

La Bussola dell'Economia Italiana

Direzione Studi e Ricerche

Novembre 2021

IMI

CORPORATE &
INVESTMENT
BANKING

La bussola dell'economia italiana

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

La partecipazione al mercato del lavoro tornerà ai livelli pre-crisi? 2

Sintesi della previsione macroeconomica 2

L'industria rallenta ma è più resiliente che negli altri Paesi dell'Eurozona 10

Le indagini manifatturiere stanno probabilmente sovrastimando l'attività 11

Decelerano le costruzioni dopo un solido 1° semestre, ma lo scenario resta favorevole 12

I servizi sono stati sinora trainanti, ma comincia a emergere qualche segnale di rallentamento 13

Fiducia delle famiglie su livelli ancora elevati, ma l'attenzione ora è sui prezzi 14

Tornano a crescere gli occupati a settembre 15

Il commercio estero potrebbe frenare il PIL nei prossimi trimestri 16

Inflazione ai massimi dal 2012, i rischi restano verso l'alto 17

Tendenze del settore bancario

La crescita dei mutui per l'acquisto di abitazioni ha raggiunto il +4,8% annuo 18

Dinamica dei conti correnti ancora a due cifre, ma sta rallentando 19

Novembre 2021

Nota Mensile

Direzione Studi e Ricerche

Paolo Mameli

Economista Macro Italia

Andrea Volpi

Economista

Elisa Coletti

Economista Banche

L'evoluzione dello scenario congiunturale

La partecipazione al mercato del lavoro tornerà ai livelli pre-crisi?

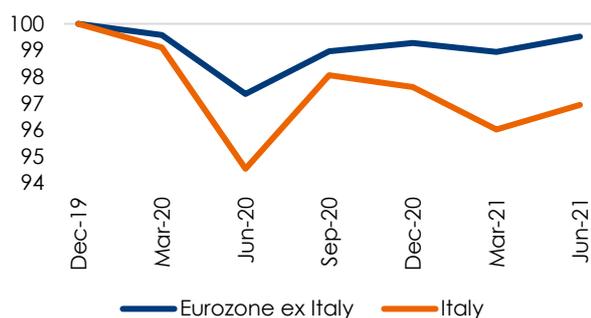
L'Italia è tra i Paesi europei che mostrano la più ampia contrazione dell'offerta di lavoro rispetto ai livelli pre-pandemici. Non vi è evidenza che il recente aumento delle dimissioni volontarie possa configurare un fenomeno di uscita strutturale dalle forze di lavoro, che tuttavia, anche per ragioni demografiche, potrebbero rimanere inferiori ai livelli pre-pandemici. Un pieno recupero del tasso di partecipazione non appare imminente ma potrebbe avvenire entro un orizzonte di 12 mesi.

Paolo Mameli

Dallo scoppio della pandemia, l'Italia ha sperimentato un calo della forza lavoro maggiore rispetto a quello degli altri Paesi dell'area euro. Il nostro Paese, assieme alla Germania, è tra le economie dell'Eurozona in cui l'offerta di lavoro rimane ben al di sotto dei livelli antecedenti lo scoppio del COVID-19 (-2,1% in Germania e -3,1% in Italia nel 2° trimestre 2021 rispetto al 4° trimestre 2019); di contro, le forze di lavoro si collocano in prossimità dei livelli pre-COVID in Francia e Spagna (-0,4% e +0,2%, rispettivamente), e registrano livelli nettamente più elevati nei Paesi Bassi (+4,8%). Escludendo l'Italia (Fig. 1), la forza lavoro nell'Eurozona nel 2° trimestre di quest'anno era inferiore di -662 mila unità rispetto a fine 2019 (-0,5%); in Italia, il calo si attestava a -770 mila unità (-3,1%). I dati mensili, aggiornati al mese di settembre, cambiano di poco il quadro.

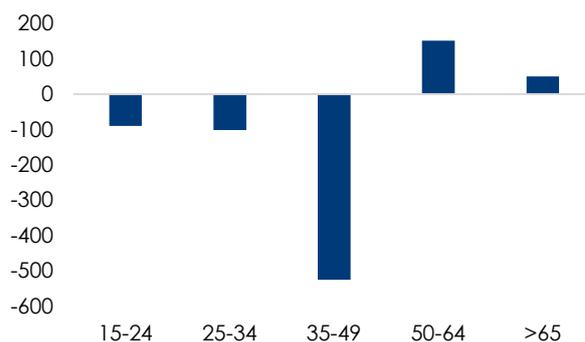
L'Italia sta sperimentando un calo della forza lavoro superiore a quello registrato dagli altri maggiori Paesi dell'area euro

Fig. 1 - Forze di lavoro in Italia e nell'area euro al netto dell'Italia (dicembre 2019=100)



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 2 - Variazione delle forze di lavoro (settembre 2021 vs febbraio 2020)



Nota: in migliaia di unità. Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Istat

Tra le **ragioni** che spiegano la flessione ben più accentuata delle forze di lavoro in Italia rispetto al resto dell'Eurozona, ve ne sono innanzitutto alcune di ordine **demografico**. Il calo delle forze di lavoro è concentrato tra le classi di età più giovani (Fig. 2): rispetto a febbraio 2020, a settembre 2021 la diminuzione si attestava a -90 mila unità per i giovani sotto i 25 anni, a -102 mila per i 25-34enni e a -525 mila per i 35-49enni, a fronte di un aumento di ben 202 mila unità per gli ultracinquantenni (di cui 151 mila per i 50-64enni):

Parte della spiegazione è dovuta alle dinamiche demografiche

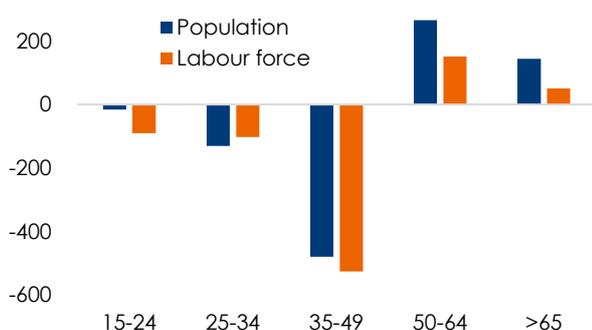
- **calo della popolazione in età lavorativa:** l'Italia, anche in questo caso assieme alla Germania e a differenza, ad esempio, della Spagna, è tra i Paesi dell'Eurozona in cui più accentuato è il processo di invecchiamento della popolazione, con una tendenza, in corso già prima della pandemia, alla flessione della popolazione in età lavorativa; in effetti, nel periodo tra febbraio 2020 e settembre 2021, la popolazione tra i 15 e i 64 anni è diminuita di ben 360 mila unità;
- **cambiamenti nella struttura della popolazione in età lavorativa:** le varie coorti hanno livelli e dinamiche dei tassi di partecipazione diversi, pertanto una ricomposizione del peso delle varie classi di età all'interno della popolazione può provocare effetti sul tasso generale di attività; in questo caso, la diminuzione del peso della classe di età centrale (35-49 anni), che ha un tasso di attività superiore alla media, ha inciso negativamente sull'offerta di lavoro aggregata;

■ **impatto della pandemia sui lavoratori stranieri:** l'immigrazione netta avrebbe potuto controbilanciare, come avvenuto prima della pandemia, la tendenza al calo della popolazione in età lavorativa; sebbene non vi siano dati completi e aggiornati al riguardo, alcune evidenze suggeriscono che alcuni lavoratori stranieri siano tornati nei Paesi di origine¹, con effetti, *ceteris paribus*, negativi sull'offerta di lavoro.

In ogni caso, anche al netto dei fattori demografici, la pandemia ha causato un calo del tasso di partecipazione che appare ancora lontano dall'essere colmato. In effetti, negli anni sino al 2019, l'aumento del tasso di attività, specie tra le coorti più anziane, aveva compensato la riduzione della popolazione in età lavorativa, favorendo una crescita delle forze di lavoro; questo fenomeno sembra essersi interrotto con lo scoppio del COVID-19, quando si è registrato un crollo della partecipazione (nei mesi del primo lockdown della primavera 2020) cui non è seguito un pieno recupero successivamente: a settembre, il tasso di attività restava di quasi un punto inferiore al livello di febbraio 2020 (-0,9%); nel complesso, rispetto al mese precedente lo scoppio della pandemia, sono uscite dalle forze di lavoro oltre mezzo milione di persone (515 mila unità), delle quali 265 mila sono persone in età lavorativa che sono entrate nel bacino dell'inattività.

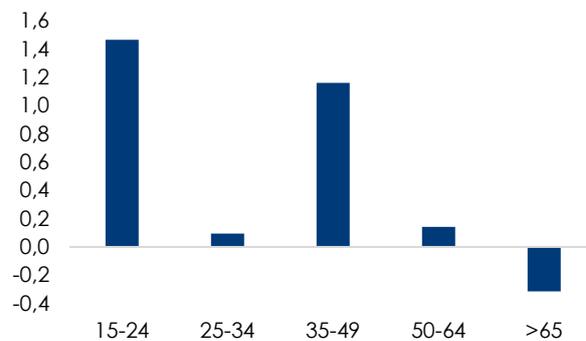
Anche al netto dei fattori demografici, la pandemia ha causato un ampio calo del tasso di partecipazione, che a prima vista riguarda i più giovani...

Fig. 3 - Variazione della popolazione e delle forze di lavoro (settembre 2021 vs febbraio 2020)



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 4 - Variazione del tasso di inattività (settembre 2021 vs febbraio 2020)



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Istat

Le classi di età che mostrano una contrazione delle forze di lavoro superiore a quella della popolazione, ovvero un aumento del tasso di inattività, sono soprattutto i giovani sotto i 25 anni e i 35-49enni, **mentre le coorti più anziane mostrano una tenuta**, e anzi un aumento al di sopra dei 65 anni (Figg. 3-4). Tuttavia, sarebbe affrettato trarre la conclusione che la crisi indotta dalla pandemia abbia avuto l'effetto più persistente sulla partecipazione delle coorti più giovani. Infatti, una analisi controfattuale descritta dalla Banca Centrale Europea nel suo ultimo [Bollettino economico](#) mostra che, **tenendo conto dei trend in atto nel periodo pre-pandemico, il divario del tasso di partecipazione** (ossia la differenza fra la partecipazione osservata e lo scenario controfattuale in cui non si considera lo shock dovuto alla pandemia) **è più ampio per i lavoratori in età più avanzata** (e per quelli con livelli di istruzione inferiore e medio). In altri termini, la salita più accentuata della partecipazione delle coorti più anziane che si sarebbe verificata in assenza di pandemia avrebbe controbilanciato la flessione dell'offerta di lavoro, anche per ragioni demografiche, tra le classi più giovani. L'impatto sui lavoratori più anziani, non in linea con i precedenti andamenti ciclici, potrebbe essere dovuto ai maggiori timori di contagio (e alla minore attitudine a coprire le carenze di manodopera in alcuni tra i settori meno esposti alla crisi, come le costruzioni e la maggior parte dei comparti manifatturieri).

... ma, in uno scenario controfattuale, impatta maggiormente sulle coorti più anziane

¹ Si vedano i riquadri "Andamenti dell'offerta di lavoro nell'area dell'euro durante la pandemia di COVID-19" e "Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie" nel Bollettino BCE 7/2021 e l'"International Migration Outlook 2021" dell'OCSE.

Il punto cruciale è quanto a lungo il tasso di attività si manterrà inferiore ai livelli pre-pandemici, in quanto una bassa partecipazione per un periodo prolungato può comportare effetti negativi a lungo termine per il mercato del lavoro. Viceversa, **una rapida ripresa dell'offerta di lavoro può contribuire a:**

- **risolvere le carenze di manodopera oggi esistenti**, che sembrano essersi acuite nel periodo più recente, come visibile dall'aumento del tasso di posti vacanti (Fig. 5) e della percentuale di imprese che segnala scarsità di manodopera;
- **contenere eventuali pressioni salariali**: livelli più elevati della forza-lavoro possono alleviare la pressione che la ripresa dell'occupazione potrebbe esercitare sui salari e dunque sull'inflazione;
- di conseguenza, **sostenere la ripresa economica** nel suo complesso.

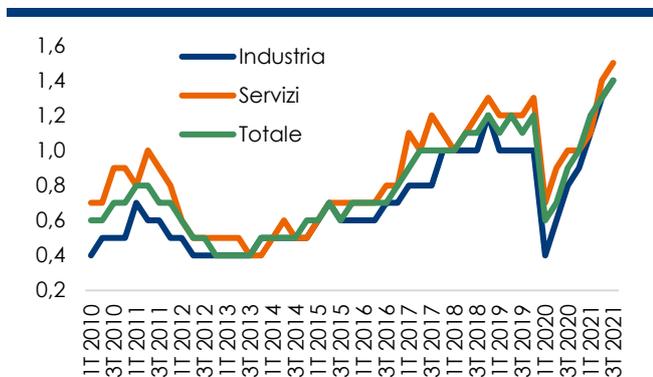
Ora, la ragione più evidente del calo della partecipazione al mercato del lavoro sono le preoccupazioni legate alla crisi sanitaria, che potrebbero aver agito sia direttamente (attraverso i timori di contrarre il virus nei luoghi di lavoro, o le difficoltà per i genitori con figli in DAD o in quarantena), sia indirettamente (il calo di fatturato indotto dalla pandemia e dalle restrizioni, e l'incertezza sul futuro, potrebbero aver indotto lavoratori anziani a chiudere le loro attività o sfruttare scivoli previdenziali più di prima, e quelli giovani a continuare a studiare in attesa di tempi migliori).

Pertanto, al netto del ciclo (che agisce maggiormente sul secondo canale indicato, quello indiretto), l'evoluzione della partecipazione appare innanzitutto connessa all'evolversi delle preoccupazioni sulla situazione sanitaria, che non sono interamente rientrate e che, anzi, potrebbero subire un nuovo aumento nelle prossime settimane in relazione a una possibile recrudescenza dei contagi da COVID-19. In effetti, negli ultimi 20 mesi, sembra sussistere una correlazione elevata tra il tasso di attività e le misure di incidenza dei contagi da COVID-19 o di "stringency index" (intensità delle misure restrittive su mobilità e attività economiche: si veda la Fig. 6). In tal senso, **il nuovo aumento delle infezioni registrato nelle ultime settimane potrebbe far sì che chi è uscito dalle forze di lavoro a causa della preoccupazione di contrarre il virus possa non avere intenzione di ritornare a breve tra le forze di lavoro**. Anche le nuove regole sul Green Pass nei luoghi di lavoro, introdotte a partire da metà ottobre, potrebbero dissuadere una quota degli inattivi dal tornare a cercare attivamente un'occupazione. **D'altro canto, il consolidarsi della ripresa economica ha un effetto al rialzo sulla partecipazione al mercato del lavoro, e potrebbe compensare le dinamiche descritte**. In ogni caso, difficilmente, a nostro avviso, è lecito aspettarsi una repentina ripresa del tasso di attività nel breve termine.

Un pronto recupero della partecipazione è cruciale per la ripresa

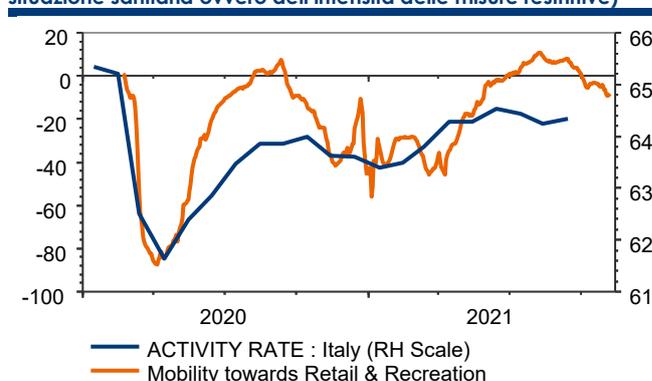
Le persistenti preoccupazioni sui contagi potrebbero mantenere bassa la partecipazione nel breve termine

Fig. 5 – Tasso di posti vacanti nelle imprese con almeno 10 dipendenti (serie destagionalizzate)



Fonte: Istat

Fig. 6 – Correlazione tra tasso di attività e mobilità verso esercizi commerciali e luoghi ricreativi (come proxy della gravità della situazione sanitaria ovvero dell'intensità delle misure restrittive)



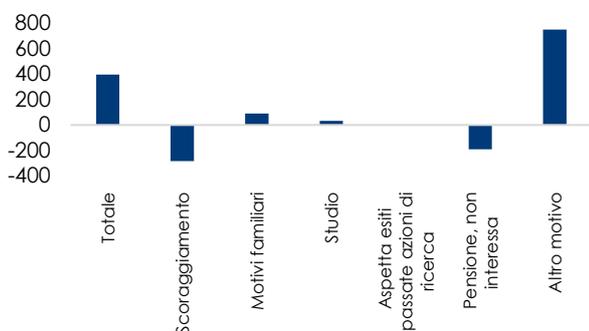
Fonte: Google, Istat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tale evidenza pare supportata anche dall'analisi dei dati sugli inattivi a livello nazionale (fermi al 2° trimestre dell'anno). L'indagine trimestrale sull'offerta di lavoro mostra infatti che **la crescita del bacino di inattività** registrata tra la fine del 2019 e la metà del 2021 (+398 mila inattivi) **non è dovuta né all'effetto-scoraggiamento** (anzi gli scoraggiati sono calati di -283 mila unità ovvero di -21%), **né a motivi di età/pensionamento** (gli inattivi per questa ragione sono diminuiti di -191 mila unità ovvero di -9%, il che è peraltro coerente con l'analisi fatta sopra, secondo cui le coorti più anziane sono le uniche a registrare un aumento delle forze di lavoro e del tasso di partecipazione nel confronto con i livelli pre-COVID; da notare che la diminuzione di questa fetta di inattivi è dovuta interamente alla componente femminile, che registra un calo di -223 mila unità). **La crescita non è nemmeno spiegata, se non in minima parte, dall'aumento degli inattivi per motivi familiari o di studio** (rispettivamente, +90 mila e +33 mila rispetto ai livelli pre-pandemici); peraltro, è interessante notare che la crescita degli inattivi per motivi familiari riguarda percentualmente più gli uomini (+16 mila unità ovvero +12%) che le donne (+74 mila, +3%).

Occorre anche ricordare che, **dei 13.494.000 inattivi al 2° trimestre 2021, 203 mila** (l'1,5% del totale) **sono persone in cassa integrazione guadagni** assenti dal lavoro per più di tre mesi, che in maggioranza non cercano lavoro perché in attesa di tornare al loro impiego; tale quota si è ridotta rispetto al 2,3% del primo trimestre 2021, ma resta sensibilmente superiore rispetto ai livelli pre-pandemici.

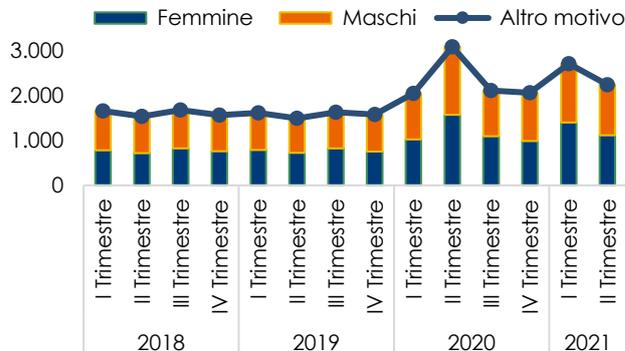
Viceversa, tra i motivi di inattività (Figg. 7-8), quello che spiega interamente il calo degli inattivi è il motivo "residuale" non riconducibile a nessuno di quelli menzionati (né a quello riferito da coloro che aspettano gli esiti di passate azioni di ricerca) – **per la maggior parte, le ragioni dell'inattività addotte dagli intervistati sono riconducibili alla pandemia** e alle misure di restrizione messe in campo per combatterla. Gli inattivi per questi motivi sono raddoppiati rispetto a fine 2019, con un aumento di +751 mila unità (quasi doppio rispetto all'incremento totale degli inattivi, +398 mila). Non abbiamo dati aggiornati al 2021 circa la percentuale di coloro che non cercano attivamente ma si dichiarano disponibili a lavorare, ma vi sono ragioni per pensare che essa, dopo il calo registrato nella seconda metà del 2020, possa essere tornata ad aumentare nel 1° trimestre e sia poi diminuita successivamente, seguendo il percorso dell'evoluzione del rischio di contagio da COVID-19. In pratica, sarebbe il rischio sanitario a frenare il ritorno degli inattivi fra le forze di lavoro. **Se questa fosse la principale spiegazione, appare probabile che, man mano che le preoccupazioni per il virus si ridurranno significativamente, molte persone che hanno lasciato il mercato del lavoro possano ritornare.**

Fig. 7 – Variazioni degli inattivi per motivo di inattività nel 2° trimestre 2021 rispetto al 2° trimestre 2019 (dati grezzi in migliaia di unità)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 8 – Evoluzione nel tempo del numero di inattivi per "altri motivi" (dati grezzi in migliaia di unità)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Di recente, si è sviluppato un intenso dibattito a livello internazionale su un fenomeno che pare particolarmente rilevante negli Stati Uniti, dove è stato chiamato "Great Resignation" o "Big Quit": l'aumento delle dimissioni volontarie nella fase post-pandemica, di fronte alla necessità di un graduale rientro nei luoghi di lavoro. Le cause possono essere molteplici: dalla presa di coscienza di fenomeni di "burn-out" alla richiesta di maggiore flessibilità per conciliare il lavoro con le esigenze di vita, a un ripensamento, indotto dalla pandemia, degli obiettivi che le persone intendono raggiungere attraverso il lavoro. Non sempre le dimissioni si traducono in un'uscita dalle forze di lavoro; tuttavia, almeno negli Stati Uniti, vi è evidenza di flussi cospicui in uscita dal bacino degli occupati e in ingresso verso l'inattività o il pensionamento anticipato.

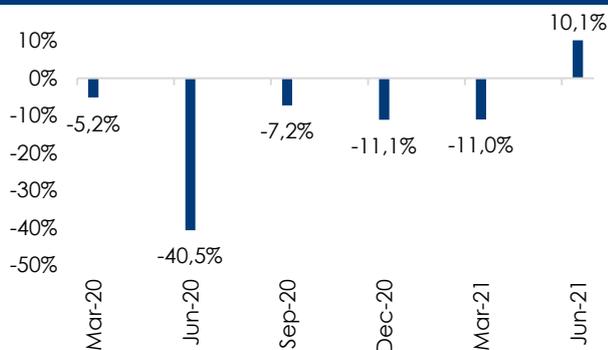
L'aumento del tasso di dimissioni volontarie ha fatto pensare che anche in Italia siano in corso fenomeni di "Great Resignation"

Anche in Italia, i dati degli ultimi mesi mostrano un netto aumento del volume di dimissioni volontarie (Figg. 9-11). Nel 2° trimestre 2021, le dimissioni volontarie sono risultate in crescita non soltanto rispetto allo stesso trimestre del 2020 (+85,2%), ma anche rispetto allo stesso periodo del 2019 (+10,1%), mentre il numero totale di contratti cessati resta ben al di sotto dei livelli pre-pandemici (-8,3% rispetto al 2° trimestre 2019) – così come peraltro anche il numero totale di contratti attivati (-8%). L'aumento delle dimissioni, nel confronto con la fase pre-pandemica, ha riguardato percentualmente più gli uomini (+13,2% vs 2° trimestre 2019) che le donne (+5,6%).

I dati più recenti, disponibili solo per la regione Veneto, sembrano confermare questa tendenza

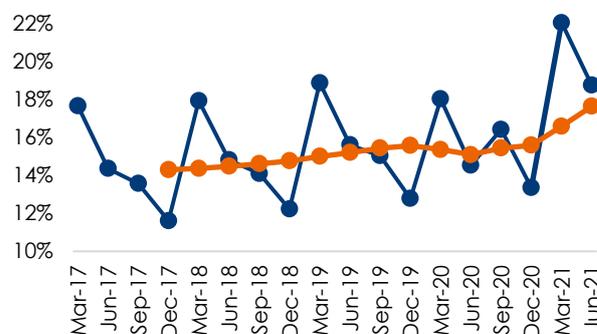
(Fig. 12): la variazione del numero di dimissioni volontarie, rispetto al corrispondente periodo del 2019, è passata da -16% nel 1° trimestre a +4% nel 2° trimestre sino a +16% nei mesi da luglio a settembre. Ciò in un quadro in cui il totale delle cessazioni rimaneva inferiore ai livelli pre-pandemici, sia pure in graduale recupero (-27% nel 1° trimestre, -19% nel 2° trimestre, -1% nel 3° trimestre rispetto al corrispondente periodo del 2019). In ottobre, il trend sembra anzi essersi intensificato, con dimissioni in crescita del 33% rispetto allo stesso mese del 2019, a fronte di un numero di cessazioni di contratti poco variato (+1%).

Fig. 9 – Numero di dimissioni volontarie (variazione % rispetto al corrispondente trimestre del 2019)

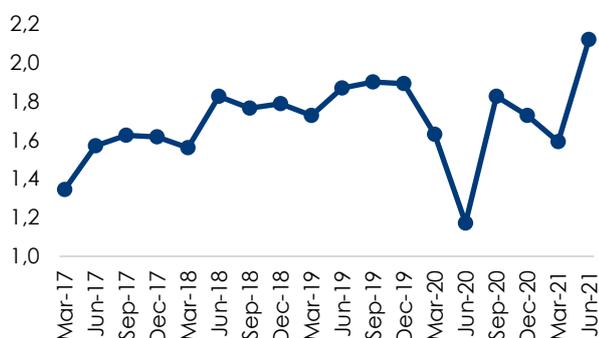


Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Istat

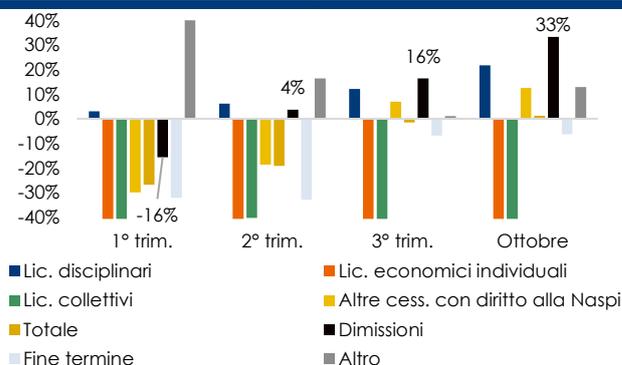
Fig. 10 – Numero di dimissioni volontarie in % del totale dei rapporti di lavoro cessati



Nota: in rosso la media mobile a 4 trimestri. Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 11 – Numero di dimissioni volontarie in % del numero di occupati (dati non destagionalizzati)

Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 12 – Numero di dimissioni volontarie (variazione % rispetto al corrispondente trimestre del 2019)

Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Regione Veneto

Le possibili spiegazioni di questo fenomeno sono molteplici. Potrebbe semplicemente trattarsi degli effetti di uno "scongelo" del mercato del lavoro dopo il "blocco" causato da lockdown e misure di protezione governativa. In tal senso, non è da escludere che si tratti almeno in parte di decisioni prese nel periodo pandemico e rimandate, o più verosimilmente di **dimissioni in qualche modo indotte dai datori di lavoro**, stante il divieto di licenziare ancora in vigore, per il periodo considerato, nella maggior parte dei settori. Se fosse vera questa spiegazione, **i prossimi mesi potrebbero vedere un nuovo calo delle dimissioni in parallelo con l'intensificarsi dei licenziamenti economici** (che peraltro, in base ai dati della Regione Veneto, non sembrano essersi impennati con la maggiore possibilità di espulsione di manodopera²).

Tuttavia, non vi è evidenza che l'aumento delle dimissioni volontarie indichi flussi strutturali in uscita dalle forze di lavoro...

Sempre nella sola Regione Veneto, le dimissioni da contratti a tempo indeterminato ed escludendo quelle avvenute durante il periodo di prova sono ancora più numerose di quelle totali (+11% contro +5% per i primi 10 mesi del 2021 rispetto al 2019). La crescita riguarda, pur con intensità diverse, sia gli uomini che le donne, sia gli italiani che gli stranieri, sia i giovani che i meno giovani. I dati della Regione Veneto sembrano suggerire che potrebbero essere in corso **due distinti fenomeni**:

- **flussi in uscita da alcuni settori in seguito a fenomeni di burn-out.** Ciò sembrerebbe coerente con il fatto che l'aumento delle dimissioni è particolarmente marcato per i **rapporti di lavoro di medio-lunga durata** (oltre 1 anno) mentre per i rapporti di recente attivazione (inferiori a un anno di durata) si registra ancora un trend di contrazione (-15% sul 2019). Inoltre, il dettaglio per settore mostra un **incremento fortissimo nel comparto sanità/sociale** (+44%)³, evidentemente sotto pressione nel periodo pandemico;
- **ricollocazione volontaria verso le imprese dinamiche all'interno dei settori** ("poaching" di lavoratori, si tratta tipicamente di un fenomeno pro-ciclico) **e fra settori**. Infatti, **l'incremento delle dimissioni sembra essersi accompagnato a una parallela dinamica del tasso di ricollocazione, segnalando un'accresciuta mobilità** dei lavoratori dipendenti. Per l'insieme dei dimessi nei primi 8 mesi del 2021 il tasso di ricollocazione entro 30 giorni è risultato pari al 54%; se si escludono gli over 54, esso arriva al 62% (da 59% nel 2019). Il tasso di ricollocazione è massimo per i dipendenti metalmeccanici (64%), dei trasporti-magazzinaggio, della Pubblica Amministrazione e della sanità-assistenza (60%), mentre i livelli più bassi si registrano

² Anche nel mese di ottobre, nella regione Veneto, i licenziamenti si sono confermati inferiori a quelli degli anni "pre-COVID": i lavoratori interessati sono stati 292, il -45% rispetto all'analogo mese del 2019, con un numero di imprese coinvolte pari a 185 (erano state 305). Complessivamente dopo lo sblocco di fine giugno, hanno perso il lavoro causa licenziamento 1.439 lavoratori (il 36% in meno rispetto ai 2.262 del 2019), dipendenti da 819 aziende (il 25% in meno rispetto alle 1.085 del 2019).

³ Significativo l'aumento anche per metalmeccanico e costruzioni (+16%) mentre la variazione rispetto al 2019 resta negativa per i principali settori dei servizi (in particolare per commercio al dettaglio, turismo, servizi finanziari).

nei servizi di pulizia (38%) e nei servizi turistici (42%). Il dettaglio per figura professionale mostra tassi di ricollocazione elevati per gli infermieri (74%), i tecnici informatici e statistici (70%) e i conduttori di mezzi pesanti e camion (66%). La maggior parte dei processi di ricollocamento avviene nell'ambito del medesimo settore di provenienza, ma si nota anche una riallocazione tra settori: **il bilancio netto è positivo per i settori industriali e negativo per i servizi (soprattutto per turismo e ristorazione)**; il saldo è positivo per le professioni intellettuali, tecniche, semi-specializzate (trainate dalla domanda di conduttori di mezzi pesanti) e non qualificate; è invece negativo per impiegati, professioni qualificate dei servizi (soprattutto baristi, camerieri, cuochi e addetti alle vendite) e operai specializzati.

Pertanto, **l'ipotesi al momento più accreditata è che l'aumento delle dimissioni sia più un segnale di ritorno di mobilità sul mercato del lavoro, che non un indicatore di flussi strutturali in uscita dalle forze di lavoro**. Tale ipotesi appare suffragata anche dall'osservazione che il fenomeno è **più intenso nelle regioni del Nord rispetto a quelle del Sud**. Naturalmente, si tratta solo di un'ipotesi da verificare con l'evoluzione dei prossimi mesi. In ogni caso, se la spiegazione fosse questa, resterebbero due **punti critici**:

- l'aumento dei flussi di riallocazione tra aziende e settori segnala un'accelerazione dei cambiamenti nella domanda relativa di competenze innescati dallo shock COVID-19, che potrebbe portare con sé **problemi di mismatch tra domanda e offerta di lavoro** (che d'altronde appaiono coerenti con le difficoltà riscontrate dalle imprese in alcuni settori di reperire manodopera); l'implicazione di *policy* sarebbe quella di assecondare e accelerare tali processi attraverso politiche attive di *re-training* dei lavoratori;
- quanto al tema delle possibili pressioni salariali⁴, se le dimissioni volontarie sono solo un segnale di maggiore mobilità del lavoro, difficilmente innescheranno effetti significativi sulle retribuzioni: come messo in luce da un [Occasional Paper della Banca d'Italia di giugno 2020](#), mentre negli Stati Uniti le dinamiche salariali sono influenzate più dalle transizioni da lavoro a lavoro che dai flussi in entrata o in uscita dall'occupazione, in Italia, poiché questi flussi sono più piccoli e mostrano una ciclicità molto più bassa che negli Stati Uniti, il loro contributo alle dinamiche salariali aggregate è basso, e più decisamente più contenuto rispetto a quello dei flussi in entrata o in uscita dall'occupazione; pertanto, **solo se le dimissioni si rivelassero un segnale di flussi strutturali in ingresso nei bacini di disoccupazione o di inattività, esse potrebbero innescare effetti sui salari** - come detto, a nostro avviso non vi è sufficiente evidenza in tal senso, almeno nella fase attuale, ma gli sviluppi futuri andranno monitorati attentamente.

Infine, un ultimo elemento da considerare nell'analisi è il ruolo svolto dalle **misure di protezione del reddito e dell'occupazione** messe in campo dal Governo per contrastare la crisi economica e sanitaria, che, se hanno avuto una parte decisiva nel mitigare gli effetti della crisi sul mercato del lavoro, potrebbero aver temporaneamente ridotto gli incentivi alla ricerca di un'occupazione:

- **Misure di sostegno al reddito**: gli effetti sarebbero temporanei per quanto concerne le misure transitorie legate all'emergenza COVID-19 (come il **Reddito di Emergenza**), mentre un impatto più duraturo sul sistema di incentivi alla ricerca di lavoro si potrebbero riscontrare per una misura di sostegno strutturale quale il **Reddito di Cittadinanza**. Non vi sono al momento evidenze compiute in tal senso, tuttavia sembra di poter dire che tale spiegazione non sia esaustiva, in quanto la distorsione degli incentivi al lavoro sarebbe significativa solo per i potenziali lavoratori a basso reddito.

...ma pare soprattutto un segnale di accresciuta mobilità del lavoro

Anche alcune misure governative potrebbero aver avuto un ruolo nel comprimere la partecipazione, anche se non vi è evidenza compiuta in tal senso

⁴ I passaggi dei lavoratori da un'impresa all'altra influiscono positivamente sull'andamento aggregato delle retribuzioni sia in via diretta, per effetto dell'incremento salariale solitamente associato a un nuovo impiego, sia indirettamente, quando le imprese concedono aumenti salariali per trattenere i loro dipendenti

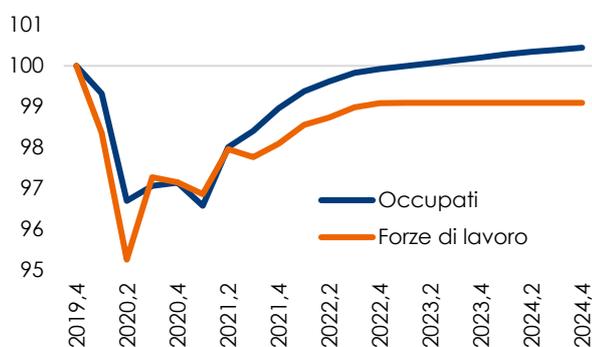
■ **Misure di protezione dal rischio di credito e dal rischio di insolvenza delle imprese, congiuntamente all'estensione della Cassa-integrazione Guadagni:** consentendo la sopravvivenza di aziende che in condizioni di mercato sarebbero vicine al fallimento (le cosiddette imprese "zombie"), e il mantenimento dei livelli occupazionali attraverso la CIG, l'azione governativa potrebbe aver rallentato il processo di cambiamenti di competenze richiesti dalla riallocazione settoriale post-pandemica (ad esempio, il processo di transizione digitale).

■ Un ruolo negli anni recenti potrebbe essere stato giocato anche dall'introduzione di **misure di pensionamento anticipato** (tra le quali "quota 100"), che potrebbero avere indotto una minore partecipazione delle coorti più anziane (sebbene i numeri effettivi delle adesioni a tali programmi siano stati inferiori al previsto). In tal senso, il graduale venir meno di tali opzioni nei prossimi anni avrebbe, *ceteris paribus*, un impatto al rialzo sul tasso di partecipazione e sul livello dell'offerta di lavoro.

Mettendo insieme tutti gli elementi di questa analisi, anche se permane molta incertezza, si può ipotizzare la seguente conclusione: **l'aumento dei tassi di posti vacanti e del numero di dimissioni volontarie non pare riconducibile a un eccesso di domanda di lavoro** (se non in alcuni settori ben circoscritti, tra quali le costruzioni e l'information technology). Piuttosto, è in corso un fenomeno di **contrazione dell'offerta di lavoro che in parte è strutturale in quanto dovuto a ragioni demografiche, e in parte è legato all'emergenza sanitaria** che ha compresso il tasso di partecipazione. Non vi è evidenza che l'effetto sia permanente, tuttavia **il ripristino dei livelli di partecipazione antecedenti la pandemia richiederà del tempo, anche se i lavoratori scoraggiati stanno già rientrando piuttosto rapidamente**. In Italia, l'evoluzione del tasso di partecipazione mostra una minore ciclicità rispetto a quella di altri Paesi, pertanto le regolarità verificatesi in altre economie (un ritardo temporale di alcuni anni tra picchi recessivi e ripresa del tasso di partecipazione) non sembrano avere altrettanti riscontri; inoltre, è verosimile che la ripresa post-pandemica, nelle forze di lavoro come nelle altre variabili economiche, sia più rapida di quanto accaduto in media nel passato; tale dinamica potrebbe essere più lenta, come detto, se la pandemia, in misura superiore rispetto alle crisi precedenti, avesse indotto i lavoratori a rivalutare i propri obiettivi professionali e ad acquisire nuove competenze intraprendendo nuovi percorsi formativi. Al momento, per l'Italia, non sembra sussistere sufficiente evidenza in tal senso.

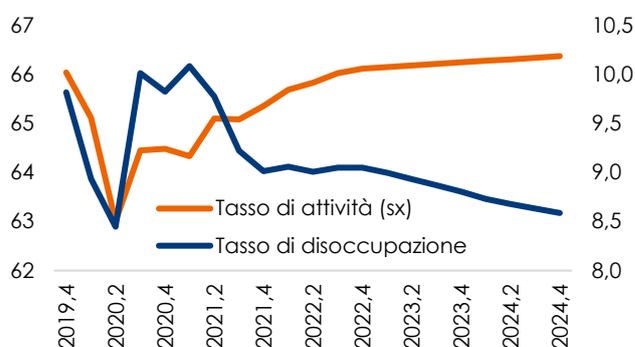
Pertanto, **ipotizziamo che la ripresa del tasso di partecipazione possa essere relativamente rapida, anche se non tale da indurre l'offerta di lavoro aggregata a recuperare i livelli pre-pandemici** (viste le sfavorevoli dinamiche demografiche di contrazione della popolazione in età lavorativa). Il tasso di attività ha già recuperato i tre quarti di quanto perso tra marzo e aprile 2020; il gap potrebbe essere colmato interamente nel corso dei prossimi 12 mesi, anche se le forze di lavoro si manterranno inferiori ai livelli pre-COVID (Figg. 13-14). In ogni caso, **la ripresa della partecipazione, pur frenando il calo del tasso di disoccupazione, dovrebbe aiutare l'economia a ritornare al suo trend pre-pandemico più velocemente** di quanto atteso solo qualche mese fa.

Fig. 13 – Il recupero degli occupati sarà verosimilmente più rapido di quello delle forze di lavoro



Nota: dicembre 2019 = 100. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 14 – In ogni caso, la ripresa del tasso di attività frenerà il calo della disoccupazione



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Sintesi della previsione macroeconomica

Previsioni macroeconomiche

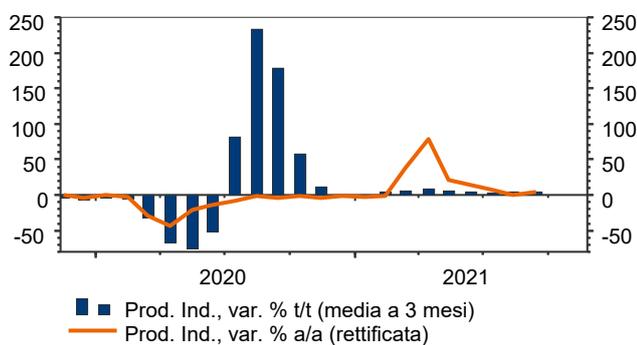
	2020	2021p	2022p	2020		2021				2022			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi 2015, a/a)	-9.0	6.2	4.3	-5.4	-6.6	-0.7	17.0	3.9	6.2	6.7	4.7	2.8	3.0
- var.ne % t/t				15.6	-1.7	0.3	2.7	2.6	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7
Consumi delle famiglie	-10.8	5.7	6.2	13.3	-2.7	-1.0	5.0	3.6	1.0	1.2	0.8	0.8	0.7
Consumi pubblici	1.9	1.0	0.4	1.0	2.3	-0.5	-0.8	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
Investimenti fissi	-9.4	15.4	5.7	29.2	-0.1	4.1	2.6	0.9	1.0	1.4	1.6	1.5	1.4
Investimenti in macchinari	-8.7	10.7	7.0	16.5	0.7	2.3	2.1	1.8	1.0	1.8	2.0	1.8	1.8
Investimenti in trasporti	-27.2	11.9	5.2	39.9	1.2	2.3	-0.7	1.0	1.5	1.5	1.6	1.4	1.2
Investimenti in costruzioni	-7.0	20.7	4.6	43.2	-1.1	6.1	3.5	0.1	1.0	1.0	1.3	1.2	1.1
Esportazioni	-14.7	12.4	5.0	31.5	1.6	1.1	3.2	2.0	1.0	1.0	1.1	0.8	0.8
Importazioni	-13.4	13.4	6.5	15.7	6.2	3.5	2.4	1.5	1.9	1.8	1.4	1.0	0.8
Contr. % PIL													
Commercio estero	-0.8	0.0	-0.3	4.2	-1.1	-0.7	0.3	0.2	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.0
Domanda finale interna	-7.9	6.3	4.9	13.1	-1.2	0.1	3.2	2.3	0.8	1.0	0.8	0.8	0.7
Var. scorte	-0.3	-0.1	-0.3	-1.7	0.7	0.9	-0.9	0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
Attività produttiva													
Produzione industriale	-11.0	11.1	2.6	29.1	0.0	1.5	1.2	1.0	0.2	0.6	0.8	0.7	0.6
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	-0.1	1.8	1.9	-0.5	-0.2	0.6	1.2	2.2	3.1	2.5	2.2	1.8	1.2
- escl. alimentari, energia (a/a)	0.5	0.7	0.8	0.3	0.4	0.8	0.3	0.7	1.0	0.8	0.8	0.6	1.0
PPI (a/a)	-3.3	8.5	5.4	-3.2	-2.2	1.0	8.0	12.0	13.1	10.9	7.5	2.6	1.0
Disoccupazione (%)	9.3	9.5	9.0	10.0	9.8	10.1	9.8	9.2	9.0	9.1	9.0	9.1	9.1
Occupati totali	-2.7	0.4	1.7	0.4	0.1	-0.6	1.5	0.4	0.6	0.4	0.2	0.2	0.1
Salari contrattuali	0.6	0.6	0.8										
Reddito disponibile reale	-2.7	1.9	2.2										
Tasso di risparmio (%)	15.6	12.5	9.1										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	3.7	2.9	1.8										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% Pil)	-9.6	-8.6	-5.4										
Debito (% Pil)	155.6	153.0	149.4										
Variabili finanziarie													
3-mths Euribor	-0.54	-0.55	-0.51	-0.49	-0.54	-0.54	-0.54	-0.55	-0.55	-0.53	-0.52	-0.51	-0.51
Long term (10Y) rate (%)	1.11	0.76	1.42	0.98	0.61	0.59	0.80	0.67	0.99	1.12	1.28	1.52	1.77
BTP/Bund spread	1.60	1.07	1.35	1.47	1.18	1.04	1.02	1.07	1.14	1.18	1.24	1.40	1.56

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

L'industria rallenta ma è più resiliente che negli altri Paesi dell'Eurozona

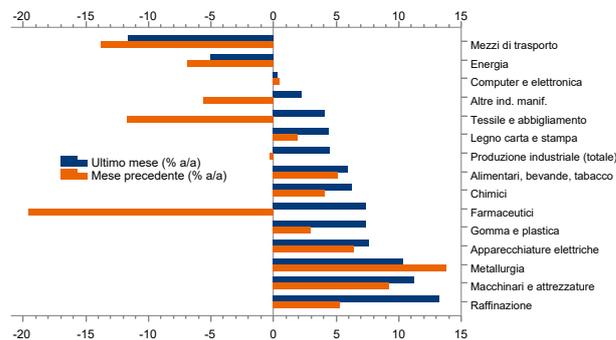
La produzione industriale è aumentata di 0,1% m/m, dopo essere calata di -0,3% m/m (rivisto al ribasso da -0,2% inizialmente stimato) ad agosto. La variazione annua (corretta per gli effetti di calendario) è tornata a salire, a 4,4% da -0,1% precedente. L'indice destagionalizzato della produzione industriale resta dell'1,5% superiore rispetto al livello pre-pandemico (questo dato è stabile rispetto alla stima di un mese fa). Tuttavia, l'aumento di un decimo dell'indice generale nel mese è in qualche modo distorto dal balzo "anomalo" (+19,3% m/m) registrato dal settore farmaceutico, al netto del quale la produzione industriale sarebbe diminuita di circa mezzo punto percentuale nel mese. Pertanto, il dettaglio per settore appare meno rassicurante del dato sintetico. Dopo essere salita dell'1,5% t/t nei primi tre mesi dell'anno e dell'1,2% t/t nel 2° trimestre, la produzione industriale ha mantenuto un buon ritmo di crescita nel trimestre estivo, pur rallentando all'1% t/t. Ci aspettiamo una decelerazione più marcata nel trimestre in corso, quando la produzione industriale potrebbe risultare solo in marginale aumento rispetto ai tre mesi precedenti. In Italia come altrove, il settore industriale è frenato dai colli di bottiglia nelle filiere produttive internazionali. Questo problema ha acquisito importanza crescente negli ultimi mesi, ma appare meno drammatico in Italia che negli altri Paesi dell'Eurozona (in particolare in Germania): ciò potrebbe essere dovuto al minor peso del comparto dei mezzi di trasporto in percentuale del settore manifatturiero rispetto agli altri principali Paesi e ad una minor quota di catena produttiva delocalizzata in Asia. Queste considerazioni aiutano a spiegare come mai l'Italia sia l'unica tra le quattro principali economie dell'Eurozona ad avere pienamente recuperato i livelli pre-pandemici di produzione industriale. In ogni caso, un rallentamento dell'attività manifatturiera è già in corso, e potrebbe continuare nei prossimi mesi, dato che le strozzature dell'offerta potrebbero persistere per tutta la prima metà del prossimo anno. Il contributo dell'industria al valore aggiunto potrebbe sostanzialmente azzerarsi nel trimestre in corso, e difficilmente il settore sarà trainante per il PIL anche nel 1° semestre del prossimo anno.

La produzione industriale si va "normalizzando" dopo l'ampia volatilità dell'ultimo anno e mezzo



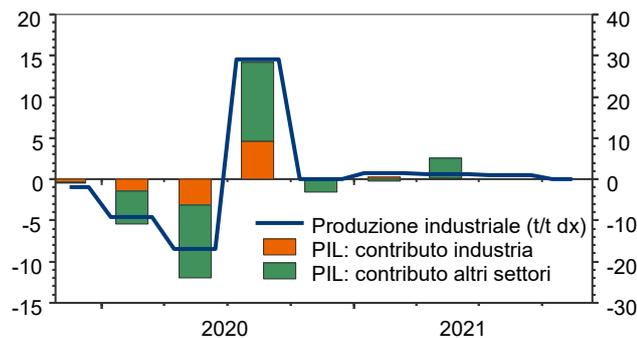
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Mezzi di trasporto e fornitura di energia restano in ampio calo su base annua; in recupero il farmaceutico



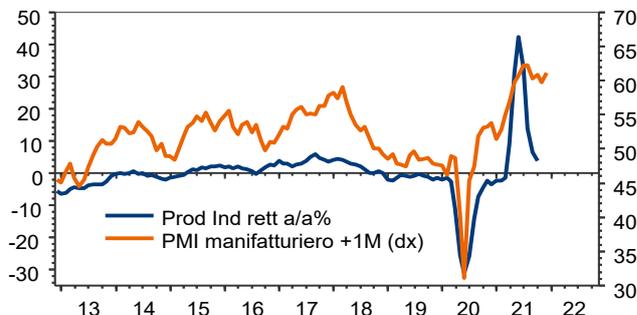
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Il contributo dell'industria al valore aggiunto potrebbe azzerarsi nei prossimi trimestri



Fonte: Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le indagini segnalano una maggiore tenuta dell'industria italiana rispetto a quella delle altre principali economie europee

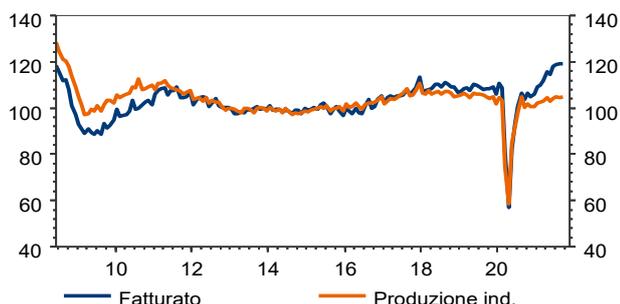


Fonte: Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le indagini manifatturiere stanno probabilmente sovrastimando l'attività

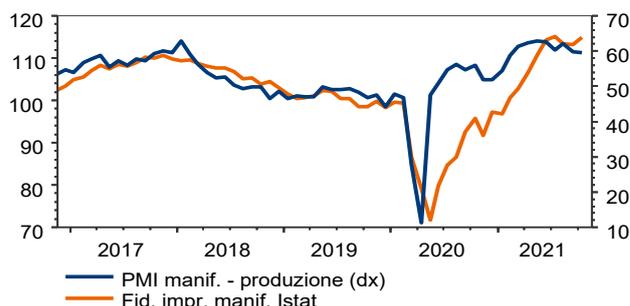
L'indice di fiducia delle imprese manifatturiere è salito a sorpresa a ottobre, a 114,9, dopo essere calato nei due mesi precedenti (a 113,2 a settembre). I giudizi sugli ordinativi sono aumentati ulteriormente, toccando un nuovo massimo storico (in particolare sul mercato interno). Le scorte sono scese a un nuovo minimo dal 2010. Le aziende riportano anche un miglioramento diffuso delle aspettative, con riguardo sia ai propri ordini e produzione, sia alla situazione economica generale, sia all'occupazione. L'indagine mostra che i colli di bottiglia dal lato dell'offerta stanno causando un calo delle scorte e un ulteriore aumento delle aspettative sui prezzi di vendita, ma sembrano avere limitati effetti sia sull'indice generale di fiducia che sulla produzione attesa. Le attese sui prezzi sono salite significativamente, raggiungendo di gran lunga un nuovo massimo storico (a 37,8, contro una media storica a 6,3), il che conferma rischi al rialzo sui prezzi dei beni industriali nei prossimi 3-6 mesi. Anche l'indice **PMI manifatturiero** è salito, a sorpresa, a 61,1 da 59,7 precedente, in riavvicinamento al record storico toccato tra maggio e giugno, con indicazione di riaccelerazione delle commesse e di aumento degli ordinativi inevasi. In sintesi, **le indagini dipingono un quadro di eccesso di domanda ma è probabile che gli indici stiano sovrastimando l'entità della ripresa produttiva che, nei prossimi mesi potrebbe quindi decelerare in maniera più significativa rispetto a quanto suggerito dai livelli degli indicatori.** Il fatturato industriale a settembre è cresciuto di +0,1% m/m (+15,2% a/a) da 0,5% m/m (+12,4% a/a). Il contenuto progresso congiunturale è trainato dall'energia (+5,5%) al netto di cui il fatturato risulta in flessione di -0,2% penalizzato dalla frenata dei beni strumentali (-2,2%). Su base geografica il dato è guidato dalle vendite verso l'estero (+0,2% m/m) a fronte di una stagnazione per quelle sul mercato interno anche se, queste ultime, sono quelle che hanno mostrato il maggiore recupero dopo la pandemia (rispetto a febbraio 2020 è in crescita del 13% rispetto a un più contenuto 5% registrato dal fatturato verso l'estero).

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



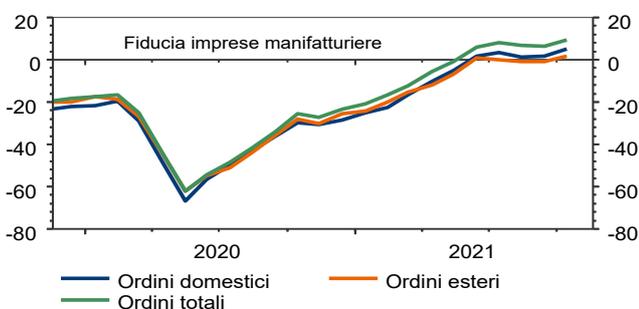
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Le indagini di fiducia registrano un inatteso rialzo ad ottobre ma potrebbero sovrastimare l'entità della ripresa nel settore



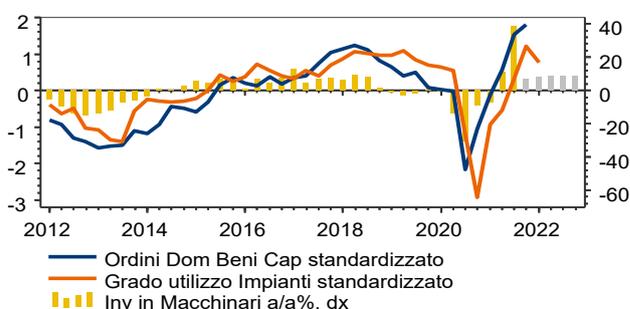
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le indicazioni sugli ordinativi confermano un solido quadro di domanda...



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

... ma l'offerta è frenata dalla scarsità di componenti e dai ritardi nelle consegne che rallentano l'attività produttiva



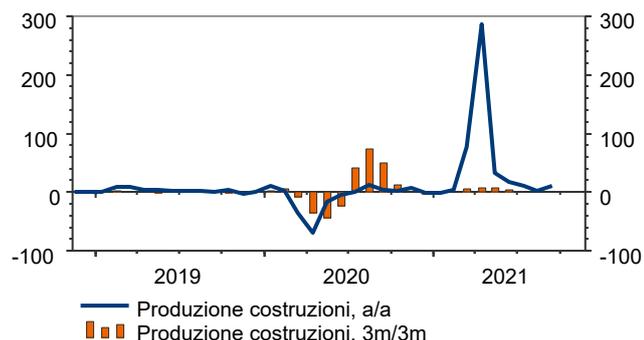
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Decelerano le costruzioni dopo un solido 1° semestre, ma lo scenario resta favorevole

A settembre la produzione nelle costruzioni è cresciuta di +0,5% m/m (+10,5% a/a) da +1,5% m/m precedente. Nel 3° trimestre l'output è avanzato solo marginalmente, di +0,2% t/t, dopo i robusti ritmi di crescita registrati nel 1° semestre. La decelerazione è in parte fisiologica dopo il rapido recupero che ha seguito il crollo dell'attività durante la pandemia (rispetto a febbraio 2020 la produzione edile è in crescita di circa il 10%) ma è probabilmente anche frutto delle **difficoltà nel reperire materiali (scarsi e con prezzi in forte crescita) e manodopera** (le costruzioni sono il settore con il più alto tasso di posizioni vacanti, al 2,9%).

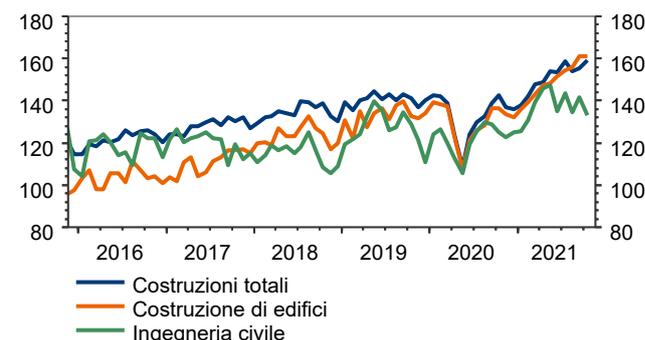
Nel complesso però **il quadro per le costruzioni nei prossimi trimestri rimane espansivo: il morale nel settore a ottobre ha raggiunto un nuovo massimo storico** (a 159,2 da 155,5 precedente) dopo quello toccato lo scorso luglio. Si registrano in particolare progressi per le imprese operanti nella costruzione di edifici e nei lavori specializzati, che riportano peraltro solidi incrementi degli ordinativi e delle intenzioni di assunzione. Corregge invece il morale nell'ingegneria civile, il comparto che ha più faticato, anche nei mesi precedenti, a tenere il passo dell'indice generale. Inoltre, in prospettiva, anche **le misure di stimolo contenute nel PNRR dovrebbero continuare a sostenere l'attività**.

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



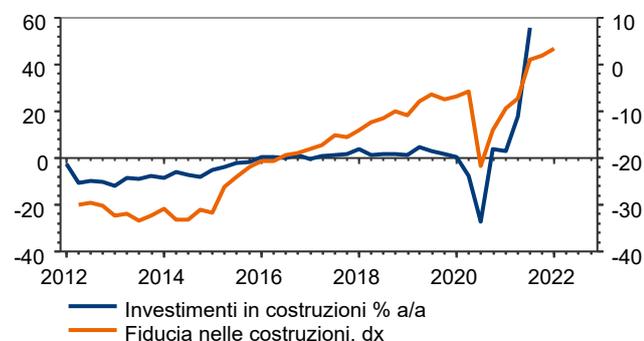
Fonte: Refinitiv-Datastream

La fiducia delle imprese ha raggiunto un nuovo massimo storico ad ottobre...



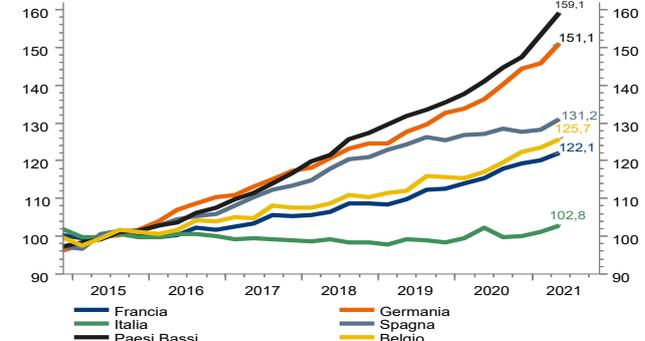
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream

... su livelli coerenti con un'espansione degli investimenti nel settore anche nei prossimi trimestri



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

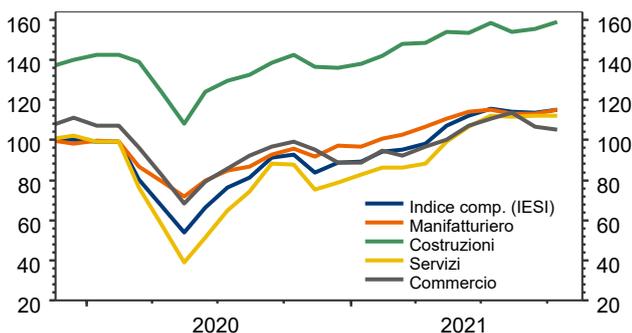


Fonte: Refinitiv-Datastream

I servizi sono stati sinora trainanti, ma comincia a emergere qualche segnale di rallentamento

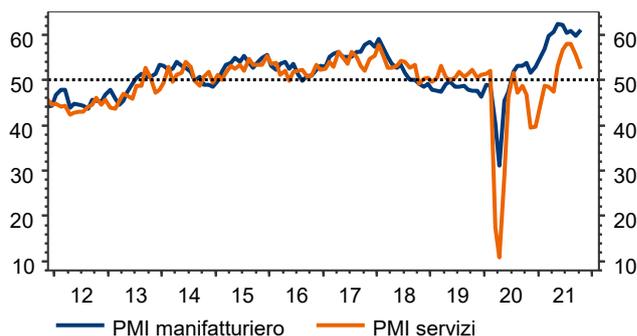
L'indice composito di fiducia delle imprese dei servizi a ottobre è sceso modestamente, a 112,1 da 112,3, rimanendo comunque su livelli storicamente elevati e sui livelli di luglio - indicazione di un quadro ancora espansivo per il settore, che può beneficiare, almeno per il momento, di una situazione sanitaria più favorevole rispetto ad altri Paesi (come per esempio la Germania). A livello settoriale si registra una più marcata flessione del morale nel turismo dopo l'ampio balzo di settembre (l'indice rimane comunque al di sopra dei livelli estivi), mentre migliora la fiducia nell'informazione e comunicazione e nei trasporti. Sostanzialmente stabile invece l'indice relativo ai servizi alle imprese. Anche l'indice PMI dei servizi ha registrato una flessione ad ottobre: a 52,4 da 55,5 precedente, sui minimi da aprile; in ogni caso, sia la componente relativa all'attività che le aspettative restano su livelli coerenti con una dinamica ancora espansiva. Nel commercio al dettaglio invece la fiducia è calata a 105,4 da 106,7 di settembre, in correzione per il secondo mese consecutivo, con flessioni diffuse sia alla grande distribuzione che a quella tradizionale, ma ancora su livelli superiori alla media di lungo periodo. Nel 3° trimestre dovrebbero essere stati i servizi a sostenere l'espansione, come peraltro già successo durante la primavera. È probabile che anche nell'ultimo scorcio del 2021 i servizi possano mantenere un tono espansivo, sia pur meno brillante che nei trimestri centrali dell'anno. Permangono tuttavia dei rischi, ad oggi di difficile quantificazione, legati all'evoluzione della "quarta ondata" da COVID-19.

Le indagini non mostrano segnali di inversione per la ripresa nei servizi



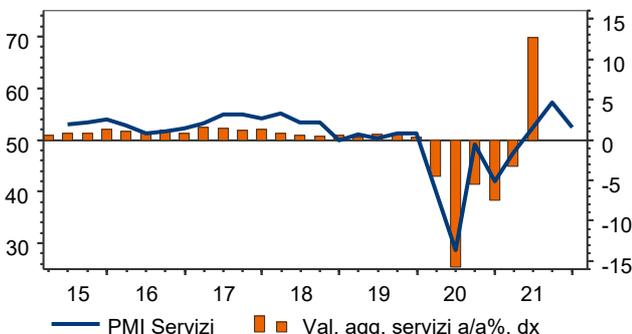
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

La fiducia resta su livelli espansivi, anche se le imprese dei servizi cominciano a mostrare qualche timore da "quarta ondata"



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

La spinta delle riaperture si sta esaurendo, pertanto il contributo dei servizi al valore aggiunto sarà meno vigoroso che nei trimestri centrali dell'anno



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

Servizi turistici e Trasporti/magazzinaggio sono stati trainanti nella fase più recente



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

Fiducia delle famiglie su livelli ancora elevati, ma l'attenzione ora è sui prezzi

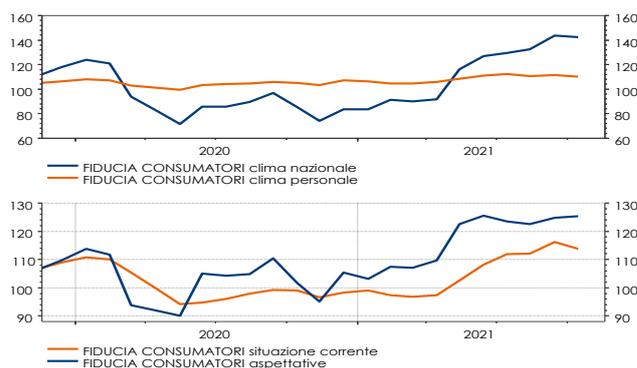
I consumi privati dovrebbero rimanere trainanti per la crescita nei prossimi mesi. A settembre le **vendite al dettaglio** sono cresciute dello 0,8% m/m (0,6% in volume) grazie agli incrementi registrati sia dalle vendite di beni non alimentari (1,1%) che da quelle di alimenti (0,6%). Le vendite chiudono il 3° trimestre in aumento dell'1,2% t/t, trainate soprattutto dai beni non alimentari (comparto che ha recuperato i livelli pre-COVID proprio durante l'estate). La crescita del PIL nel 3° trimestre dovrebbe essere stata guidata ancora dalla domanda interna e soprattutto dai consumi delle famiglie (più di servizi che di beni); tale crescita potrebbe proseguire, ma con meno vigore, anche nel trimestre finale dell'anno. Prosegue invece la debolezza delle **immatricolazioni di auto**, -35,7% a/a ad ottobre; il dato risente, dal lato della domanda, dell'esaurimento degli incentivi e, dal lato dell'offerta, dalla scarsità di componentistica che frena l'attività produttiva. **A ottobre l'indice di fiducia delle famiglie ha riportato un calo**, circa in linea con le attese nostre e di consenso, a 118,4 a ottobre da 119,6 di settembre. Tuttavia, **si tratta di una correzione fisiologica dopo che a settembre era stato toccato un massimo dall'inizio delle rilevazioni (1998)**. Tutte le principali componenti hanno registrato una flessione, con la sola eccezione del clima futuro. Una nota positiva viene dalla diminuzione delle preoccupazioni relative alla disoccupazione, scese da 40,1 a 32,9, ai minimi da gennaio del 2020, mentre si registra un'impennata delle attese sui prezzi al consumo. In altri termini, **i timori inflazionistici si stanno sostituendo alle preoccupazioni occupazionali come principale elemento di incertezza per i consumatori**. L'aumento delle tariffe energetiche dovrebbe penalizzare soprattutto le famiglie appartenenti alle classi di reddito meno abbienti, che meno avevano beneficiato dell'accumulo di extra-risparmi durante la fase pandemica.

Gli indici di mobilità verso gli esercizi commerciali segnalano un rallentamento nelle ultime settimane



Fonte: Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

La fiducia dei consumatori ha riportato una correzione dai massimi a ottobre; tuttavia, le aspettative mantengono un trend al rialzo



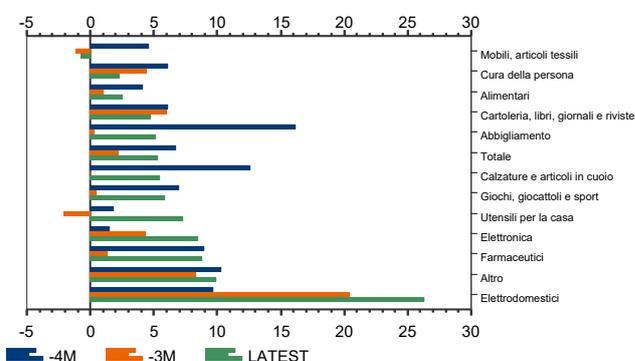
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Prosegue la debolezza del mercato delle auto, il settore più penalizzato dalle difficoltà nel reperire componentistica



Fonte: Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

A settembre tutti i gruppi di prodotti sono in espansione rispetto allo scorso anno

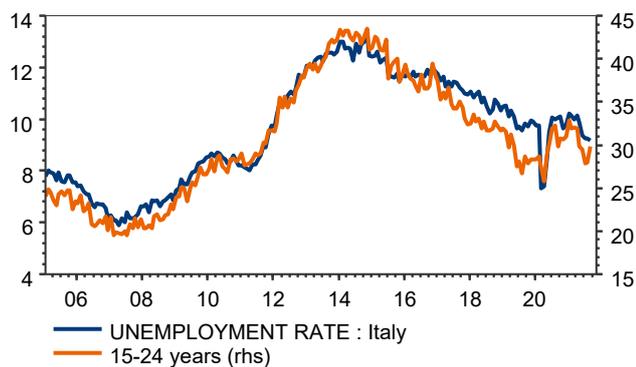


Fonte: Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tornano a crescere gli occupati a settembre

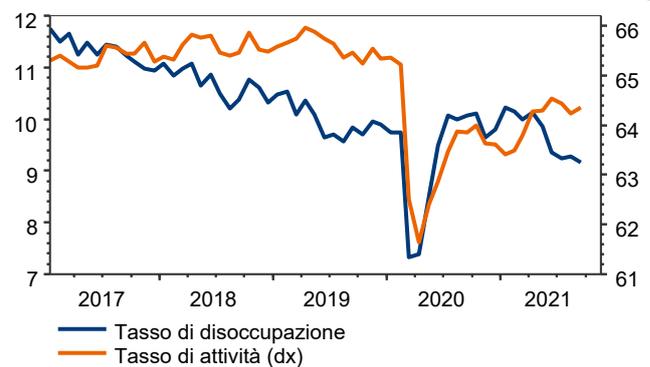
A settembre gli occupati sono tornati a salire (+0,3% m/m), anche se la creazione di 59 mila nuovi posti di lavoro non è risultata sufficiente ad annullare il calo cumulato di oltre 110 mila occupati subito tra luglio e agosto. **La crescita dell'occupazione è risultata comunque più accentuata di quella delle forze di lavoro** (+0,1% m/m, +31 mila unità), **causando una flessione di un decimo del tasso di disoccupazione, a 9,2%**. **L'incremento degli occupati è però concentrato tra i dipendenti con contratti a termine, a fronte di flessioni diffuse agli autonomi e ai dipendenti permanenti**, un dato che conferma la tendenza che ha caratterizzato il mercato del lavoro italiano nell'anno in corso. Durante i primi mesi della crisi pandemica infatti il calo degli occupati ha riguardato soprattutto i lavoratori precari e gli autonomi; più recentemente invece i guadagni occupazionali sono stati trainati dalle assunzioni a tempo determinato, a fronte di una più fiacca dinamica per i dipendenti permanenti ed un ulteriore peggioramento per gli autonomi. **Rispetto a febbraio 2020, il numero di occupati è inferiore di oltre -300 mila unità; il divario è particolarmente ampio per gli autonomi (-327 mila) mentre i dipendenti a termine hanno ampiamente superato i livelli pre-COVID (+108 mila); tra i permanenti invece il gap è di -95 mila unità.** Le indagini di fiducia restano su livelli ancora incoraggianti e non mostrano segnali di inversione di tendenza: **riteniamo quindi che nei prossimi mesi la ripresa delle assunzioni possa prevalere sull'effetto negativo proveniente dalla minore protezione offerta dalle misure governative.** Per quanto riguarda invece il tasso di disoccupazione un'incognita è rappresentata dal rientro degli inattivi nella forza lavoro (si veda editoriale *La partecipazione al mercato del lavoro tornerà ai livelli pre-crisi?*), che in Italia appare meno rapido rispetto ad altri Paesi europei. Ci aspettiamo quindi che **dopo aver toccato un picco intorno al 10% a inizio anno, il tasso dei senza lavoro possa stabilizzarsi intorno agli attuali livelli (poco sopra il 9%) nel corso dei prossimi mesi.**

Il tasso di disoccupazione torna a calare a settembre



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

Il tasso di attività è ancora sotto i livelli pre-COVID dello 0,9%



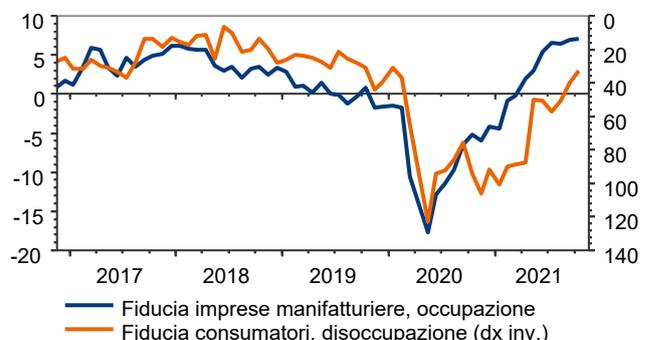
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

A settembre la crescita degli occupati è risultata maggiore rispetto a quella della forza lavoro



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

Le indagini segnalano il proseguimento della ripresa occupazionale nei prossimi mesi

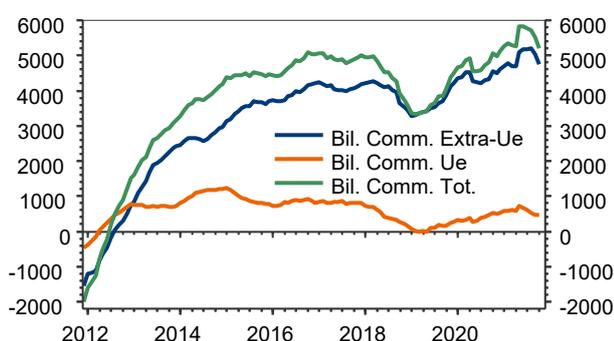


Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Il commercio estero potrebbe frenare il PIL nei prossimi trimestri

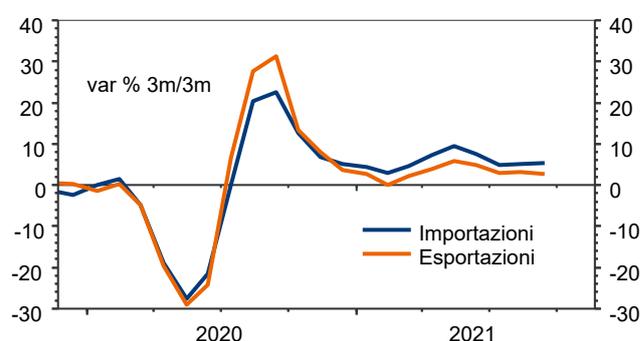
I dati di settembre sul **commercio internazionale di beni** hanno riportato un **calo delle importazioni** (-1,7% m/m da +5,1% m/m) **più ampio rispetto a quello registrato per le esportazioni** (-1,3% m/m da +0,6% m/m). Il saldo commerciale è risultato pari a +2.454 milioni di euro (+6.039 a settembre 2020) e a +5.956 milioni (+7.707 un anno prima) al netto dei prodotti energetici. Nel mese il calo congiunturale dell'export è diffuso alle vendite sia verso i Paesi UE (-1,5%) che extra-UE (-1,0%); tra i principali raggruppamenti di industrie, sono i beni intermedi (-4,5%) e strumentali (-2,2%) a frenare le vendite estere. Nonostante la flessione di settembre, nel 3° trimestre le importazioni sono cresciute del 5,5% t/t, su ritmi ampiamente superiori rispetto al 2,8% t/t delle esportazioni. I dati mensili sugli scambi dei beni sembrerebbero suggerire che il canale estero abbia contribuito negativamente alla crescita del PIL durante l'estate ma **l'Istat, in occasione della pubblicazione dei dati di contabilità nazionale, ha stimato un apporto positivo da parte delle esportazioni nette**. L'apparente contraddizione è spiegata sia dal contributo della **ripartenza dei flussi turistici in entrata** sulla bilancia dei servizi sia dall'effetto dell'**aumento del deflatore delle importazioni** (sostenuto dal rincaro delle materie prime, soprattutto energetiche) sul valore reale degli scambi internazionali. La battuta d'arresto di settembre potrebbe risultare temporanea: nei prossimi mesi la tendenza del commercio internazionale dovrebbe confermarsi espansiva. Il rallentamento dell'economia globale potrebbe però tradursi in un rallentamento della dinamica dell'export, a fronte di importazioni sostenute dalla ripresa della domanda interna. **L'apporto del commercio internazionale alla crescita potrebbe quindi diventare negativo a partire dal trimestre corrente.**

Dopo il record storico toccato nei mesi centrali dell'anno, il surplus commerciale si sta riducendo moderatamente



Fonte: Refinitiv-Datastream

Le importazioni di beni chiudono il trimestre in crescita a ritmi superiori alle esportazioni



Fonte: Refinitiv-Datastream

La domanda estera è in fase di rallentamento ma la tendenza dell'export dovrebbe restare espansiva...



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



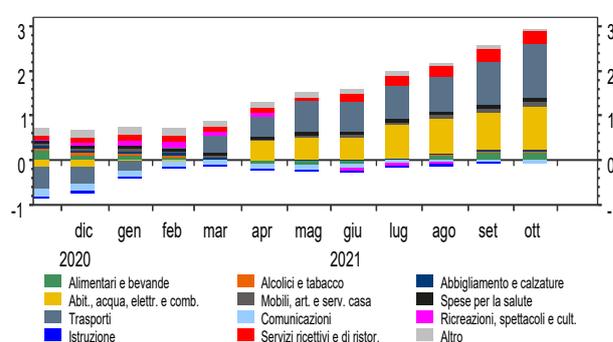
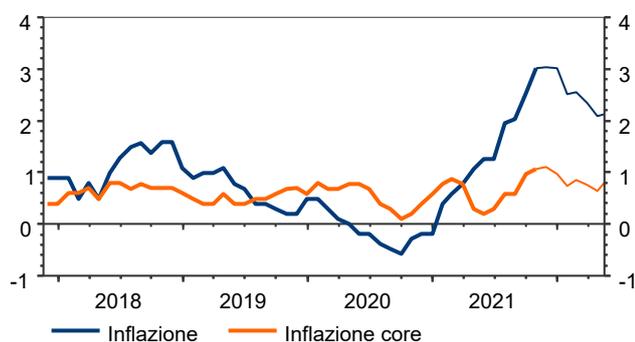
Fonte: Refinitiv-Datastream

Inflazione ai massimi dal 2012, i rischi restano verso l'alto

L'inflazione (calcolata sull'indice nazionale NIC) ad ottobre è salita al 3% a/a dal 2,5% di settembre, sui massimi da settembre 2012 e in accelerazione per il quarto mese consecutivo. Su base armonizzata è invece cresciuta al 3,2% da un precedente 2,9%. Nel mese i prezzi al consumo sono aumentati di 0,7% su base nazionale, tornando a salire dopo la correzione di settembre, e di 0,9% su quello armonizzato, al terzo rincaro mensile di fila. È ancora la componente energetica a spiegare gran parte della crescita dell'inflazione (misurata sul NIC), sostenuta dall'aumento delle bollette di luce e gas (+17% m/m, +42,3% a/a il rincaro della componente dei beni energetici regolamentati), e dall'impatto dei costi del carburante sui trasporti (+0,9% m/m, +8,7% a/a). Anche il rincaro degli alimentari (+0,3% m/m, +1% a/a) contribuisce a spingere l'inflazione. In prospettiva, l'inflazione dovrebbe risultare poco variata rispetto agli attuali picchi nei prossimi mesi, prima di una moderazione attesa a partire da inizio 2022; il ritorno sotto il 2% si avrebbe solo nel 2° semestre, grazie al progressivo ridimensionamento della spinta energetica. La componente di fondo, al netto di alimentari freschi ed energia, è salita invece di un decimo a 1,1% a/a a ottobre, sui massimi da aprile 2017 ma su livelli ancora contenuti, cui contribuisce anche l'effetto di confronto favorevole rispetto allo scorso anno dei prezzi relativi ai servizi ricreativi e culturali. L'inflazione core nel 2022 potrebbe attestarsi allo 0,8% in media d'anno, solo marginalmente al di sopra dello 0,7% stimato quest'anno (e su livelli più contenuti rispetto alla media dell'Eurozona). I rischi restano comunque verso l'alto: le strozzature all'offerta e i rincari delle materie prime potrebbero portare ad un trasferimento dei costi al consumatore finale di entità maggiore del previsto.

Dopo aver toccato un picco intorno ai livelli correnti nel 4° trimestre, l'inflazione dovrebbe tornare a calare da inizio 2022

Sono le componenti legate al rincaro dell'energia a spiegare gran parte del rialzo dell'inflazione

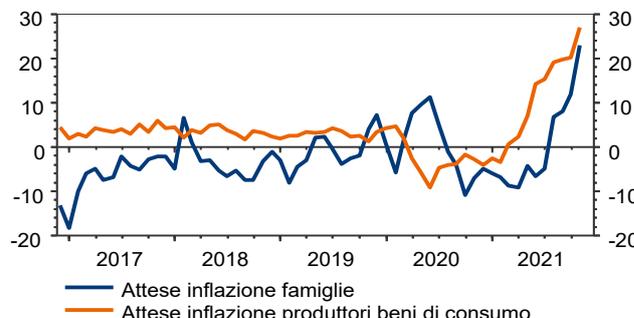
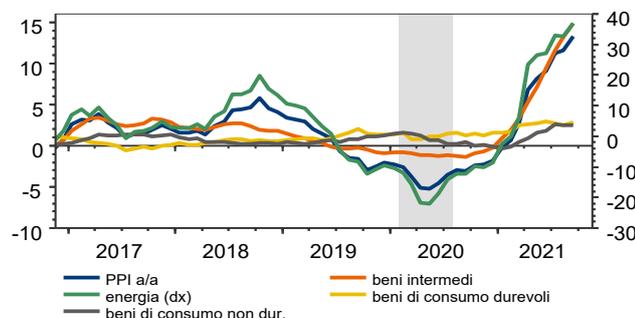


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

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

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

I rincari delle tariffe di luce e gas spingono al rialzo le attese inflazionistiche delle famiglie



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

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

La crescita dei mutui per l'acquisto di abitazioni ha raggiunto il +4,8% annuo

I prestiti alle società non-finanziarie hanno rallentato ancora, a +0,7% a/a. L'andamento risente della minore domanda di credito da parte delle imprese, che si riflette sulla frenata dei prestiti a medio-lungo termine, mentre a seguito delle ampie disponibilità liquide il trend dei prestiti a breve resta fortemente negativo. Si conferma la crescita robusta dei prestiti alle famiglie consumatrici, pari a +3,7% a/a a settembre. La dinamica è trainata dai prestiti per l'acquisto di abitazioni, il cui ritmo si è rafforzato a +4,8% a/a a settembre. Secondo le anticipazioni ABI, a ottobre è proseguito il rallentamento della crescita dei prestiti complessivi al settore privato, a +1,5% a/a, e a +1,7% per l'aggregato più ristretto dei prestiti a famiglie e imprese, dal +2,0% di settembre.

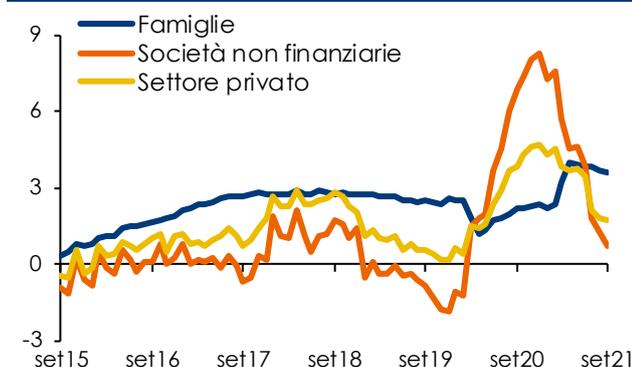
Elisa Coletti

A settembre **la crescita dei prestiti alle società non-finanziarie ha rallentato ancora, portandosi ad appena +0,7% a/a**, dall'1,2% di agosto, variazioni che si confrontano col 7,3% di inizio 2021 e col picco di 8,3% a fine 2020 (dati corretti per le cartolarizzazioni). L'andamento risente della minore domanda di credito da parte delle imprese rispetto al contesto eccezionale del 2020, alla luce del significativo miglioramento della situazione economico-finanziaria, che vede abbondanti disponibilità liquide, recupero della redditività e significativo ricorso a emissioni obbligazionarie.

Nel confronto europeo, si osservano invece segni di interruzione della frenata dei prestiti alle società non-finanziarie. In particolare, in Francia e Germania, come nella media dell'area euro, a settembre si è registrato un leggero rimbalzo della crescita annua, mentre in Spagna il calo si è stabilizzato e l'andamento sembra essersi riallineato a quello pre-COVID. Va notato che il ciclo osservato in Italia è simile a quello dei principali paesi europei, ma ritardato di qualche mese.

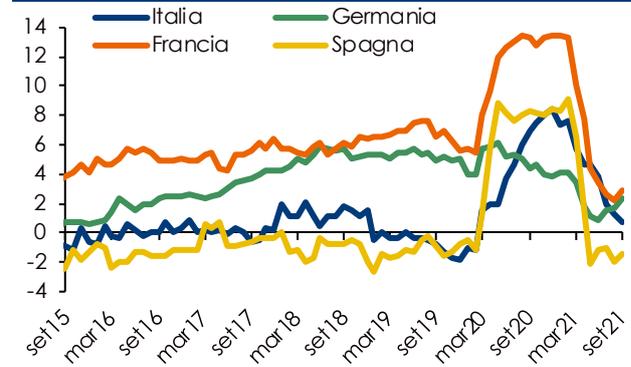
Si conferma la **più contenuta domanda di finanziamenti assistiti da garanzia statale** che sta determinando il **forte rallentamento dei prestiti a medio-lungo termine**. Questi anche a settembre hanno registrato un flusso netto mensile negativo, sebbene di modesta entità (-150 milioni circa). Il 3° trimestre 2021, così come il trimestre precedente, si è quindi chiuso con il segno meno, cumulando un flusso netto da aprile a settembre pari a -3,3 miliardi rispetto a +67 miliardi dello stesso periodo del 2020 (dati non corretti per le cartolarizzazioni). L'inversione di segno dei flussi mensili sta guidando una frenata dello stock di prestiti a medio-lungo termine alle società non-finanziarie, la cui dinamica è scesa a +3,5% a/a a settembre dal 21% circa del 1° bimestre 2021. Parallelamente, in relazione alle ampie disponibilità liquide delle imprese, **l'andamento dei prestiti a breve resta fortemente negativo**, anche se il calo è meno marcato rispetto ai primi quattro mesi del 2021 e si osserva un flusso netto mensile positivo a settembre, indicativo di una graduale normalizzazione.

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

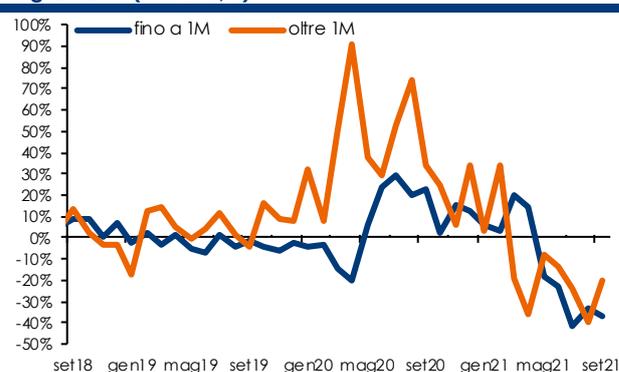
I flussi lordi mensili di credito confermano il forte calo registrato da marzo 2021, sia per **i prestiti di dimensione contenuta, sia per quelli di taglio maggiore**. Le erogazioni fino a 1 milione alle società non finanziarie hanno segnato una contrazione del 36% a/a e sono più basse anche rispetto a settembre 2019, mentre quelle oltre 1 milione, in flessione da marzo 2021, hanno mostrato un calo più contenuto rispetto ai due mesi precedenti, del -20% circa a settembre dal -39,5% di agosto.

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



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

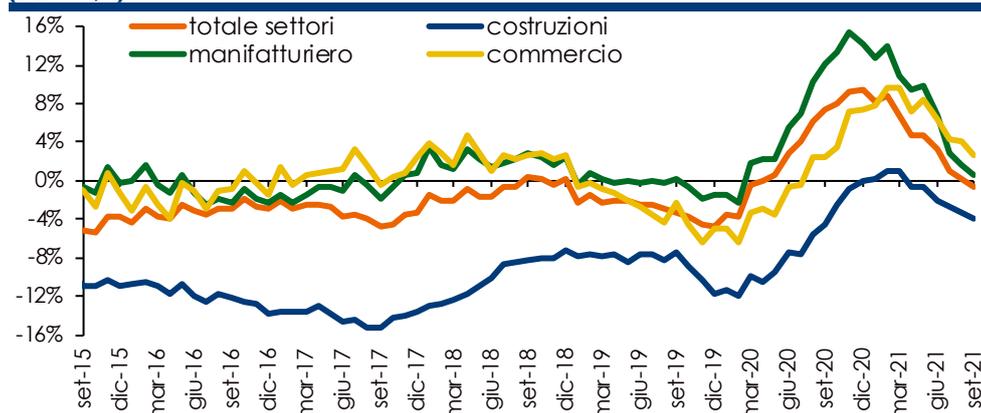
Erogazioni alle società non finanziarie – flussi al netto delle rinegoziazioni (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

In questo contesto, **l'aggregato dei prestiti a società non-finanziarie e famiglie produttrici** (in breve, le imprese) **è tornato a registrare una variazione annua negativa**, sebbene per ora molto modesta, del -0,5% a/a a settembre dopo sedici mesi di aumenti. In dettaglio, tra i macro-settori **i prestiti alle imprese manifatturiere hanno frenato a +0,5% a/a** dal +1,7% di agosto e da ritmi del 13-14% a inizio anno, mentre **quelli al commercio hanno rallentato a +2,6% a/a**, dal +4,1% di agosto, rispetto a massimi di quasi +10% a/a a febbraio e marzo 2021 (variazioni su prestiti escluse le sofferenze). **Per i prestiti alle costruzioni il calo emerso nel 2° trimestre risulta gradualmente più intenso**, del -3,9% a/a a settembre, dal -3,3% di agosto e +1% di febbraio-marzo 2021.

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



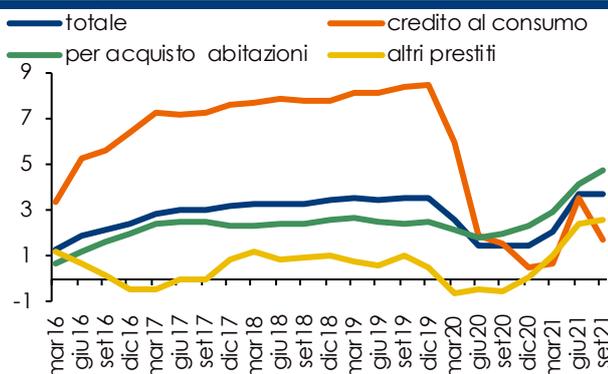
Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Al contempo, **continua la crescita robusta dei prestiti alle famiglie** che nel complesso hanno registrato **un tasso di variazione del 3,6% a/a a settembre**, in lenta moderazione rispetto al +4% di aprile-maggio e +3,9% a giugno (dati corretti per le cartolarizzazioni), dovuta presumibilmente al rallentamento dei prestiti alle famiglie produttrici. I prestiti alle famiglie consumatrici, invece, hanno mantenuto un ritmo sostenuto nel 3° trimestre, pari a 3,7% a/a a settembre, come a giugno (prestiti di banche e società finanziarie). **La dinamica è trainata dai prestiti bancari per l'acquisto**

di abitazioni, che a settembre hanno visto un ulteriore rafforzamento del trend a +4,8% a/a, dal 4,1% di giugno. Il **credito al consumo, anch'esso in crescita, ha confermato un andamento più debole** (+1,7% a/a a settembre dal 3,5% di giugno, dati riferiti a banche e società finanziarie).

In termini di flussi, la dinamica di quelli per acquisto di abitazioni resta positiva. A settembre il flusso lordo mensile complessivo (comprensivo di rinegoziazioni e nuovi contratti) è risultato circa invariato rispetto a dodici mesi prima (-0,2% a/a da -11,2% di agosto, dopo cinque mesi di aumenti col +60% medio di marzo-aprile). **L'andamento ancora sostenuto delle erogazioni per nuovi contratti ha controbilanciato il calo delle rinegoziazioni** (+17,3% a/a i primi, -53,5% le seconde).

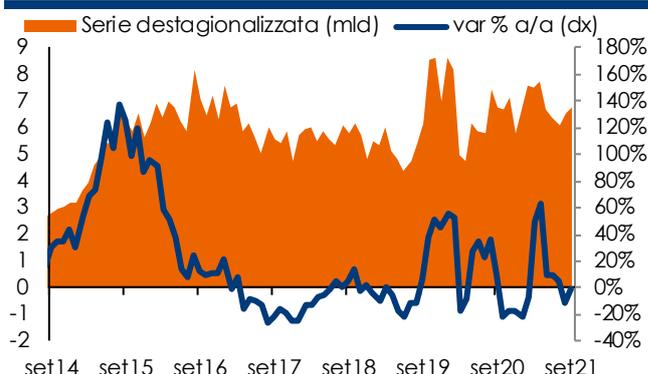
Prestiti di banche e società finanziarie alle famiglie consumatrici (var. % a/a)



Nota: i prestiti per acquisto abitazioni e gli altri prestiti sono riferiti ai soli prestiti erogati dalle banche. Tra le altre forme di finanziamento, le più rilevanti sono le aperture di credito in conto corrente e i mutui diversi da quelli per l'acquisto, la costruzione e la ristrutturazione di immobili a uso abitativo.

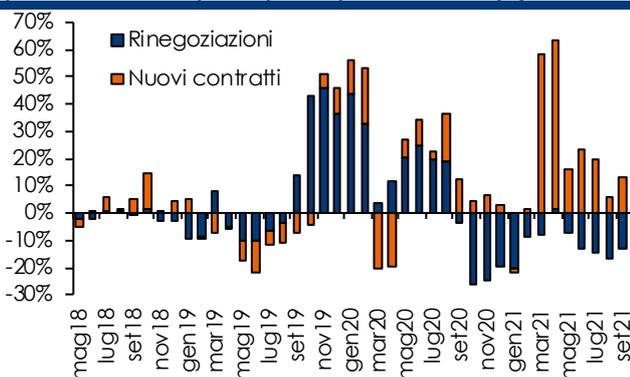
Fonte: Banca d'Italia

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



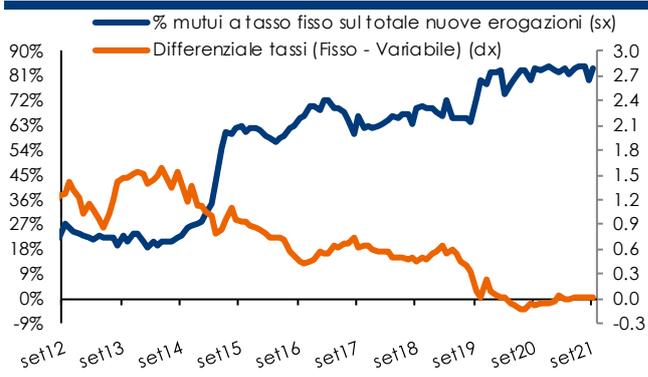
Fonte: Banca d'Italia, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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

In conclusione, **la crescita dei prestiti al settore privato si conferma gradualmente più moderata**, pari a 1,7% a/a a settembre, dall'1,8% di agosto 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 ABL, **a ottobre è proseguito il rallentamento**, a +1,5% a/a per i prestiti complessivi al settore privato, e a **+1,7% per l'aggregato più ristretto dei prestiti a famiglie e imprese**, dal +2,0% di settembre.

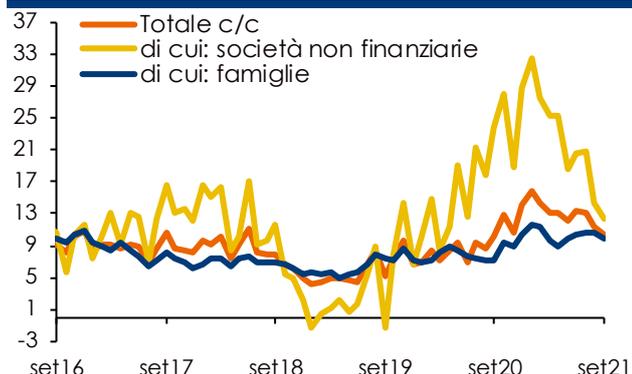
Dinamica dei conti correnti ancora a due cifre, ma sta rallentando

La crescita dei depositi resta robusta, benché in rallentamento a +7,4% a/a a settembre. Un andamento più moderato si è registrato anche a ottobre, secondo le stime ABI. La dinamica resta trainata dai conti correnti, in aumento dal 10,5% a/a a settembre. Riflettendo il moderato rallentamento dei depositi, la crescita della raccolta complessiva da clientela è scesa di 0,7 punti percentuali rispetto a quella di agosto, ma ha mantenuto un buon ritmo, del 5,7% a/a. Secondo le stime ABI, a ottobre la dinamica ha decelerato di altri 0,4 punti percentuali.

Elisa Coletti

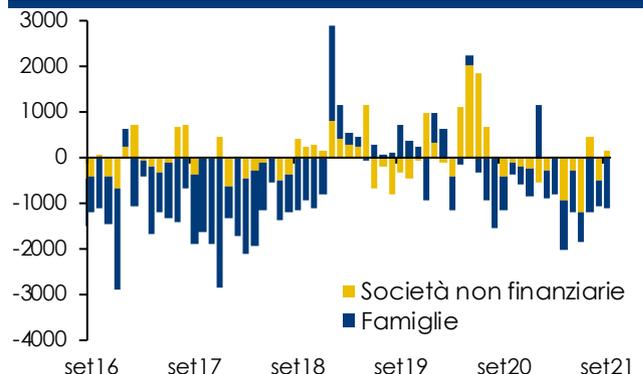
La crescita dei depositi resta robusta, benché in rallentamento a +7,4% a/a a settembre, dall'8,1% di agosto e 12,3% di inizio anno. Un ritmo più moderato si è registrato anche a ottobre, con un tasso di variazione di 0,9 punti percentuali inferiore rispetto a settembre secondo le stime ABI. La dinamica dei depositi continua a essere determinata dai **conti correnti, in aumento del 10,5% a/a a settembre**, dall'11,5% di agosto, a due cifre per il tredicesimo mese consecutivo. Tra le componenti, la crescita dei conti correnti delle famiglie resta robusta, del 9,9% a settembre, leggermente più moderata rispetto al 10,5% dei tre mesi precedenti. Inoltre, anche a settembre il flusso netto mensile è stato positivo, pari a 2,9 miliardi, portando a 44,3 miliardi il saldo cumulato da inizio anno, persino lievemente più alto dei 43,6 miliardi dello stesso periodo del 2020. La dinamica dei conti correnti delle società non-finanziarie resta a due cifre ma è in frenata (+12,4% a/a a settembre dal +14,4% di agosto e +20,7% di giugno-luglio). Inoltre, il flusso netto mensile di settembre è marginale, pari a soli 75 milioni, e il cumulato da inizio anno, sebbene ampiamente positivo, risulta più contenuto rispetto al flusso eccezionale dei primi nove mesi del 2020 (19,5 miliardi dai 59,3 nel 2020).

Conti correnti (*) (var. % annua)



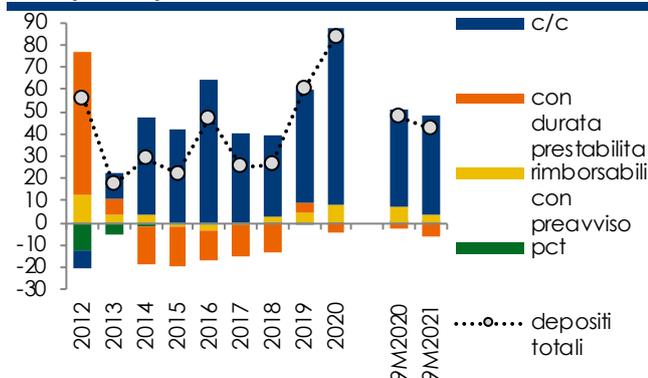
Nota: (*) dati riferiti alle passività delle IFM italiane verso residenti nell'area euro. Fonte: BCE

Flussi mensili di depositi con durata prestabilita (EUR M)



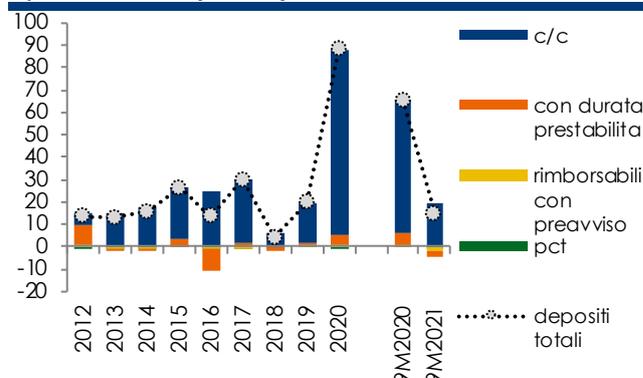
Fonte: BCE

Flussi netti verso i depositi delle famiglie, dati annui e periodo di 9 mesi (EUR mld)



Fonte: BCE ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

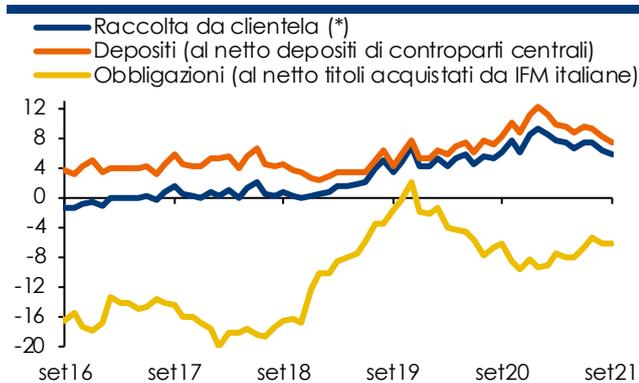
Flussi netti verso i depositi delle società non-finanziarie, dati annui e periodo di 9 mesi (EUR mld)



Fonte: BCE ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

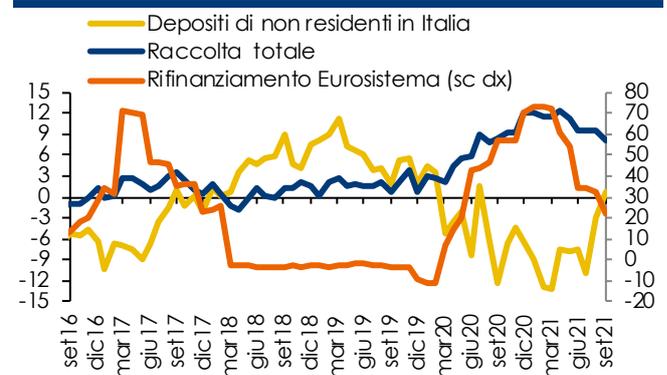
All'opposto, i depositi con durata prestabilita sono in calo da fine 2020, del -13,6% a/a a settembre dal -15% nel periodo giugno-agosto. Il calo riguarda sia i depositi a tempo delle famiglie, sia quelli delle imprese.

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 0,7 punti percentuali rispetto a quella registrata ad agosto, ma ha mantenuto un buon ritmo, del 5,7% a/a che però risulta il più contenuto da agosto 2020. Secondo le anticipazioni ABI, **a ottobre la dinamica ha decelerato di altri 0,4 punti percentuali.**

Per quanto riguarda l'aggregato della raccolta totale, settembre ha registrato un tasso di variazione dell'8,2% a/a, anch'esso in rallentamento dal 9,5% dei tre mesi precedenti. Tra le componenti, si osservano la **progressiva decelerazione del forte tasso di crescita del rifinanziamento BCE** (+22,1% a/a a settembre, dieci punti percentuali in meno di agosto, era del +73% a inizio 2021) mentre **i depositi di non residenti, comprensivi dell'interbancario, sono tornati in lievissimo aumento, dello 0,8% a/a**, dopo tredici mesi di cali.

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