

La Bussola dell'Economia Italiana

Direzione Studi e Ricerche

Febbraio 2022

La bussola dell'economia italiana

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Il 2022 sarà un anno ancora denso di sfide

Sintesi della previsione macroeconomica

Produzione industriale debole a fine 2021, ma l'anno si chiude con +11,8%

Corregge il morale manifatturiero a gennaio, ma il quadro resta espansivo

Le costruzioni si confermano il settore più vivace

A gennaio la forte risalita dei contagi ha pesato sui servizi

Recrudescenza pandemica e rincari hanno frenato i consumi a inizio anno

La ripresa occupazione potrebbe frenare temporaneamente

Import più vivace dell'export, surplus commerciale in diminuzione

L'inflazione continua a sorprendere al rialzo

Tendenze del settore bancario

Mutui casa in crescita ai massimi da dieci anni

A fine 2021, ancora afflussi record sui conti correnti delle imprese

Febbraio 2022

2

2

8

9

10

11

Nota Mensile

12

13

Direzione Studi e Ricerche

14

15

16

17

Paolo Mameli

17

Economista Macro Italia

21

Andrea Volpi

Economista

Elisa Coletti

Economista Banche

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Il 2022 sarà un anno ancora denso di sfide

Nelle ultime settimane sono in diminuzione i rischi sull'attività economica derivanti dall'ondata pandemica (che sembra aver superato il picco) e dalle strozzature all'offerta nell'industria; tuttavia, lo shock energetico non sembra ancora aver dispiegato pienamente i suoi effetti (che potrebbero essere esacerbati dalle tensioni tra Russia e Ucraina); l'impatto della risalita dei rendimenti sui titoli di Stato appare, almeno per ora, limitato. Il 2022 è l'anno in cui entra nel vivo il PNRR: sarà richiesta un'intensa attività legislativa ed esecutiva di Governo e Parlamento per rispettare le 100 condizioni previste dal piano quest'anno.

Paolo Mameli

Nel 4° trimestre 2021, il PIL italiano è cresciuto dello 0,6% t/t. Si tratta di un significativo rallentamento rispetto ai due trimestri precedenti (2,7% nei mesi primaverili, 2,6% in estate), ma **il dato è stato lievemente più forte delle aspettative** di consenso (e delle nostre attese). A fine anno, la variazione tendenziale (rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente) è salita a 6,4%, dal 4% del 3° trimestre. Soprattutto, anche per via di una revisione sui dati dei trimestri precedenti, **l'anno 2021 ha fatto segnare un rimbalzo superiore alle attese, pari a 6,5%** dopo il crollo vicino a -9% visto nel 2020. A fine 2021, **l'economia italiana resta inferiore di appena mezzo punto percentuale rispetto ai livelli pre-pandemici. Tra le quattro principali economie dell'Eurozona, solo la Francia ha fatto meglio**, sia nel confronto con i livelli di fine 2019 (+0,9%), sia nella crescita 2021 (7%).

Il PIL è stato meno debole del previsto a fine 2021

L'Istat ha comunicato che l'incremento del PIL nel 4° trimestre è dovuto all'aumento del valore aggiunto sia nei servizi che nell'industria (a fronte di una diminuzione nell'agricoltura). **Pensiamo che i servizi siano stati la ragione principale del rallentamento rispetto ai trimestri centrali dell'anno** (mentre il contributo dell'industria dovrebbe essere risultato vicino a quello dei mesi precedenti). Dal lato della domanda, il comunicato-stampa dell'Istat riporta che c'è stato un apporto positivo della domanda interna (al lordo delle scorte), mentre il commercio estero ha frenato il PIL. Ciò non è sorprendente, in quanto i dati mensili sul commercio di beni mostrano che le importazioni stanno aumentando a un ritmo più veloce delle esportazioni. Dal lato della domanda domestica, **pensiamo che gli investimenti delle imprese possano essere cresciuti a un ritmo più sostenuto dei consumi delle famiglie** (frenati dalla minore spesa per servizi aggregativi, nonché da un iniziale impatto dello shock energetico).

In sintesi, **il PIL nel 4° trimestre 2021 è stato meno debole delle attese. Tuttavia, il trend nel corso del trimestre è stato decrescente**, con un'attività economica resiliente in ottobre e novembre, e in deciso rallentamento a dicembre. **Questa tendenza sembra essersi intensificata a gennaio**, quando la recrudescenza dell'ondata pandemica ha causato con ogni probabilità una contrazione dell'attività economica. Il calo degli indici di mobilità, in particolare verso gli esercizi commerciali e i luoghi ricreativi (scesa attorno a -20% rispetto alla norma a gennaio, poi in lieve miglioramento sino a -10% il 17 febbraio) segnala il rischio che il PIL nel 1° trimestre 2022 sia più debole che a fine 2021: per evitare questa eventualità, **occorrerebbe un ampio rimbalzo in febbraio e marzo, uno scenario coerente solo con una più rapida ripresa della mobilità nelle prossime settimane. Inoltre, lo shock energetico non sembra aver dispiegato completamente i suoi effetti** sulle decisioni di spesa di famiglie e imprese.

Un ulteriore rallentamento è atteso nel 1° trimestre 2021...

In prospettiva, ci aspettiamo che il PIL possa rallentare ulteriormente nel 1° trimestre (attorno a 0,2% t/t), prima di riaccelerare, su ritmi di poco superiori al punto percentuale su base congiunturale, nei trimestri centrali dell'anno. Questo profilo è coerente con la nostra previsione di 4,3% sul PIL italiano nel 2022; rispetto a questa stima, i rischi restano al ribasso, ma, in media, appaiono oggi meno ampi rispetto a qualche settimana fa. Infatti, nel periodo più recente vi sono segnali di miglioramenti su due fronti:

... ma si stanno creando le condizioni per una riaccelerazione a partire dalla primavera

- l'evoluzione dell'**ondata pandemica**: la curva dei nuovi contagi da COVID-19 sembra aver superato il picco di gennaio, consentendo un rapido rientro degli effetti sulla mobilità e sui comportamenti di consumo, il che appare coerente con una significativa riaccelerazione dell'attività economica nei servizi a partire dal trimestre primaverile;
- le **difficoltà di approvvigionamento** di materie prime e componenti da parte delle imprese: nelle ultime settimane si sono moltiplicati i segnali di attenuazione delle strozzature nel sistema dei trasporti e nelle filiere produttive internazionali (diminuzione dei prezzi dei noli marittimi e dei costi della movimentazione dei container), che, in diversi Paesi, stanno causando un aumento delle scorte di beni intermedi e una stabilizzazione delle scorte di prodotti finiti; anche in Italia, le indagini sulle imprese manifatturiere condotte da Istat e IHS Markit hanno mostrato un processo di ricostituzione delle scorte, anche se le indicazioni delle aziende sui tempi di consegna e sui prezzi sia degli input che degli output restano molto elevate; peraltro, le strozzature all'offerta in Italia si confermano meno severe che negli altri principali Paesi europei¹, il che ha consentito al nostro Paese di essere quello in cui più ampio è stato il recupero della produzione industriale nella fase post-pandemica.

Viceversa, il rischio al ribasso sull'attività economica derivante dall'accelerazione dell'inflazione appare ben lungi dall'aver pienamente dispiegato i suoi effetti, e potrebbe anzi accentuarsi ulteriormente nelle prossime settimane in relazione agli sviluppi sul fronte della crisi tra Russia e Ucraina. Sulle base delle nostre simulazioni², in uno scenario di shock temporaneo (compatibile non con un conflitto ma con il perdurare di tensioni elevate per diversi mesi, che causerebbero prezzi di petrolio e gas naturale in media nel 2022 più alti rispettivamente del 10% e del 40% rispetto allo scenario base), l'effetto sull'economia italiana sarebbe³ dell'ordine di -0,6% sulla crescita del PIL.

Un altro potenziale rischio per la crescita economica e la stabilità finanziaria è rappresentato dalla recente salita dei rendimenti sui titoli di Stato italiani⁴. **La motivazione principale non è di ordine domestico** (i mercati hanno infatti reagito positivamente, lunedì 31 gennaio, alla rielezione del Presidente della Repubblica Sergio Mattarella avvenuta sabato 29 gennaio), **ma appare connessa alle aspettative di inversione della strategia di politica monetaria della BCE**, createsi dopo la riunione del Consiglio Direttivo del 3 febbraio. La maggiore cautela degli investitori è dovuta in sostanza al fatto che le emissioni di titoli di Stato italiani al netto degli acquisti dell'Eurosistema, che erano negative l'anno scorso (-15 miliardi), sono attese tornare in positivo quest'anno (poco sopra i 20 miliardi) e aumentare significativamente l'anno prossimo (a quasi 60 miliardi) – in altri termini, il settore privato dovrà coprire interamente l'offerta netta di titoli italiani in tempi più ravvicinati del previsto. Tuttavia, vediamo anche diversi **fattori mitiganti**:

- **l'impatto sui conti pubblici è limitato nel breve termine**: nell'ultimo documento ufficiale governativo (la Nota di Aggiornamento al DEF del 30 settembre 2021), il costo implicito del debito era stimato, sulla base della curva dei tassi *forward* a settembre, al 2% nel 2022, in calo dal 2,4% del 2021, e il costo del debito era visto poi scendere ulteriormente negli anni successivi, a 1,9% nel 2023 e a 1,7% nel 2024; la salita dei rendimenti verificatasi da allora (poco più di 50 punti base in media sulla *yield curve*) proietta una diminuzione meno marcata del costo del debito rispetto a quanto indicato nella NADEF, ma su livelli storicamente

Tuttavia, lo shock inflazionistico non ha ancora dispiegato pienamente i suoi effetti, e la crisi russo-ucraina potrebbe accentuarne l'impatto

Quali effetti dalla risalita dei rendimenti dei titoli di Stato?

¹ La spiegazione più verosimile consiste nel minor peso del comparto automobilistico sull'insieme del settore manifatturiero e in una minor quota della catena produttiva delocalizzata al di fuori del continente europeo.

² Per una descrizione più dettagliata delle ipotesi alla base delle simulazioni, rimandiamo al Focus Area Euro di recente pubblicazione "Gli effetti economici delle tensioni tra Russia e Ucraina".

³ A parità di altri fattori, in particolare ipotizzando una politica monetaria invariata rispetto allo scenario base; i risultati sono ottenuti attraverso nostre simulazioni all'interno del Global Economic Model di Oxford Economics.

⁴ Lo scorso 14 febbraio, il rendimento del BTP decennale ha sfiorato il 2%, e lo spread verso i Bund tedeschi si è avvicinato ai 170 punti-base.

contenuti e tendenzialmente ancora in calo, a 2,1% nel 2022, 2% nel 2023 e 1,9% nel 2024; la spesa per interessi nel 2022 sarebbe più alta di quella stimata nella NADEF di circa 1,6 miliardi, ma ancora significativamente più bassa di quella registrata nel 2021 (-4 miliardi); la differenza rispetto alle proiezioni contenute nella NADEF si amplificherebbe nei prossimi anni (+3,8 mld nel 2023 e +5,7 nel 2024), tuttavia l'impatto potrebbe essere più che compensato da livelli di avanzo primario e di debito migliori del previsto rispetto alle previsioni contenute nella NADEF;

- **la vita media residua del debito, più lunga rispetto al passato, implica minori necessità di rifinanziamento nel breve termine** e quindi, a parità di altri fattori, riduce il rischio percepito dai mercati finanziari sul debito sovrano: la vita media del debito italiano è salita significativamente negli ultimi anni (in altre parole, il Tesoro ha sfruttato il contesto di bassi tassi di interesse per "fissare" un costo del debito contenuto più a lungo): considerando il solo debito in titoli di Stato, la vita media era pari a 5,6 anni nel 2002, ed è salita sino a 7,1 anni a fine 2021; ove si consideri l'intero debito pubblico (comprensivo non solo di titoli di Stato ma anche di altre passività non in forma di titoli), la vita media del debito italiano è pari a fine 2021 a 7,6 anni (anche solo nell'ultimo anno c'è stato un allungamento, visto che nel gennaio 2021 la durata media si attestava a 7,3 anni); la tendenza è proseguita a inizio 2022: a gennaio, il costo medio all'emissione dei titoli immessi sul mercato dal Tesoro è risultato pari allo 0,41% rispetto allo 0,10% registrato nel 2021 (minimo storico), ma il rialzo appare in gran parte dovuto alla scelta di concentrare le emissioni sulla parte lunga della curva (degli oltre 35 miliardi emessi in gennaio, quasi 22 miliardi erano titoli a medio-lungo termine; tra gli altri, è stato collocato anche un titolo sindacato a 30 anni);
- **i fondamentali dell'Italia in merito all'evoluzione dei conti pubblici stanno migliorando più rapidamente del previsto:** nelle nostre stime, il debito a fine 2021 dovrebbe essere sceso dal 155,6% del 2020 al 150,8% del PIL, ovvero quasi tre punti percentuali al di sotto delle proiezioni governative di fine settembre scorso; quest'anno, è atteso un ulteriore calo (al 146,3%, nel nostro scenario base), e occorrerebbero delusioni molto ampie sul fronte della crescita del PIL per impedire il trend al ribasso: nelle nostre simulazioni, a parità di altri fattori, il rapporto debito/PIL non scenderebbe quest'anno solo se la crescita del PIL reale fosse pari o inferiore all'1,8%; tale scenario appare eccessivamente pessimistico: anche nel caso di un conflitto in Ucraina, che causasse un rincaro dei prezzi del petrolio e del gas rispettivamente di oltre +40% e +160% rispetto allo scenario base, la crescita del PIL italiano quest'anno potrebbe mantenersi al di sopra di tale soglia (nelle nostre simulazioni, poco sotto il 3%), non pregiudicando dunque la tendenza al ribasso del rapporto debito/PIL;
- **l'analisi del debito italiano per settore detentore evidenzia una minore esposizione alla volatilità dei mercati finanziari** rispetto al passato: la quota in mano a investitori esteri è scesa a un minimo almeno dal 1999 (il 25,4% del debito totale a novembre 2021, nelle nostre stime⁵); soprattutto, e più in generale, la quota di debito che non è soggetta al rischio di sell-off (a differenza di quella in mano ad investitori privati), in quanto detenuta da UE ed Eurosystema, dovrebbe toccare un picco al 51% del PIL (quasi il 35% del debito totale) quest'anno, ed è attesa rimanere su livelli elevati anche nei prossimi anni, nonostante la fine del *quantitative easing* da parte della BCE (nelle nostre stime, anche per via della crescente rilevanza dei prestiti nell'ambito del Programma NGEU, essa dovrebbe rimanere poco sotto il 50% fino al 2026).

In questo contesto, il 2022 sarà un anno cruciale per l'implementazione del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza. L'esito della tormentata elezione del Capo dello Stato alla fine del mese scorso è stato accolto con favore dagli investitori proprio perché prospetta una conferma dell'attuale esecutivo, e limita i rischi di instabilità politica verosimilmente sino al termine della legislatura. In tal senso, la coesione non solo della compagine di governo ma anche della maggioranza parlamentare appare cruciale per vincere le sfide attese nel 2022.

La stabilità politica è cruciale per l'implementazione del PNRR, che entra nel vivo quest'anno

⁵ A questa percentuale andrebbe sottratto un ulteriore 4% che figura come detenuto da investitori esteri ma trattasi di asset nei portafogli di fondi di diritto estero riconducibili a investitori domestici.

Dopo l'anticipo di 24,9 miliardi ricevuto lo scorso agosto, **l'Italia ha chiesto il pagamento della prima rata delle risorse previste dal piano, pari a 21 miliardi**, attesa nelle prossime settimane. **Nell'intero 2022 all'Italia dovrebbero arrivare fondi per circa 43 miliardi** (di cui oltre 21 nella forma di sussidi a fondo perduto). Nel presupposto che gli interventi del PNRR italiano (di gran lunga il più ambizioso in Europa) siano realizzati con efficacia e senza significativi ritardi, **l'effetto massimo sul tasso di crescita del PIL si dovrebbe vedere proprio nel biennio 2022-23**, quando è attesa una significativa accelerazione soprattutto della spesa in conto capitale.

Tuttavia, sarà richiesto un intenso sforzo per l'attività legislativa ed esecutiva di Governo e Parlamento. **Dopo che nel 2021 sono state soddisfatte tutte le 51 condizioni incluse nel Piano, nel 2022 ne sono previste ben 100**. Di queste, 83 sono "traguardi" (qualitativi) e 17 sono "obiettivi" (quantitativi e misurabili). I periodi più intensi saranno giugno e dicembre: le scadenze da completare entro metà anno saranno 38, di cui 1 "obiettivo"; quelle da soddisfare entro fine anno saranno invece 51, di cui ben 16 obiettivi. **La spesa per investimenti da avviare nel 2022 è pari a 27,5 miliardi**, che porteranno la spesa complessiva realizzata entro fine anno a quasi 42 miliardi.

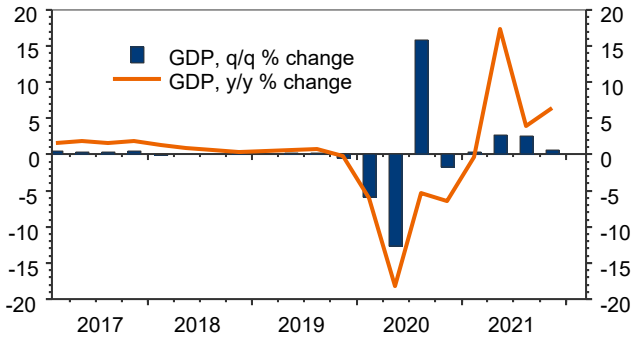
L'attività legislativa dovrà essere molto intensa (specie nel 2° trimestre), in quanto dovranno essere approvati 66 atti normativi, di cui 23 atti legislativi e 43 atti normativi secondari. In particolare, è prevista l'entrata in vigore delle seguenti **riforme**:

- riforma della carriera degli insegnanti (entro il 30 giugno);
- delega sulla riforma del codice degli appalti pubblici (entro il 30 giugno);
- legislazione attuativa della riforma del pubblico impiego (entro il 30 giugno);
- adozione di obiettivi di risparmio per le *spending review* relative agli anni 2023-25 (entro il 30 giugno);
- procedure amministrative per la semplificazione nella PA (entro il 31 dicembre);
- riforma del sistema di istruzione primaria e secondaria (entro il 31 dicembre);
- atti delegati per la riforma del processo civile e penale e in tema di insolvenza (entro il 31 dicembre);
- istituzione di un sistema di formazione della parità di genere e dei relativi meccanismi di incentivazione per le imprese (entro il 31 dicembre);
- legge annuale sulla concorrenza (entro il 31 dicembre).

Tra gli obiettivi sugli **investimenti** da raggiungere quest'anno ricordiamo:

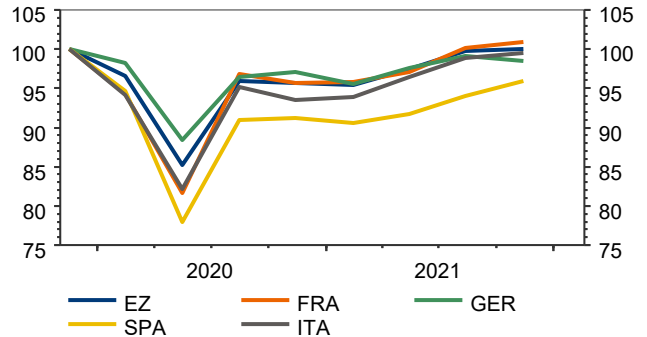
- aggiudicazione di tutti gli appalti pubblici per connessioni internet veloci (entro il 30 giugno);
- accordo finanziario per il supporto a start-up e *venture capital* attivi nella transizione ecologica (entro il 30 giugno);
- avvio delle procedure per l'assunzione di personale nei tribunali amministrativi (entro il 30 giugno) e civili e penali (entro il 31 dicembre);
- aggiudicazione di tutti gli appalti pubblici per la costruzione della ferrovia ad alta velocità sulle linee Napoli-Bari e Palermo-Catania (entro il 31 dicembre);
- assegnazione degli appalti per quanto riguarda la misura "porti verdi" (entro il 31 dicembre);
- digitalizzazione di INPS e INAIL (entro il 31 dicembre);
- assegnazione di almeno 300 borse di studio per giovani ricercatori (entro il 31 dicembre);
- potenziamento dei centri per l'impiego (entro il 31 dicembre).

A fine 2021, il PIL è rallentato su base congiunturale (ma meno del previsto)



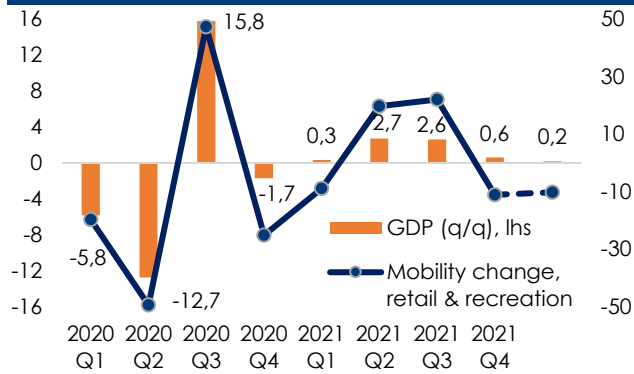
Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'economia italiana ha recuperato quasi interamente i livelli pre-pandemici; fra i "Big 4" nell'Eurozona, solo la Francia ha fatto meglio



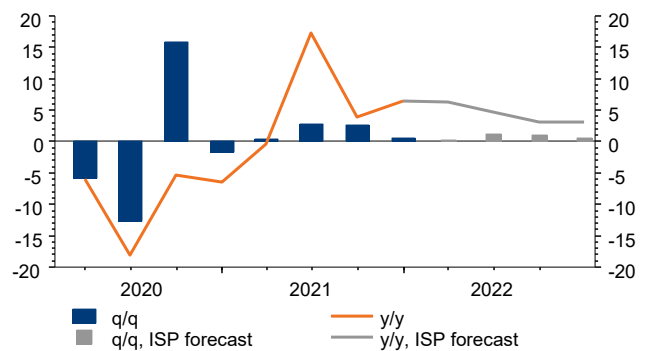
Fonte: Istat e uffici statistici nazionali, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Sulla base degli indici di mobilità, la debolezza del PIL dovrebbe estendersi a inizio 2022...



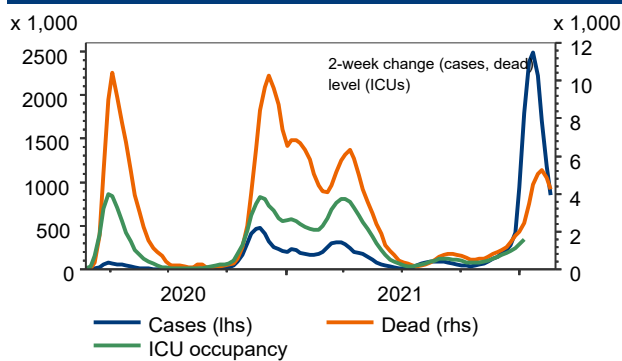
Fonte: Istat, Google, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

... prima di una riaccelerazione nei trimestri centrali dell'anno



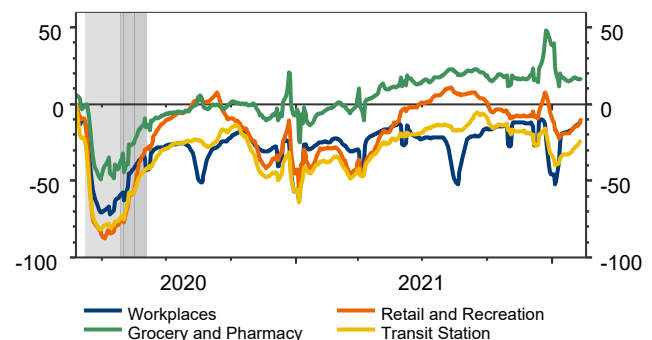
Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Il picco pandemico appare superato...



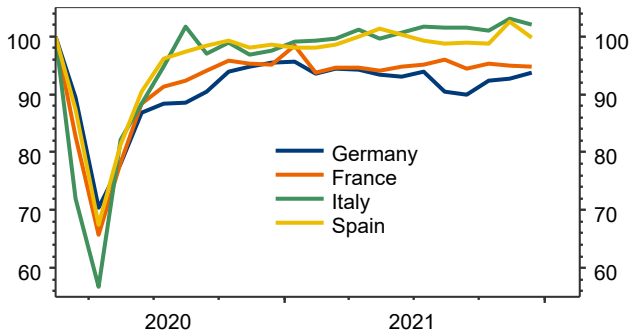
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Protezione Civile, Refinitiv Datastream

... ed è iniziata una fase di (per ora lenta) risalita della mobilità



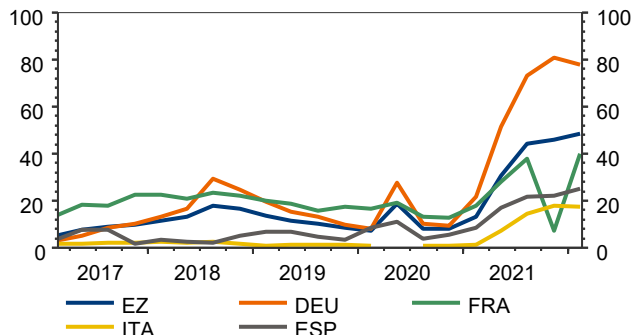
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Google, Refinitiv Datastream

L'Italia resta il Paese dell'Eurozona con il recupero più accentuato della produzione industriale rispetto alla fase pre-pandemica



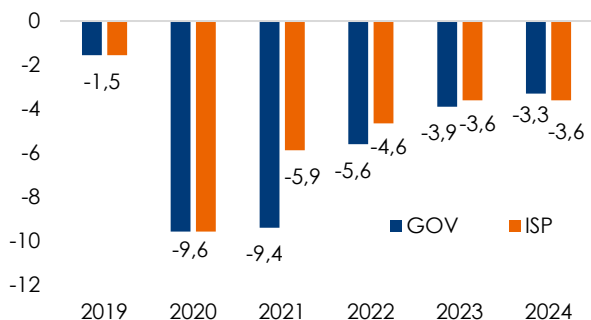
Nota: indici di produzione industriale normalizzati a 100 a febbraio 2020. Fonte: Eurostat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le carenze di impianti e/o materiali segnalate dalle imprese potrebbero aver raggiunto un picco, e restano meno severe che negli altri grandi Paesi dell'Eurozona



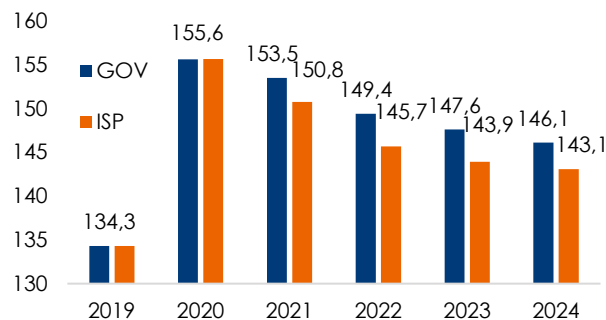
Nota: indagini trimestrali sulle imprese manifatturiere, % di risposte che segnala la carenza di impianti e/o materiali come ostacolo alla produzione. Fonte: Eurostat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il sentiero di riduzione del rapporto deficit/PIL è più rapido rispetto alle ultime stime ufficiali governative...



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

...così come anche la traiettoria di riduzione del rapporto debito/PIL



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

Sintesi della previsione macroeconomica

Previsioni macroeconomiche

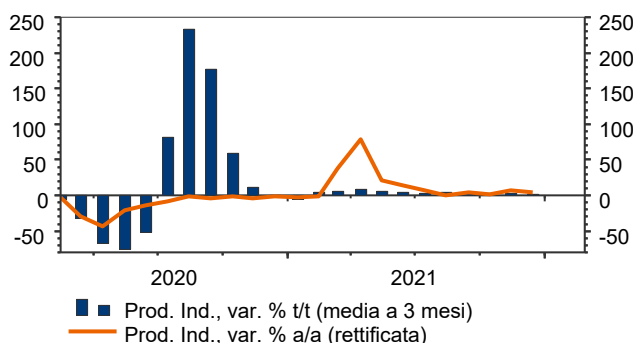
	2021p	2022p	2023p	2021	2022				2023				
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi 2015, a/a)	6.5	4.3	2.4	4.0	6.4	6.3	4.7	3.1	3.0	3.2	2.6	2.1	2.0
- var.ne % t/t				2.6	0.6	0.2	1.2	1.1	0.5	0.4	0.6	0.6	0.4
Consumi delle famiglie	5.1	5.1	2.6	3.0	0.5	0.7	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6	0.4	0.3
Consumi pubblici	1.0	0.3	0.4	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Investimenti fissi	16.2	7.2	5.5	1.6	2.4	1.5	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1
Investimenti in macchinari	12.9	8.2	6.9	4.0	1.0	1.8	2.0	1.8	1.8	1.7	1.6	1.4	1.4
Investimenti in trasporti	2.3	4.0	4.7	-7.1	5.0	3.0	2.0	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
Investimenti in costruzioni	21.6	6.6	4.1	0.3	3.5	1.0	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
Esportazioni	12.7	5.4	2.8	3.4	0.6	1.0	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
Importazioni	13.3	6.1	3.5	2.1	1.0	1.8	1.4	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
Contr. % PIL													
Commercio estero	0.1	-0.1	-0.1	0.5	-0.1	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
Domanda finale interna	6.2	4.5	2.7	2.1	0.8	0.7	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
Var. scorte	0.2	-0.1	-0.1	0.1	-0.1	-0.3	0.4	0.3	-0.3	-0.3	0.0	0.2	0.0
Attività produttiva													
Produzione industriale	11.3	2.3	1.9	1.0	0.5	-0.2	0.9	0.8	0.6	0.3	0.4	0.4	0.3
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	1.9	3.9	1.6	2.2	3.5	4.8	4.4	3.9	2.7	1.3	1.6	1.7	1.8
- escl. alimentari, energia (a/a)	0.8	1.4	1.3	0.7	1.3	1.5	1.4	1.3	1.3	1.1	1.3	1.4	1.5
PPI (a/a)	10.7	9.4	-0.8	12.0	21.7	20.0	14.4	7.9	-2.3	-3.2	-1.3	0.0	1.3
Disoccupazione (%)	9.5	9.0	8.4	9.1	9.1	9.1	9.1	9.0	8.8	8.7	8.5	8.3	8.2
Occupati totali	0.7	1.4	1.2	0.8	0.3	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
Salari contrattuali	0.6	0.8	1.1										
Reddito disponibile reale	1.7	1.1	1.8										
Tasso di risparmio (%)	12.7	9.3	8.6										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	3.0	1.8	1.7										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% Pil)	-5.9	-4.6	-3.6										
Debito (% Pil)	150.8	145.7	143.9										
Variabili finanziarie													
3-mths Euribor	-0.58	-0.28	0.56	-0.55	-0.58	-0.56	-0.56	-0.51	-0.28	0.01	0.05	0.22	0.56
Long term (10Y) rate (%)	0.75	1.69	2.40	0.67	0.94	1.41	1.62	1.77	1.98	2.25	2.31	2.36	2.67
BTP/Bund spread	1.08	1.49	1.68	1.07	1.18	1.40	1.48	1.52	1.57	1.64	1.66	1.70	1.73

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

Produzione industriale debole a fine 2021, ma l'anno si chiude con +11,8%

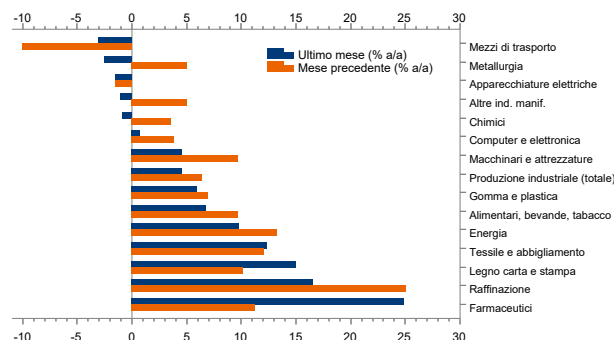
La produzione industriale è calata più del previsto a dicembre, di -1% m/m, dopo il robusto incremento di 2,1% m/m (rivisto al rialzo da 1,9%) registrato a novembre. Su base tendenziale la crescita ha invece rallentato al 4,4% da un precedente 6,6%. Il calo risulta diffuso a quasi tutti i principali raggruppamenti d'industrie, ad eccezione della produzione di prodotti energetici che è rimasta sostanzialmente stagnante (+0,1% m/m). Nonostante la contrazione di dicembre, l'industria è comunque salita di 0,5% t/t nel 4° trimestre del 2021, in decelerazione dall'1% t/t estivo. Il 2021 è risultato un anno particolarmente robusto per l'industria italiana: la produzione è infatti cresciuta in media dell'11,8% rispetto all'anno precedente (dopo il -11,4% del 2020), una dinamica più vivace rispetto a quelle registrate dalle altre principali economie dell'Eurozona. Rispetto al 2020, i settori che nel 2021 hanno mostrato il maggior dinamismo sono la gomma (+18,8%), le apparecchiature elettriche (+18,6%) e la metallurgia (+17,5%), ma la crescita risulta diffusa a tutti i comparti ad eccezione dell'attività estrattiva (-7%). Lo scenario per la manifattura italiana nei primi mesi del 2022 appare però meno promettente: i dati sull'utilizzo di gas nel settore industriale suggeriscono che la produzione potrebbe essere calata anche a gennaio, mentre la recrudescenza dei contagi potrebbe aver inciso sulle ore lavorate per via delle quarantene. I rischi per l'industria a inizio 2022 appaiono quindi rivolti verso il basso ma le prospettive per il medio termine restano incoraggianti: secondo la più recente indagine trimestrale della Commissione Europea le imprese manifatturiere italiane, grazie all'elevato stock di ordinativi, dispongono di oltre 6 mesi di produzione assicurata (tra i più elevati nell'intera Eurozona), il che suggerisce come l'industria disponga di un ampio potenziale di crescita una volta superate le problematiche correnti.

Dopo il forte incremento di novembre, la produzione è calata nel mese di dicembre



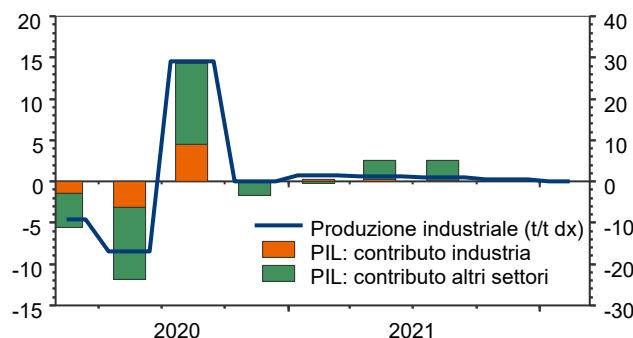
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Il settore dei mezzi di trasporto rimane il più penalizzato ma inizia a mostrare segnali di recupero



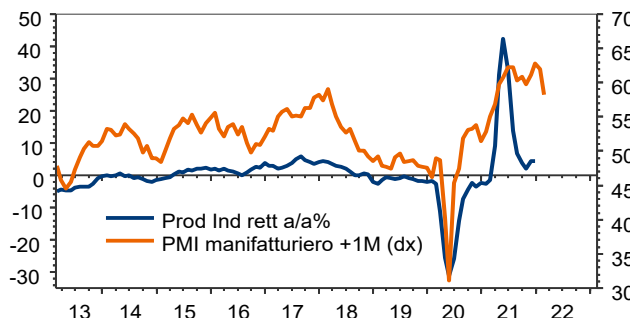
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Nonostante la contrazione di dicembre, la produzione industriale è cresciuta anche nel 4° trimestre



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

Il morale manifatturiero resta coerente con un proseguimento del trend espansivo

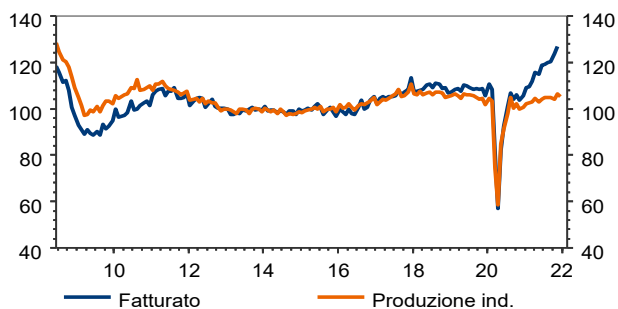


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Corregge il morale manifatturiero a gennaio, ma il quadro resta espansivo

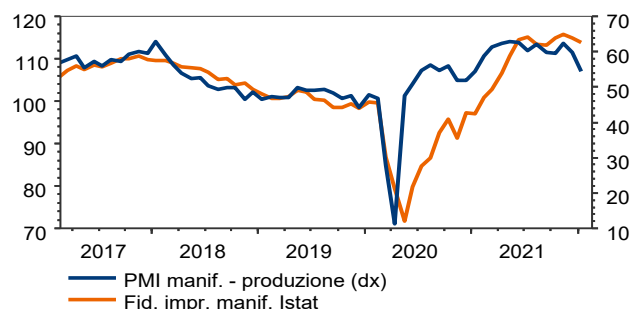
A gennaio la fiducia delle imprese manifatturiere rilevata dall'Istat è scesa più del previsto, a 113,9 da 115 di dicembre (rivisto da un preliminare 115,2). Tutte le componenti principali dell'indagine hanno mostrato una flessione, che ha riguardato in particolare la produzione corrente e gli ordini futuri. È in corso un processo di ricostituzione delle scorte (il saldo relativo ai magazzini è salito al livello più alto da marzo dello scorso anno), un segnale prospettico positivo per la produzione. Le aspettative sul clima economico generale si sono fortemente deteriorate per il secondo mese (è il maggior calo mensile da novembre 2020), e anche le intenzioni di assunzione sono tornate a calare (al ritmo mensile più ampio da marzo 2020). I prezzi attesi di vendita sono diminuiti solo lievemente (a 42,8 da 44,4). **Anche il morale misurato dal PMI manifatturiero è calato a gennaio, ai minimi da febbraio 2021 (58,3 da 62 precedente);** l'indagine riporta un rallentamento della produzione e delle commesse, che restano comunque in territorio ampiamente espansivo. A novembre il **fatturato industriale** è cresciuto del 2,4% m/m (sesto mese consecutivo di aumento), spingendo la variazione tendenziale e corretta per gli effetti di calendario al 22,2%. Nel mese si registrano robusti incrementi diffusi sia al mercato interno (2,2%) che estero (2,7%), nonché a tutti i principali raggruppamenti di industrie. A novembre è il fatturato di prodotti energetici a mostrare il maggior dinamismo (4% m/m), ma anche al netto dell'energia il dato rimane robusto (2,4%), con ampi incrementi tra i beni intermedi (3,1%), di consumo (2,4%) e strumentali (1,1%). Lo spaccato settoriale evidenzia infine progressi tendenziali diffusi a tutti i comparti ad eccezione dei mezzi di trasporto, che però stanno iniziando a riportare i primi moderati segnali di recupero.

A novembre il fatturato è cresciuto per il sesto mese



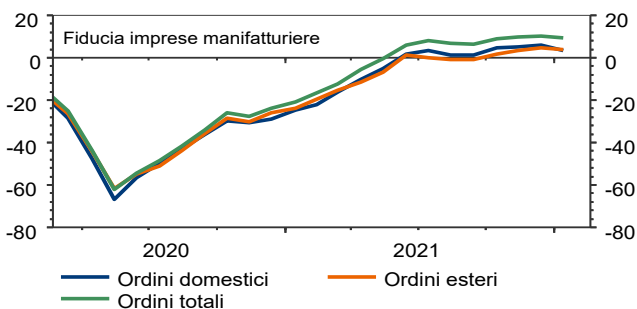
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

In calo anche a gennaio la fiducia nel manifatturiero, ma gli indici restano su livelli espansivi



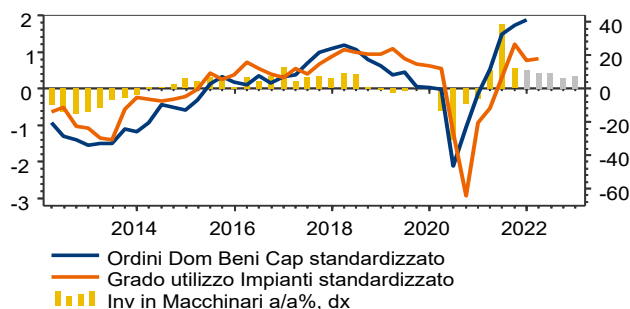
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

I giudizi sugli ordinativi suggeriscono che la produzione industriale può crescere ancora nel corso del 2022



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

Le commesse di beni strumentali sono coerenti con una robusta dinamica degli investimenti fissi delle imprese

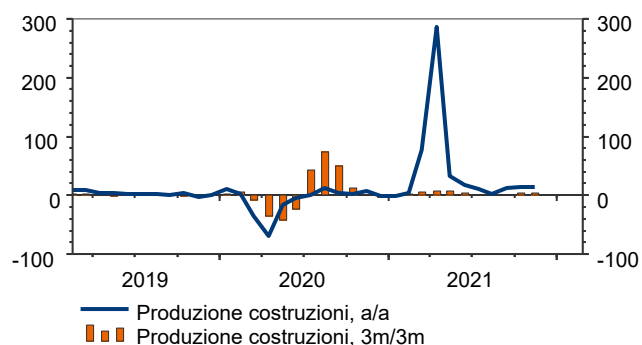


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Le costruzioni si confermano il settore più vivace

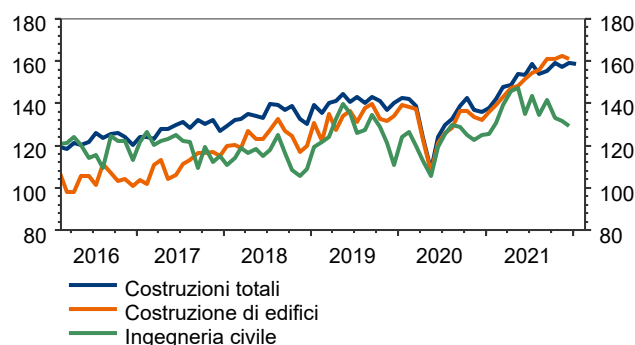
A dicembre la produzione nelle costruzioni è salita di 0,3% m/m, in espansione per il quinto mese consecutivo, il che ha permesso all'edilizia di chiudere il quarto trimestre in crescita di ben 4,2% t/t, in netta accelerazione dallo 0,8% t/t registrato durante i mesi estivi. Nel 2021 l'output nel settore è cresciuto in tutti e quattro i trimestri dell'anno e, se corretto per gli effetti di calendario, è risultato **in aumento del 24,3% rispetto al 2020**. Il recupero registrato lo scorso anno non è però soltanto imputabile al rimbalzo rispetto alla flessione, peraltro più contenuta rispetto ad altri comparti, subita durante l'emergenza sanitaria. **Rispetto ai livelli pre-Covid infatti l'attività è in salita del 15,3% e le indagini congiunturali restano in territorio espansivo**. A gennaio il morale delle imprese operanti nel settore ha registrato una correzione solo modesta, a 158,8 da 159,1 precedente, un livello ancora prossimo al massimo storico di ottobre (159,2) e al di sopra del livello di novembre. Inoltre, il calo è imputabile esclusivamente a una flessione degli ordini nei lavori di costruzione specializzati, a fronte di un maggiore ottimismo sia nella costruzione di edifici che nell'ingegneria civile, dove si registrano inoltre indicazioni particolarmente favorevoli per le attese occupazionali. Anche le indagini della Commissione Europea continuano a dipingere un quadro favorevole per il settore, mentre l'indice PMI delle costruzioni ha toccato un nuovo record storico a gennaio, a 68,2 da 64,4 di dicembre. L'indagine dei direttori degli acquisti ha infatti riportato un'accelerazione di ordinativi e attività **trainati dall'impatto espansivo dei bonus edilizi nel settore residenziale**. **Lo scenario per le costruzioni nel 2022 è atteso rimanere favorevole**, ancora sostenuto dagli incentivi fiscali e dalle infrastrutture programmate nell'ambito del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza.

La produzione nelle costruzioni è cresciuta per quattro trimestri consecutivi nel 2021



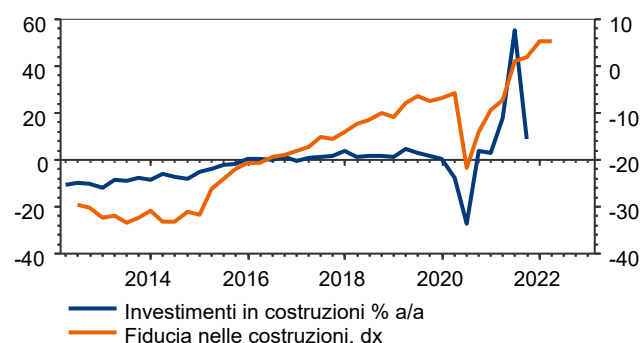
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Il morale nel settore resta su livelli espansivi e prossimi al massimo storico, anche se si nota un minor ottimismo nell'ingegneria civile



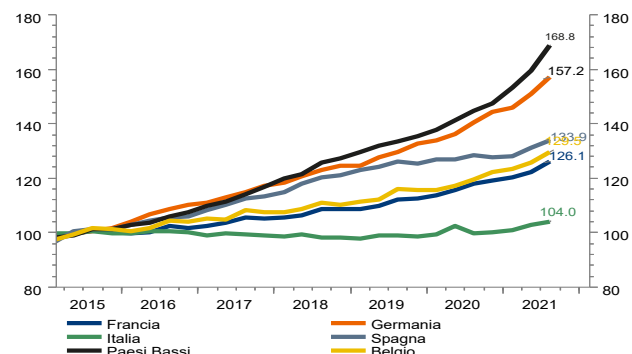
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Gli investimenti in costruzioni dovrebbero crescere ulteriormente nel 2022



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

Nel 3° trimestre è proseguita la ripresa dei valori immobiliari, sia pur su livelli più modesti rispetto agli altri Paesi dell'area euro

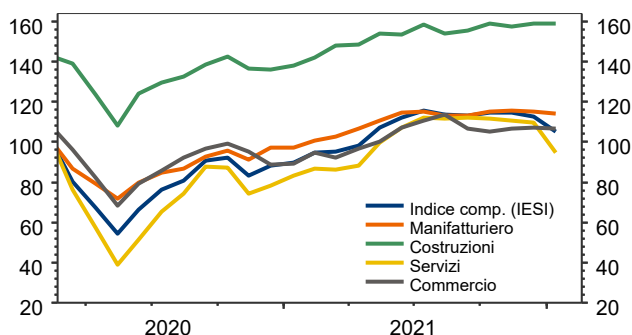


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

A gennaio la forte risalita dei contagi ha pesato sui servizi

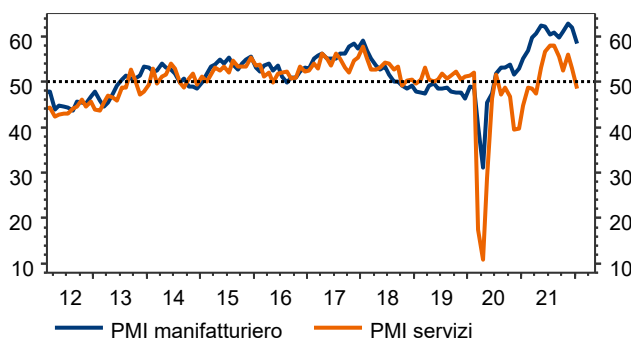
A gennaio, l'indice composito del clima di fiducia delle imprese Istat (IESI) è sceso a 105,4 da 112,7 di dicembre (rivisto da una stima preliminare a 113,1). Si tratta del livello più basso dall'aprile dello scorso anno. Come previsto, **il deterioramento del clima è dovuto ai servizi**, dove il morale delle aziende è crollato da 109,6 a 94,9, segnando il più ampio calo su base mensile dal mese di scoppio della pandemia (marzo 2020). **La flessione della fiducia delle imprese è risultata più lieve nel commercio al dettaglio** (-0,8, a 106,6). Sempre a gennaio, **l'indice PMI dei servizi è tornato su livelli coerenti con una contrazione dell'attività: a 48,5** da 53 di dicembre, sui minimi dallo scorso aprile. **Il deterioramento del morale nei servizi e nel commercio al dettaglio è imputabile alla recrudescenza dei contagi a cavallo d'anno**, che non era ancora stata pienamente incorporata nelle indagini di dicembre. Rispetto a precedenti ondate pandemiche però, anche i settori più esposti al rischio sanitario appaiono meno vulnerabili. **A fronte di un temporaneo calo di attività e ordinativi, le aspettative restano infatti su livelli espansivi, e la crescita dell'occupazione rimane positiva** – un segnale di possibile riaccelerazione dell'attività una volta superato il picco dell'ondata pandemica. È possibile che i servizi abbiano subito una contrazione tra dicembre e gennaio e che l'attività sia rimasta complessivamente fiacca anche nelle prime settimane di febbraio, come suggerito dai dati sulla mobilità personale; un miglioramento dovrebbe registrarsi a partire dalla metà di febbraio e, più significativamente, da marzo. **Il terziario dovrebbe essere rimasto complessivamente debole nel 1° trimestre, ma i servizi dovrebbero tornare a spingere la ripresa a partire dalla primavera.**

Il calo della fiducia delle imprese a gennaio è spiegato soprattutto dai servizi



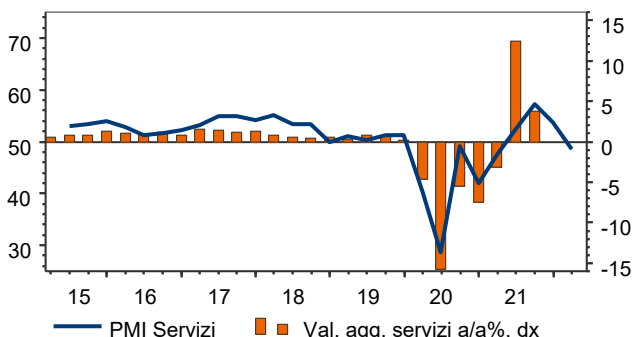
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

L'indice PMI dei servizi è sceso sui minimi da aprile 2021, su livelli coerenti con una contrazione dell'attività



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

L'attività nei servizi dovrebbe essere rimasta debole a inizio 2022



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

La flessione del morale è diffusa a tutti i comparti, ma sono quelli più esposti al rischio sanitario ad essere i più penalizzati

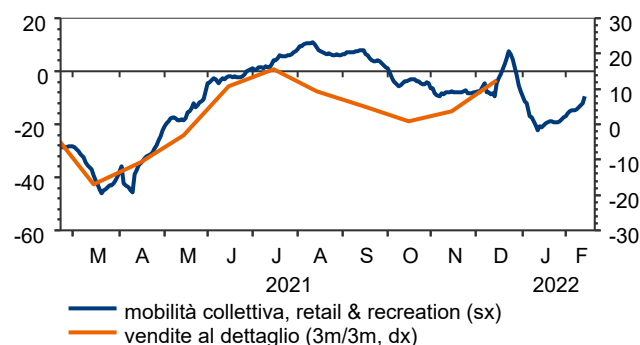


Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Recrudescenza pandemica e rincari hanno frenato i consumi a inizio anno

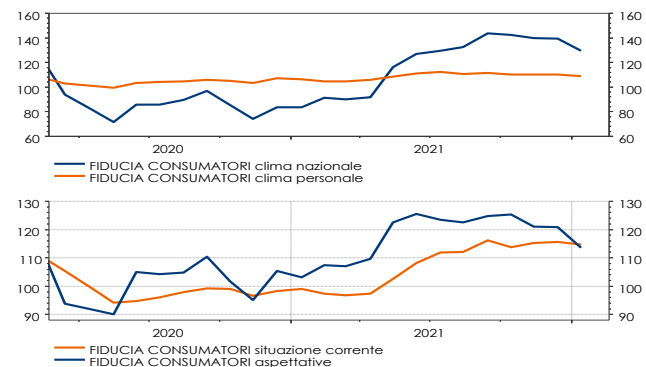
A dicembre le vendite al dettaglio sono tornate a crescere, di 0,9% m/m (0,6% m/m in volume), dopo aver ceduto il -0,4% m/m a novembre. Nel mese il rimbalzo delle vendite risulta diffuso ai beni alimentari (+1,7% m/m da -0,5%) e non-alimentari (+0,3% m/m da -0,1%). **Su base annua, gli acquisti sono in crescita del 9,4%** dal 12,4% del mese precedente (nel 2021 l'aumento rispetto al 2020 è stato pari all'8%). In particolare, sono le vendite di mobili e arredamento a mostrare il maggior dinamismo tendenziale (26,1%) seguito dall'abbigliamento (24,7%) e dai prodotti farmaceutici (22%), ma anche gli altri comparti sono in espansione, ad eccezione degli elettrodomestici (in contrazione solo marginale: -0,1%). **Le vendite chiudono quindi il 4° trimestre in crescita di 1,1% t/t, circa in linea con quanto registrato durante l'estate. È però probabile che nel trimestre finale del 2021 i consumi di contabilità nazionale abbiano frenato in misura ben più marcata**, penalizzati da una dinamica meno vivace nei servizi per via della risalita dei contagi da COVID-19. **Il picco dell'ondata da Omicron è stato raggiunto a gennaio, mese per il quale vediamo una contrazione dei consumi. Nel primo mese dell'anno il morale delle famiglie è sceso a 114,2 da 117,7 precedente: è il calo mensile più ampio da novembre 2020.** La flessione è dovuta principalmente al clima economico nazionale e alle aspettative per il futuro. La situazione economica attesa del Paese è scesa in territorio negativo, ai minimi da un anno, e anche i timori occupazionali sono tornati a salire (è il maggiore aumento mensile da ottobre 2020). Le opportunità attuali di risparmio sono crollate ai minimi da 6 anni (maggior calo congiunturale da settembre 2017). **I prezzi attesi per i prossimi 12 mesi sono saliti ulteriormente da 58,9 a 69,4, nuovo record dal 2000, segnalando come i rincari dei prezzi, soprattutto energetici, rappresentino un importante fattore d'incertezza per i consumatori.**

Il calo della mobilità a cavallo d'anno è coerente con una contrazione delle vendite a inizio 2022



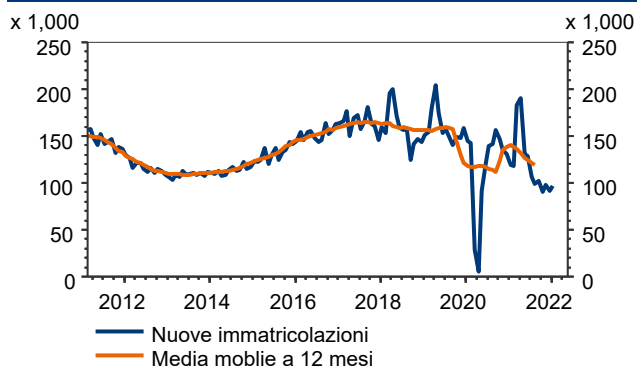
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Google, Refinitiv-Datstream

Il calo del morale dei consumatori a gennaio è dovuto principalmente al clima economico nazionale e alle aspettative



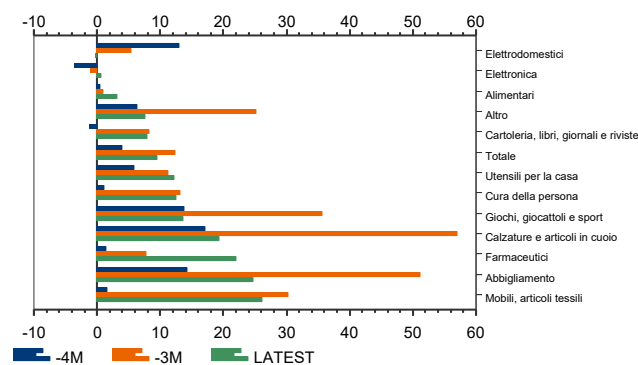
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datstream

I dati sulle immatricolazioni non mostrano ancora segnali di ripresa



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datstream

Le variazioni tendenziali delle vendite al dettaglio mostrano indicazioni di recupero in gran parte dei comparti a fine 2021 rispetto a fine 2020



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

La ripresa occupazione potrebbe frenare temporaneamente

A dicembre il tasso di disoccupazione è calato di un decimo al 9%. La flessione è spiegata da una diminuzione delle persone in cerca di occupazione (-29 mila unità, -1,3% m/m) a fronte di una sostanziale stabilità per occupati (in crescita di solo mille unità) e inattivi (+4 mila). La stagnazione degli occupati nasconde però un aumento dei nuovi contratti a termine (+59 mila) a fronte di un calo per i dipendenti permanenti (-7 mila) e i lavoratori autonomi (-51 mila). I dati di dicembre sembrano dunque confermare le dinamiche registrate nel corso del 2021: **da inizio anno, infatti, sono stati creati 540 mila nuovi posti di lavoro, ma si tratta per l'80% di occupazione temporanea**; gli autonomi sono calati ancora, amplificando le perdite già subite nel 2020. Rispetto ai livelli pre-COVID, gli occupati sono ancora inferiori di 286 mila unità (e solo i dipendenti a termine hanno superato i numeri di febbraio 2020), mentre i disoccupati sono inferiori di 195 mila unità. Il minor numero di persone in cerca di occupazione è però in parte spiegato da un tasso di inattività ancora superiore ai livelli pre-crisi (35,1% vs 34,6%). **Pensiamo che la tendenza al miglioramento del quadro occupazionale possa interrompersi nei primi mesi del 2022, per riprendere solo successivamente. Per la media 2022, vediamo un tasso dei senza-lavoro in linea con il livello di dicembre (9%)**. Le imprese iniziano inoltre anche a lamentare **difficoltà nel reperire manodopera** (anche se in misura più contenuta rispetto alle altre economie europee). Le frizioni tra domanda e offerta potrebbero spiegare il rallentamento dell'occupazione registrato nel 4° trimestre a fronte di un'accelerazione del rientro degli inattivi tra le forze di lavoro.

A dicembre il tasso di disoccupazione è calato al 9%; in diminuzione anche la disoccupazione giovanile



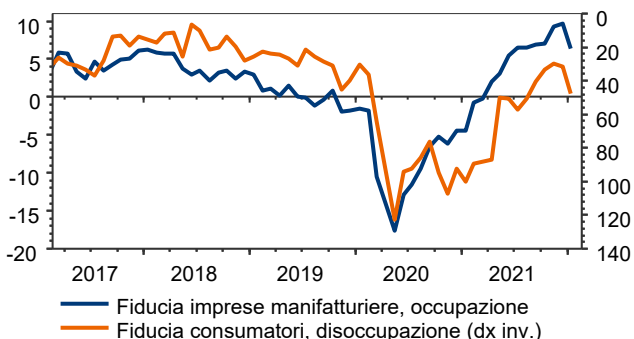
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Calano ancora le persone in cerca di occupazione, stabile il tasso di attività



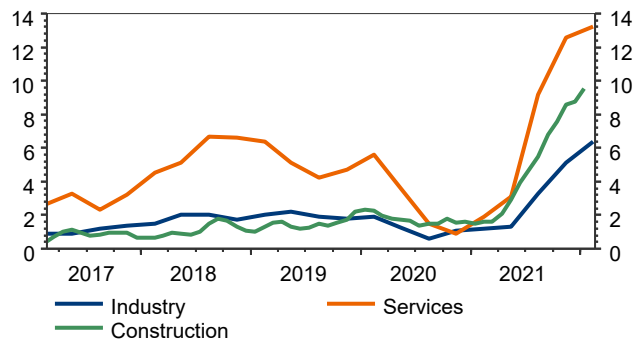
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

La domanda di lavoro da parte delle imprese è ancora positiva...



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

...ma emergono difficoltà nel reperire manodopera

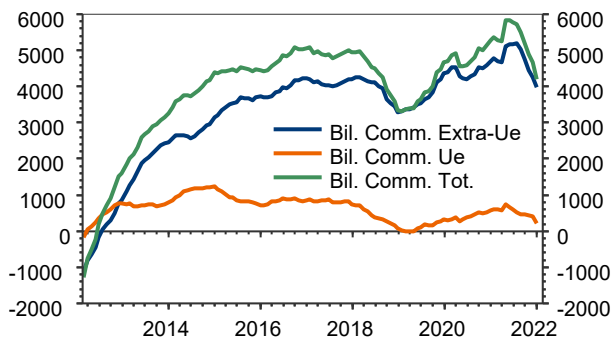


Nota: % di imprese che riportano la carenza di personale come fattore limitante per l'attività; dati interpolati per mancanza di osservazioni nel q2 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Import più vivace dell'export, surplus commerciale in diminuzione

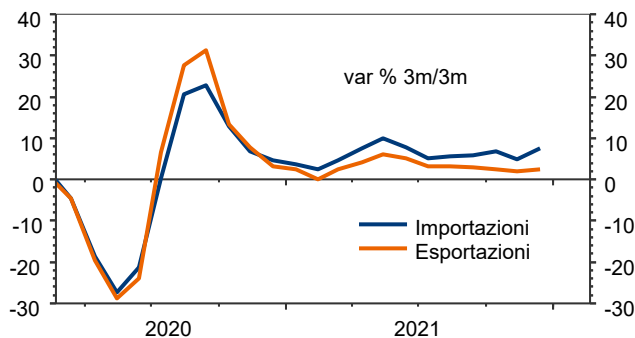
A dicembre i dati sul commercio internazionale di beni hanno registrato una flessione delle esportazioni (-1,1% m/m da +2,7% precedente) a fronte del terzo ampio incremento consecutivo per le importazioni (in accelerazione a +7,5% m/m da +2% di novembre). Il calo dell'export è prevalentemente imputabile alle vendite al di fuori dell'Unione Europea (-2,1% m/m) mentre quelle verso gli altri Paesi UE sono sostanzialmente stagnanti (-0,2% m/m). Il dato sulle esportazioni è penalizzato dall'energia (-13%), al netto della quale il calo è più contenuto (-0,5%). La flessione risulta comunque diffusa anche a beni strumentali (-1,9%), intermedi (-0,9%) e di consumo durevoli (-0,5%). Solo i beni di consumo non durevoli registrano un incremento congiunturale (+1,3%). A trainare le importazioni sono invece i beni strumentali (+25,5%) e durevoli (+11,7%). Le importazioni di energia sono però in aumento solo marginale (+0,4%), al netto del quale l'import è in crescita di un più ampio 8,7%. A dicembre il saldo commerciale si è ridimensionato a 1.103 milioni di euro (6.790 milioni un anno prima) e **nel complesso del 2021 è sceso a 50,4 miliardi da 63,3 del 2020; al netto dell'energia il surplus è invece aumentato a 89,5 miliardi dagli 85,7 miliardi del 2020. Nel 4° trimestre le importazioni sono cresciute a ritmi decisamente più vivaci rispetto alle esportazioni** (7,5% contro 2,4% t/t) e i dati su volumi e valori medi unitari suggeriscono che tali dinamiche non siano spiegate esclusivamente dal rincaro dei prezzi all'import. Perciò, come già evidenziato dall'Istat in occasione della stima preliminare dei dati di contabilità nazionale, **il canale estero dovrebbe aver fornito un contributo negativo alla crescita del PIL a fine 2021**. Su base tendenziale l'export è in crescita del 16,2% mentre l'import è in salita del 37,2%; nel corso del 2021 le esportazioni sono cresciute in media del 18% rispetto al 2020 mentre le importazioni sono in aumento del 24,9%.

Rallenta ancora l'avanzo commerciale, sui minimi da oltre due anni



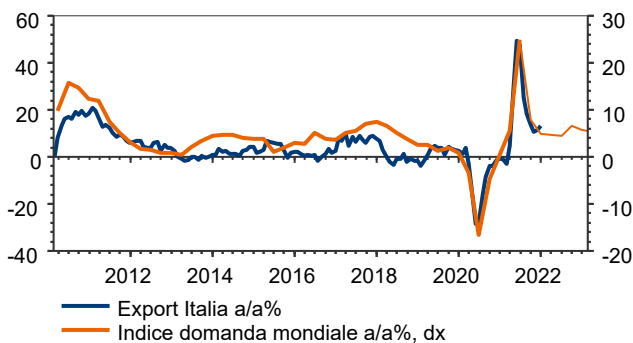
Fonte: Refinitiv-Datastream

Per tutto il 2021 le importazioni sono risultate decisamente più vivaci rispetto alle esportazioni



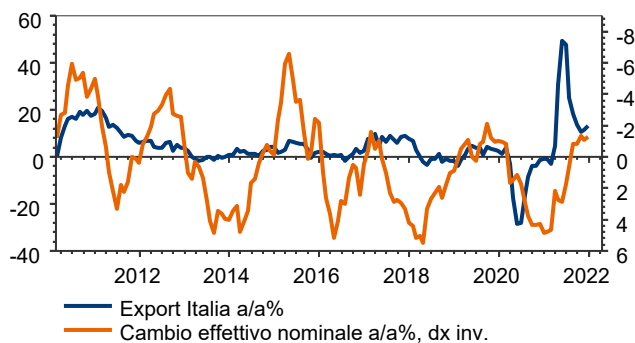
Fonte: Refinitiv-Datastream

La ripresa della domanda globale dovrebbe comunque sostenere le esportazioni nel 2022...



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

...complice anche una dinamica valutaria favorevole

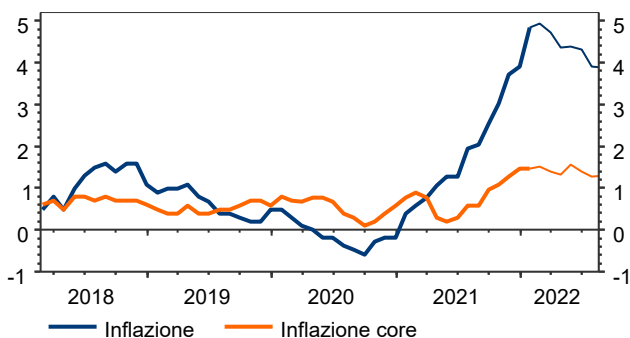


Fonte: Refinitiv-Datastream

L'inflazione continua a sorprendere al rialzo

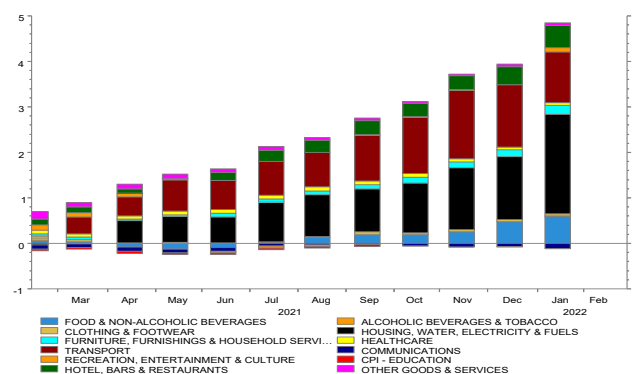
I prezzi al consumo hanno sorpreso ancora al rialzo a gennaio, spingendo l'inflazione calcolata sulla base dell'indice NIC al 4,8% a/a da 3,9% di dicembre, e quella armonizzata al 5,1% a/a (massimo da quando esiste la serie storica) da 4,2% precedente. Un contributo decisivo è venuto dagli aumenti delle tariffe di luce e gas: i beni energetici regolamentati hanno fatto segnare un record storico a 43,8% m/m e 94,6% a/a. Si nota però un'accelerazione della dinamica anche per gli alimentari (1,6% m/m, 3,4% a/a da 2,6% a/a precedente), che risentono anch'essi dei maggiori costi di produzione, e i servizi ricettivi e di ristorazione (1,5% m/m, 4,3% a/a da 3,5% a/a). **La componente di fondo (sul NIC), al netto di alimentari freschi ed energia, con un incremento dei listini dello 0,4%, è rimasta stabile all'1,5% a/a.** Lo scenario d'inflazione in Italia, come nel resto dell'Eurozona, rimane ampiamente incerto e dipendente sia dalla dinamica dei prezzi energetici che dal grado di trasferimento dei maggiori costi produttivi ai consumatori finali. Nel nostro scenario centrale l'inflazione *headline* potrebbe toccare un picco nel mese di febbraio, prima di iniziare a diminuire gradualmente a partire dalla primavera. L'indice dei prezzi al consumo non scenderebbe sotto il 4% prima della seconda metà dell'anno; sarà necessario nelle nostre stime attendere l'inizio del 2023 prima di vedere un CPI sotto la soglia del 2%. **L'inflazione italiana in media d'anno nel 2022 potrebbe quindi aggirarsi intorno al 4% (l'inflazione acquisita a gennaio è pari a 3,4%), dall'1,9% registrato nel 2021.**

L'inflazione accelera a gennaio; resterà elevata per tutto il 2022



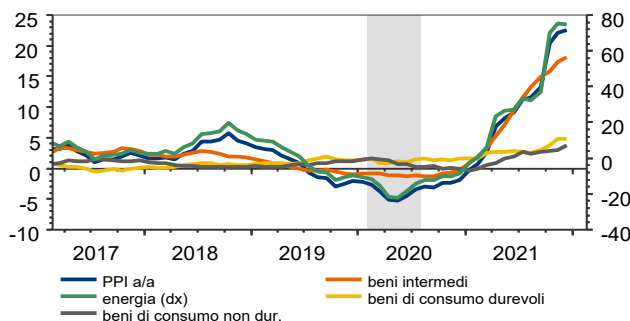
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

È ancora l'energia a infiammare l'inflazione...



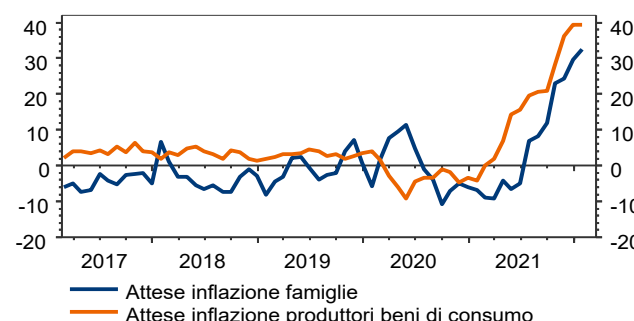
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

...e il forte incremento dei prezzi alla produzione spinge le imprese a trasferire i maggiori costi ai prezzi al consumo



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

Le indagini confermano la volontà delle imprese di aumentare i prezzi; crescono le preoccupazioni delle famiglie sui rincari



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

Mutui casa in crescita ai massimi da dieci anni

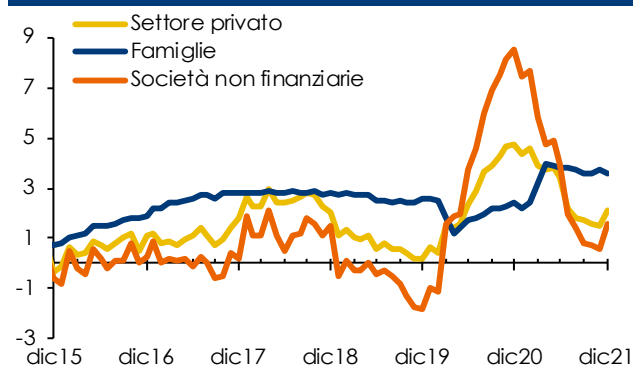
A fine 2021 la crescita dei prestiti alle società non-finanziarie ha visto un moderato rimbalzo a +1,6% a/a dopo il rallentamento fino al +0,6% di novembre. Il cambio di passo è avvenuto in concomitanza con un riavvio dei prestiti a breve termine che negli ultimi due mesi del 2021 hanno segnato flussi netti positivi e un tasso di variazione dello stock risalito rapidamente al -2% di dicembre, dal -20% di giugno. Si conferma la crescita robusta dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, del 4,7%, ai massimi da fine 2011. Secondo le anticipazioni ABI, il 2022 si è aperto a un ritmo ancora moderato per i finanziamenti complessivi al settore privato, del +1,8% a/a, e del +1,9% per l'aggregato più ristretto dei prestiti a famiglie e imprese, dal +2,6% di dicembre 2021.

Elisa Coletti

A fine 2021 **la crescita dei prestiti alle società non-finanziarie ha mostrato un moderato rimbalzo a +1,6% a/a dopo il progressivo rallentamento fino al +0,6% di novembre**, che rappresentava il minimo dall'inizio della crisi pandemica a marzo 2020. **L'interruzione del rallentamento e l'eventuale cenno di svolta risultano coerenti con l'andamento già emerso nell'area euro** dove il pavimento del ciclo risulta essere stato superato e da settembre 2021 si è registrato un graduale recupero della crescita, a +3,4% a/a a dicembre dal minimo di questa fase segnato ad agosto (+1,3%). Tra i principali paesi dell'area, la Germania si conferma trainante (+5,2% a dicembre).

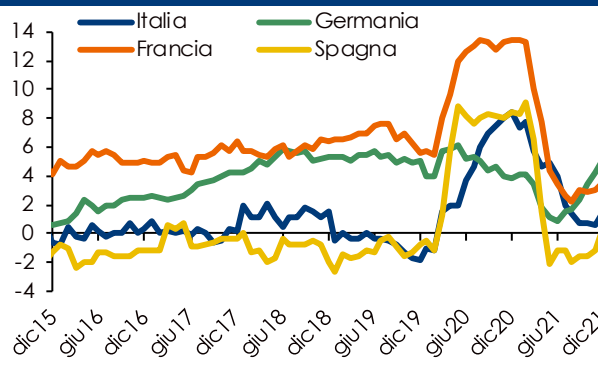
E' interessante notare che il cambio di passo è avvenuto in concomitanza con un **riavvio dei prestiti a breve termine** che negli ultimi due mesi dell'anno hanno segnato flussi netti positivi per un totale di 8,5 miliardi. Inoltre, il tasso di variazione dello stock di prestiti a breve, seppur ancora negativo, è risalito rapidamente dal -20% di giugno al -2% di dicembre. Al contempo, **il forte rallentamento dei prestiti a medio-lungo alle società non-finanziarie sembra essersi interrotto**, col +1,2% a/a a dicembre, dopo un minimo di +0,7% a novembre dal +21% del 1° bimestre 2021.

Prestiti al settore privato residente in Italia, dati corretti per le cartolarizzazioni e al netto delle controparti centrali (var. % a/a)



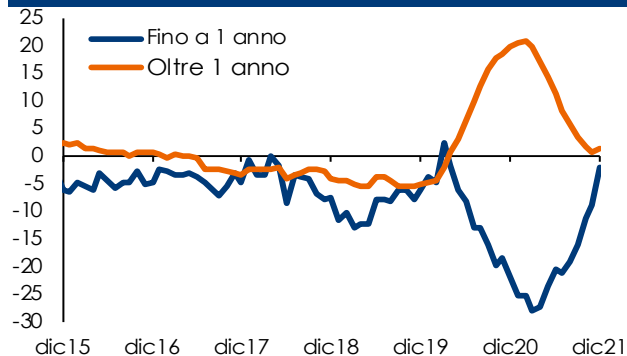
Fonte: Banca d'Italia

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



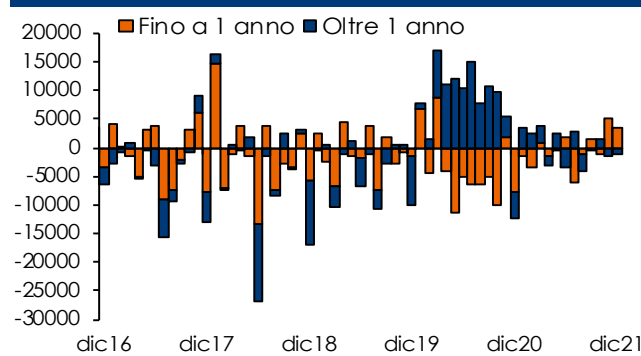
Fonte: BCE

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



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

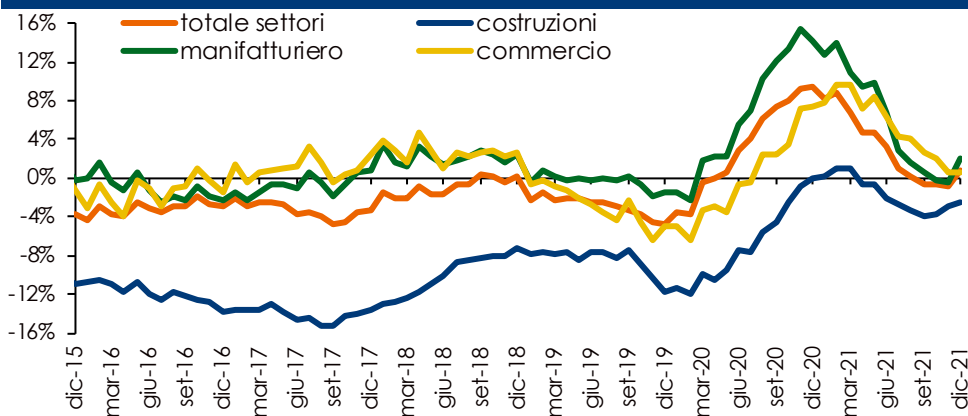
Flussi mensili di prestiti a società non-finanziarie per durata, dati non corretti per le cartolarizzazioni (EUR mln)



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I dati per macro-settori di attività economica indicano che **il recupero di fine 2021 è da ascrivere ai prestiti alle imprese manifatturiere, tornati in crescita a dicembre, del +2,0%, dopo due mesi lievemente in negativo** (-0,4% a novembre, da ritmi del +13 e +14% a inizio 2021, dati riferiti ai prestiti escluse le sofferenze). **I prestiti al commercio hanno interrotto la fase di rallentamento, confermando la lieve crescita**, di +0,6% a/a già registrata a novembre. **Per i prestiti alle costruzioni si è osservato un altro calo, il nono consecutivo, ma più contenuto** dei cinque mesi precedenti, del -2,5% a/a rispetto al -3,9% di settembre. Nel complesso, l'aggregato dei **prestiti a società non-finanziarie e famiglie produttrici** (in breve, le imprese) è tornato lievemente in aumento, dello 0,7% a/a a fine 2021, dopo tre mesi in lieve riduzione in media del -0,7%.

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



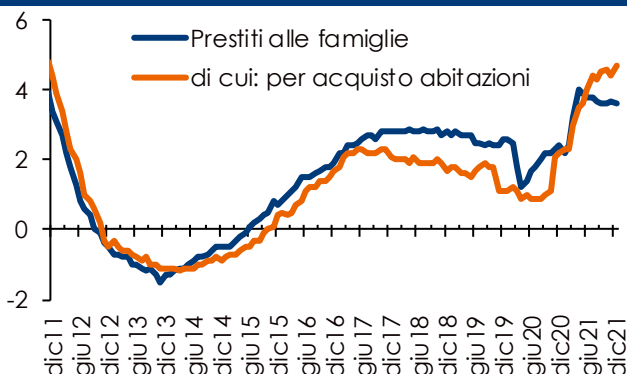
Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

A fine 2021 è proseguita la crescita robusta dei prestiti alle famiglie, pari a +3,7% a/a come a novembre. La dinamica resta trainata dai **mutui per l'acquisto di abitazioni, che a dicembre hanno segnato una variazione del 4,7% a/a**, ai massimi da novembre 2011 e in lieve accelerazione rispetto a tre mesi prima (4,5% a settembre), confermando il progressivo rafforzamento del trend tracciato lungo tutto il 2021. A consuntivo, in termini assoluti, nel 2021 l'aumento dello stock è stato pari a 18,6 miliardi, un importo che si distanzia notevolmente da quello osservato negli anni più recenti, più che doppio degli 8,4 miliardi del 2020 e triplo rispetto a una media di 6 miliardi dal 2015 al 2019. Sugli aumenti netti degli ultimi due anni potrebbero aver influito le moratorie, sebbene quelle concesse alle famiglie nel complesso e quelle specifiche sui mutui prima casa siano state relativamente contenute (47 miliardi in essere a inizio 2021 per le prime, che riguardano anche le famiglie produttrici, scesi a 19 a fine giugno e a 6 al 31 dicembre; 7 a inizio 2021, 4 a metà anno e 1 alla fine quelle su mutui prima casa).

Comunque, i flussi lordi di prestiti per nuovi contratti di mutuo mostrano chiaramente che la crescita è stata sostanziale, non dettata da sospensione delle rate di rimborso. Infatti, **nel 2021 il flusso lordo totale di nuovi contratti di mutuo ha raggiunto quasi 65 miliardi, il massimo** da quando -il 2015- tali dati sono disponibili. Rispetto al 2020, anno in cui i flussi per nuovi contratti sono risultati resilienti nonostante la pandemia, l'aumento è stato di 11,7 miliardi. A confronto con gli anni pre-Covid19 2016-19, l'incremento è stato di 12,5 miliardi.

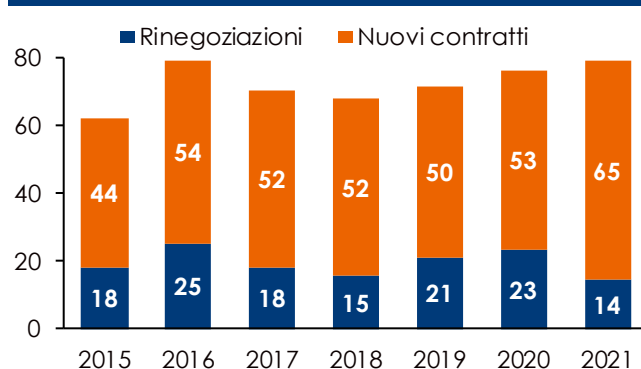
La dinamica delle erogazioni per nuovi contratti, tuttavia, è andata rallentando nel corso del 2° semestre 2021 e **in particolare nell'ultimo trimestre, chiudendo l'anno con una crescita del 3% a/a**. Ciò si confronta con le variazioni a due cifre di gran parte dei mesi del 2021, in particolare da marzo a settembre, quando il volume di erogazioni per nuovi contratti ha superato del 39,7% quello realizzato nello stesso periodo del 2020, che differiva solo marginalmente dall'importo dello stesso arco temporale del 2019 (+39,2% il periodo in oggetto del 2021 su quello del 2019).

Andamento dei prestiti alle famiglie, di cui quelli per acquisto di abitazioni (var. % a/a dello stock)



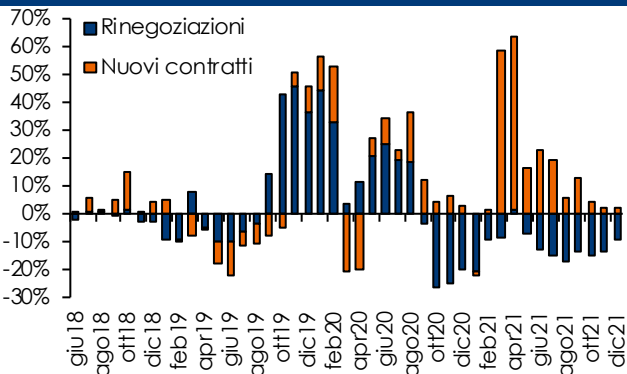
Fonte: BCE

Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, flussi lordi annuali distinti fra rinegoziazioni e nuovi contratti (EUR mld)



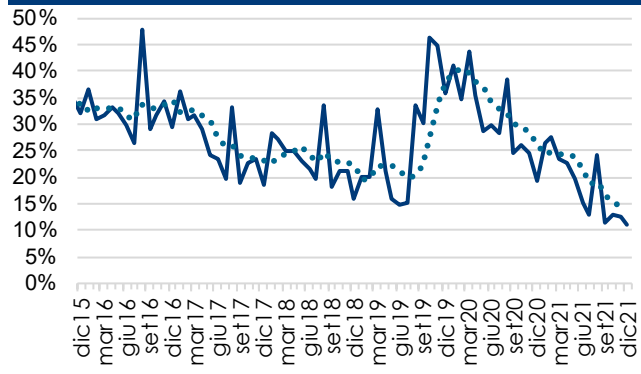
Fonte: BCE, elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

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



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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

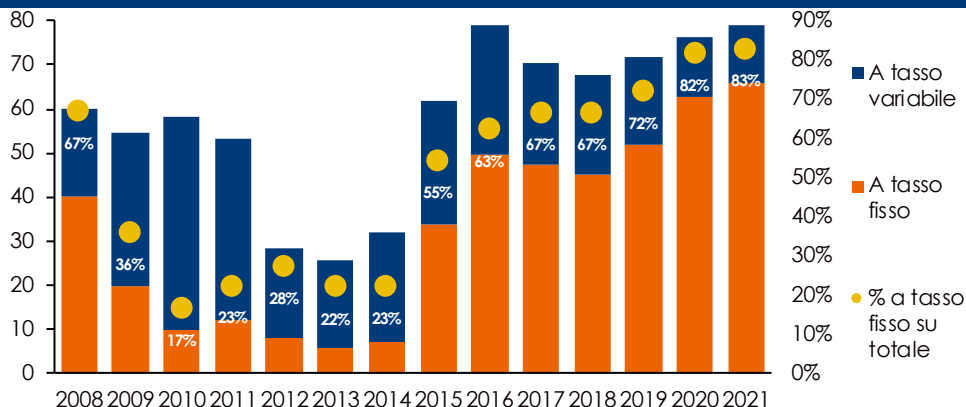


Fonte: BCE ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

D'altro canto, **nell'intero 2021 il volume delle rinegoziazioni ha registrato il minimo dal 2015**, pari a 14,3 miliardi. Le rinegoziazioni nel complesso del 2021 sono risultate in calo del 38,6% a/a, chiudendo l'anno a -46,6%, a seguito del fisiologico ridimensionamento del numero di contratti potenzialmente oggetto di surroga. Di conseguenza, il **flusso lordo complessivo** (comprensivo di rinegoziazioni e nuovi contratti) da agosto è tornato in calo, registrando a dicembre una variazione del -6,6% a/a, in quanto l'andamento positivo delle erogazioni per nuovi contratti non è stato sufficiente a controbilanciare la considerevole flessione delle rinegoziazioni.

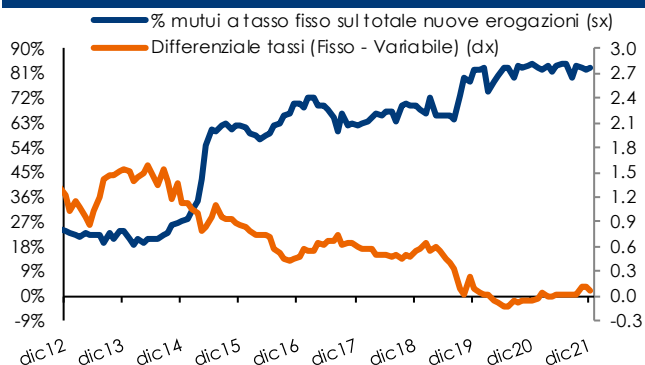
Quanto alle **erogazioni per tipo di tasso**, alla luce della riduzione del flusso complessivo osservata da agosto e della continua caduta delle rinegoziazioni, **quelle a tasso fisso sono rimaste in calo**. Dopo cinque mesi di aumento da marzo a luglio, nei successivi cinque il segno della variazione annua si è invertito e le operazioni a tasso fisso hanno chiuso il 2021 in calo del 7,9% a/a. **In termini di consuntivo dell'intero 2021, le erogazioni a tasso fisso** (incluse le rinegoziazioni) **hanno raggiunto il massimo** della serie storica disponibile sia in termini di volume, pari a quasi 66 miliardi e con un aumento del 5,1% sul 2020, sia di quota sul totale, salita a 83% da quella già elevata dell'82% del 2020. Si pensi che nel 2010 solo il 16% delle erogazioni lorde erano a tasso fisso. Di converso, anche nell'anno 2021 **le erogazioni a tasso variabile si sono ridotte**, sebbene soltanto del 3,6%, chiudendo a dicembre nel segno di una stabilità, dopo i forti cali subiti in precedenza.

Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, flussi lordi annuali a tasso fisso e variabile (EUR mld)



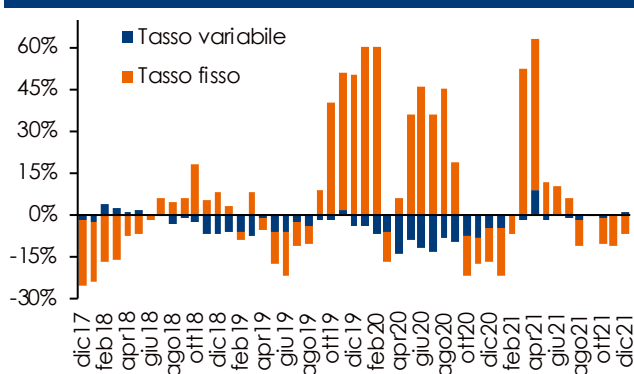
Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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

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



Fonte: Banca d'Italia

In conclusione, anche **la crescita dei prestiti al settore privato ha chiuso il 2021 in recupero**, a +2,1% a/a dopo 4 mesi di variazioni inferiori al 2% (1,5% a/a a novembre, dati al netto delle controparti centrali e corretti per le cartolarizzazioni). Secondo le anticipazioni ABI, **il 2022 si è aperto all'insegna di un ritmo ancora moderato**, del +1,8% a/a per i prestiti complessivi al settore privato, e del +1,9% **per l'aggregato più ristretto dei prestiti a famiglie e imprese**, dal +2,6% di dicembre 2021.

A fine 2021, ancora afflussi record sui conti correnti delle imprese

Anche i depositi bancari hanno registrato un moderato rimbalzo del tasso di crescita a fine 2021, risalito a 6,9% a/a. Tuttavia, secondo le anticipazioni ABI, il rallentamento dovrebbe essere ripreso a inizio 2022. La crescita resta trainata dai conti correnti, che a dicembre hanno segnato un nuovo record di afflusso, pari a 47,5 miliardi. Il risultato eccezionale va ascritto ancora una volta ai conti correnti delle società non-finanziarie, ma anche quelli delle famiglie hanno visto un afflusso mensile molto rilevante. Il rimbalzo dei depositi ha determinato un analogo recupero della crescita della raccolta complessiva da clientela che a fine 2021 è risalita al 5,7% già osservato a settembre e ottobre, dal +4,9% di novembre. Secondo le anticipazioni ABI, a gennaio 2022 la dinamica ha rallentato sensibilmente, di 1,5 punti rispetto alla crescita di fine 2021.

Elisa Coletti

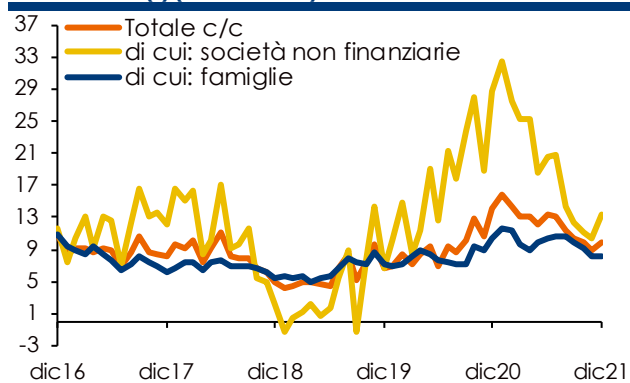
A dicembre 2021, anche per i depositi bancari si è registrato un moderato rimbalzo del tasso di crescita, risalito a 6,9% a/a dal 6,2% di novembre, dopo la fase di rallentamento delineatasi nel corso del 2021 e che dovrebbe riprendere a inizio 2022. **Secondo le anticipazioni ABI, infatti, a gennaio il ritmo dei depositi dovrebbe essersi ridotto a 5,1% a/a.**

L'andamento segue quello dei **conti correnti il cui tasso di variazione ha recuperato 1 punto percentuale a fine 2021, passando da 8,7% di novembre a 9,7% a/a. Sorprendentemente, dicembre ha registrato un nuovo record di liquidità affluita sui conti correnti, pari a complessivi 47,5 miliardi.** Il risultato eccezionale va ascritto ancora una volta ai conti correnti delle società non-finanziarie, che a dicembre hanno raccolto la cifra di ben 26,8 miliardi ed hanno registrato un tasso di crescita del 13,3% a/a, a due cifre per il ventunesimo mese consecutivo. Pertanto, il cumulato da inizio anno ha superato i 49 miliardi, dopo la cifra record di quasi 83 mld nel 2020.

Un andamento simile si osserva per i conti correnti delle famiglie, il cui tasso di crescita è risultato pari a 8,1%, in linea con novembre, con un afflusso mensile di oltre 23,4 mld. Su base cumulata, **l'aumento dei conti correnti delle famiglie è stato di quasi 69 mld nel 2021**, un ammontare rilevante dopo i circa 80 mld del 2020.

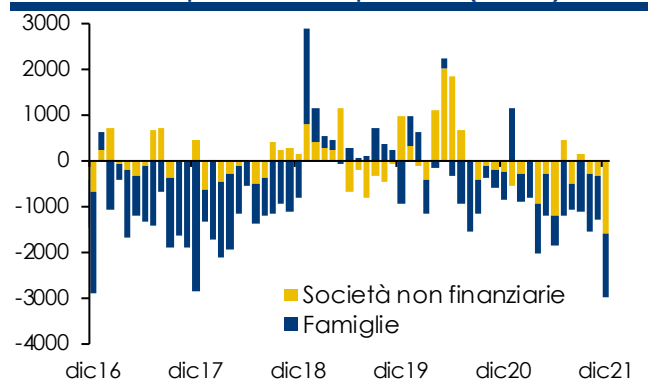
All'opposto, è proseguito il **calo a due cifre dei depositi con durata prestabilita** che hanno registrato un peggioramento a -18,5% a/a dal -17,2% di novembre e un deflusso mensile di quasi 3 miliardi, suddiviso in quote circa uguali tra famiglie e società non-finanziarie.

Conti correnti (*) (var. % annua)



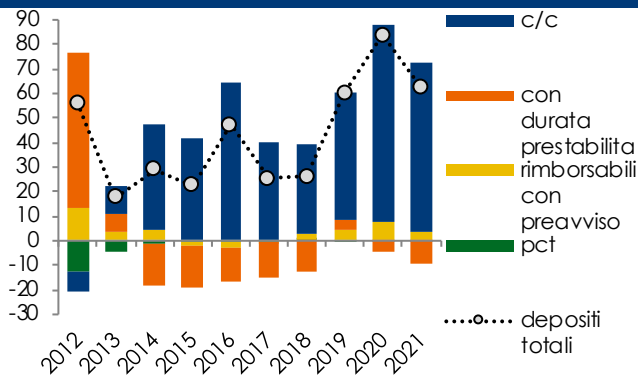
Nota: (*) dati riferiti alle passività delle IFM italiane verso residenti nell'area euro. Fonte: BCE

Flussi mensili di depositi con durata prestabilita (EUR mln)



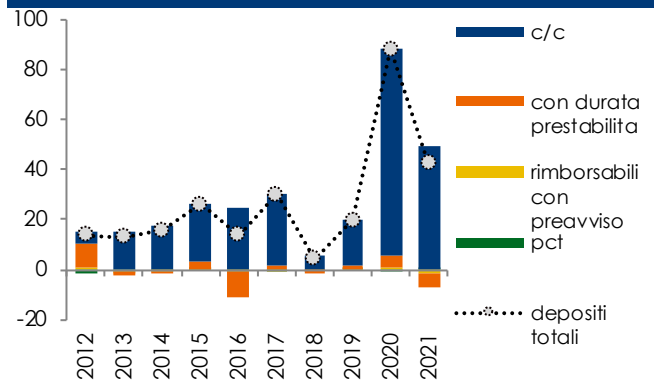
Fonte: BCE

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



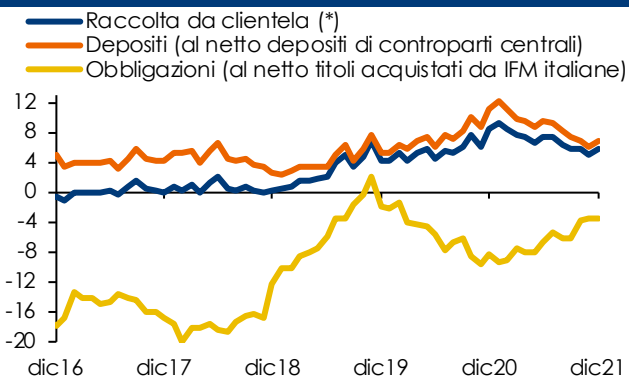
Fonte: BCE ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Anche lo **stock di obbligazioni bancarie** è rimasto in contrazione, sebbene meno intensa nel 4° trimestre rispetto al resto dell'anno, pari a -4,4% a dicembre dopo due mesi a -3,7%. Le stime ABI per gennaio 2022, col -3,5% a/a, confermano il calo più contenuto.

Il rimbalzo dei depositi ha determinato un analogo **recupero della crescita della raccolta complessiva da clientela, che a fine 2021 è risalita al 5,7% già osservato a settembre e ottobre**, dal +4,9% di novembre. Secondo le anticipazioni ABI, **a gennaio 2022 la dinamica ha rallentato sensibilmente, di 1,5 punti rispetto alla crescita di fine 2021.**

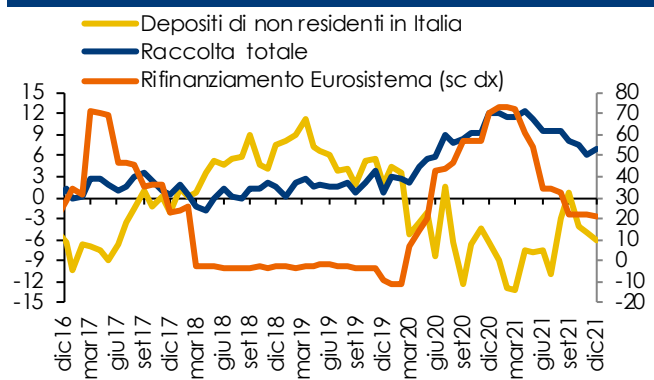
Per quanto riguarda l'aggregato della raccolta totale, gennaio ha registrato un tasso di variazione del 6,9% a/a, anch'esso in recupero dal 6,2% del mese precedente.

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