

La Bussola dell'Economia Italiana

Direzione Studi e Ricerche

Dicembre 2021

La bussola dell'economia italiana**Indice****L'evoluzione dello scenario congiunturale**

Le nubi sull'orizzonte della ripresa appaiono meno minacciose che altrove

Sintesi della previsione macroeconomica

Corregge la produzione industriale ad ottobre

Le indagini dipingono un quadro ancora favorevole per il manifatturiero

Lo scenario per le costruzioni rimane solido

Servizi ancora in espansione, ma in rallentamento

Shock energetico e risalita dei contagi freneranno i consumi a cavallo d'anno

Torna ad intensificarsi il rientro degli inattivi nella forza lavoro

Il rincaro dell'energia spinge le importazioni

Inflazione sui massimi, è attesa una moderazione nel corso del 2022

Tendenze del settore bancario

L'elevata liquidità spinge al ribasso i tassi sui conti correnti

Si interrompe la frenata dei prestiti alle società non-finanziarie

Crescita dei conti correnti in fase di moderato rallentamento

Dicembre 2021**2****2****8****9****10** Nota Mensile**11****12****Direzione Studi e Ricerche****13****14****15****16****Paolo Mameli****17**

Economista Macro Italia

17**Andrea Volpi****21**

Economista

24**Elisa Coletti**

Economista Banche

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Le nubi sull'orizzonte della ripresa appaiono meno minacciose che altrove

Rivediamo al rialzo le stime di crescita per il PIL italiano, al 6,2% nel 2021 e al 4,3% nel 2022. L'economia è ora vista recuperare i livelli pre-COVID già entro la metà del prossimo anno. I rischi sono legati agli effetti delle strozzature all'offerta e dello shock energetico, nonché agli sviluppi della quarta ondata pandemica. L'elezione del Presidente della Repubblica a inizio 2022 rappresenterà inoltre un importante snodo politico.

Paolo Mameli

Rivediamo al rialzo le stime di crescita per il PIL italiano, al 6,2% nel 2021 e al 4,3% nel 2022. La revisione è dovuta soprattutto al balzo dell'attività economica, di molto superiore alle attese, registrato nei trimestri centrali dell'anno (+2,7% t/t nei mesi primaverili e +2,6% t/t in estate). Il recupero post-pandemico è stato più veloce di quanto atteso (e di quanto registrato dopo le precedenti recessioni: Fig. 1): **l'economia è ora attesa recuperare i livelli di fine 2019 già entro la metà del 2022**, anche se l'output gap si chiuderà verosimilmente solo nel 2023, e il recupero dei ritmi di crescita pre-pandemici è rimandato, nel nostro scenario, al 2024 (Fig. 2).

Il rimbalzo post-pandemico è stato più veloce del previsto...

Nei trimestri centrali dell'anno, la ripresa è stata trainata dai servizi, sia dal lato della domanda che dell'offerta, grazie all'effetto delle riaperture, in un contesto in cui industria e costruzioni hanno mantenuto un trend espansivo, sia pur meno vivace rispetto alla fase precedente. Al 3° trimestre 2021 (Fig. 3), tra i principali settori solo le costruzioni e i servizi di informazione e comunicazione si attestano su livelli di valore aggiunto significativamente superiori rispetto a quelli di fine 2019 (rispettivamente: +12,3% e +5,2%); resta ampia la contrazione registrata dal settore agricolo (-6,4%), e, all'interno dei servizi, dalle attività professionali e di supporto (-4,5%) e dalle altre attività dei servizi (-13,3%); viceversa, si è ridotto più velocemente del previsto il gap per commercio trasporto e alloggio (-1,2%). **Nei prossimi mesi, si potrebbe assistere a una nuova ricomposizione della crescita:** la recrudescenza pandemica potrebbe tornare a pesare sui servizi, sia pure in misura decisamente minore rispetto anche solo allo scorso inverno, mentre l'industria e soprattutto le costruzioni potrebbero mantenere un trend espansivo. In ogni caso, il venir meno dell'effetto-riaperture nei servizi, e la maggior cautela dei consumatori, appaiono coerenti con una **crescita del PIL che potrebbe riavvicinarsi a zero su base congiunturale a fine 2021, per riaccelerare solo moderatamente a inizio 2022 e in misura più consistente nei trimestri centrali del prossimo anno.**

...ed è atteso continuare il prossimo anno, ancora trainato dai servizi dal lato dell'offerta...

Dal lato della domanda, la crescita 2022 sarà trainata ancora dai consumi, che vediamo espandersi di oltre il 5% anche l'anno prossimo, in linea con il ritmo di quest'anno; ciò in un quadro di minor vigore per i consumi di beni e di decisa accelerazione per la spesa nei servizi (Fig. 4); il rimbalzo post-pandemico nei servizi, e gli effetti degli extra-risparmi accumulati dal 2020 (Fig. 5-6), dovrebbero continuare a sostenere la spesa delle famiglie, pur al netto degli effetti dello shock energetico sul reddito reale (vedi *infra*). **Gli investimenti rallenteranno dopo i ritmi a due cifre di quest'anno, mantenendo però un tono molto robusto** (stimiamo un 6,3% nel 2022 dal 15,8% del 2021), grazie anche agli effetti degli incentivi fiscali e dei programmi infrastrutturali inclusi nel PNRR. Stimiamo inoltre un lieve contributo positivo del commercio estero (pur in un quadro di incremento percentuale lievemente superiore per l'import che non per l'export, dato il minore peso delle importazioni sul PIL), controbilanciato da un apporto marginalmente negativo dalle scorte (Fig. 7). I consumi pubblici si manterranno anch'essi in crescita, sia pure a un ritmo meno vivace rispetto al biennio precedente.

...e dai consumi dal lato della domanda

L'inflazione, dopo il balzo degli ultimi mesi del 2021 (al 3,7% sul NIC e 3,9% sull'IPCA a novembre), **dovrebbe rimanere superiore al 2% per la maggior parte del 2022.** Stimiamo in media d'anno un IPCA al 2,7% nel 2022 (dall'1,9% del 2021) e poi in moderazione all'1,8% nel 2023. Al momento le pressioni inflazionistiche restano trainate dall'energia, anche se negli ultimi mesi si notano segnali di maggiore diffusione, specie nei settori dei servizi più colpiti dalla crisi pandemica (soprattutto

Permangono rischi al rialzo sull'inflazione

nella ristorazione). In ogni caso, **le pressioni molto limitate sul costo del lavoro dovrebbero mantenere bassa l'inflazione di fondo**, attesa restare poco sopra l'1% in media d'anno nel 2022 (1,2%), per salire all'1,9% (in sostanza chiudendo il gap con l'indice *headline*) nel 2023. In ogni caso, **i rischi inflattivi appaiono al momento meno marcati in Italia rispetto al resto dell'Eurozona**, visto il più ampio margine di risorse inutilizzate sul mercato del lavoro: a tal proposito, **vediamo un calo solo molto graduale del tasso di disoccupazione, al 9,3% nel 2022** dal 9,6% del 2021.

In ogni caso, l'incertezza sullo scenario di crescita resta elevata, e **non mancano rischi al ribasso**, che sembrano anzi in media essere aumentati di recente:

Restano diversi fattori di incertezza

- innanzitutto, le preoccupazioni legate alla cosiddetta **"quarta ondata pandemica"**: anche in Italia si registra una chiara tendenza al rialzo dei nuovi casi di COVID-19 (Fig. 8), con il tasso di positività che è tornato ai massimi dallo scorso aprile; **la situazione però, almeno per il momento, appare meno preoccupante, specie sul fronte della pressione ospedaliera, rispetto a quanto si riscontra nella maggior parte degli altri Paesi europei** (al netto di tensioni più marcate in alcune specifiche regioni e province); allo stato dell'arte, sembra ragionevole non assumere, nello scenario di base, un peggioramento della situazione sanitaria tale da indurre le autorità a nuove restrizioni generalizzate paragonabili a quelle della scorsa stagione invernale; tuttavia, la maggiore cautela nei comportamenti dei consumatori indurrà un **nuovo rallentamento dell'attività economica nei servizi**, che era risultata trainante nei trimestri centrali dell'anno;
- gli effetti, principalmente sul settore industriale, dei ben noti **"colli di bottiglia" presenti nelle catene produttive internazionali**, che ormai da mesi causano difficoltà di reperimento di materie prime e componenti, nonché decisi rincari nei costi degli input produttivi (Fig. 9): **anche da questo punto di vista, tuttavia, il rischio appare di portata inferiore in Italia che negli altri principali Paesi dell'Eurozona**, come si evince dalla minore quota di aziende che segnala questo fattore come limite alla produzione (Fig. 10); le possibili spiegazioni risiedono nel minor peso del comparto automobilistico sul totale del settore manifatturiero, e nella minore quota della catena produttiva che è delocalizzata, in particolare in Asia (il continente verso cui si riscontrano le maggiori strozzature nei trasporti); ciò aiuta a spiegare come mai l'Italia sia l'unico tra i 4 principali Paesi dell'Eurozona ad aver pienamente recuperato i livelli di produzione industriale pre-pandemici (+0,7% a ottobre 2021 rispetto a febbraio 2020, contro il -7,6% della Germania: Fig. 11); inoltre, mentre il fattore di rischio elencato in precedenza ha assunto importanza crescente nelle ultime settimane, nel periodo più recente si nota **qualche incipiente segnale di attenuazione dei problemi dal lato dell'offerta**, che, pur restando severi, sembrano se non altro non accentuarsi ulteriormente (tuttavia, non è da escludere che la recrudescenza pandemica possa causare un riacutizzarsi delle interruzioni delle filiere produttive a livello globale);
- più in generale, gli **effetti dello shock energetico** (in parte legati al fattore di rischio di cui sopra): da questo punto di vista, l'Italia appare viceversa più vulnerabile rispetto alla media dei Paesi dell'Eurozona, vista la maggiore dipendenza dall'energia importata e il più ampio ricorso all'uso del gas naturale; stimiamo (Tab. 1) che l'attuale profilo previsivo delle principali materie prime energetiche, se raffrontato a quello di sei mesi fa, possa **soffrere circa 8 miliardi al reddito disponibile reale delle famiglie** tra fine 2021 e 2022 (mezzo punto percentuale di crescita in meno nel 2022); l'effetto sulla spesa delle famiglie sarà solo in parte compensato da un taglio della propensione al risparmio: **la crescita dei consumi reali sarebbe più bassa dello 0,4%; lo shock sarebbe anche maggiore (superiore al punto percentuale) sugli investimenti** (attraverso i minori margini di profitto delle imprese), determinando una **possibile riduzione del PIL dell'ordine di mezzo punto percentuale sulla crescita media annua 2022**.

Anche il quadro di finanza pubblica è migliorato decisamente rispetto a qualche mese fa, non soltanto per via della crescita del PIL superiore alle attese (il Governo ha rivisto al rialzo i target sul deficit 2021 non solo in termini nominali, ma anche considerando l'aggregato al netto delle

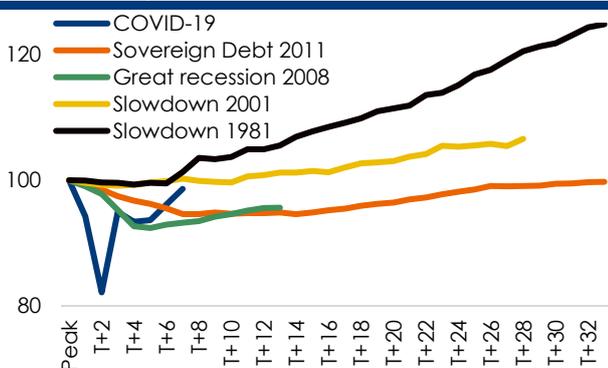
In deciso miglioramento il quadro di finanza pubblica...

oscillazioni del ciclo economico). **Siamo più ottimisti rispetto agli ultimi target ufficiali sul disavanzo 2021** (pensiamo che, in base all'evoluzione del fabbisogno del settore statale nei primi 11 mesi dell'anno, il deficit possa attestarsi significativamente sotto il 9%). **Viceversa, siamo più cauti in merito all'evoluzione del debito nei prossimi anni**, che vediamo in calo più graduale rispetto a quanto stimato dal Governo (principalmente per via di previsioni più moderate sulla crescita del PIL). In ogni caso, anche il prossimo anno **vari fattori dovrebbero contribuire a contenere la rischiosità percepita dai mercati finanziari del debito italiano**: 1) l'evoluzione recente dei dati sul fabbisogno del settore statale è molto migliore del previsto (Fig. 12), e la posizione di liquidità del Tesoro è su livelli record da quando esistono serie comparabili ovvero almeno dal 2012 (Fig. 13); 2) l'Eurosistema ha sinora assorbito virtualmente l'intero aumento del debito pubblico causato dalla pandemia (oltre 277 miliardi nelle nostre stime, contro i quasi 245 mld di aumento del debito in titoli registrato tra fine 2019 e settembre 2021); l'anno prossimo, la BCE dovrebbe coprire ancora pressoché interamente l'offerta netta di titoli governativi italiani (le emissioni nette al netto degli acquisti dell'Eurosistema ammonterebbero nelle nostre stime a +2 miliardi dopo i -15 del 2021).

Sul fronte politico, l'elezione del Presidente della Repubblica all'inizio del prossimo anno rappresenterà un nodo cruciale per le sorti del Governo e della legislatura. **Nel caso in cui Mario Draghi sia eletto come nuovo Capo dello Stato, la legislatura potrebbe proseguire, ma su basi decisamente più fragili**, vista la difficoltà di sostituire l'attuale Presidente del Consiglio, e la possibilità di una erosione della base parlamentare a favore della prosecuzione di un'esperienza di Governo dove convivono forze politiche molto diverse. Il rischio di uno scenario simile che porti a elezioni anticipate nel 2022 è salito nelle ultime settimane, pur restando, a nostro avviso, ben inferiore al 50%. Viceversa, **se il Governo guidato da Mario Draghi dovesse superare indenne lo snodo rappresentato dal voto quirinalizio, aumenterebbero le chance che l'attuale esecutivo possa condurre il Paese sino a fine legislatura** nella primavera del 2023, con effetti potenzialmente positivi per il rischio-Paese Italia sui mercati finanziari.

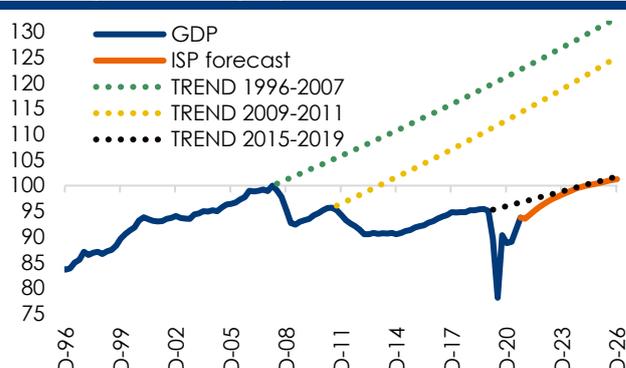
...che però potrebbe essere condizionato dall'evoluzione degli scenari politici

Fig. 1 – Il rimbalzo post-pandemico è più rapido di quello successivo alle precedenti recessioni



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 2 – L'economia recupererà i livelli pre-COVID entro metà 2022, ma il recupero del trend pre-pandemico è rimandato al 2024



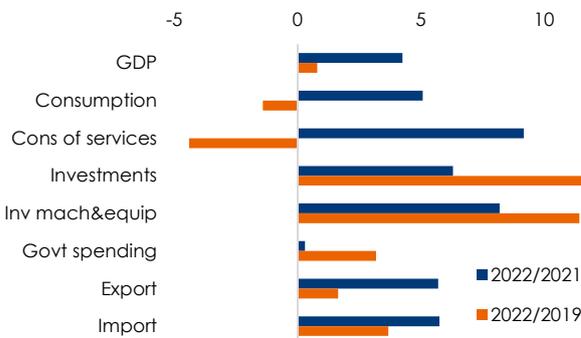
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 3 – Dei principali settori, solo le costruzioni e i servizi di informazione e comunicazione hanno più che recuperato i livelli pre-pandemici di valore aggiunto (3° trimestre 2021 vs fine 2019)



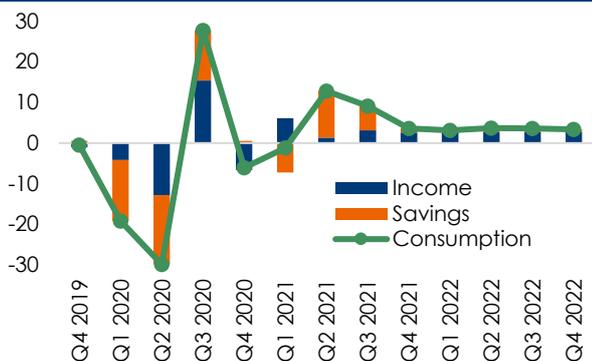
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 4 – Tra le componenti di domanda, gli investimenti nel 2022 potrebbero risultare in crescita a doppia cifra rispetto al 2019



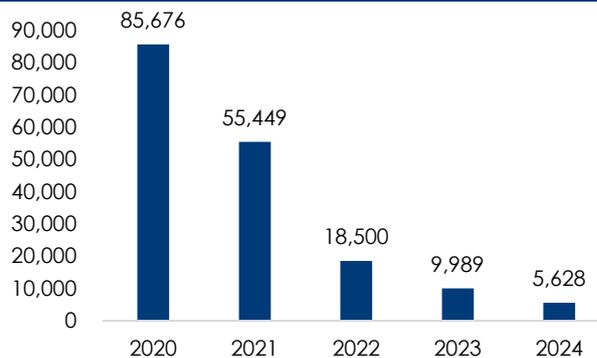
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 5 – I consumi saranno trainati sia dal recupero del reddito, sia dai risparmi accumulati durante la pandemia



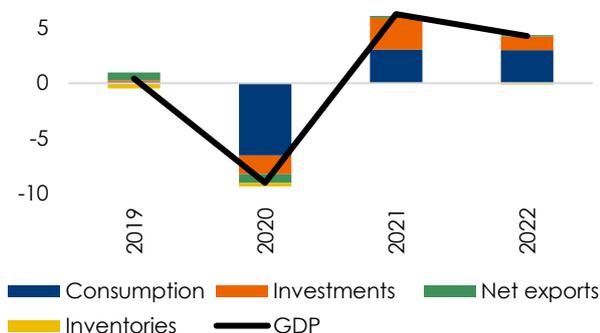
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 6 – Gli extra risparmi si assottiglieranno gradualmente nei prossimi anni



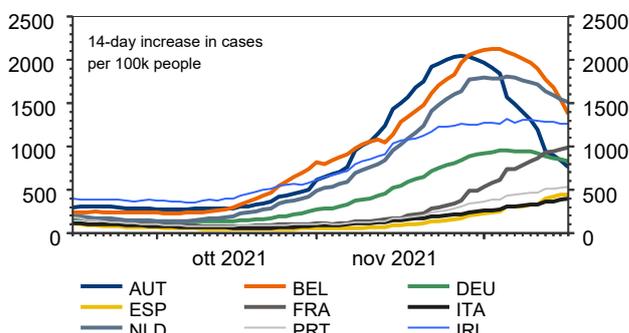
Nota: stime ottenute ipotizzando un tasso di risparmio costante ai livelli del 2019.
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 7 – Anche nel 2022, la spesa per consumi sarà trainante per il PIL, in presenza di un apporto ancora robusto dagli investimenti



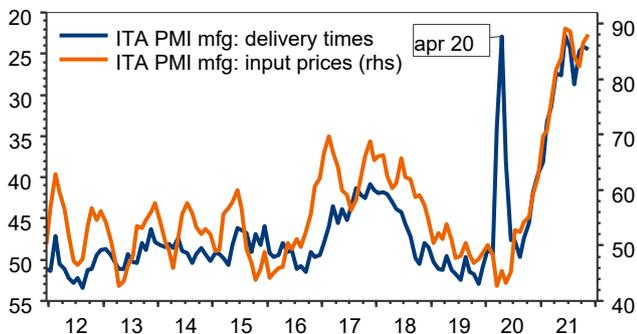
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 8 – L'Italia è tra i Paesi dell'Eurozona con il minor incremento di nuovi casi di COVID-19



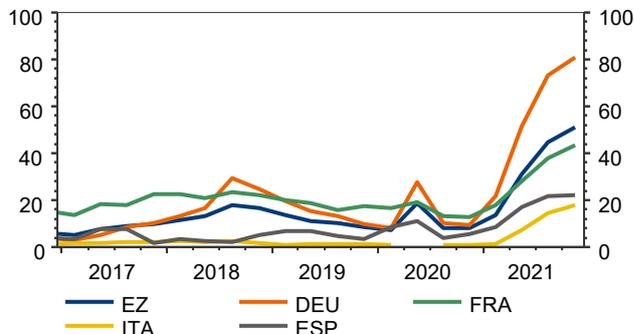
Fonte: Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OurWorldInData

Fig. 9 – Anche in Italia permangono severe strozzature dell'offerta che stanno causando un allungamento dei tempi di consegna e pesanti rincari degli input nell'industria...



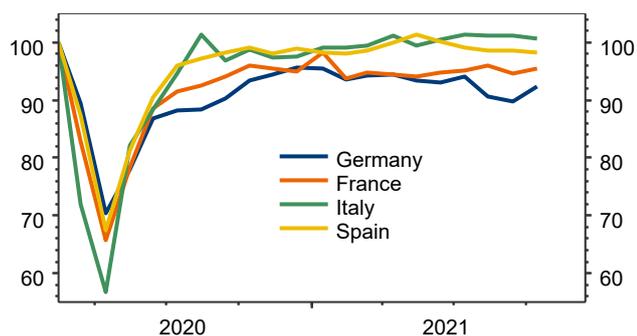
Fonte: Istat, Markit, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – ...tuttavia il peso della carenza di impianti e/o materiali come limite all'attività produttiva pare meno rilevante in Italia che negli altri Paesi dell'Eurozona



Nota: indagine trimestrale sulle imprese manifatturiere, % di risposte che segnala la carenza di impianti e/o materiali come ostacolo alla produzione.
Fonte: Eurostat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 – Ciò aiuta a spiegare la migliore performance dell'industria italiana rispetto alle altre principali economie dell'Eurozona nella fase post-pandemica



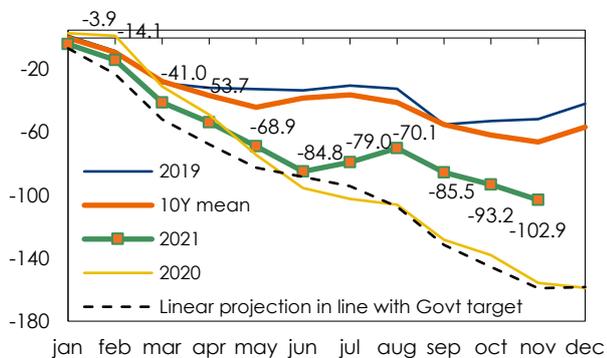
Nota: indici di produzione industriale normalizzati a 100 a febbraio 2020.
Fonte: Eurostat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tab. 1 – Deviazioni tra scenario attuale e scenario alternativo con profilo previsivo di 6 mesi fa sui prezzi di petrolio e gas naturale

	2021	2022
Inflazione (%)	0.2	0.8
Bilancia commerciale (mld)	-8.8	-10.8
Bilancia commerciale (% PIL)	-0.5	-0.6
Reddito disponibile reale (mld)	-2.0	-6.0
Reddito disponibile reale (%)	-0.2	-0.5
Risparmi (mld)	-1.3	-0.9
Tasso di risparmio (%)	-0.1	-0.1
Consumi reali (mld)	-0.5	-3.9
Consumi reali (%)	0.0	-0.4
Investimenti reali (mld)	-0.3	-4.8
Investimenti reali (%)	-0.1	-1.3
PIL reale (mld)	-1.0	-9.7
PIL reale (%)	-0.1	-0.5

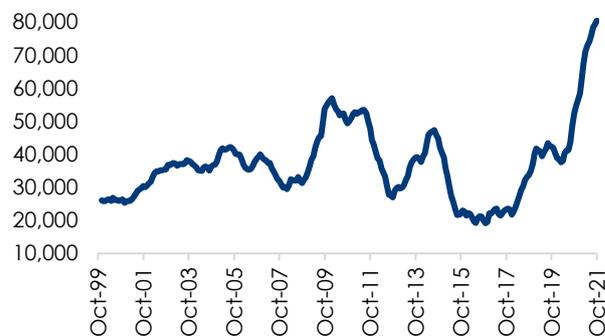
Fonte: simulazioni Intesa Sanpaolo su modello Oxford Economics Forecasting

Fig. 12 – I dati sul fabbisogno del settore statale nei primi 11 mesi dell'anno sono stati molto migliori delle attese



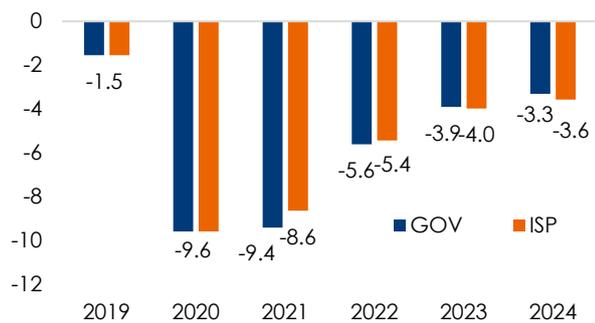
Fonte: MEF, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 13 – Le disponibilità liquide del Tesoro italiano sono ai massimi storici



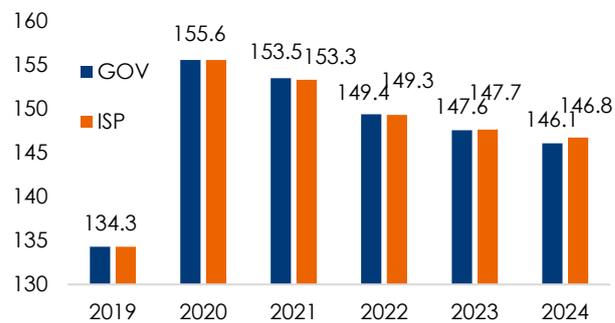
Nota: depositi del Tesoro presso la Banca d'Italia (media mobile a 12 mesi).
Fonte: Banca d'Italia, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 14 – Siamo più ottimisti rispetto agli ultimi target ufficiali governativi sul rapporto deficit/PIL nel breve termine



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

Fig. 15 – Viceversa, siamo più cauti nel medio termine, specie in merito al ritmo di discesa del rapporto debito/PIL



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

Sintesi della previsione macroeconomica

Previsioni macroeconomiche

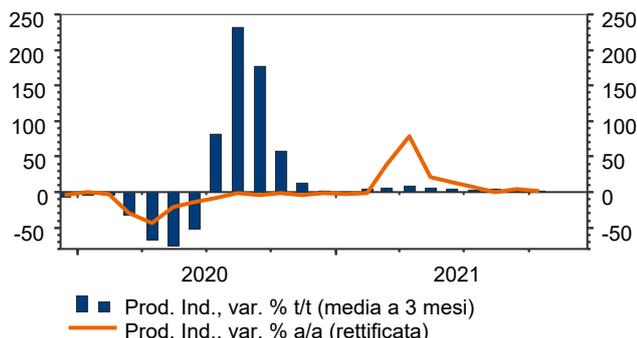
	2020	2021p	2022p	2020		2021				2022			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi 2015, a/a)	-9.0	6.2	4.3	-5.4	-6.6	-0.6	17.1	3.9	5.9	6.4	4.6	2.8	3.3
- var.ne % t/t				15.6	-1.6	0.3	2.7	2.6	0.3	0.7	0.9	0.9	0.7
Consumi delle famiglie	-10.8	5.1	5.1	13.0	-2.7	-1.1	5.0	3.0	0.5	0.7	0.9	0.8	0.7
Consumi pubblici	1.9	1.0	0.3	1.0	2.4	-0.5	-0.7	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
Investimenti fissi	-9.4	15.8	6.3	29.0	0.0	4.2	2.4	1.6	1.2	1.5	1.7	1.5	1.4
Investimenti in macchinari	-8.7	12.9	8.2	15.5	1.3	3.0	2.3	4.0	1.0	1.8	2.0	1.8	1.8
Investimenti in trasporti	-27.2	2.3	4.0	47.3	-1.6	0.0	-5.3	-7.1	5.0	3.0	2.0	1.4	1.2
Investimenti in costruzioni	-7.0	20.8	4.7	43.2	-1.1	6.0	3.5	0.3	1.0	1.0	1.3	1.2	1.1
Esportazioni	-14.7	12.8	5.7	32.1	1.5	0.5	3.4	3.4	1.0	1.0	1.0	0.8	0.8
Importazioni	-13.4	13.2	5.8	15.2	6.3	3.3	2.5	2.1	0.6	1.8	1.4	1.0	0.8
Contr. % PIL													
Commercio estero	-0.8	0.2	0.1	4.4	-1.2	-0.8	0.3	0.5	0.1	-0.2	-0.1	0.0	0.0
Domanda finale interna	-7.9	6.1	4.3	12.9	-1.1	0.1	3.2	2.1	0.6	0.7	0.9	0.8	0.7
Var. scorte	-0.3	0.0	-0.1	-1.8	0.7	1.0	-0.8	0.1	-0.5	0.2	0.1	0.1	0.0
Attività produttiva													
Produzione industriale	-11.0	10.8	2.0	29.0	0.2	1.4	1.2	0.9	-0.5	0.5	0.8	0.7	0.6
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	-0.1	1.8	2.8	-0.5	-0.2	0.6	1.2	2.2	3.4	3.4	3.1	2.7	2.0
- escl. alimentari, energia (a/a)	0.5	0.7	1.2	0.3	0.4	0.8	0.3	0.7	1.2	1.0	1.0	1.2	1.7
PPI (a/a)	-3.3	10.2	6.2	-3.2	-2.2	1.0	8.0	12.0	19.8	15.4	10.7	4.5	-3.9
Disoccupazione (%)	9.3	9.6	9.3	10.0	9.8	10.1	9.8	9.2	9.4	9.4	9.3	9.3	9.2
Occupati totali	-2.8	0.5	1.5	0.4	0.1	-0.5	1.5	0.6	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
Salari contrattuali	0.6	0.6	0.8										
Reddito disponibile reale	-2.7	1.8	1.3										
Tasso di risparmio (%)	15.6	12.8	9.6										
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	153.3	149.3										
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

Corregge la produzione industriale ad ottobre

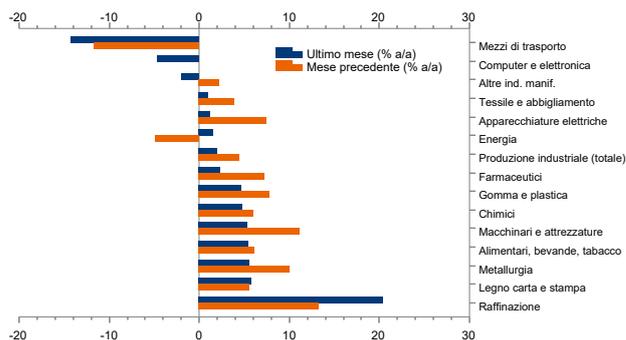
La produzione industriale è calata di **-0,6% m/m a ottobre**, dopo essere aumentata di +0,1% m/m a settembre. La variazione annua (corretta per gli effetti di calendario) è rallentata a 2% da un precedente 4,5%. Nonostante la correzione di ottobre, l'indice destagionalizzato della produzione industriale resta dello 0,7% superiore rispetto al livello pre-pandemico (un mese fa il divario era pari all'1,5%) e **l'Italia rimane l'unica tra le quattro principali economie della zona euro ad aver recuperato completamente i livelli pre-pandemici di produzione industriale** (+0,7%, contro il -1,8% della Spagna, il -4,5% della Francia e il -7,6% della Germania). **Nel mese, il calo è stato diffuso**, poiché ha interessato i beni di consumo, i beni di investimento e i beni intermedi mentre è aumentata la produzione di prodotti energetici. **Nel settore manifatturiero, la correzione della produzione è stata ancora più pronunciata (-0,9% m/m)**; il contributo più negativo è venuto da macchinari e attrezzature (-1,7% m/m). Su base annua, tutti i settori manifatturieri mantengono un aumento rispetto ad ottobre dello scorso anno, con le eccezioni dei mezzi di trasporto (-13,2%), di computer ed elettronica (-4,9%) e delle altre industrie manifatturiere (-1,9%). Il settore che mostra la maggiore crescita su base annua è la fabbricazione di coke e prodotti petroliferi raffinati (+20,4%). Dopo una crescita di +0,9% t/t nel 3° trimestre, **la flessione di ottobre lascia l'output industriale in rotta per una correzione di -0,6% t/t nell'ultimo trimestre dell'anno**. In pratica, a meno di un forte rimbalzo nei due mesi finali dell'anno, l'industria non dovrebbe contribuire al PIL nel trimestre in corso.

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



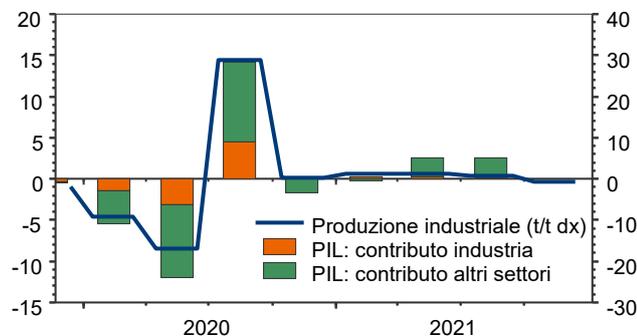
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Su base annua si conferma la debolezza dei mezzi di trasporto, il comparto più penalizzato dai colli di bottiglia



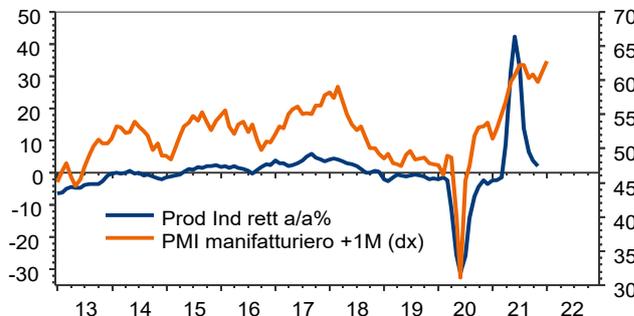
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

L'industria non contribuirà al valore aggiunto nel trimestre corrente



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

In questa fase, la produzione è nettamente meno vivace rispetto a quanto suggerito dalle indagini sulle imprese

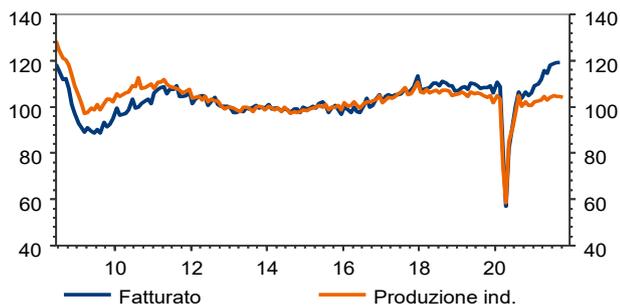


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Le indagini dipingono un quadro ancora favorevole per il manifatturiero

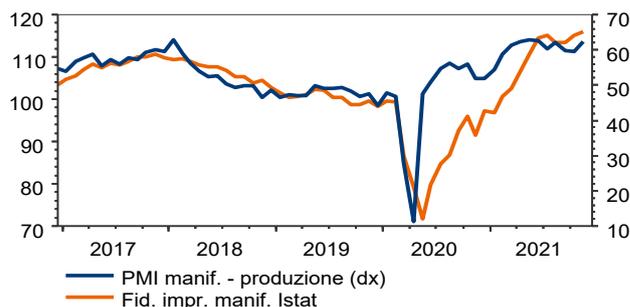
A novembre le indagini Istat hanno registrato un miglioramento della fiducia delle imprese industriali a 116 da 115,1 precedente, sui massimi dal 2000. Le indicazioni relative agli ordini (10,1 da 9,2) sono coerenti con condizioni di domanda ancora solide mentre sono migliorate, per il secondo mese consecutivo, le aspettative sulla produzione (19,8 da 16,8). L'indice **PMI manifatturiero ha toccato un nuovo massimo storico** salendo a 62,8 da un precedente 61,1. Anche i PMI segnalano una crescita della produzione e degli ordinativi, a fronte però di livelli ancora elevati di commesse inevase e tempi di consegna, con le imprese che segnalano una forte volontà di aumentare le assunzioni. Resta però pesante il carico dei costi alla produzione che le aziende stanno trasferendo in maniera diffusa ai consumatori (l'indice relativo ai prezzi di vendita ha raggiunto un nuovo record). **In Italia le strozzature all'offerta che stanno frenando l'attività a livello globale sembrano meno severe rispetto ad altri paesi** (come la Germania); inoltre, stanno emergendo i primi timidi segnali di allentamento; tuttavia, **è possibile che le indagini stiano sovrastimando l'entità della ripresa produttiva** e non si può escludere che la nuova ondata di contagi e la diffusione su scala globale della variante Omicron possano causare nuove interruzioni delle catene produttive internazionali. In ogni caso le indicazioni su ordinativi, ricevuti e inevasi, e scorte offrono **presupposti incoraggianti per una riaccelerazione dell'industria una volta che i colli di bottiglia siano stati riassorbiti**.

Il gap tra fatturato e produzione conferma un quadro in cui l'offerta fatica a tenere il passo della domanda



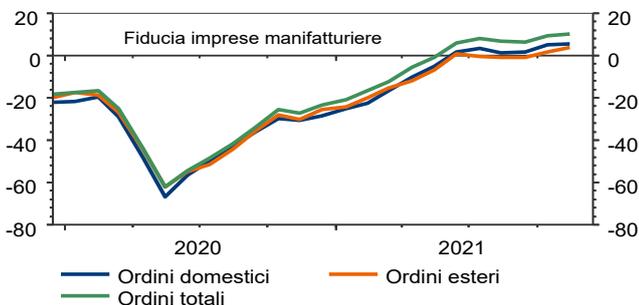
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Fiducia manifatturiera in miglioramento a novembre, record storico per l'indice PMI



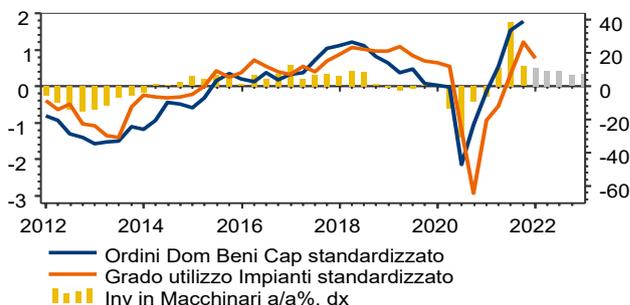
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

I giudizi sugli ordinativi confermano che la domanda sottostante è ancora solida



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

Gli ordinativi di beni capitali sono coerenti con una dinamica ancora espansiva degli investimenti in macchinari

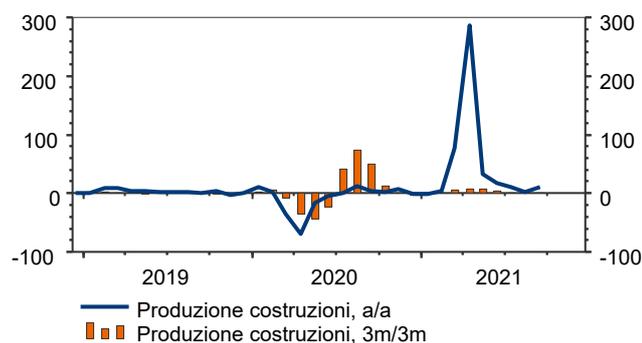


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Lo scenario per le costruzioni rimane solido

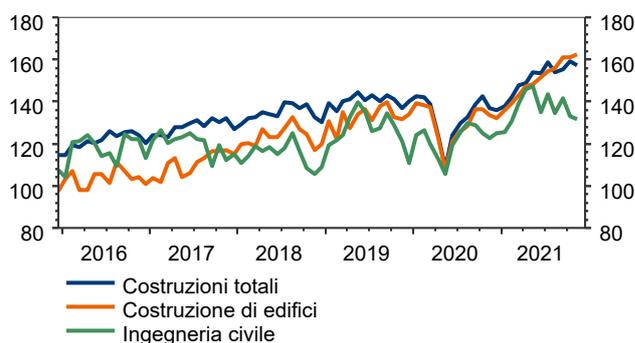
A novembre l'indice di fiducia delle imprese del settore delle costruzioni ha corretto a 157,4 dopo il massimo storico di 159,2 toccato il mese precedente, ma rimane su livelli ancora ampiamente espansivi, coerenti con uno scenario favorevole per l'attività nel settore. Il dinamismo delle costruzioni, che hanno già ampiamente superato i livelli di attività pre-COVID, è confermato anche dal balzo delle ore lavorate nel 3° trimestre (+3% t/t) e da una robusta domanda di lavoro (il settore registra il più alto tasso di posizioni vacanti ed il minor utilizzo della Cassa Integrazione Guadagni). Si conferma la **divergenza tra le imprese operanti nella costruzione di edifici** (162,5 da 161,1) **e le aziende attive nell'ingegneria civile** (131,8 da 132,9). A partire dalla primavera il morale in quest'ultimo comparto non è riuscito a tenere il passo del resto dell'edilizia; tuttavia, il solido incremento registrato dalle indicazioni sui nuovi ordinativi a novembre offre spunti incoraggianti per il settore, che nei prossimi mesi potrebbe beneficiare del varo dei primi programmi infrastrutturali previsti dal PNRR. Nel 3° trimestre l'indice dei **prezzi delle abitazioni** è cresciuto di 1,2% t/t da 1,7% precedente, accelerando a **+4,2% a/a da +0,4% precedente: si tratta di un massimo da quando è disponibile la serie storica** dell'indice IPAB. Nel trimestre, la crescita dei prezzi è sospinta dai nuovi immobili (+3% t/t) a fronte di un più modesto incremento per le abitazioni esistenti (+0,8% t/t), che però trainano il dato annuo. I prezzi delle case restano ancora al di sotto dei livelli del 2014; tuttavia, l'ultimo anno ha visto una significativa accelerazione, non solo per le case nuove ma anche per le abitazioni esistenti, in un contesto di **crescita vivace dei volumi di compravendita** (+21,9% a/a nel 3° trimestre).

L'attività nelle costruzioni è ancora espansiva



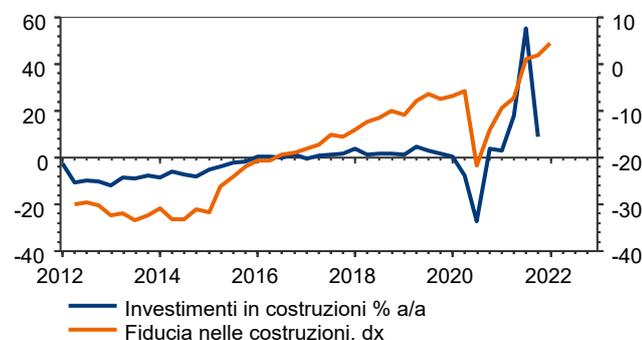
Fonte: Refinitiv-Datastream

Il morale nell'ingegneria civile fatica a tenere il passo con il resto del settore



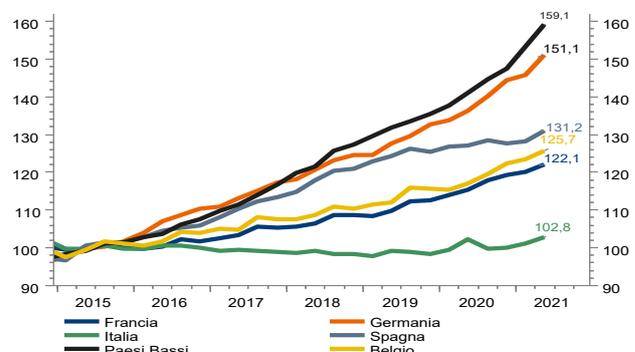
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream

Le indagini sono coerenti con una dinamica ancora favorevole per gli investimenti residenziali



Fonte: Refinitiv-Datastream

Accelera la crescita dei prezzi immobiliari nel 3° trimestre, anche se la dinamica rimane più fiacca rispetto agli altri Paesi europei

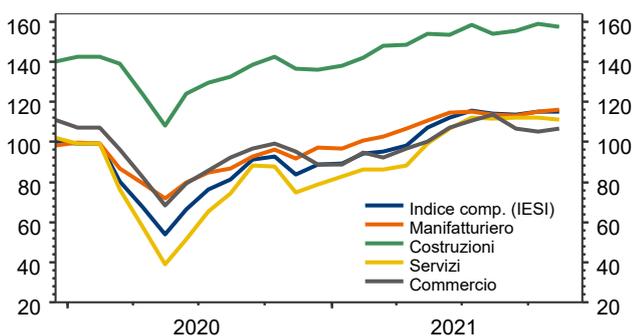


Fonte: Refinitiv-Datastream

Servizi ancora in espansione, ma in rallentamento

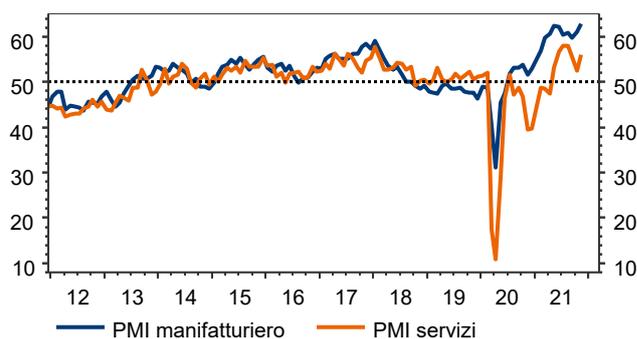
Nel 3° trimestre il fatturato nei servizi è cresciuto del 3,7% t/t, registrando il terzo trimestre consecutivo di ripresa dopo il già solido 5,3% t/t dei tre mesi precedenti. Il settore è risultato trainante per l'espansione del PIL nei trimestri centrali dell'anno, grazie all'effetto-riapertura. L'indice destagionalizzato del fatturato nei servizi ha già superato i livelli pre-crisi ma lo spaccato settoriale offre un quadro decisamente diversificato: se la ripresa è ormai completa nei comparti meno esposti al rischio sanitario, il gap da colmare resta ampio nei servizi ricettivi e di ristorazione (-2,4% rispetto a fine 2019) e nelle agenzie di viaggio (-10,4%). La ripresa dell'attività nei servizi potrebbe proseguire anche tra l'autunno e l'inverno, ma a ritmi più blandi: alla luce delle rinnovate incertezze sul fronte sanitario è possibile che un ritorno ai livelli pre-COVID diffuso a tutti i comparti possa risultare posticipato ai trimestri centrali del 2022. A novembre il morale delle imprese nei servizi rilevato dall'Istat è sceso a 111,3 da 112,1 precedente, comunque ancora su livelli superiori alla media storica. La correzione è probabilmente fisiologica sull'onda del progressivo venir meno della spinta offerta dalle riaperture estive e non risente ancora delle preoccupazioni per la risalita dei contagi. I più recenti sviluppi sul fronte sanitario potrebbero emergere con più forza solo a partire dall'indagine di dicembre con una possibile più marcata correzione per i settori più esposti al rischio sanitario (come turismo e commercio al dettaglio); in ogni caso, grazie ad un contesto sanitario al momento più favorevole rispetto a Francia e Germania, le imprese italiane potrebbero restare moderatamente più ottimistiche rispetto a quelle delle altre principali economie dell'Eurozona.

Indagini di fiducia ancora superiori alla media storica



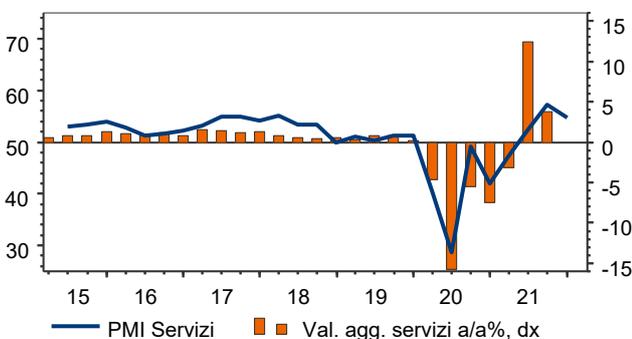
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

La risalita dei contagi potrebbe pesare sulla fiducia delle imprese a dicembre (e potrebbe tornare ad ampliarsi il gap con l'industria)



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

Servizi in rallentamento ma ancora trainanti a fine anno



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

I settori contact-intensive potrebbero risentire della nuova ondata pandemica



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

Shock energetico e risalita dei contagi freneranno i consumi a cavallo d'anno

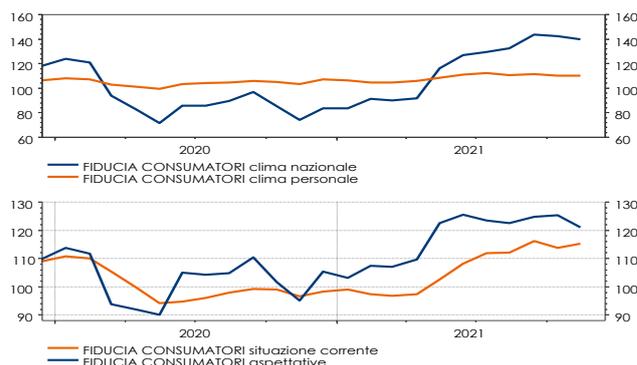
Le **vendite al dettaglio** sono cresciute di +0,1% m/m (+0,2% m/m in volume) ad ottobre, in rallentamento da +0,7% m/m di settembre, ma comunque al terzo incremento mensile consecutivo. La crescita tendenziale è rallentata a 3,7% da 5,4% precedente. Sul mese si registra un calo degli acquisti di beni alimentari (-0,2% m/m da +0,2% m/m) a fronte di un aumento per quelli non-alimentari (+0,4% m/m da +1,1% m/m). **Vediamo un rallentamento delle spese private sul finale d'anno**: la maggior incertezza sul fronte sanitario potrebbe penalizzare i consumi nei servizi più *contact-intensive* e, come nelle precedenti ondate (ma in minor misura), si potrebbe verificare uno spostamento delle spese verso i beni. Più in generale, i rincari energetici freneranno la propensione alla spesa delle famiglie tra l'autunno e l'inverno, soprattutto nei nuclei familiari a più basso reddito e che non hanno accumulato risparmi durante la pandemia. A novembre la **fiducia delle famiglie** è scesa a 117,5 da 118,4 precedente, restando comunque **vicina al massimo storico raggiunto a settembre**. Tra le componenti dell'indagine la correzione più ampia riguarda le aspettative e la valutazione del clima economico. Sono invece calate per il quarto mese consecutivo le preoccupazioni circa la disoccupazione, a fronte però di un minore ottimismo relativo ai bilanci famigliari, probabilmente a causa del rincaro dei prezzi al consumo. **Riteniamo che in questa fase i timori per l'inflazione abbiano sostituito quelli relativi alla disoccupazione come principale fattore d'incertezza per i consumatori (cui si aggiunge la preoccupazione per la risalita dei contagi da COVID-19).**

L'incertezza per la situazione sanitaria potrebbe frenare le spese



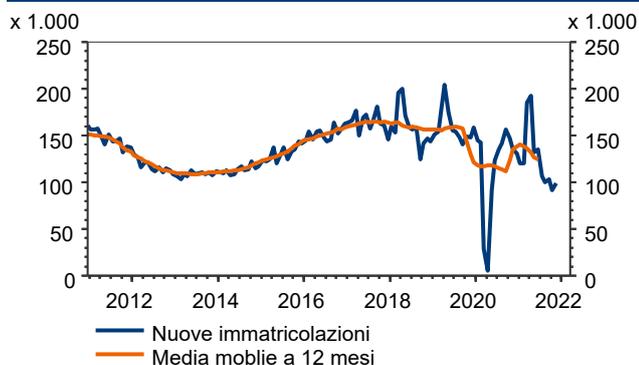
Fonte: Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

A novembre calano le aspettative delle famiglie, nonché le valutazioni sulla situazione economica nazionale



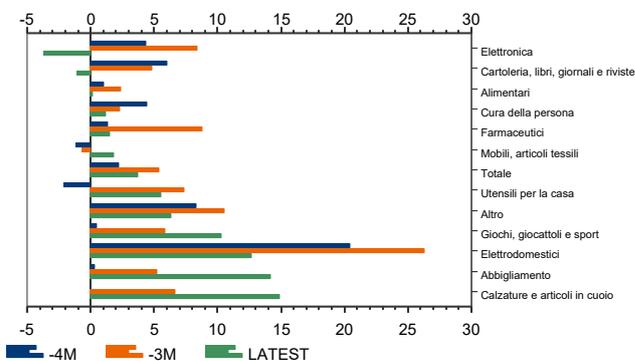
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Si conferma la fase di debolezza per le immatricolazioni di auto



Fonte: Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

I dati di ottobre sulle vendite al dettaglio restano positivi e riportano un recupero tendenziale anche dei comparti più penalizzati dalla pandemia, come abbigliamento e calzature

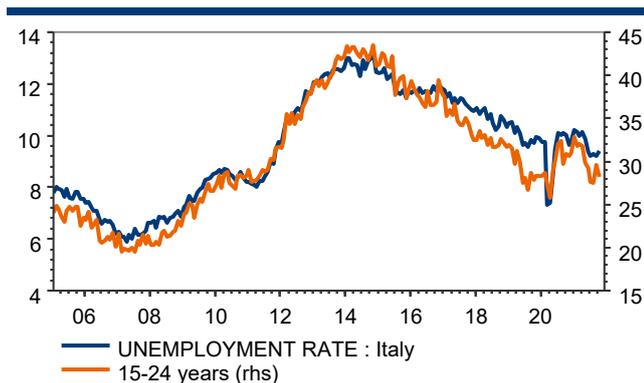


Fonte: Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Torna ad intensificarsi il rientro degli inattivi nella forza lavoro

Ad ottobre si è registrato un ampio calo degli inattivi (-79 mila unità, -0,6% m/m), che non si è interamente tradotto in nuovi posti di lavoro: i disoccupati (+51 mila, +2,2% m/m) sono infatti cresciuti più degli occupati (+35 mila, +0,2% m/m). Di conseguenza **il tasso di disoccupazione è salito al 9,4% dal 9,2% di settembre**. La crescita degli occupati di ottobre è limitata agli uomini; a livello contrattuale aumentano i dipendenti (+44 mila) e calano leggermente i lavoratori autonomi (-9 mila). Negli ultimi due mesi il percorso di riassorbimento degli inattivi nella forza lavoro ha registrato una brusca riaccelerazione: ad ottobre, gli inattivi risultano superiori di 62 mila unità rispetto a febbraio 2020 (il gap si attestava a oltre 200 mila unità ad agosto). Le recenti dinamiche offrono solidi presupposti per il recupero della partecipazione nel corso del 2022, anche se **resta incertezza sull'effettiva capacità delle assunzioni di tenere il passo del rientro degli inattivi nella forza lavoro**. Il potenziale di recupero per l'occupazione è ampio (rispetto ai livelli pre-crisi gli occupati sono ancora inferiori di quasi 200 mila unità) e le indagini congiunturali segnalano una ripresa delle assunzioni, soprattutto nella manifattura, ma su alcuni settori potrebbero pesare problematiche di *mismatch* tra domanda e offerta. In ogni caso, **il calo del tasso di disoccupazione sarà graduale**. Per quanto riguarda invece il **costo del lavoro** nel 3° trimestre si registra una stabilità, sintesi di un aumento modesto delle retribuzioni (+0,2% t/t) a fronte di un calo di pari entità per gli oneri sociali (-0,2% t/t).

Torna a crescere il tasso di disoccupazione ad ottobre



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

La dinamica futura del tasso di disoccupazione sarà determinata anche dal grado di riassorbimento degli inattivi nelle forze di lavoro



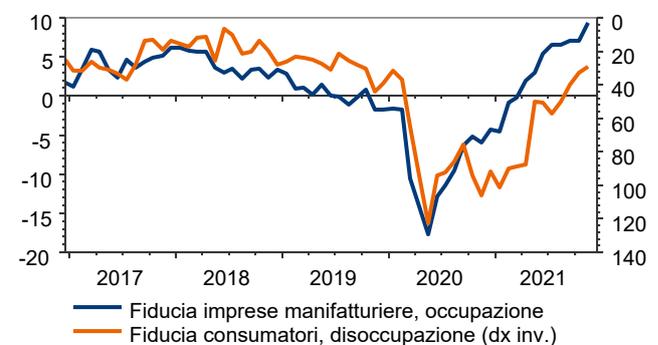
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

La crescita sia delle forze di lavoro che degli occupati è in riaccelerazione



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

Le imprese riportano una domanda di lavoro ancora solida

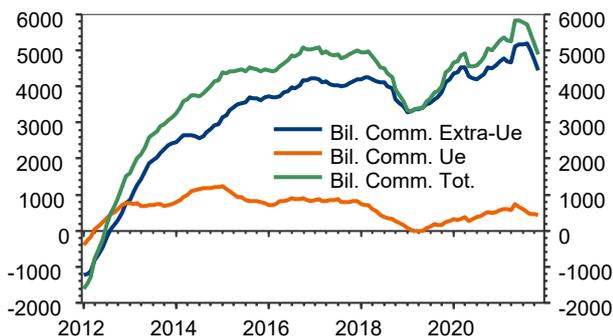


Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Il rincaro dell'energia spinge le importazioni

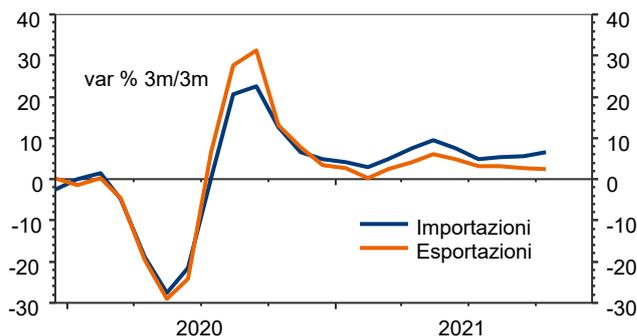
I dati sul **commercio estero di beni di ottobre** hanno fatto registrare una **crescita delle importazioni** (+2,8% m/m da -1,7%) **a ritmi superiori alle esportazioni** (+1,5% m/m da -1,3%). La crescita dell'export (diffusa sia alle vendite verso i Paesi UE che extra-UE) risulta trainata dai beni di consumo (+4,4% m/m) e, in misura minore, da quelli strumentali (+1,0% m/m), mentre calano beni intermedi (-0,8% m/m) ed energia (-1,8% m/m). Al contrario **l'import è guidato prevalentemente dall'energia** (+11,7% m/m), **influenzata dal forte rincaro dei prezzi**, con incrementi però anche per beni intermedi (+3,4% m/m) e strumentali (+1,1% m/m). In calo invece le importazioni di beni di consumo (-0,6% m/m), penalizzate soprattutto dai durevoli. Rispetto allo scorso anno le esportazioni sono in crescita del 7,4% mentre le importazioni sono superiori del 19,4%. Su base settoriale solo le esportazioni di mezzi di trasporto, il comparto più penalizzato dalla scarsità di componentistica, risultano in calo tendenziale. Le rilevazioni di ottobre lasciano le importazioni di beni in rotta per una crescita a ritmi superiori alle esportazioni nel 4° trimestre, ma ciò non implica necessariamente che il canale estero contribuirà negativamente al PIL sul finale d'anno. Sul fronte dei beni l'effetto del forte rincaro dei prezzi energetici sul deflatore dovrebbe deprimere il valore reale delle importazioni mentre permane un'elevata incertezza relativa alla dinamica dei flussi turistici in entrata, che potrebbero risentire del deterioramento della situazione sanitaria. **Nel corso del 2022, come già nel 2021, le esportazioni nette offriranno un apporto complessivamente marginale alla ripresa, che sarà trainata dalla domanda interna.**

Prosegue la fase di ridimensionamento del surplus commerciale



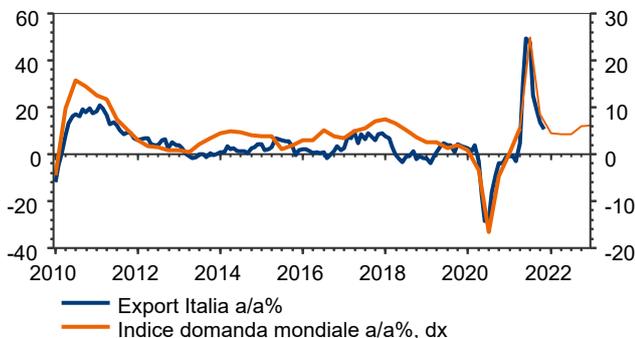
Fonte: Refinitiv-Datastream

Importazioni in crescita a ritmi superiori all'export (ma guidate soprattutto dal rialzo dei prezzi)



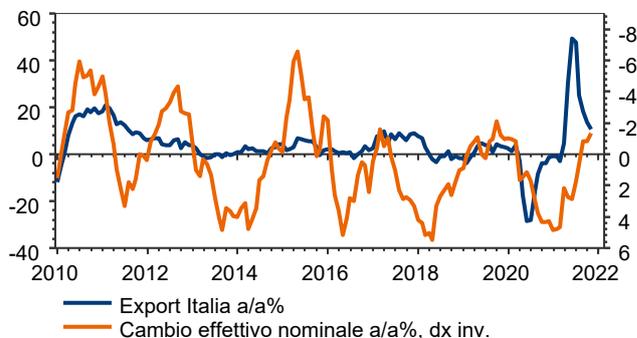
Fonte: Refinitiv-Datastream

Domanda globale in decelerazione ma ancora positiva



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

Le dinamiche valutarie sono tornate favorevoli

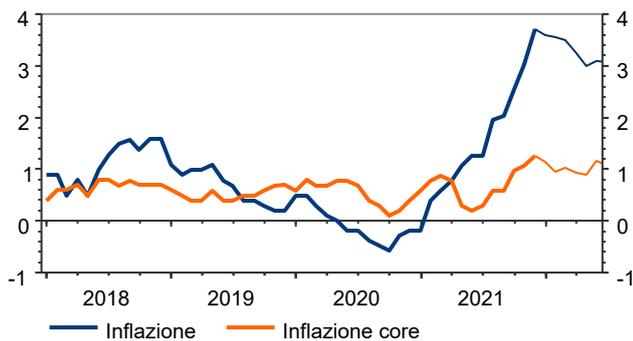


Fonte: Refinitiv-Datastream

Inflazione sui massimi, è attesa una moderazione nel corso del 2022

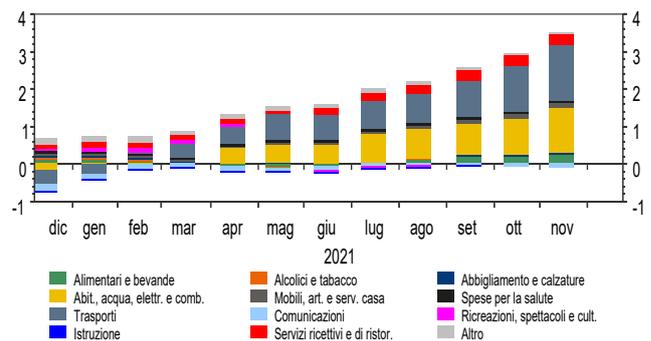
A novembre l'inflazione calcolata sulla base dell'indice NIC è salita al 3,7% a/a da 3% di ottobre, e quella armonizzata al 3,9% a/a da 3,2% precedente, **sui massimi dall'estate del 2008**. Nel mese si registra un incremento dei listini dello 0,6% m/m su base nazionale e di 0,7% m/m sull'indice armonizzato. **L'inflazione continua ad essere trainata dalle componenti più legate all'energia**, come i trasporti (al netto delle dinamiche stagionali che riguardano ferrovie e traghetti) e i combustibili, **ma la risalita è più diffusa che nei mesi precedenti**. L'inflazione core si è portata a 1,3% a/a sia sulla misura nazionale che armonizzata (rispettivamente da 1,1% e 1,2% precedente). È possibile che la risalita dell'inflazione nei servizi ricettivi (2,7% da 2,5% a/a di ottobre) stia beneficiando anche di un effetto base favorevole rispetto allo scorso anno. L'inflazione dei beni manufatti (0,5% a/a) ha invece iniziato solo recentemente a subire il trasferimento dei maggiori costi produttivi delle imprese ai consumatori finali. **Nel nostro scenario centrale, sia l'inflazione core che quella headline torneranno a scendere nel corso dell'anno prossimo, ma quest'ultima si riporterebbe sotto il 2% solo negli ultimi mesi del 2022**. Anche il dato sui prezzi alla produzione nell'industria di ottobre (+7,1% m/m, 20,4% a/a) conferma la presenza di forti pressioni inflattive a monte della catena produttiva e segnala un **ampio potenziale di trasferimento dei maggiori costi produttivi agli utilizzatori finali** con rischi di rialzo per l'inflazione nei prossimi mesi. Nel 3° trimestre i prezzi alla produzione nei servizi sono invece cresciuti di 0,9% t/t (1,3% a/a). Alla luce di una dinamica salariale ancora debole, è possibile che nei prossimi mesi, ad eccezione dei comparti più esposti all'energia (come i trasporti), l'inflazione dei prezzi alla produzione nei servizi rimanga su livelli decisamente più ridotti rispetto a quella nell'industria.

Inflazione in ulteriore salita a novembre, si attende una moderazione a partire da gennaio



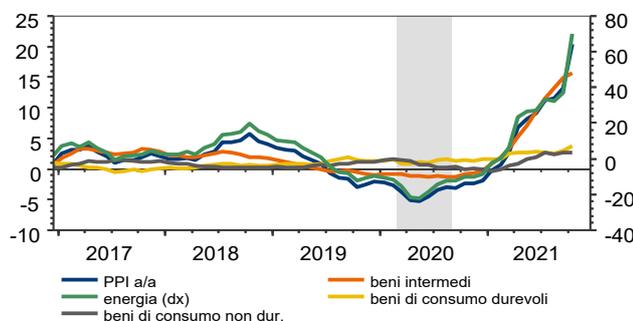
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Sono le componenti più sensibili all'energia a guidare la dinamica tendenziale dei prezzi



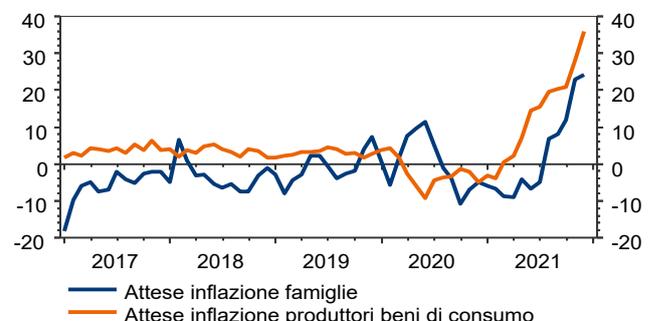
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Restano molto accentuate le pressioni sui prezzi a monte della catena produttiva



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

Le imprese segnalano l'intenzione di trasferire i maggiori costi ai consumatori



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

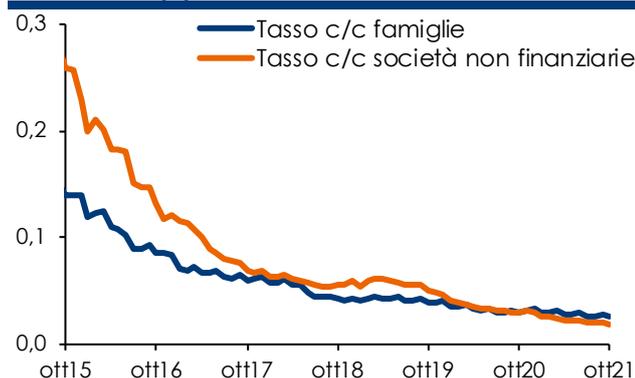
L'elevata liquidità spinge al ribasso i tassi sui conti correnti

Ottobre ha registrato un'ulteriore limatura del tasso medio sul complesso dei depositi bancari, determinata dal tasso sui conti correnti. Anche il tasso sullo stock di obbligazioni è sceso, sebbene marginalmente, e di conseguenza il costo complessivo della raccolta da clientela si è ridotto. Per i tassi sui nuovi prestiti non si sono osservati andamenti univoci. Il tasso medio praticato alle società non-finanziarie si è ridotto lievemente, trainato ancora una volta dal tasso sugli importi di maggior entità. Quanto ai tassi sulle erogazioni di mutui per l'acquisto di abitazioni, ottobre ha segnato il ritorno del tasso medio sopra la soglia di 1,4%, a 1,43% dopo la discesa a 1,39% a settembre.

Elisa Coletti

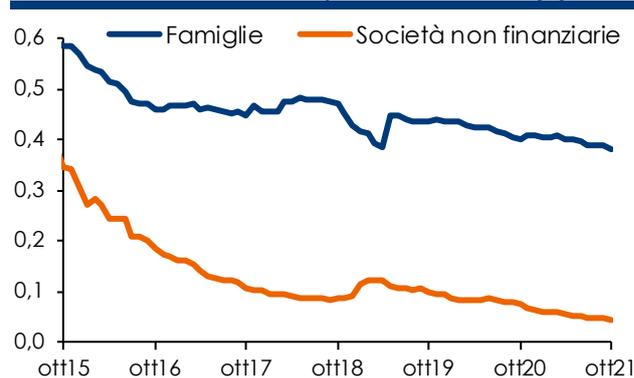
Ottobre ha registrato un'ulteriore **limatura del tasso medio sul complesso dei depositi bancari**, sceso dallo 0,31% del 3° trimestre, allo 0,30%, livello confermato per novembre secondo le anticipazioni ABI. Il movimento è stato determinato dal **tasso medio sui conti correnti, tornato a ridursi a 0,02%** dove è visto restare anche a novembre. L'andamento è dovuto a un calo marginale sia del tasso corrisposto alle famiglie, rimasto sullo 0,03%, sia del tasso sui conti correnti delle società non-finanziarie, da otto mesi sul livello di 0,02%.

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



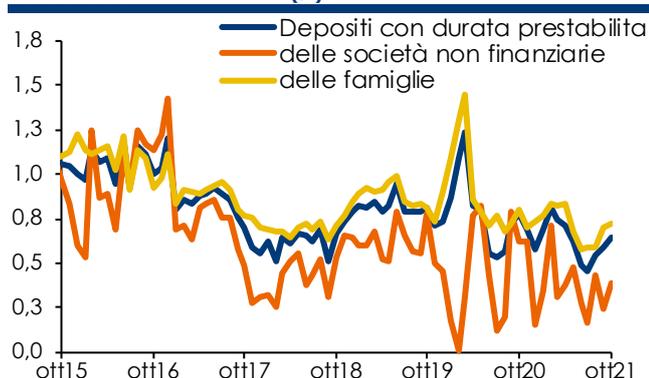
Fonte: Banca d'Italia

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



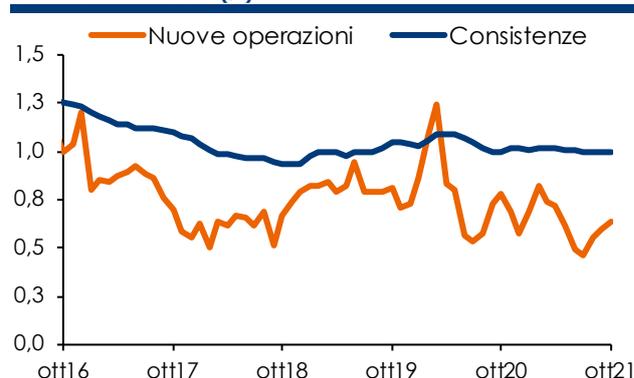
Fonte: Banca d'Italia

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 (%)

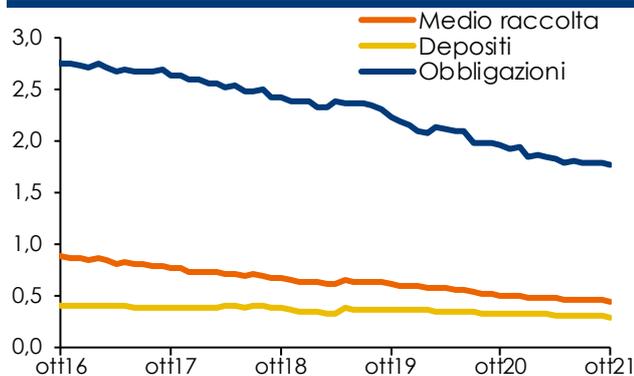


Fonte: Banca d'Italia

Per i nuovi depositi con durata prestabilita si è osservata invece un'ulteriore risalita del tasso medio complessivo, la terza consecutiva, allo 0,64% (+5pb m/m), dovuta all'aumento del tasso fino a 1 anno corrisposto alle famiglie e di quello offerto alle società non-finanziarie, che però continua a mostrare un'elevata variabilità.

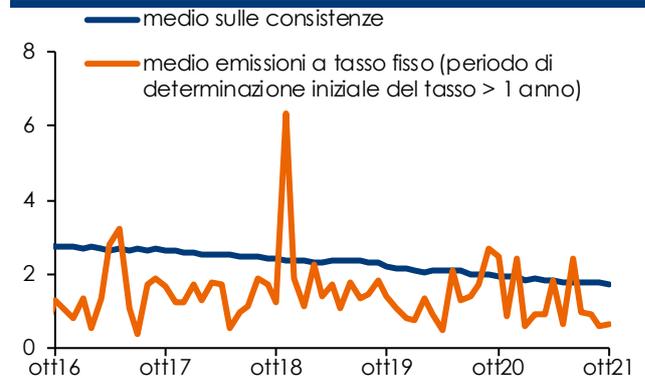
Il tasso sullo stock di obbligazioni è sceso a 1,76%, ed è visto a 1,77% a novembre secondo le anticipazioni ABI, dopo cinque mesi di sostanziale stabilità su una media di 1,80%. Il **costo complessivo dello stock di raccolta da clientela si è quindi ridotto**, a 0,45% dove è atteso restare a novembre in base alle stime ABI, dopo un 3° trimestre sul livello di 0,46%.

Tassi sulla raccolta bancaria – consistenze (%)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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

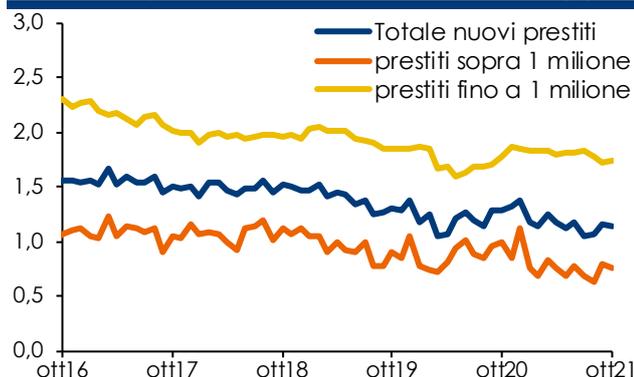


Fonte: Banca d'Italia

Dal lato dei **tassi sui nuovi prestiti, si è osservato un aggiustamento verso il basso di 1pb m/m a 1,14% del medio praticato alle società non-finanziarie dopo il recupero di +8pb m/m del mese precedente**. Ancora una volta, l'andamento è dovuto alle oscillazioni del tasso sui flussi di prestiti di importo elevato. In dettaglio, il tasso sulle operazioni oltre 1 milione è sceso a 0,77% da 0,80% di settembre. Diversamente, il tasso sui finanziamenti fino a 1 milione è risalito di 1pb m/m a 1,74%, dopo due mesi di lievi riduzioni. Per novembre, il tasso medio complessivo è visto in calo a 1,04% secondo le stime ABI.

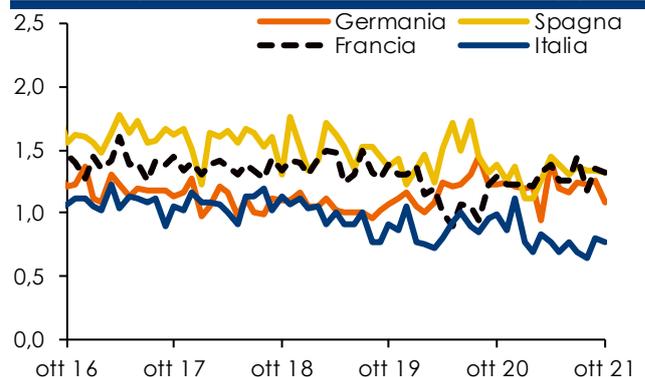
Movimenti dello stesso segno ma più marcati si sono osservati a livello di Eurozona (+3pb m/m per i prestiti fino a 1 milione e -10pb m/m per quelli superiori a tale soglia). Il differenziale moderatamente positivo col tasso italiano sui flussi di prestiti fino a 1 milione si è pertanto ristretto a 1pb (era 3pb a settembre e 9pb a luglio). **Per il tasso sui nuovi prestiti oltre 1 milione il differenziale negativo si è ridotto ulteriormente da -0,47% a -40pb**, confermando condizioni significativamente più favorevoli per i prenditori italiani.

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



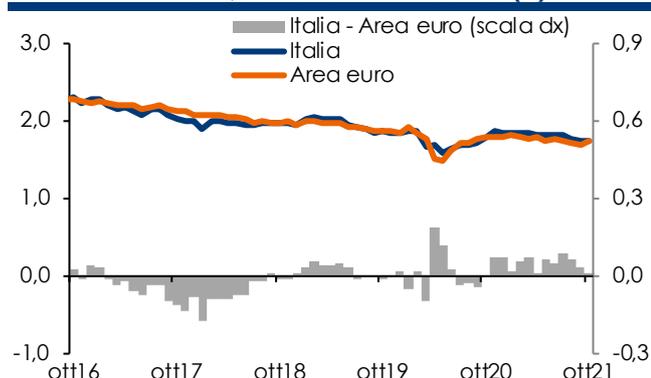
Fonte: Banca d'Italia

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



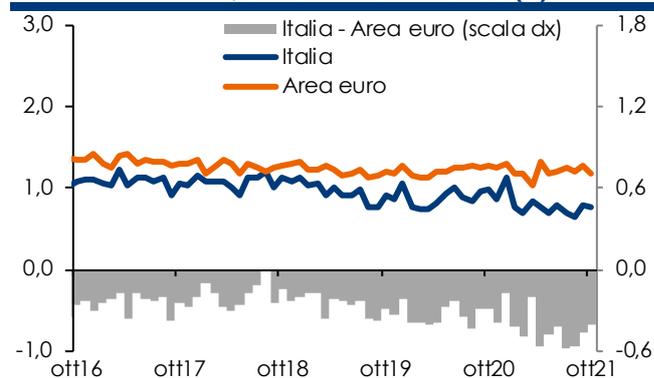
Fonte: BCE

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



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

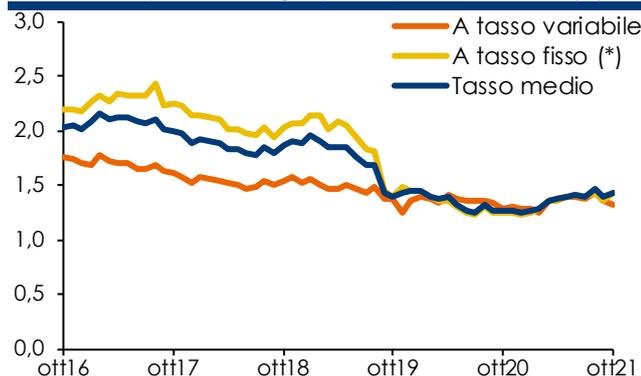
Tasso medio sui nuovi prestiti di importo superiore a 1 milione alle società non-finanziarie, confronto Italia – Area euro (%)



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

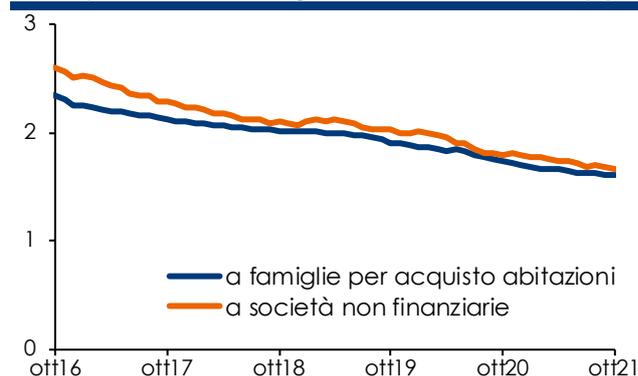
Per i tassi sulle erogazioni di mutui per l'acquisto di abitazioni si registra un ritorno del tasso medio sopra la soglia di 1,4% dopo la discesa a 1,39% registrata a settembre. In dettaglio, a ottobre il tasso fisso è aumentato di 6pb m/m a 1,43%, annullando quasi del tutto i 7pb guadagnati il mese precedente, e il variabile si è ridotto di 4pb m/m a 1,33%. Di conseguenza, il tasso medio è risalito di 4pb m/m a 1,43%, livello confermato per novembre secondo le stime ABI.

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



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

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

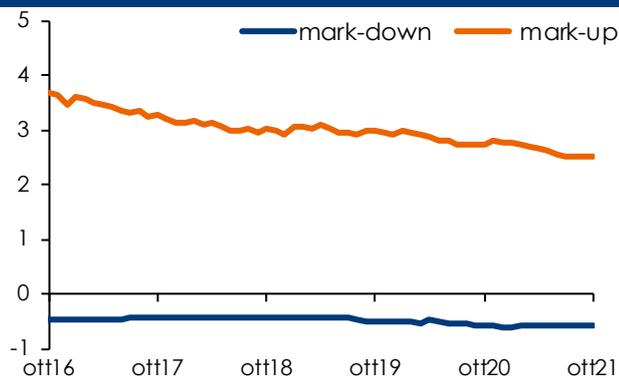


Fonte: Banca d'Italia

Per il **tasso medio sullo stock di prestiti** si è registrato un ritocco verso il basso a 2,18%, seguito a novembre da un altro taglio a 2,16% secondo le stime ABI, dopo un 3° trimestre sul 2,19%.

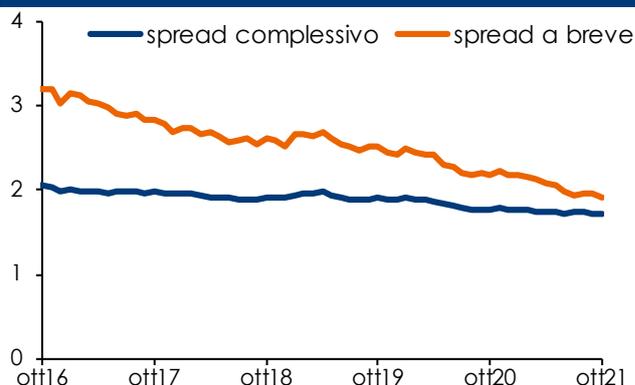
In conclusione, per effetto di movimenti marginali, **a ottobre la forbice tra tassi attivi e passivi è risalita lievemente** di 1pb m/m all'1,73%. **La contribuzione dei depositi a vista è risultata invece invariata**, col *mark-down* a -0,58% per il 9° mese consecutivo. Il *mark-up* sui tassi attivi a breve è risultato in calo, a 2,51%.

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

Si interrompe la frenata dei prestiti alle società non-finanziarie

A ottobre la crescita dei prestiti alle società non-finanziarie è risultata pari a +0,6% a/a, in linea con settembre, dopo la rapida frenata rispetto ai ritmi eccezionali di fine 2020-inizio 2021. L'andamento risente della minore domanda di prestiti da parte delle imprese, in particolare di quelli con garanzia pubblica, che si riflette sulla frenata dei prestiti a medio-lungo termine. Si conferma la crescita robusta dei prestiti alle famiglie consumatrici, pari a +3,7% a/a a ottobre, trainata dai prestiti per l'acquisto di abitazioni. Secondo le anticipazioni ABI, a novembre è proseguito il rallentamento dei prestiti complessivi al settore privato, a +1,2% a/a, e a +1,6% per l'aggregato più ristretto dei prestiti a famiglie e imprese, dal +2,1% di settembre e ottobre.

Elisa Coletti

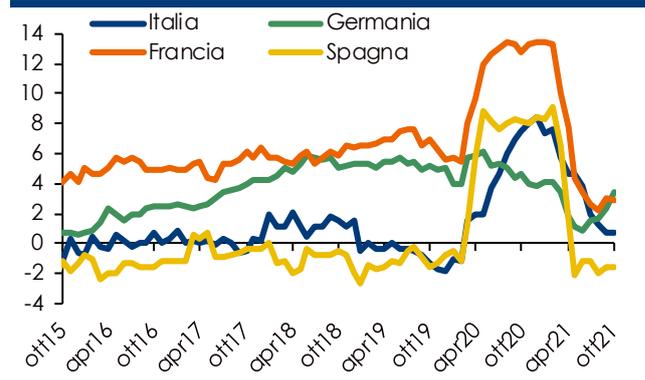
A ottobre si è osservata **un'interruzione del rallentamento della crescita dei prestiti alle società non-finanziarie, che si è fermata a +0,6% a/a dallo 0,7% del mese precedente**, dopo la rapida frenata rispetto ai ritmi eccezionali raggiunti a fine 2020-inizio 2021 (8,3% a/a e 7,3% rispettivamente, dati corretti per le cartolarizzazioni). La stabilizzazione del tasso di crescita dopo la forte frenata segue l'andamento osservato nell'area euro, in particolare in Francia e Germania che sembrano aver invertito il trend mostrando una ripresa a settembre e ottobre (+3,4% la Germania e +2,9% la Francia a ottobre). Di conseguenza, nella media dell'area euro, a settembre e ottobre (+2,0% a/a) si è registrato un leggero rimbalzo della crescita annua.

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)

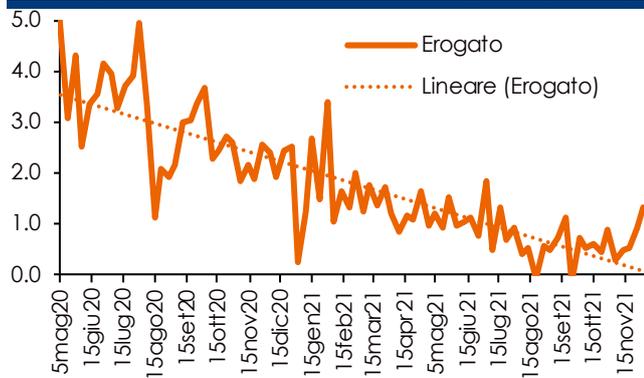


Fonte: BCE

In merito alle dinamiche osservate in Italia, il rallentamento della crescita risente della minore domanda di credito da parte delle imprese nel quadro della **progressiva uscita dalle misure straordinarie di sostegno al credito** e alla liquidità adottate lo scorso anno e alla luce del miglioramento della loro situazione economico-finanziaria. In particolare, con riguardo ai **finanziamenti con garanzia pubblica da parte del Fondo per le PMI**, il trend del volume di erogazioni lorde, rilevate settimanalmente da Banca d'Italia, mostra una riduzione lineare lungo il periodo che va dalle prime fasi di implementazione delle misure a maggio 2020 fino a circa metà 2021, con una successiva sostanziale stabilizzazione sui minimi per queste operazioni, con una media di 520 milioni settimanali da agosto a metà novembre (si veda il grafico seguente a sinistra). Rispetto a questo livello, un moderato rimbalzo si è osservato sul finire d'anno. Infatti, le più recenti rilevazioni, le due a cavallo tra fine novembre e inizio dicembre, registrano erogazioni per circa 1 miliardo a settimana. Si ricorda che con il Decreto Sostegni BIS di giugno 2021 era stato prorogato fino alla fine di quest'anno il regime agevolato introdotto dal decreto "liquidità" per la concessione delle garanzie da parte del Fondo Centrale di garanzia. Con la manovra di bilancio in fase di definizione il regime agevolato viene esteso fino al 30 giugno 2022, ma le condizioni per la concessione delle garanzie vengono rese più stringenti. Questo potrebbe giustificare un'accelerazione di erogazioni entro fine 2021 alle condizioni correnti più favorevoli. In termini di ammontare cumulato da maggio 2020, i finanziamenti erogati con garanzia pubblica del Fondo Centrale delle PMI ai sensi dell'art. 13 DL 23/2020 "Liquidità" hanno raggiunto

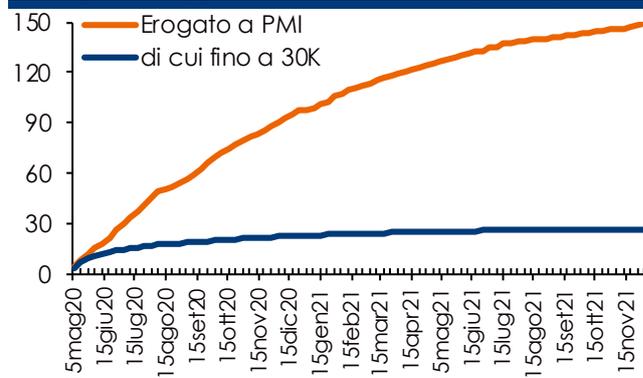
il 3 dicembre i 149 miliardi, di cui 26 riguardano prestiti fino a 30 mila euro. Da metà 2021 le erogazioni si sono concentrate su finanziamenti oltre tale soglia.

Erogazioni settimanali di finanziamenti garantiti dal Fondo di garanzia per le PMI ai sensi art. 13 DL 23/2020 "Liquidità" (EUR mld)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Ammontare di finanziamenti garantiti dal Fondo di garanzia per le PMI erogati da maggio 2020 al 3 dicembre 2021 (EUR mld)



Fonte: Banca d'Italia

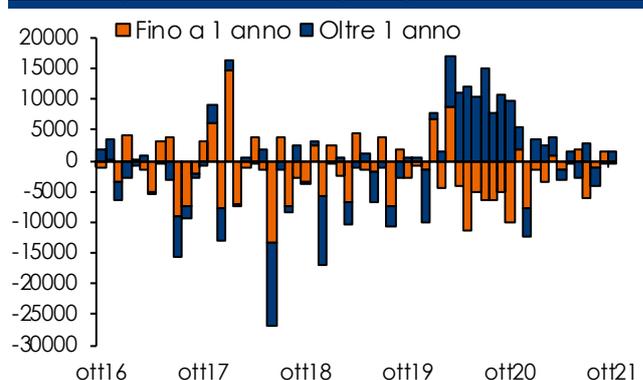
La **più contenuta domanda di finanziamenti assistiti da garanzia statale** sta determinando il **forte rallentamento dei prestiti a medio-lungo termine alle società non-finanziarie**. I flussi netti mensili restano modesti, quando non leggermente negativi. A ottobre il flusso netto cumulato da inizio 2021 è stato pari a circa 7 miliardi, rispetto a quasi 88 miliardi dello stesso periodo del 2020 (dati non corretti per le cartolarizzazioni). La dinamica dello stock di prestiti a medio-lungo termine alle società non-finanziarie è scesa a +1,7% a/a, minimo da aprile 2020, dal +3,5% di settembre e 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 del -10,9% a ottobre è meno marcato rispetto ai mesi precedenti.

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



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

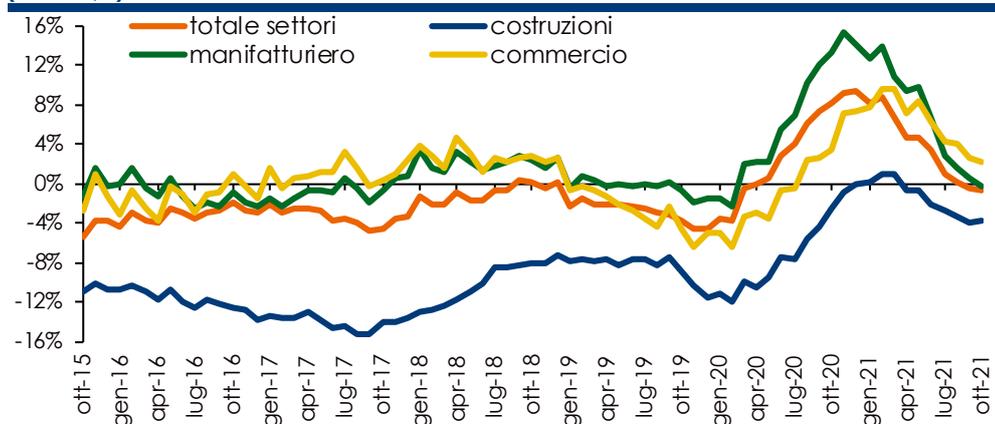
Flussi mensili di prestiti a società non-finanziarie per durata, dati non corretti per le cartolarizzazioni (EUR M)



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

In questo contesto, **l'aggregato dei prestiti a società non-finanziarie e famiglie produttrici** (in breve, le imprese) **ha confermato una variazione annua leggermente negativa**, del -0,6% a/a, la stessa di settembre dopo sedici mesi di aumenti (dati riferiti ai prestiti escluse le sofferenze). Tra i macro-settori **anche la variazione dei prestiti alle imprese manifatturiere è tornata lievemente in negativo, a -0,3% a/a**, il minimo da febbraio 2020, dopo ritmi del +13 e +14% a inizio anno. **I prestiti al commercio sono rimasti in crescita ma hanno rallentato ancora**, a +2,1% a/a dal 2,6% di settembre, rispetto a massimi di quasi +10% a/a a febbraio e marzo 2021. **Per i prestiti alle costruzioni prosegue il calo emerso nel 2° trimestre ma l'entità della contrazione ha smesso di peggiorare**, risultando del -3,7% a/a, in linea col -3,9% di settembre.

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

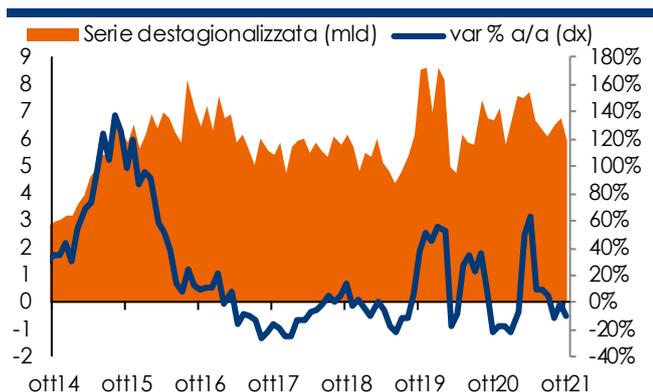


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Diversamente, **prosegue la crescita robusta dei prestiti alle famiglie** che nel complesso è stata pari al **3,7% a/a a ottobre**, in linea con i due mesi precedenti (dati corretti per le cartolarizzazioni). **La dinamica resta trainata dai prestiti per l'acquisto di abitazioni**, che a ottobre hanno mantenuto un ritmo superiore al 4% a/a (+4,6% a/a sulla base di dati non corretti per le cartolarizzazioni, dal +4,5% di settembre). Il **credito al consumo ha confermato un andamento più debole** (+1,1% a/a a ottobre quello offerto dalle banche, dati corretti per le cartolarizzazioni).

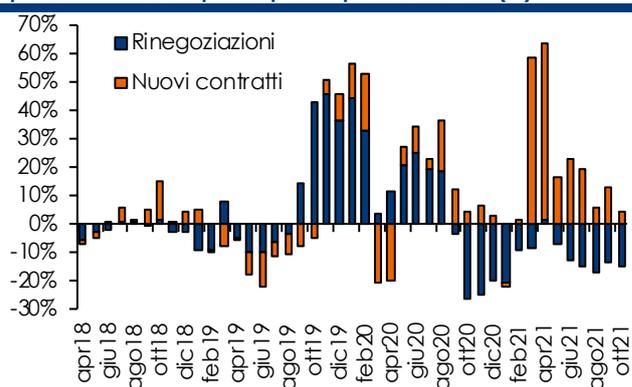
I flussi lordi di prestiti per acquisto di abitazioni continuano a registrare una crescita di quelli relativi a nuovi contratti, sebbene più moderata rispetto al periodo da marzo a luglio 2021, pari a +5,6% a/a a ottobre, dal 17,3% di settembre. D'altro canto, è **proseguito il forte calo delle rinegoziazioni** (-56,2% a/a a ottobre), che a ottobre ha determinato una riduzione anche dell'aggregato complessivo dei flussi di prestiti per acquisto abitazioni, del -10,6% a/a, dopo una sostanziale invarianza a settembre e un calo simile ad agosto, dati che segnano un'interruzione della forte crescita dei flussi lordi mensili, comprensivi di rinegoziazioni e nuovi contratti, registrata da marzo a luglio grazie alla dinamica dei nuovi contratti.

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

In conclusione, **la crescita dei prestiti al settore privato si conferma più moderata**, pari a 1,6% a/a a ottobre, dall'1,7% di settembre e da oltre 4% nei primi due mesi del 2021 (dati al netto delle controparti centrali e corretti per le cartolarizzazioni). Secondo le anticipazioni ABI, **a novembre è proseguito il rallentamento**, a +1,2% a/a per i prestiti complessivi al settore privato, e a **+1,6% per l'aggregato più ristretto dei prestiti a famiglie e imprese**, dal +2,1% di settembre e ottobre.

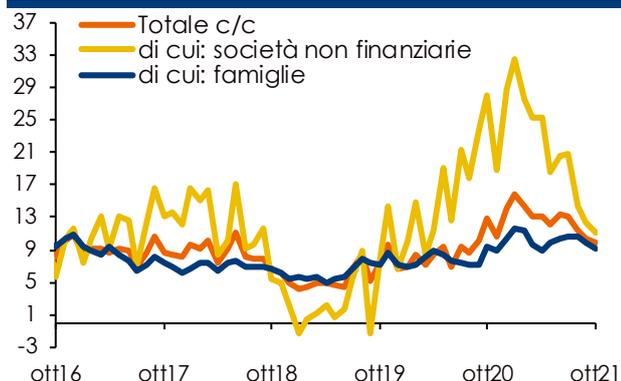
Crescita dei conti correnti in fase di moderato rallentamento

La crescita dei depositi ha rallentato a +6,9% a/a a ottobre, dal 7,4% di settembre. Un andamento più moderato si è registrato anche a novembre, secondo le stime ABI. La crescita resta trainata dai conti correnti, in aumento del 9,8% a/a a ottobre. Per l'effetto combinato del moderato rallentamento dei depositi, controbilanciato dalla flessione meno marcata delle obbligazioni, la crescita della raccolta complessiva da clientela è risultata in linea con settembre, del +5,7% a/a. Secondo le stime ABI, a novembre la dinamica ha decelerato di 0,4 punti percentuali.

Elisa Coletti

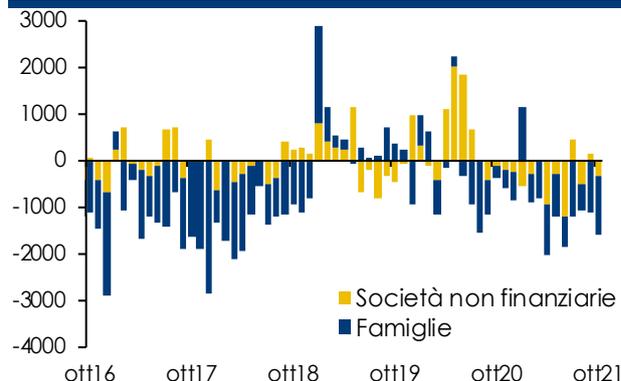
A ottobre i depositi hanno registrato un tasso di crescita del 6,9% a/a, dal 7,4% di settembre, proseguendo nel graduale rallentamento rispetto al 12,3% di inizio anno. Un ritmo più moderato si è registrato anche a novembre, con una variazione di mezzo punto inferiore a quella di ottobre secondo le stime ABI. **La dinamica dei conti correnti torna sotto le due cifre, segnando un +9,8% a/a dopo 13 mesi al ritmo medio del 12,7%.** Il flusso netto mensile, come già accaduto lo scorso anno, è stato molto consistente, pari a quasi 37 miliardi rispetto ai 40 dell'ottobre 2020. Tra le componenti, la crescita dei conti correnti delle famiglie si conferma robusta, del 9,2% a ottobre, leggermente più moderata rispetto al 10,2% medio dei cinque mesi precedenti. Inoltre, anche a settembre il flusso netto mensile è stato positivo, pari a 9,1 miliardi, portando a 53,4 miliardi il saldo cumulato da inizio anno, poco più contenuto dei 57 miliardi dello stesso periodo del 2020. La dinamica dei conti correnti delle società non-finanziarie resta a due cifre ma è in frenata (+11,2% a/a a ottobre dal +12,4% di settembre). In linea con quanto osservato per le famiglie, il flusso netto mensile è molto elevato, pari a 19,8 miliardi, poco più contenuto rispetto ai 21,7 miliardi di ottobre 2020. Il cumulato da inizio anno, ampiamente positivo, risulta più che dimezzato rispetto al flusso eccezionale dei primi dieci mesi del 2020 (39,4 miliardi a confronto con gli 81 del 2020).

Conti correnti (*) (var. % annua)



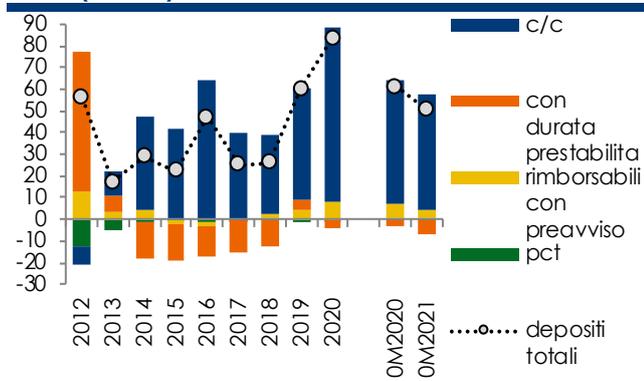
Nota: (*) dati riferiti alle passività delle IFM italiane verso residenti nell'area euro. Fonte: BCE

Flussi mensili di depositi con durata prestabilita (EUR M)



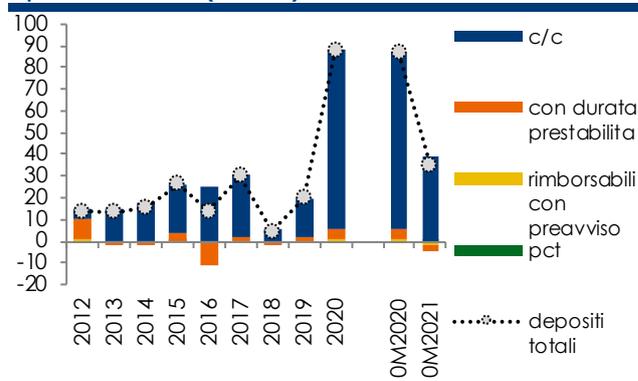
Fonte: BCE

Flussi netti verso i depositi delle famiglie, dati annui e periodo di 10mesi (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 10mesi (EUR mld)



Fonte: BCE ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

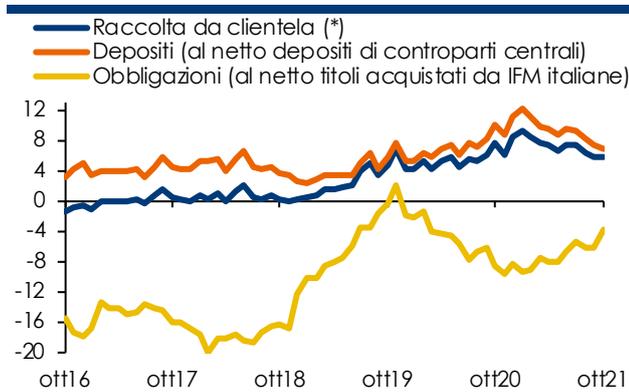
All'opposto, i **depositi con durata prestabilita** sono in calo a due cifre per il sesto mese consecutivo, del -14,2% a/a a ottobre, quasi come a settembre (-13,6%). Il calo continua a interessare sia i depositi a tempo delle famiglie, sia quelli delle imprese.

Anche lo **stock di obbligazioni bancarie** resta in contrazione, che però risulta meno marcata dei mesi precedenti, del -3,7% a/a dal -6,3% di settembre e un minimo relativo di -9,7% a novembre 2020. Le stime ABI per novembre, col -3,9% a/a, confermano il calo più contenuto,

L'effetto combinato del moderato rallentamento dei depositi, controbilanciato dal calo più contenuto delle obbligazioni ha fatto sì che **la crescita della raccolta complessiva da clientela restasse invariata rispetto a quella registrata a settembre, del 5,7% a/a**. Secondo le anticipazioni ABI, **a novembre la dinamica ha decelerato di 0,4 punti percentuali**.

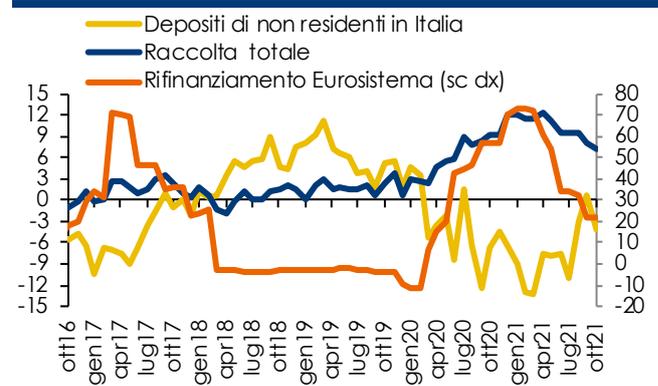
Per quanto riguarda l'aggregato della raccolta totale, ottobre ha registrato un tasso di variazione del 7,4% a/a, anch'esso in rallentamento dall'8,2% del mese precedente.

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

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