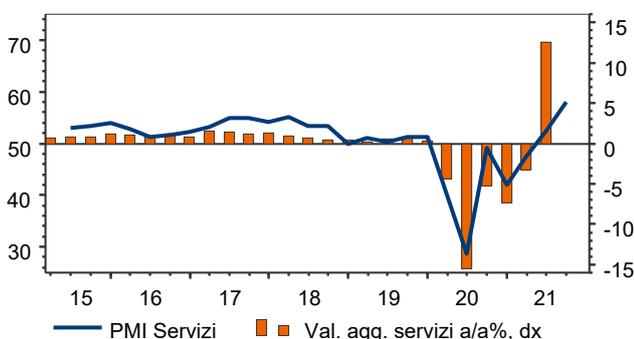
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Con il ritorno alla normalità il gap tra industria e servizi che aveva caratterizzato le prime fasi della ripresa si sta chiudendo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

I servizi continueranno a sostenere la ripresa sul finale d'anno



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

I servizi turistici hanno beneficiato delle riaperture e dei flussi internazionali in entrata



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

Le prospettive per i consumi restano positive

L'indice di fiducia delle famiglie ha riportato un ampio rimbalzo a 119,6 a settembre, dopo che ad agosto era sceso a 116,2: l'indice raggiunge così un nuovo massimo storico dall'inizio delle rilevazioni (1998). Tutte le principali componenti hanno registrato un miglioramento, particolarmente marcato per quanto riguarda la valutazione del clima corrente e la situazione economica nazionale. Anche le preoccupazioni relative alla disoccupazione sono calate (al livello più basso dallo scoppio della pandemia). L'indagine della Commissione UE di settembre ha invece riportato un leggero deterioramento del morale, a -4,7 da un precedente -4,3, sui minimi dallo scorso aprile.

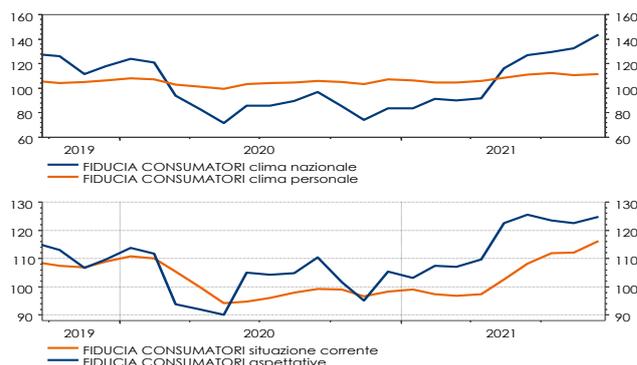
Le vendite al dettaglio ad agosto sono cresciute di +0,4% m/m dopo la flessione di -0,3% a luglio. Il rimbalzo è sintesi di una crescita degli acquisti di beni non alimentari (+0,7% m/m) a fronte di una sostanziale stagnazione per gli alimenti (+0,1% m/m in valore, -0,1% m/m in volume). Rispetto allo scorso anno le vendite risultano in aumento lungo tutti i canali distributivi, ma i progressi più marcati continuano ad essere registrati dal commercio online (+20,7%) sottolineando come l'ampio utilizzo durante i mesi di lockdown non sia stato un fenomeno interamente temporaneo. Nel complesso il dato lascia le vendite in rotta per una modesta espansione nel 3° trimestre; in ogni caso, ancora durante l'estate, come già in primavera, dovrebbe essere stata la crescita sostenuta dei consumi di servizi, ben più che quella di beni, a spingere il PIL.

Gli indici di mobilità verso gli esercizi commerciali segnalano ancora spazi di ripresa per le vendite al dettaglio



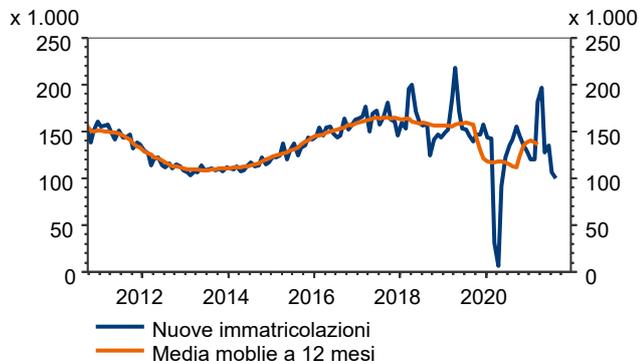
Fonte: Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Clima nazionale e aspettative stanno trainando il recupero per la fiducia dei consumatori



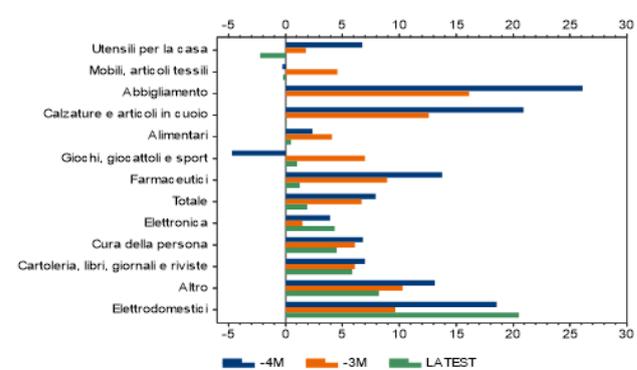
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Rientra l'effetto-incentivi statali sulle vendite di auto, che sono anche frenate dalla scarsità di componentistica



Fonte: Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Quasi tutti i gruppi di prodotti riportano una crescita tendenziale per le vendite al dettaglio ad agosto

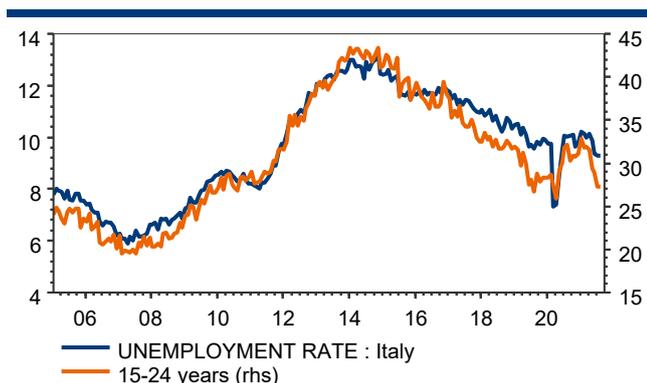


Fonte: Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tasso di disoccupazione in stabilizzazione nei prossimi mesi

Ad agosto il tasso di disoccupazione si è stabilizzato al 9,3% in linea con le nostre stime. Sul mese sia gli occupati (-80 mila, -0,3% m/m) che, in misura marginale, i disoccupati (-4 mila, -0,2% m/m) sono calati, mentre gli inattivi sono cresciuti per il secondo mese consecutivo (+64 mila, +0,5% m/m). Come a luglio, quindi, la flessione degli occupati si è accompagnata a un maggiore flusso in uscita dalle forze di lavoro. La diminuzione degli occupati è diffusa a tutte le classi d'età ma riguarda soprattutto le donne e risulta concentrata tra i lavoratori dipendenti con contratti a termine. **Riteniamo che la flessione degli occupati di luglio-agosto non rappresenti un'inversione del trend che ha caratterizzato la prima metà dell'anno.** Le indagini congiunturali riportano infatti un aumento delle intenzioni di assunzione e sono coerenti con un proseguimento della crescita degli occupati, ed un suo possibile rafforzamento, nei prossimi mesi, sull'onda della ripresa economica. Anche il recente aumento degli inattivi dovrebbe risultare temporaneo e **nei prossimi mesi il rientro degli inattivi nella forza lavoro** (rispetto ai livelli pre-COVID il tasso di inattività è ancora superiore di un punto percentuale) **potrebbe limitare ulteriori cali del tasso di disoccupazione. La minore protezione offerta dalle misure governative** (scadenza del divieto di licenziare anche nei servizi e condizioni meno favorevoli per la CIG) **potrebbe portare ad un aumento dei licenziamenti nei prossimi mesi.** Tuttavia, ci aspettiamo che l'impatto sul tasso di disoccupazione risulti complessivamente limitato. **Dopo aver toccato un picco intorno al 10% a inizio anno, il tasso dei senza lavoro potrebbe quindi stabilizzarsi intorno agli attuali livelli (poco sopra il 9%) nel corso dei prossimi mesi.**

Tasso di disoccupazione stabile ad agosto



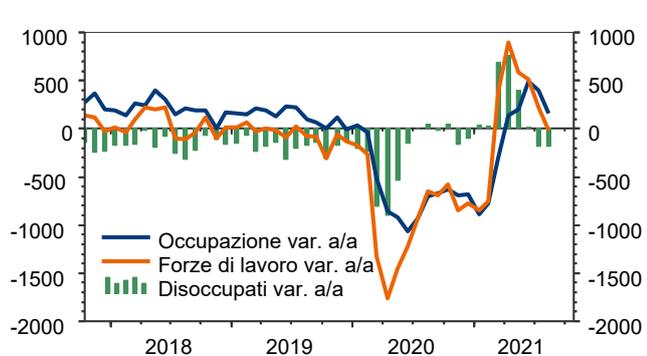
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Il rientro degli inattivi nella forza lavoro potrebbe limitare ulteriori cali del tasso di disoccupazione nei prossimi mesi



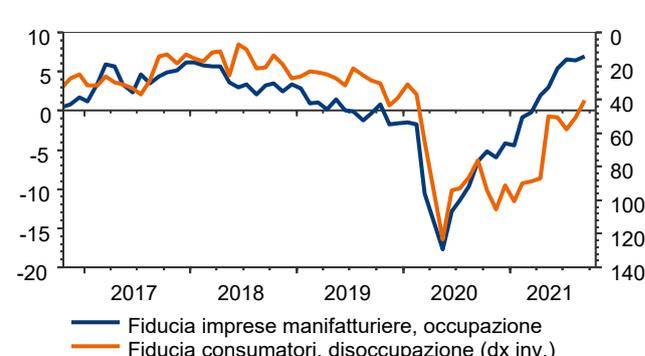
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Rallenta la dinamica sia degli occupati che dei disoccupati in luglio e agosto



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Le indagini suggeriscono che la crescita dell'occupazione possa rimanere positiva nei prossimi mesi

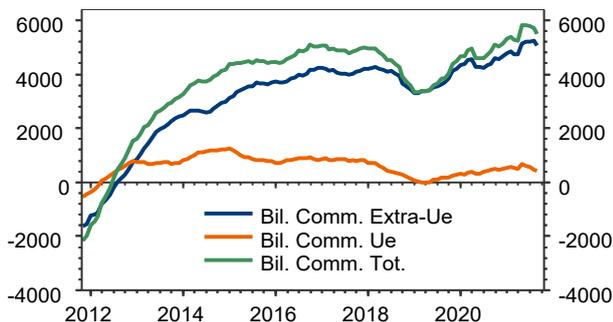


Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Commercio estero ancora in crescita, ma l'import è più dinamico dell'export

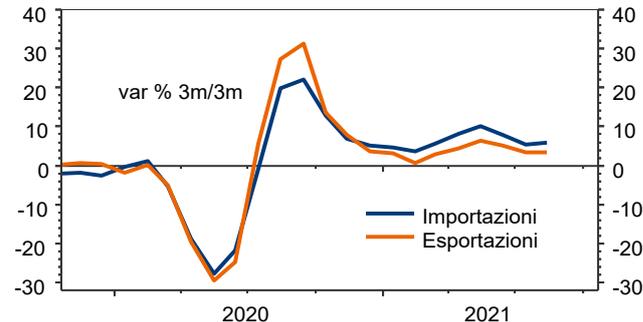
I dati sul commercio di beni hanno evidenziato una crescita delle importazioni a ritmi superiori alle esportazioni nel mese di agosto. Il contenuto incremento dell'**export** (+0,6% m/m da +2,7% m/m di luglio) è sintesi di un rimbalzo per le vendite verso il resto dell'Unione Europea (a +6,0% da -1,6% precedente) a fronte di una correzione per le esportazioni verso i mercati extra-UE (-5,0% da +7,5%), che hanno risentito dell'esaurirsi dell'effetto delle consegne ad elevato valore unitario nella cantieristica navale che avevano sostenuto il dato di luglio. Su base congiunturale sono i beni intermedi e di consumo a guidare la crescita, mentre risultano in calo le esportazioni di beni strumentali ed energia. Le **importazioni** (+5,4% m/m in agosto dopo il +1,6% di luglio) risultano invece in crescita in tutti i principali raggruppamenti di industrie ad eccezione dell'energia, con solidi incrementi diffusi ai Paesi sia UE (+4,6% m/m da +0,5% m/m) che extra-UE (+6,6% m/m da +3,1% m/m). Ad agosto il saldo commerciale è risultato pari a +1.316 milioni di euro (+3.929 in agosto 2020) e a +4.502 milioni (da +5.521 milioni un anno prima) al netto dell'energia. **Le importazioni di beni dovrebbero essere cresciute a ritmi superiori alle esportazioni nel 3° trimestre.** La ripresa dei flussi turistici in entrata durante l'estate potrebbe parzialmente compensare l'impatto negativo del commercio di beni, ma nel complesso il dato di agosto conferma le nostre previsioni per cui **il canale estero dovrebbe contribuire negativamente alla crescita nel PIL nel 3° trimestre.** Nei prossimi mesi la tendenza dell'export dovrebbe confermarsi espansiva ma il rallentamento dell'economia globale dovrebbe riflettersi in una dinamica più contenuta rispetto alle importazioni, che dovrebbero invece essere sostenute dalla ripresa della domanda interna. L'apporto del commercio internazionale alla crescita potrebbe quindi rimanere negativo.

Il saldo della bilancia commerciale resta sui massimi storici



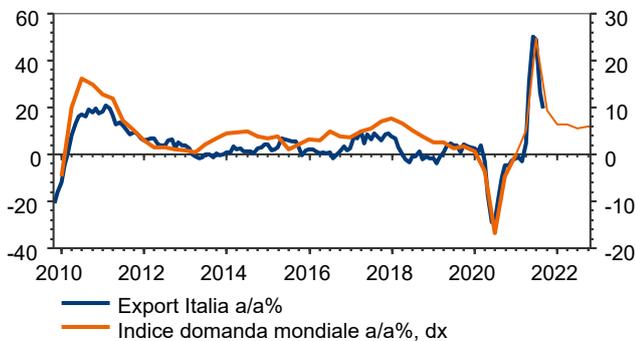
Fonte: Refinitiv-Datastream

Le importazioni restano in crescita a ritmi superiori alle esportazioni



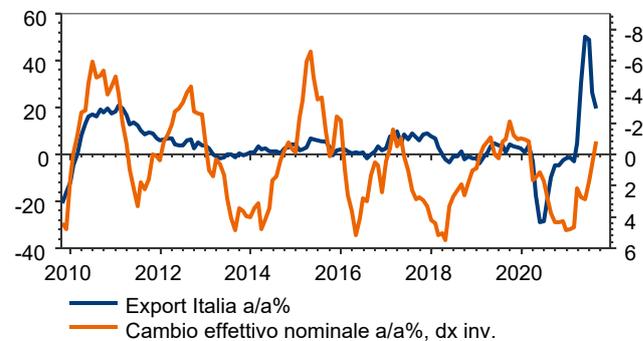
Fonte: Refinitiv-Datastream

La domanda estera è in fase di rallentamento ma dovrebbe comunque continuare a sostenere l'export...



Nota: media mobile a 3 mesi della variazione % annua dell'export.
Fonte: Refinitiv-Datastream

...mentre le dinamiche valutarie stanno tornando nuovamente di supporto alle esportazioni

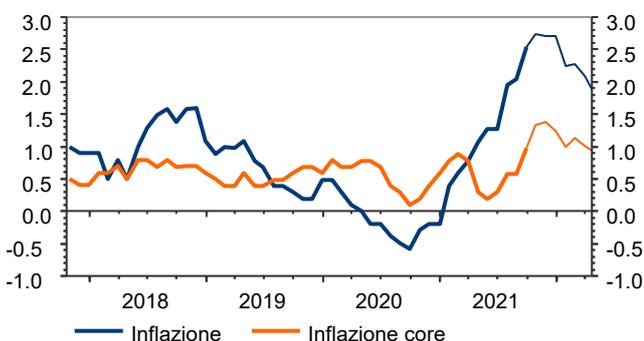


Fonte: Refinitiv-Datastream

L'inflazione è vista salire ancora nei prossimi mesi

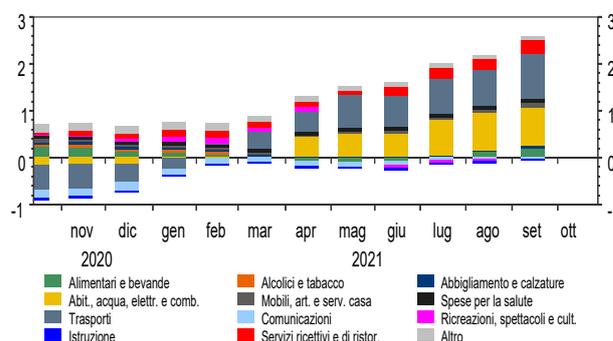
A settembre l'inflazione (calcolata sull'indice nazionale NIC) **è cresciuta al 2,5%** dal 2,0% di agosto, un massimo da ottobre 2012. Su base armonizzata è invece salita al 2,9% da un precedente 2,5%. Nel mese i prezzi al consumo sono calati dello 0,2% su base nazionale mentre sono aumentati di 1,3% sul paniere armonizzato. A spingere l'inflazione a settembre ha contribuito anche un effetto base particolarmente favorevole, per esempio nei servizi relativi ai trasporti (che passano da -0,5% a +2,0% a/a) ma, come nei mesi precedenti, **è ancora l'energia** (+20,2% da +18,8% a/a) **a trainare l'inflazione headline**, sostenuta sia dal forte aumento dei prezzi di greggio e carburante rispetto al 2020 che dal rincaro delle tariffe di luce e gas a partire da luglio. Nonostante le misure di calmieramento recentemente annunciate dal Governo, ad ottobre sono previsti ulteriori aumenti significativi delle tariffe. **L'inflazione headline è quindi vista salire ancora nei prossimi mesi per raggiungere un picco nel trimestre finale dell'anno poco sotto il 3%. Una graduale moderazione è quindi attesa nel corso del 2022. L'inflazione core è invece salita all'1% a settembre**, dallo 0,6% di agosto; ci aspettiamo possa salire moderatamente nei mesi finali del 2021, restando comunque su livelli moderati (poco sopra l'1%). Nel corso del 2022 l'inflazione core dovrebbe aggirarsi in media a 0,9% (da 0,7% quest'anno). L'inflazione italiana è attesa rimanere su ritmi più contenuti rispetto alla media dell'area euro ma i **rischi restano verso l'alto**. **L'impatto delle strozzature lungo le filiere produttive sui prezzi internazionali delle materie prime si stanno rivelando più persistenti del previsto e tali da spingere i produttori a trasferire i maggiori costi ai consumatori**. Ad agosto il rincaro dei prezzi alla produzione è rallentato a +0,5% m/m da +2,9% del mese precedente, ma la crescita tendenziale del PPI resta elevata (11,6% da 11,2%), con la maggior parte dei rincari concentrata tra energia e beni intermedi. Anche nelle costruzioni i prezzi alla produzione risultano in crescita di oltre il 5% rispetto ad agosto 2020.

La risalita dell'inflazione headline dovrebbe toccare un picco fine anno



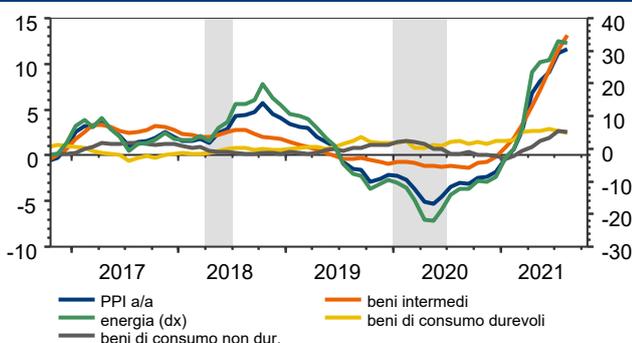
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Le principali pressioni inflazionistiche su base annua vengono ancora dalle componenti più legate all'energia (trasporti e spese per la casa)



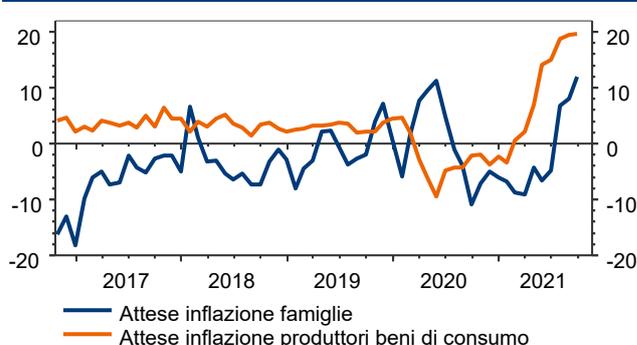
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Energia e beni intermedi spingono al rialzo l'inflazione dei prezzi alla produzione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Anche le aspettative delle famiglie iniziano ad incorporare aspettative per un rialzo dell'inflazione



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

Tendenze del settore bancario

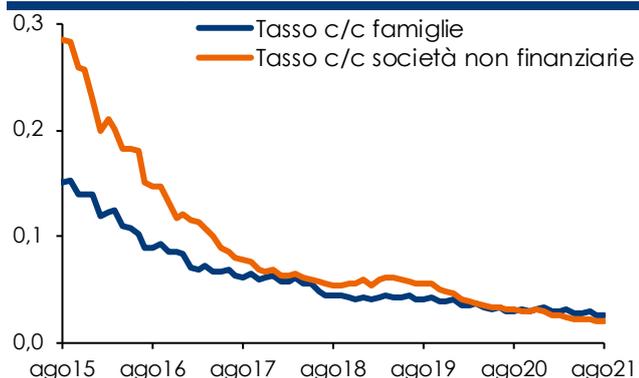
Nuovi minimi per il tasso sui flussi di prestiti oltre 1 milione alle imprese

Ad agosto i tassi sulla raccolta da clientela sono risultati stabili e sono visti invariati anche a settembre secondo le stime ABI, dopo la leggera riduzione registrata a luglio. Per i tassi sui nuovi prestiti alle società non-finanziarie si è osservato un calo di 5pb su base mensile sia per quello sui finanziamenti fino a 1 milione, sia per il tasso sugli importi di maggior entità che ha raggiunto un nuovo minimo storico di 0,64%. Quanto ai tassi sulle erogazioni di mutui per l'acquisto di abitazioni, è emerso un andamento al rialzo, che però risulta temporaneo sulla base delle anticipazioni ABI secondo cui a settembre il tasso medio tornerebbe ai livelli dei mesi precedenti, a 1,39% dall'1,46% di agosto.

Elisa Coletti

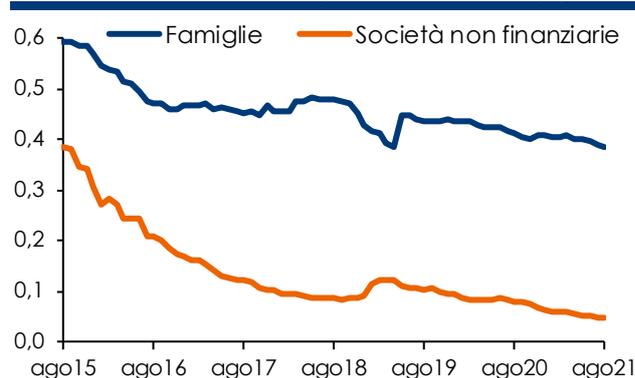
Ad agosto i tassi sulla raccolta da clientela sono risultati stabili, dopo la leggera riduzione registrata a luglio. In particolare, il tasso medio sul complesso dei depositi si è confermato a 0,31%, livello a cui era sceso il mese precedente, ed è atteso restare invariato a settembre secondo le anticipazioni ABI. Anche il tasso medio sui conti correnti è rimasto allo 0,02% raggiunto a luglio, ma sono proseguite minime limature, più evidenti dal lato del tasso sui conti correnti delle società non-finanziarie. Quest'ultimo è sceso marginalmente sotto la soglia dello 0,02%, mentre quello corrisposto alle famiglie è rimasto per ora più vicino allo 0,03% che allo 0,02%. Anche il tasso complessivo sulle consistenze dei depositi con durata prestabilita si è assestato ad agosto, dopo essere sceso a luglio a 1,00%.

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



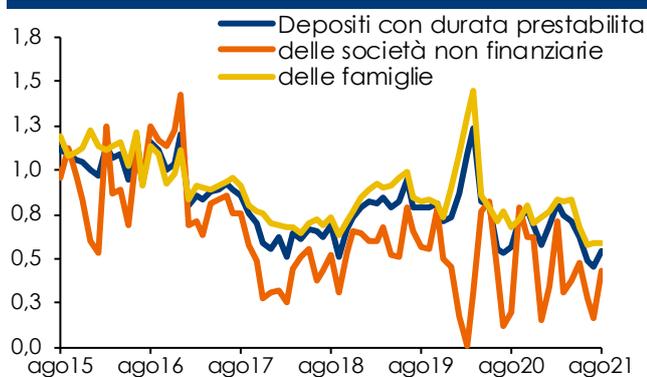
Fonte: Banca d'Italia

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



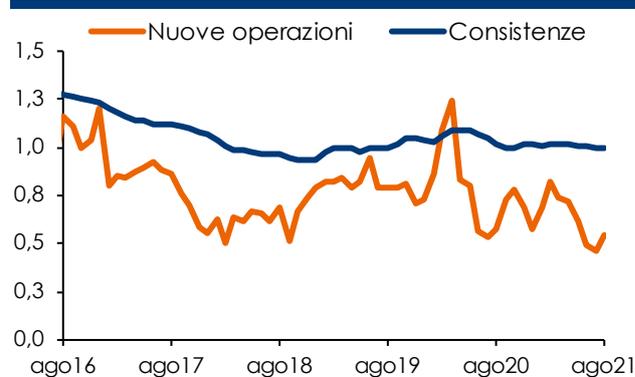
Fonte: Banca d'Italia

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 (%)

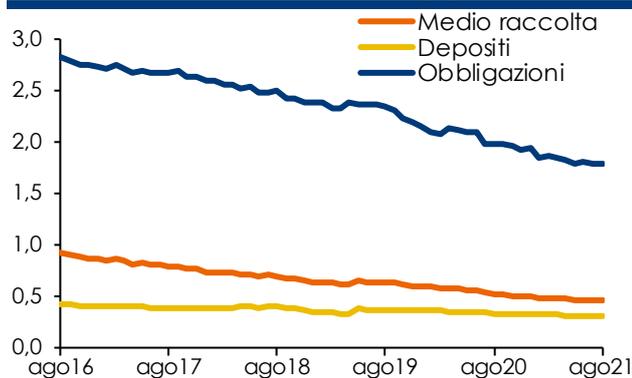


Fonte: Banca d'Italia

Con riguardo ai tassi sui nuovi depositi con durata prestabilita si è osservata una stabilità di quello corrisposto alle famiglie, fermo a 0,58% per il 3° mese consecutivo, e la consueta variabilità del tasso offerto alle società non-finanziarie. Quest'ultimo è salito ad agosto di 27pb m/m a 0,44% recuperando quasi interamente i 31pb persi nei due mesi precedenti. Di conseguenza, il tasso medio complessivo sui nuovi depositi con durata prestabilita di famiglie e imprese è risalito di 9pb m/m a 0,55% dal minimo storico di 0,46% registrato a luglio.

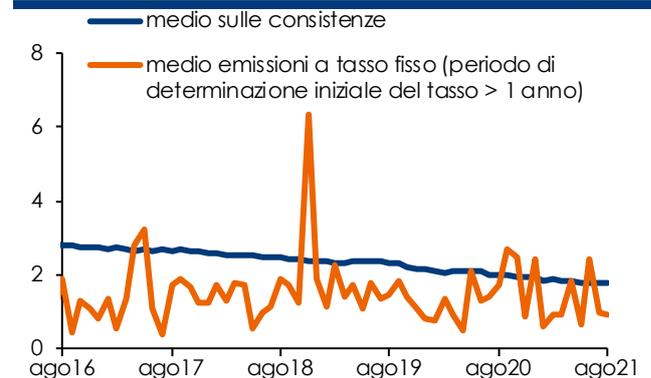
Anche il tasso sullo stock di obbligazioni è rimasto invariato, al livello di 1,79% raggiunto a luglio, ed è visto leggermente in recupero ad agosto a 1,80%, secondo le anticipazioni ABI. Il costo complessivo dello stock di raccolta da clientela resta stabile, a 0,46% sia ad agosto, sia a settembre in base alle stime ABI.

Tassi sulla raccolta bancaria – consistenze (%)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

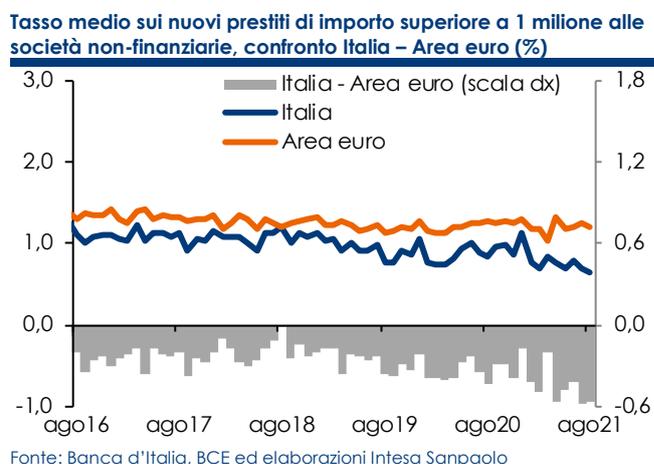
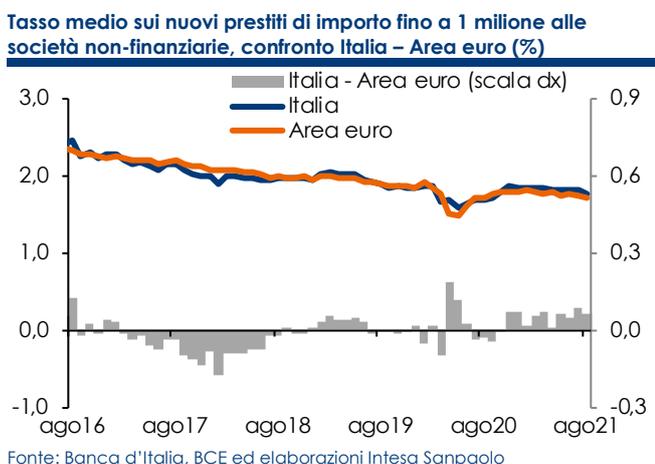
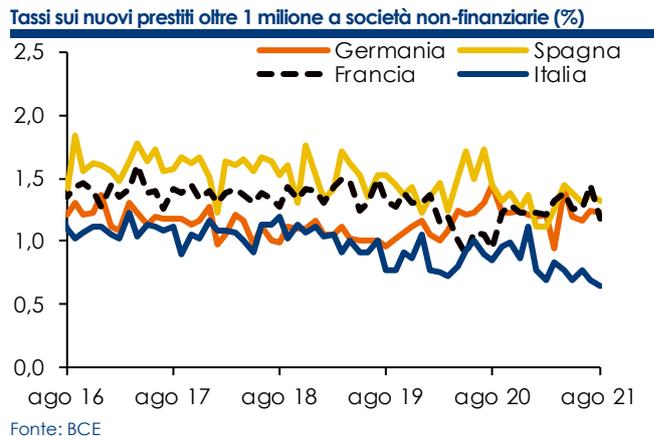
Tassi su obbligazioni bancarie in essere e nuove emissioni (%)



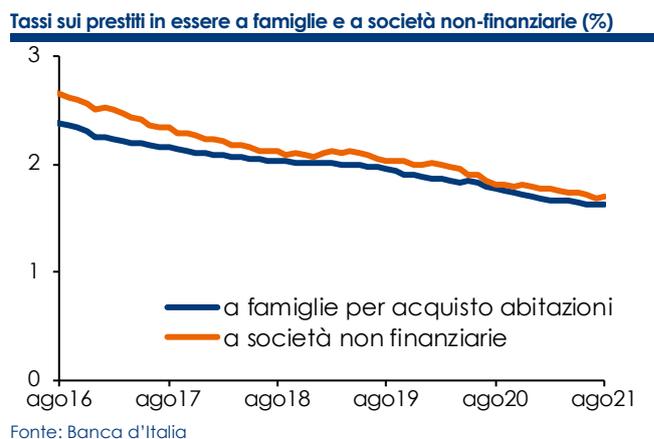
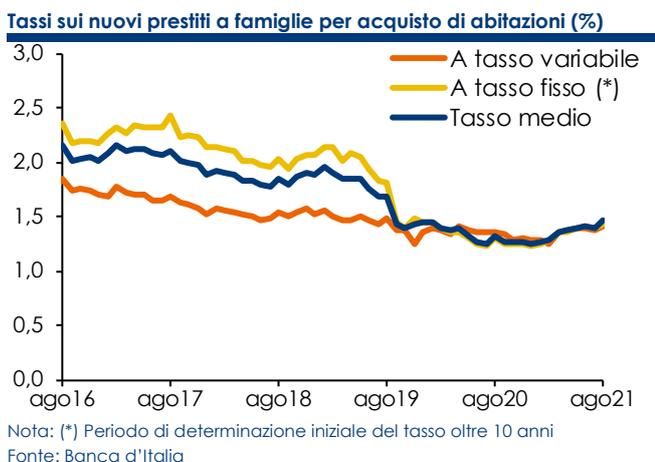
Fonte: Banca d'Italia

Dal lato dei tassi sui nuovi prestiti, ad agosto si è osservato un aggiustamento di +2pb m/m del medio praticato alle società non-finanziarie, a 1,07%, dopo il calo significativo di -12pb m/m del mese precedente. L'aumento è però spiegato esclusivamente dalla composizione delle nuove erogazioni, che ad agosto avevano visto un calo della quota di prestiti di minore importo, caratterizzati da un tasso più alto, quota risalita a settembre sul livello di maggio-giugno (38% a settembre da 32% ad agosto le erogazioni fino a 1 milione). I tassi sulle due componenti sono invece risultati in calo, entrambi di -5pb m/m. In dettaglio, quello sui finanziamenti fino a 1 milione è sceso da 1,83% a 1,78% mentre il tasso sulle operazioni oltre 1 milione ha raggiunto un nuovo minimo storico di 0,64%, dopo quello di 0,69% toccato a luglio. Secondo le anticipazioni ABI, il tasso medio sarebbe risalito a settembre di 12pb m/m a 1,19%.

Anche nell'Eurozona i tassi si sono ridotti (-3pb m/m per i prestiti fino a 1 milione e -6pb m/m per quelli superiori a tale soglia). Il differenziale moderatamente positivo col tasso italiano sui flussi di prestiti fino a 1 milione è risultato pari a 7pb (era 9pb a luglio). Per il tasso sui nuovi prestiti oltre 1 milione il differenziale negativo è rimasto molto ampio, a -56pb, confermando condizioni significativamente più favorevoli per i prenditori italiani.



Quanto ai tassi sulle erogazioni di mutui per l'acquisto di abitazioni, ad agosto è emerso un andamento al rialzo, che però risulta temporaneo sulla base delle anticipazioni ABI per settembre. In dettaglio, sia il tasso fisso sia il variabile sono saliti di 4pb m/m, il primo a 1,44%, il secondo a 1,42%. Di conseguenza, il tasso medio si è portato a 1,46% dall'1,40% di luglio. **Le stime ABI, tuttavia, vedono un ritorno ai livelli precedenti, con una discesa a settembre a 1,39%.**



Per il **tasso medio sullo stock di prestiti, dopo otto mesi di graduali riduzioni, si delinea una stabilità sul 2,19% raggiunto a luglio e confermato da ABI per settembre.**

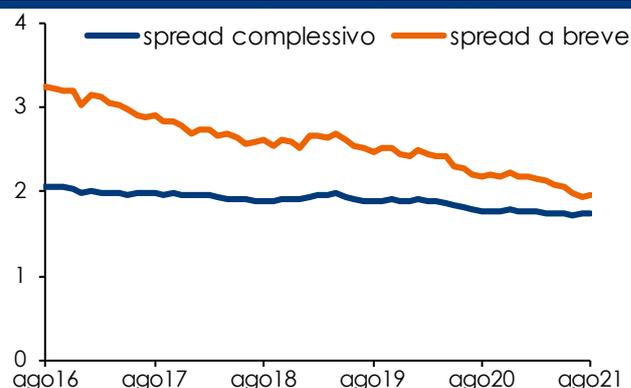
Pertanto, **ad agosto la forbice tra tassi attivi e passivi è rimasta invariata**, all'1,73% registrato anche nei due mesi precedenti. **La contribuzione dei depositi a vista ha confermata la stabilità**, col *mark-down* a -0,58% per il 7° mese consecutivo. Per il *mark-up* sui tassi attivi a breve dopo sei mesi di cali si è registrato un leggero recupero, di 2pb m/m a 2,54%, dovuto all'analogo aumento dei tassi sui prestiti fino a 1 anno.

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

Crescita robusta dei prestiti alle famiglie, trainata dai mutui

La crescita dei prestiti alle società non-finanziarie è scesa a +1,2% a/a ad agosto. Sul rallentamento incide la più contenuta domanda di finanziamenti assistiti da garanzia statale, che si riflette sulla frenata dei prestiti a medio-lungo termine, mentre le ampie disponibilità liquide determinano un andamento fortemente negativo dei prestiti a breve. Si conferma la crescita robusta dei prestiti alle famiglie, pari nel complesso a +3,7% a/a ad agosto. La dinamica è trainata dai prestiti per l'acquisto di abitazioni, che ad agosto hanno riportato un aumento del 4,6% a/a. Secondo le anticipazioni ABI, a settembre è proseguito il rallentamento della crescita dei prestiti complessivi al settore privato, a +1,5% a/a, e a +2,2% per l'aggregato più ristretto dei prestiti a famiglie e imprese, dal +2,3% di agosto e +2,7% a luglio.

Elisa Coletti

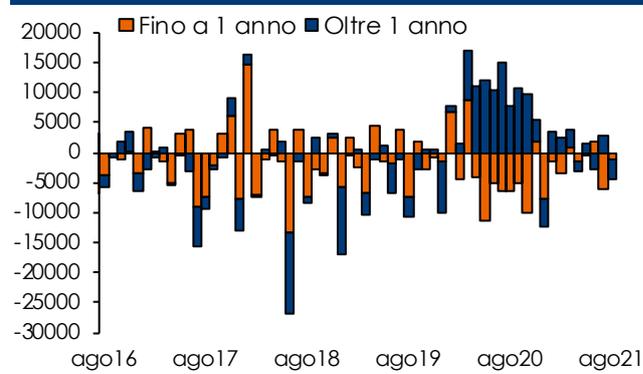
Nel contesto della rapida frenata in atto da inizio 2021, ad agosto **la crescita dei prestiti alle società non-finanziarie è scesa a +1,2% a/a**, dall'1,8% di luglio e dal picco di 8,3% a fine 2020 (dati corretti per le cartolarizzazioni). L'andamento risente del venir meno delle straordinarie esigenze di liquidità dello scorso anno che avevano determinato una consistente ripresa di domanda di fondi supportata dalle misure di sostegno al credito, cui ha fatto seguito una progressiva normalizzazione nel 2021. La **più contenuta domanda di finanziamenti assistiti da garanzia statale** si riflette sul **forte rallentamento dei prestiti a medio-lungo termine** che ad agosto sono tornati a segnare un flusso netto mensile negativo, coerentemente con la stagionalità e in linea con agosto 2019. Come mostra il grafico sottostante a destra, l'anno passato tra marzo e agosto si sono registrati flussi netti mensili di prestiti a medio-lungo termine alle società non-finanziarie per oltre 64 miliardi, rispetto ai circa -200 milioni nello stesso periodo di quest'anno (dati non corretti per le cartolarizzazioni). Parallelamente, in relazione alle considerevoli disponibilità liquide accantonate dalle imprese durante la pandemia, **l'andamento dei prestiti a breve nell'ultimo anno e mezzo è stato nettamente negativo**.

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

Flussi mensili di prestiti a società non-finanziarie per durata, dati non corretti per le cartolarizzazioni (EUR M)

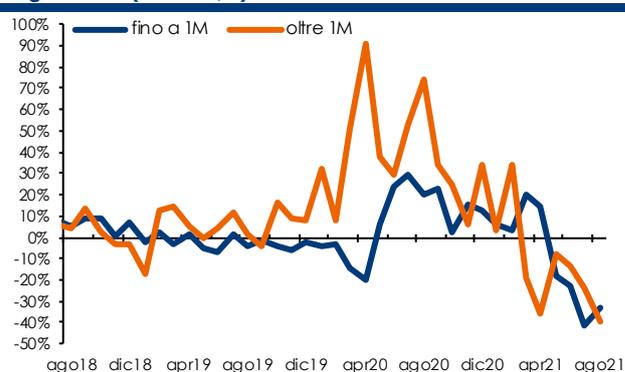


Fonte: BCE

I flussi lordi mensili di credito confermano il forte calo registrato nei mesi precedenti, sia per i **prestiti di dimensione contenuta, sia per quelli di taglio maggiore**. In dettaglio, le erogazioni oltre 1 milione alle società non finanziarie, in flessione da marzo, hanno segnato una contrazione del 39,5% a/a ad agosto. Le erogazioni fino a 1 milione, il cui calo è iniziato due mesi dopo quello dei prestiti di maggior dimensione, hanno registrato una variazione negativa del -32,8% a/a.

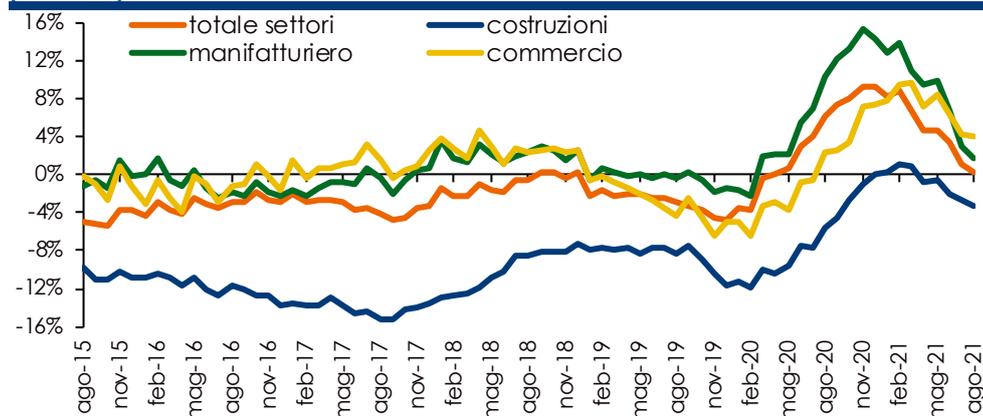
Andamento dei prestiti a società non-finanziarie per durata, dati non corretti per le cartolarizzazioni (var. % a/a)

Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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

Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

In questo contesto, **i prestiti alle imprese manifatturiere hanno frenato a +1,7% a/a** ad agosto dal 2,9% di luglio e da ritmi del 13-14% a inizio anno, mentre **quelli al commercio hanno visto un rallentamento meno forte**, a +4,1% a/a ad agosto in linea col 4,3% di luglio, da massimi di quasi il +10% a/a a febbraio e marzo 2021 (variazioni su prestiti escluse le sofferenze). **Per i prestiti alle costruzioni è proseguito il calo emerso nel 2° trimestre**, a -3,3% a/a ad agosto, dal -2,7% di luglio.

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

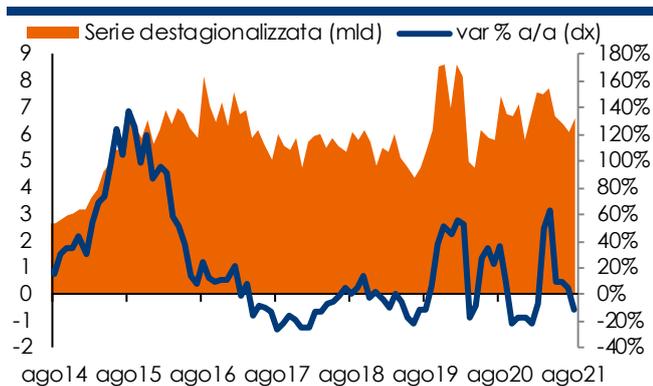
D'altro canto, **continua la crescita robusta dei prestiti alle famiglie** che nel complesso hanno registrato **un tasso di variazione del 3,7% a/a ad agosto**, in linea con l'andamento tra il 4 e il 3,8% registrato da aprile (dati corretti per le cartolarizzazioni). **La dinamica è trainata dai prestiti per l'acquisto di abitazioni**, che ad agosto hanno riportato un tasso di crescita del 4,6% a/a, dal 3,8% di maggio (dati corretti per le cartolarizzazioni). **Il credito al consumo, anch'esso in crescita, ha mostrato un andamento più debole** (+1,3% a/a ad agosto dal 2,1% di maggio).

In termini di flussi, la dinamica dei prestiti per acquisto di abitazioni appare in fase di moderazione. Ad agosto il flusso lordo mensile complessivo (comprensivo di rinegoziazioni e nuovi contratti) è tornato in calo (-11,2% a/a ad agosto, da +4,8% a luglio e +60% medio di marzo-aprile). **L'andamento ancora positivo delle erogazioni per nuovi contratti non è stato sufficiente a controbilanciare la flessione delle rinegoziazioni**, avendo subito un rallentamento a +5,8% a/a ad agosto dopo una forte crescita a due cifre da marzo a luglio (+19,7% a/a a luglio). Il flusso relativo ai nuovi contratti di agosto 2021, pari a 2,2 miliardi, è comunque notevole in valore

assoluto, più alto anche rispetto allo stesso mese degli anni pre-pandemia, quando si registravano volumi tra 1,6 e 1,9 miliardi (+38,5% su agosto 2019).

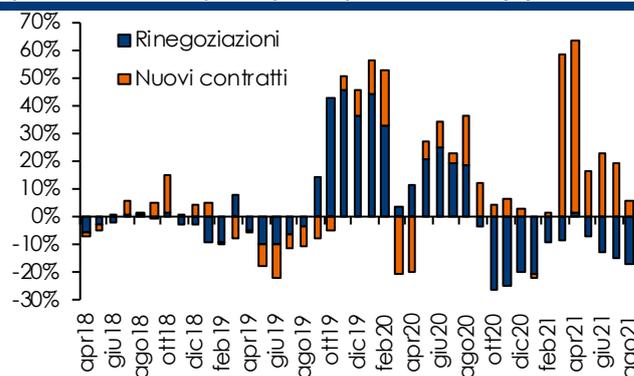
Le rinegoziazioni, invece, sono rimaste fortemente in calo (-44,3% a/a ad agosto), come già osservato nei mesi precedenti.

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



Fonte: Banca d'Italia, elaborazioni Intesa Sanpaolo

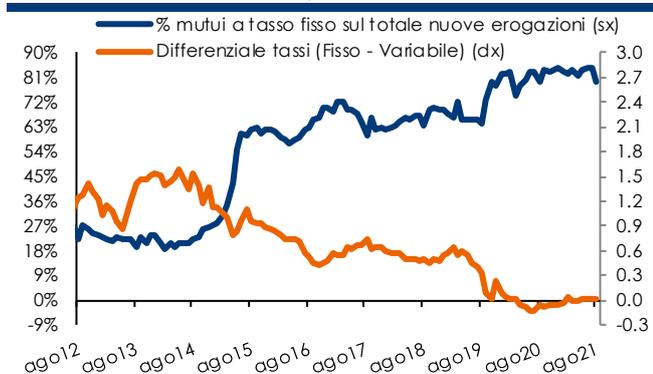
Contributo di rinegoziazioni e nuovi contratti alla crescita delle operazioni mensili di prestiti per acquisto abitazioni (%)



Fonte: BCE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

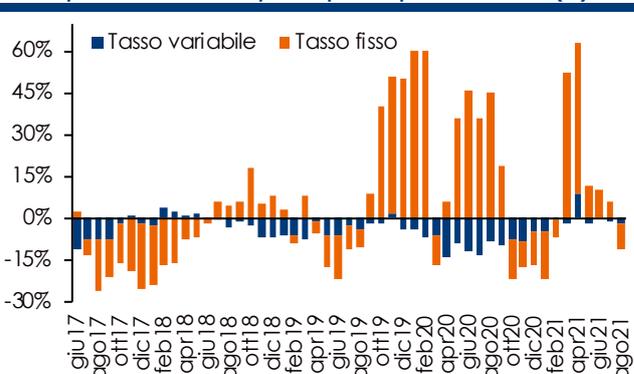
Nel contesto del calo delle erogazioni complessive registrato ad agosto, anche quelle a tasso fisso si sono ridotte rispetto a dodici mesi prima, del -11,4% dopo cinque mesi di aumenti. Una contrazione simile ha interessato le erogazioni a tasso variabile, che si confermano deboli (-10,5% a/a dal -5,7% di luglio).

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, **la dinamica dei prestiti al settore privato prosegue a un ritmo gradualmente più moderato**, pari a 1,8% a/a ad agosto, dal 2,1% di luglio e da oltre 4% nei primi due mesi del 2021 (dati al netto delle controparti centrali e corretti per le cartolarizzazioni). Sulla base delle anticipazioni ABI, **a settembre è proseguito il rallentamento della crescita**, a +1,5% a/a per i prestiti complessivi al settore privato, e a **+2,2% per l'aggregato più ristretto dei prestiti a famiglie e imprese**, dal +2,3% di agosto e +2,7% a luglio.

Continua la dinamica sostenuta della raccolta bancaria

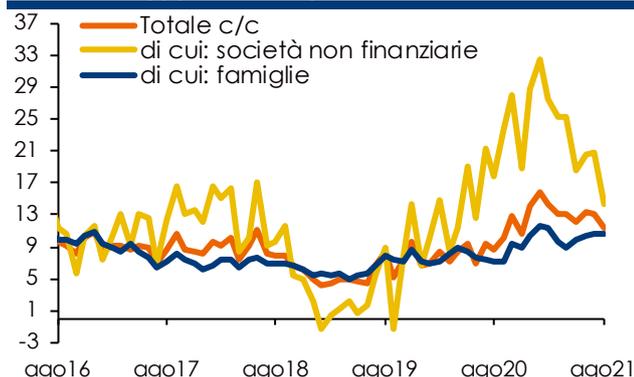
La crescita dei depositi resta molto sostenuta, pari ad agosto a 8,1% a/a, sebbene in contenuto rallentamento. Un andamento leggermente più moderato si è registrato anche a settembre, secondo le stime ABI. La dinamica resta trainata dai conti correnti, in aumento dell'11,5% a/a ad agosto. Riflettendo il moderato rallentamento dei depositi, la crescita della raccolta complessiva da clientela è scesa di 1 punto percentuale rispetto a luglio ma ha mantenuto un ritmo robusto, del 6,4%. Secondo le stime ABI, a settembre la dinamica ha decelerato di 0,6 punti percentuali.

Elisa Coletti

La crescita dei depositi si conferma molto sostenuta, pari ad agosto a 8,1% a/a, sebbene in contenuto rallentamento dal 9,3% medio dei quattro mesi precedenti e 12,3% di inizio anno. Un andamento leggermente più moderato si è registrato anche a settembre, con un tasso di variazione di 0,6 punti percentuali inferiore rispetto ad agosto secondo le stime ABI.

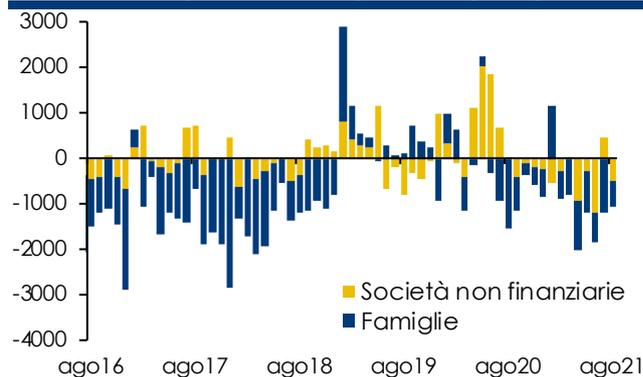
La dinamica dei depositi resta determinata dai **conti correnti, in aumento dell'11,5% a/a ad agosto**, a due cifre per il dodicesimo mese consecutivo. Tra le componenti, la crescita dei conti correnti delle famiglie resta circa stabile, del 10,5% ad agosto come nella media dei due mesi precedenti, mentre la dinamica dei conti correnti delle società non-finanziarie è in frenata, benché risulti ancora sostenuta (14,4% a/a ad agosto dal 20,7% medio dei due mesi precedenti). All'opposto, i depositi con durata prestabilita sono in calo da fine 2020, del -15% a/a nel periodo giugno-agosto. Il calo riguarda sia i depositi a tempo delle famiglie, sia quelli delle imprese.

Conti correnti (*) (var. % annua)



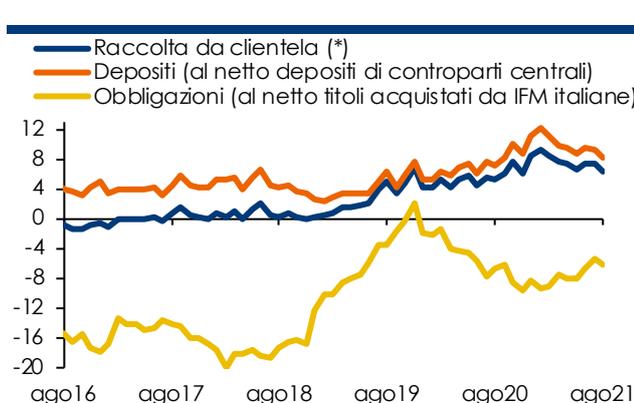
Nota: (*) dati riferiti alle passività delle IFM italiane verso residenti nell'area euro. Fonte: BCE

Flussi mensili di depositi con durata prestabilita (EUR M)



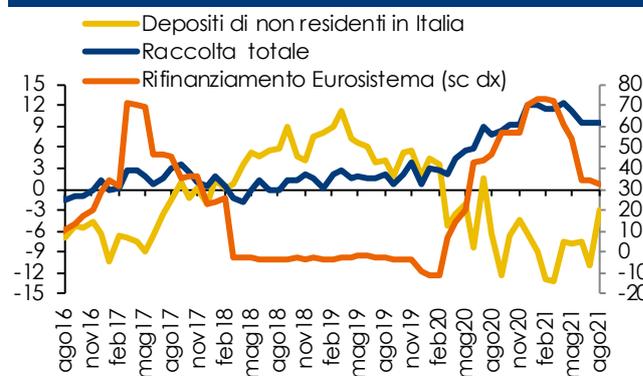
Fonte: BCE

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

Riflettendo il moderato rallentamento dei depositi, la crescita della raccolta complessiva da clientela è scesa di 1 punto percentuale rispetto a luglio ma ha mantenuto un ritmo robusto, del 6,4% a/a che però risulta il più contenuto del 2021 (dal picco di +9,3% a gennaio 2021). Secondo le anticipazioni ABI, a settembre la dinamica ha decelerato di 0,6 punti percentuali. Per quanto riguarda l'aggregato della raccolta totale, agosto ha registrato un tasso di variazione del 9,5% a/a, in linea con i due mesi precedenti ma relativamente più contenuto rispetto alla media dell'11,8% a/a da gennaio a maggio. Tra le componenti, si osservano la **progressiva decelerazione del forte tasso di crescita del rifinanziamento BCE** (+32,4% ad agosto, circa 2 punti percentuali in meno di giugno-luglio, era del +73% a inizio 2021) mentre **i depositi di non residenti, comprensivi dell'interbancario, sono rimasti in calo** (del -3,1% a/a).

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

Andrea Volpi – Economista macro Area euro/Italia

62339

andrea.volpi@intesasnpaolo.com

Industry & Banking Research

Banking Research

Elisa Coletti – Economista Banche

62097

elisa.coletti@intesasnpaolo.com