

La Bussola dell'Economia Italiana

Direzione Studi e Ricerche

Luglio 2022

IMI

CORPORATE &
INVESTMENT
BANKING

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

Le elezioni anticipate configurano un ulteriore elemento di incertezza
Sintesi della previsione macroeconomica
La produzione industriale torna a calare dopo tre mesi di crescita
Le indagini manifatturiere segnalano rischi al ribasso nel 2° semestre
Le costruzioni restano in crescita, con qualche segnale di minor vivacità
Servizi ancora in espansione ma iniziano a rallentare
I consumi hanno tenuto meglio del previsto sinora, ma i rischi sono al ribasso
Il mercato del lavoro fiene, ma la domanda di occupazione rallenta
Lo shock energetico pesa sul saldo commerciale
Inflazione ai massimi da 36 anni

Tendenze del settore bancario

Ripresa dei prestiti alle società non-finanziarie trainata dal breve termine
Più moderata la crescita dei depositi

Luglio 2022

2	
2	
4	
5	Nota Mensile
6	
7	Direzione Studi e Ricerche
8	
9	
10	Paolo Mameli
11	Economista Macro Italia
12	
12	Andrea Volpi
	Economista
13	
13	Elisa Coletti
16	Economista Banche

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Le elezioni anticipate configurano un ulteriore elemento di incertezza

Paolo Mameli

La prospettiva di elezioni anticipate il 25 settembre implica rischi di mancata approvazione della Legge di Bilancio entro fine anno, nonché di ritardi non tanto nel rispetto delle scadenze formali previste dal PNRR, quanto nella capacità di spesa effettiva dei fondi europei. Nel frattempo, la collaborazione tra i partiti della ex maggioranza sarà fondamentale per consentire una risposta tempestiva ed efficace alle emergenze inflattiva ed energetica.

- **Le prossime elezioni generali in Italia si terranno il 25 settembre**, ovvero circa sei mesi prima della scadenza naturale della legislatura. La prima riunione del nuovo Parlamento è fissata per il 13 ottobre. I tempi per l'insediamento di un nuovo Governo dipenderanno dal risultato elettorale: negli ultimi 15 anni, sono intercorsi dai 25 ai 90 giorni tra la data delle elezioni e il giuramento del nuovo esecutivo (necessari a eleggere i presidenti di Camera e Senato, formare i gruppi parlamentari e, successivamente, consentire al Presidente della Repubblica di aprire le consultazioni formali con i partiti politici per conferire l'incarico a un candidato Presidente del Consiglio, e per il presidente incaricato di verificare la possibilità di ottenere la maggioranza dei voti in Parlamento e formare la compagine ministeriale). In sostanza, **difficilmente si avrà un Governo nella pienezza dei suoi poteri prima di inizio novembre**.
- **Nel frattempo, il Governo Draghi resta in carica per il disbrigo degli "affari correnti"**. Tale perimetro è abbastanza ampio: in linea generale, si ritiene che un Governo dimissionario non possa esprimere un indirizzo politico, e debba quindi limitarsi ad assicurare una continuità con la precedente amministrazione; l'eccezione è rappresentata da atti urgenti o necessari al rispetto degli impegni presi a livello internazionale. In altri termini, l'esecutivo potrà emanare decreti-legge se dettati da casi di urgenza, esaminare i relativi disegni di conversione, e adottare i disegni di legge di ratifica dei trattati perché adempimenti ad obblighi internazionali. È anche prevista una procedura di convocazione delle Camere in caso di necessità di conversione di decreti urgenti.
- Più nello specifico, **l'ampiezza del raggio di azione del Governo dimissionario dipende dagli accordi tra le principali forze politiche**. Nella dichiarazione dopo la firma del decreto di scioglimento delle Camere, il presidente Mattarella ha chiesto ai partiti ampia collaborazione su quattro fronti: la gestione dell'emergenza inflattiva e energetica, la collaborazione a livello europeo e internazionale per fronteggiare la crisi geopolitica indotta dalla guerra della Russia contro l'Ucraina, il rispetto dei tempi di attuazione concordati nel Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza, e la prosecuzione delle azioni di contrasto alla pandemia. Le forze parlamentari sembrano aver risposto all'appello con le quattro pagine che definiscono i prossimi lavori della Camera, approvate dalla conferenza dei capigruppo.
- In sintesi, **potranno essere approvati nelle prossime settimane**: un nuovo Decreto-Aiuti per contrastare gli effetti dei rincari delle materie prime su famiglie e imprese, atteso valere 10 miliardi (dopo i 33 mld che sono stati già approvati nell'ultimo anno), che però non conterrà, a differenza di quanto previsto in precedenza, le norme sul salario minimo; uno stralcio della legge sulla concorrenza (dalla quale saranno espunte almeno le norme riguardanti i taxi); i decreti attuativi delle leggi delega già approvate dal Parlamento, finalizzati al rispetto delle scadenze incluse nel PNRR; tutti gli eventuali nuovi interventi urgenti in tema di emergenza inflattiva, pandemica o di gestione della crisi internazionale (su cui converga il consenso delle principali forze politiche).
- I principali **rischi** di questa situazione "di transizione" sono due:
 - **Processo di bilancio**: il Governo uscente potrebbe predisporre la Nota di Aggiornamento al DEF attesa entro fine settembre, contenente però solo il quadro tendenziale di aggiornamento dei conti pubblici; la Legge di Bilancio dovrà essere predisposta dal nuovo esecutivo, e pertanto non sarà possibile rispettare la scadenza di metà ottobre per l'invio al Parlamento e alla Commissione Europea; sarà anche assai arduo rispettare la scadenza di approvazione della manovra finanziaria entro fine anno: ciò significa che

alla parte iniziale del prossimo anno potrebbe essere applicato l'"esercizio provvisorio"¹ ovvero una distribuzione di entrate e spese in base al dato storico dei precedenti esercizi finanziari; non si tratterebbe di una situazione inedita, né ingestibile, purché un nuovo esecutivo approvi in tempi rapidi una Legge di Bilancio che entri in vigore nelle prime settimane del nuovo anno;

- **Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza:** in teoria, c'è il rischio di perdere la rata dovuta per il completamento delle 55 condizioni incluse nel PNRR da soddisfare entro la fine dell'anno (19 miliardi di euro); tuttavia, la decisione dell'UE sull'erogazione dei fondi è in qualche modo "discrezionale": perché le risorse vengano erogate, potrebbe essere sufficiente che venga raggiunta una ragionevole maggioranza delle condizioni richieste; inoltre, la decisione finale è presa dal Consiglio UE, che potrebbe tenere in considerazione le difficoltà "oggettive" causate dalle elezioni anticipate, concedendo eventualmente maggiore tempo (in misura "ragionevole") per il conseguimento degli obiettivi (nel caso in cui l'esecutivo mostri una chiara intenzione e un piano credibile per realizzarli in tempi brevi); inoltre, la buona volontà mostrata in tal senso dalle forze politiche indica che è possibile che sia consentito al Governo uscente di implementare gli atti necessari al rispetto delle scadenze previste dal Piano; a nostro avviso, il rischio maggiore, più che di perdere i fondi europei, sta nella capacità di attuazione, soprattutto per quanto riguarda i progetti che coinvolgono le amministrazioni locali: già oggi, sembrano esserci ritardi nella spesa effettiva, a causa soprattutto di problemi di coordinamento tra enti territoriali e governo centrale; tali rischi potrebbero aumentare in assenza di un esecutivo nella pienezza dei suoi poteri.

¹ Ai sensi dell'articolo 81 della Costituzione italiana, il Parlamento, qualora non sia riuscito ad approvare il bilancio preventivo prima dell'inizio dell'anno finanziario, autorizza il Governo ad applicare il progetto di bilancio non ancora approvato, cioè a riscuotere le entrate e a pagare le spese secondo il progetto. Tale autorizzazione può durare al massimo quattro mesi (quindi massimo fino al 30 aprile). Normalmente l'autorizzazione prevede che le spese possano essere effettuate, per ciascun capitolo, nella misura di tanti dodicesimi quanti sono i mesi dell'esercizio provvisorio (1/12 se è un mese, 2/12 se è due mesi ecc.); solo alle spese obbligatorie non si applica questo limite.

Sintesi della previsione macroeconomica

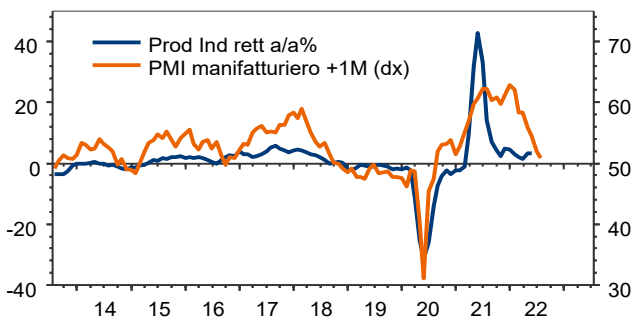
	2021	2022p	2023p	2021		2022			2023				
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	6.6	3.0	1.6	4.0	6.4	6.2	3.9	1.3	0.9	1.2	1.4	1.8	1.9
- var.ne % t/t				2.6	0.7	0.1	0.4	0.1	0.2	0.4	0.5	0.5	0.4
Consumi delle famiglie	5.2	2.8	2.2	2.8	0.0	-0.8	0.8	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.3
Consumi pubblici	0.6	0.6	0.7	-0.1	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
Investimenti fissi	17.0	9.9	4.1	2.5	3.1	3.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.0
Investimenti in macchinari	13.0	6.2	4.1	3.7	1.9	2.0	-0.5	0.9	0.9	1.0	1.3	1.4	1.3
Investimenti in trasporti	10.2	0.5	2.9	-13.8	4.3	6.5	-2.5	0.7	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
Investimenti in costruzioni	22.2	14.6	4.3	3.4	4.2	5.5	2.5	1.2	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
Esportazioni	13.4	7.8	3.4	4.4	0.2	3.5	0.5	0.5	0.5	1.5	1.0	0.6	0.7
Importazioni	14.3	12.0	4.1	2.7	4.4	4.3	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0	0.7	0.7
Contr. % PIL													
Commercio estero	0.0	-1.1	-0.2	0.6	-1.2	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
Domanda finale interna	6.3	3.7	2.3	2.1	0.7	0.3	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4
Var. scorte	0.3	0.4	-0.5	-0.1	1.3	0.0	-0.1	-0.2	-0.1	-0.3	0.0	0.0	-0.1
Affività produttiva													
Produzione industriale	11.7	0.3	1.1	1.2	0.5	-0.6	1.0	-2.0	0.2	0.4	0.9	0.8	0.8
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	1.9	6.8	2.9	2.2	3.5	5.7	6.9	7.9	6.9	4.4	3.2	2.1	2.0
- escl. alimentari, energia (a/a)	0.8	3.5	3.2	0.7	1.3	1.7	3.1	4.5	4.8	4.4	3.3	2.4	2.5
PPI (a/a)	10.7	26.3	-0.2	12.0	21.8	34.2	33.6	26.0	13.7	0.7	-1.8	-0.5	0.9
Disoccupazione (%)	9.5	8.4	7.8	9.1	9.0	8.6	8.4	8.4	8.3	8.1	7.9	7.7	7.6
Occupati totali	0.8	2.2	1.1	0.9	0.5	0.5	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
Salari contrattuali	0.6	0.8	1.2										
Reddito disponibile reale	2.1	-0.3	-0.2										
Tasso di risparmio (%)	13.1	10.4	8.2										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	2.4	0.8	0.9										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-7.2	-5.6	-4.3										
Debito (% Pil)	150.3	148.0	146.1										
Variabili finanziarie													
3-mths Euribor	-0.58	1.11	1.59	-0.55	-0.58	-0.50	-0.24	0.68	1.11	1.52	1.57	1.58	1.59
Long term (10Y) rate (%)	0.75	3.11	3.97	0.67	0.94	1.58	2.93	3.78	4.13	4.20	4.00	3.87	3.80
BTP/Bund spread	1.08	1.95	2.28	1.07	1.18	1.46	1.90	2.16	2.27	2.37	2.33	2.27	2.14

Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

La produzione industriale torna a calare dopo tre mesi di crescita

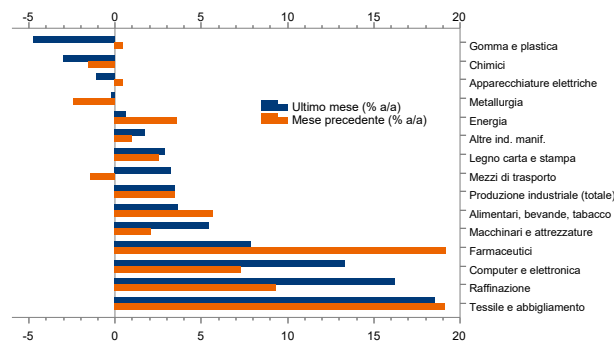
La produzione industriale italiana è calata di -1,1% m/m a maggio, circa in linea con le aspettative di consenso e meglio delle nostre attese: è il primo calo dopo tre mesi di crescita. Tuttavia, l'indice di produzione industriale rimane significativamente al di sopra dei livelli pre-pandemici (+3,4% rispetto a febbraio 2020), a differenza di quanto sta accadendo negli altri maggiori paesi dell'Eurozona. Nel mese, il principale contributo negativo è venuto dai beni non durevoli, scesi del -1,4% m/m dopo tre mesi di forti aumenti: potrebbe essere il segnale di un indebolimento della domanda, sulla scia dell'elevata inflazione. Anche i beni intermedi sono scesi (-0,6% m/m). La produzione energetica (probabilmente influenzata dalle condizioni meteo nel comparto idroelettrico) è calata di ben -3,9% m/m. I beni strumentali e i durevoli sono invece aumentati (rispettivamente dello 0,4% e dell'1,8% m/m): potrebbe trattarsi di un segnale di parziale attenuazione delle difficoltà di approvvigionamento in alcuni comparti. L'industria potrebbe aver dato un contributo positivo al valore aggiunto in primavera e la resilienza del settore in questa fase appare in qualche modo sorprendente. Una possibile spiegazione è che l'elevato livello dei profitti (e della liquidità) accumulato dalle imprese industriali durante la precedente fase espansiva stia consentendo alle aziende di resistere nonostante i rincari degli input. Tuttavia, se i rincari dovessero persistere, la contrazione dei margini potrebbe non essere più sostenibile per alcune aziende. L'impatto dello shock inflazionistico potrebbe essere quindi ritardato e diventare più evidente tra fine 2022 e inizio 2023, anche considerando la possibilità di una ulteriore diminuzione dei flussi di gas dalla Russia, che resta il principale rischio negativo.

La fiducia delle imprese sta rallentando, ma la produzione industriale appare relativamente resiliente



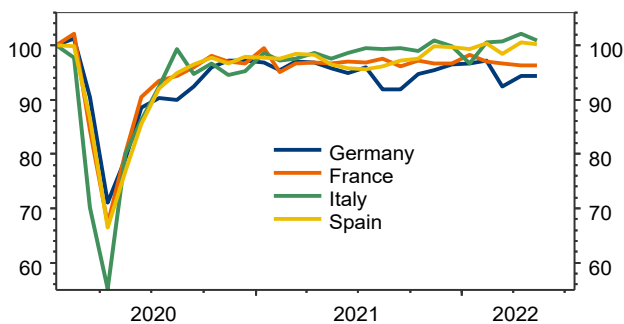
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Il tessile è il settore che mostra il maggiore rimbalzo su base annua; in negativo troviamo alcuni comparti energivori



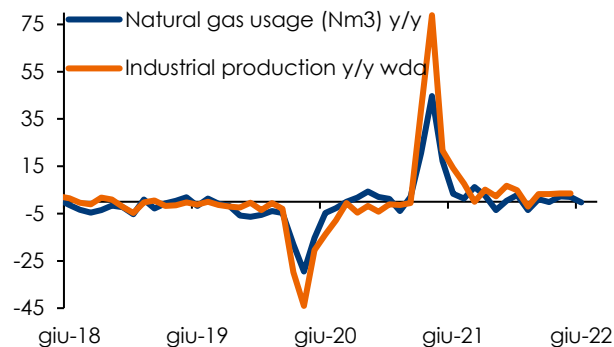
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Dallo scoppio della pandemia, l'output industriale in Italia si sta dimostrando più vivace che in Francia o Germania



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Nonostante lo shock sui prezzi, i dati sul consumo di gas nell'industria mostrano una tenuta dell'attività nei mesi scorsi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, SNAM

Le indagini manifatturiere segnalano rischi al ribasso nel 2° semestre

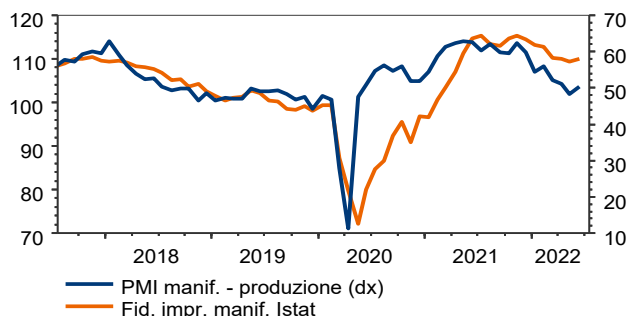
A giugno l'indice PMI manifatturiero è calato di un punto a 50,9. L'indagine riporta un peggioramento della contrazione dei nuovi ordini, sia interni che esteri, mentre la produzione torna a crescere (marginalmente), sostenuta dalle commesse inevase che però scendono al di sotto della soglia d'invarianza per la prima volta da dicembre 2020. **L'aumento delle scorte dei prodotti finiti, la frenata della domanda e la diminuzione del lavoro arretrato offrono segnali di indebolimento dell'attività produttiva nel 2° semestre dell'anno.** Le imprese dovranno quindi fare sempre meno affidamento sugli ordini accumulati nei mesi precedenti per sostenere la produzione. La crescita dei listini, sia di vendita che di acquisto, pur rallentando, resta su ritmi ancora elevati e coerenti con robuste pressioni inflattive che nei prossimi mesi continueranno a frenare la domanda e vincolare la produzione. Il quadro di complessiva debolezza per il settore è confermato anche dal deterioramento delle aspettative per i prossimi 12 mesi, sui minimi da marzo 2020, penalizzate dalle preoccupazioni circa la tenuta della domanda a fronte di un'inflazione elevata. Il calo dell'indice PMI sembrerebbe quindi confermare come il rimbalzo del morale manifatturiero registrato dall'Istat (110 da 109,4 di maggio) possa essere destinato a rivelarsi di breve durata. **Ad aprile il fatturato industriale è cresciuto del 2,7% m/m** da un precedente 2,5%, accelerando su base tendenziale al 22% da 21,6% a marzo. L'indice destagionalizzato del fatturato ha toccato un massimo storico dall'inizio delle rilevazioni nel 2000 ma, **se si considerano i dati in volume (cioè al netto dell'effetto dei maggiori prezzi) il fatturato nel manifatturiero registra progressi più contenuti:** +1,1% m/m e +5,5% a/a (sui livelli più alti dal 2008).

Il divario tra fatturato e produzione rimane ampio, a causa sia delle strozzature all'offerta che dei forti aumenti dei prezzi



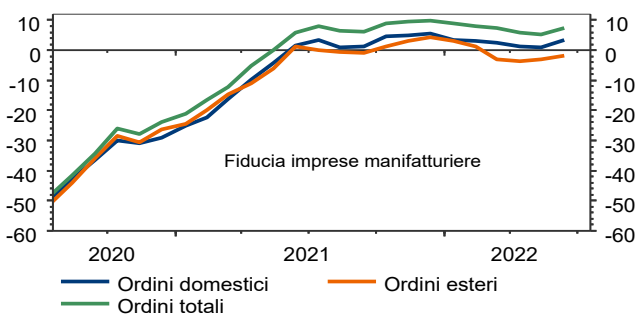
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il rimbalzo della produzione segnalato dalle indagini a giugno potrebbe risultare di breve durata



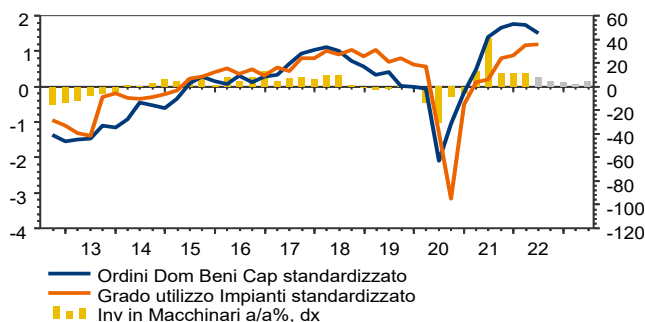
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

La domanda interna per il momento sembra mostrare una migliore tenuta rispetto a quella estera



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

I giudizi sugli ordini di beni strumentali puntano verso un rallentamento degli investimenti in macchinari nei prossimi mesi

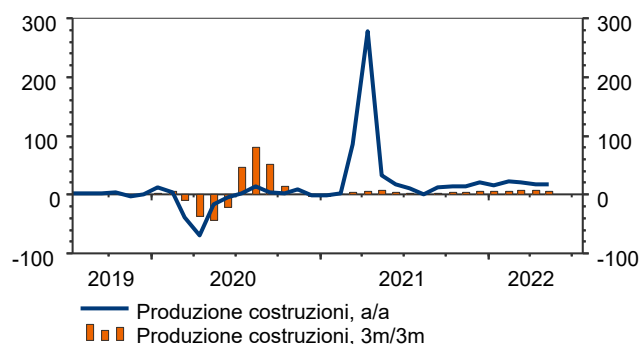


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le costruzioni restano in crescita, con qualche segnale di minor vivacità

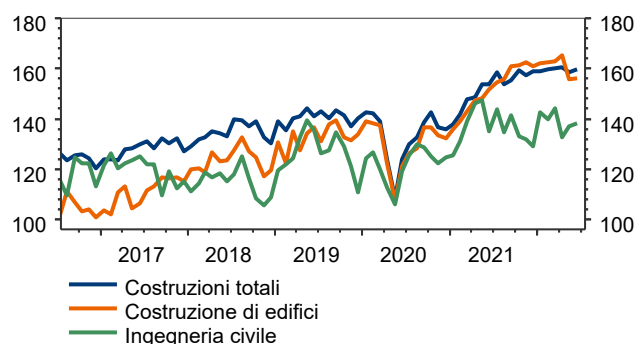
I prezzi delle abitazioni sono cresciuti dell'1,7% t/t nel 1° trimestre da un precedente 0,1% (4,6% a/a da 4%), con aumenti diffusi sia alle case nuove che a quelle già esistenti: queste ultime, che pesano per più dell'80% sull'indice aggregato, registrano il tasso di crescita tendenziale più alto da quando è disponibile la serie storica dell'IPAB, ovvero almeno dal 2010 (+4,5% a/a). I prezzi delle case esistenti però, pur tornando sui livelli del 2014, non hanno ancora recuperato il terreno perso durante la crisi del debito. L'indice dei prezzi delle case nuove è invece ai massimi da almeno il 2010. La risalita dei prezzi sta avvenendo in un contesto di crescita delle transazioni ancora vivace (+12% a/a dopo il 15,7% del trimestre precedente). **A maggio, la produzione nelle costruzioni è diminuita di -0,1% m/m** rispetto ad aprile. Su base tendenziale, l'output si mantiene su ritmi molto elevati (+16,9% corretto per gli effetti di calendario). La produzione nel settore è in rotta per un aumento di 1,7% t/t nel 2° trimestre, ancora su ritmi più che espansivi ma meno vivaci rispetto ai trimestri precedenti. Il settore viene da mesi di robusta crescita e il quadro rimane favorevole: nel 1° trimestre del 2022 i permessi di costruzione sono cresciuti per il terzo trimestre consecutivo (4% da 1,2% t/t). Tuttavia, **le indagini congiunturali iniziano ad anticipare qualche segnale di rallentamento**: se il morale rilevato dall'Istat è salito di un punto a 159,7, su livelli ampiamente espansivi, il PMI delle costruzioni è calato, nello stesso mese, a 50,4 da un precedente 54,3 con indicazioni di peggioramento della domanda. I cantieri in opera e le commesse inevase dovrebbero continuare a sostenere l'attività nei prossimi mesi ma è possibile che anche l'edilizia entri in una fase di rallentamento sul finale d'anno. Tuttavia, **l'aspettativa che i bonus edilizi siano resi meno generosi il prossimo anno potrebbe trainare ancora il settore nella restante parte del 2022**.

La produzione nelle costruzioni si mantiene in espansione



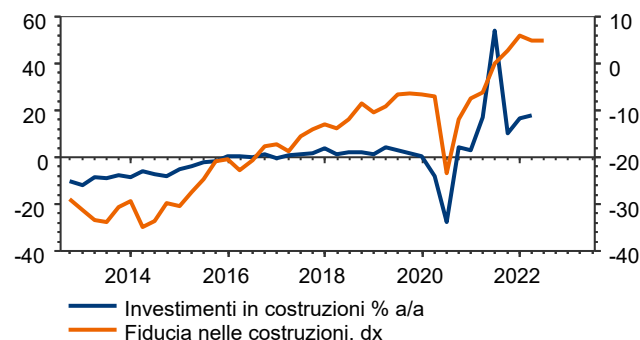
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La fiducia dei costruttori comincia a mostrare qualche segnale di minor vivacità



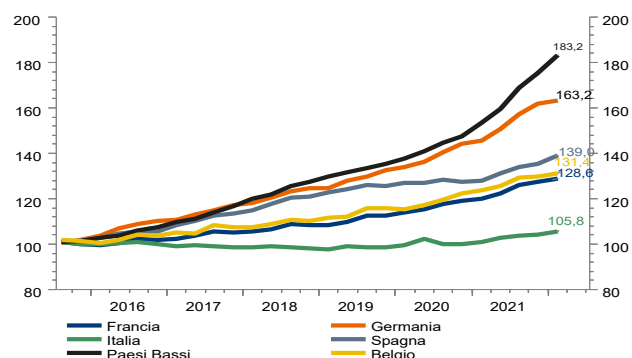
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Peraltro, i livelli della fiducia restano coerenti con un'espansione degli investimenti in costruzioni



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I prezzi delle case italiane tornano ai livelli del 2014



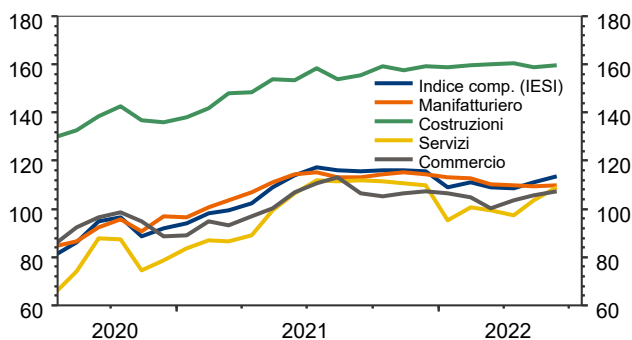
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Servizi ancora in espansione ma iniziano a rallentare

L'indice PMI servizi di giugno è calato a 51,6 da 53,7 di maggio, sui minimi da gennaio. L'indagine riporta una decelerazione dell'attività a fronte di prezzi di vendita che toccano un nuovo record. La crescita degli ordinativi ha infatti rallentato al ritmo più lento in cinque mesi mentre le imprese mostrano anche un minor ottimismo per l'attività nei prossimi 12 mesi. La minore domanda si è riflessa anche sulla richiesta di lavoro, con le intenzioni di assunzione che iniziano a rallentare anche per via una minore necessità di completare gli ordinativi inevasi. Sempre in giugno, invece, l'indice di fiducia Istat delle imprese operanti nei servizi è cresciuto per il secondo mese a 109,1 da 103,6. In sintesi, **le indagini confermano un quadro ancora espansivo per il settore, ma anticipano un possibile rallentamento nei prossimi mesi una volta esaurita la spinta proveniente dalle riaperture.**

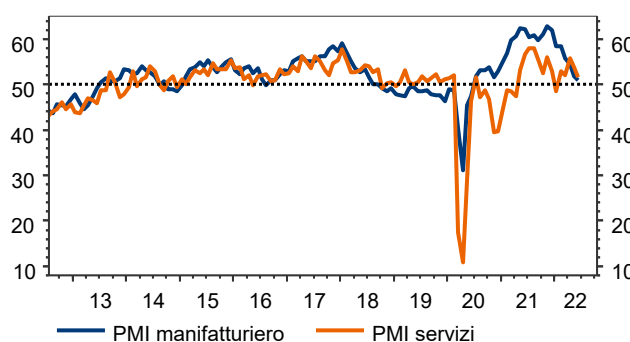
Riteniamo quindi che il settore dei servizi possa continuare ad essere trainante per la ripresa, almeno nei trimestri centrali dell'anno, grazie alla ripartenza della stagione turistica dopo un biennio influenzato dalla pandemia. La nuova ondata di contagi dovrebbe avere infatti un effetto trascurabile sull'economia durante l'estate mentre le conseguenze dell'inflazione sui redditi disponibili e sulla domanda delle famiglie potrebbero farsi sentire con maggior forza soprattutto a partire dall'autunno.

I servizi sono il settore che ha mostrato il maggior recupero della fiducia negli ultimi mesi



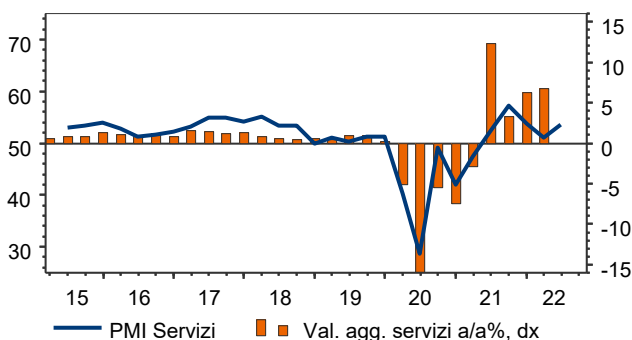
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Si è chiuso il gap tra servizi e industria



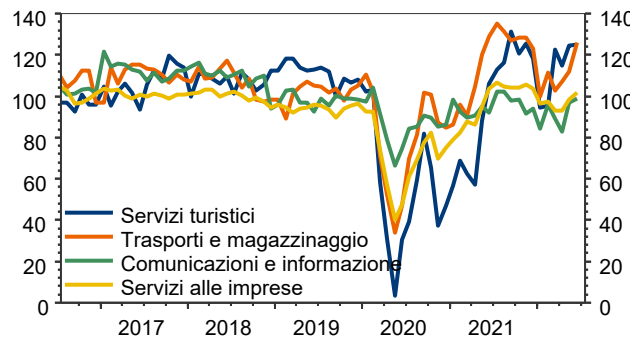
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

Durante l'estate i servizi continueranno a sostenere la ripresa...



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

... grazie anche alla ripartenza della stagione turistica

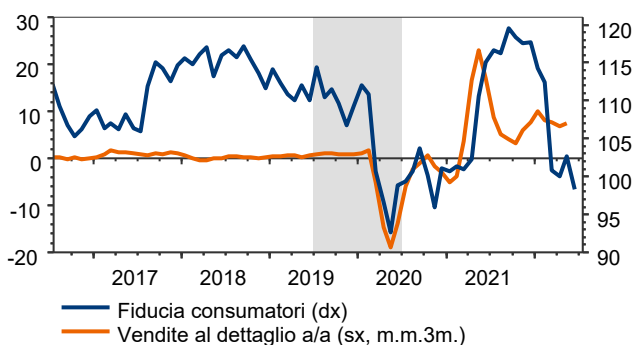


Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I consumi hanno tenuto meglio del previsto sinora, ma i rischi sono al ribasso

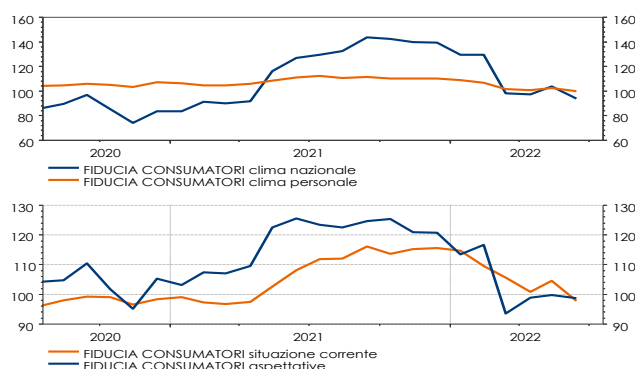
Le vendite al dettaglio a maggio sono cresciute di 1,9% m/m da un precedente 0,3% m/m, con progressi diffusi sia ai beni alimentari (1,4%) che non (0,5%). **A differenza del mese precedente, il rialzo non è dovuto solo ai maggiori prezzi:** i dati in volume (al netto dell'inflazione) registrano infatti un rimbalzo di 1,5% m/m da -0,2% m/m di aprile, che lascia le vendite in rotta per un'espansione nel 2° trimestre, suggerendo una tenuta delle spese private migliore delle attese. Ci aspettiamo comunque una dinamica degli acquisti di beni (mezzi di trasporto inclusi) piuttosto fiacca, a fronte però di un quadro più favorevole per i servizi, per via del ritorno ad abitudini di spesa più tradizionali dopo le anomalie registrate durante la pandemia. Dopo la battuta d'arresto vista a cavallo d'anno, **i consumi privati di contabilità nazionale dovrebbero** quindi essere **tornati a crescere, ma i rischi per la previsione**, soprattutto sul finale d'anno, **sono al ribasso**. L'elevata inflazione erode i redditi disponibili delle famiglie e penalizza il morale dei consumatori, che a giugno è calato su un minimo da novembre 2020 (98,3 da 102,7 di maggio). Ad offrire qualche sostegno alle spese nei prossimi mesi potrebbe essere il rilascio dei risparmi accumulati dallo scoppio della pandemia: **nel 1° trimestre del 2022, il tasso di risparmio delle famiglie è salito al 12,6%** (da 11,5% di fine 2021), spinto con ogni probabilità dalla recrudescenza pandemica. Tuttavia, complice la perdita di potere d'acquisto per via dell'inflazione, è possibile che il sostegno potenziale da questo fattore risulti complessivamente più contenuto rispetto a quanto ci si potesse attendere a fine 2021.

Il recente deterioramento del morale dei nuclei famigliari segnala rischi al ribasso per le spese nei prossimi mesi



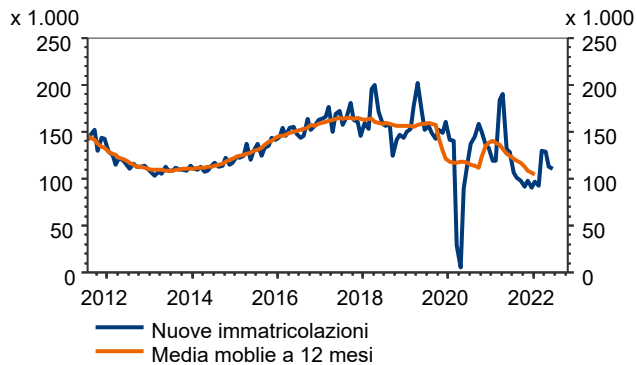
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

A giugno la fiducia dei consumatori tocca un minimo da novembre 2020, con cali diffusi a tutte le componenti



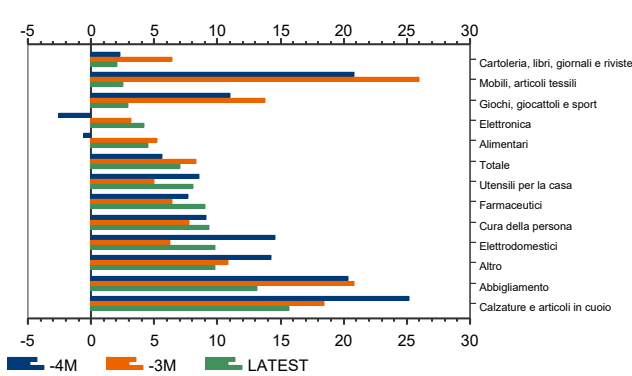
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I dati sulle immatricolazioni non mostrano ancora segnali di inversione di tendenza



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

La crescita tendenziale delle vendite al dettaglio è diffusa a tutti i principali gruppi di prodotti

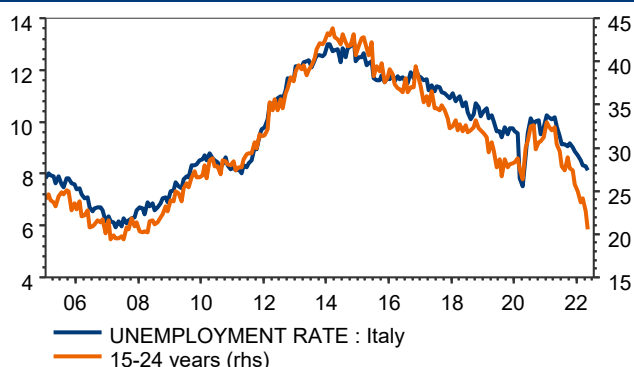


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il mercato del lavoro tiene, ma la domanda di occupazione rallenta

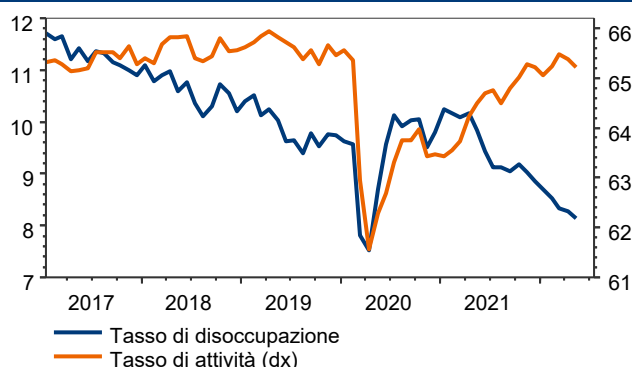
A maggio il tasso di disoccupazione è calato, a sorpresa, all'8,1% da un precedente 8,3% (rivisto al ribasso di un decimo); se si escludono i mesi di marzo e aprile 2020 (in pieno primo lockdown), sarebbe un minimo da 10 anni. **La correzione del tasso dei senza lavoro è però spiegata prevalentemente da una flessione del tasso di attività:** sul mese si registra infatti un calo degli occupati (-0,2% m/m, -49 mila unità), a fronte del secondo aumento consecutivo degli inattivi (+0,4% m/m, +48 mila). Nel mese il calo degli occupati è concentrato tra i dipendenti permanenti (-96 mila), a fronte di incrementi per gli autonomi (+33 mila) e i dipendenti a termine (+14 mila), che toccano un record di 3,2 milioni, massimo dal 1977. In sintesi, **si confermano le dinamiche già viste nei mesi precedenti di progressiva precarizzazione del lavoro e di un percorso di rientro degli inattivi nella forza lavoro non ancora completo.** Tali fenomeni potrebbero essere spiegati, almeno in parte, dalla ricomposizione settoriale che si è verificata dopo la pandemia, e potrebbero contribuire anche a frenare le retribuzioni (nel 1° trimestre la crescita dei salari negoziali è rimasta stabile allo 0,6% a/a, con indicazioni di accelerazione solo modesta durante la primavera e su ritmi significativamente inferiori a quelli registrati negli altri paesi dell'area euro). Nei prossimi mesi il rallentamento ciclico non potrà non influenzare la domanda di lavoro: le indagini stanno già evidenziando una decelerazione delle intenzioni di assunzione da parte delle imprese. **Nei prossimi mesi il tasso di disoccupazione potrebbe risalire dagli attuali minimi, ma in misura pensiamo complessivamente moderata.**

Se si escludono i mesi del primo lockdown, il tasso di disoccupazione a maggio ha toccato un minimo da 10 anni



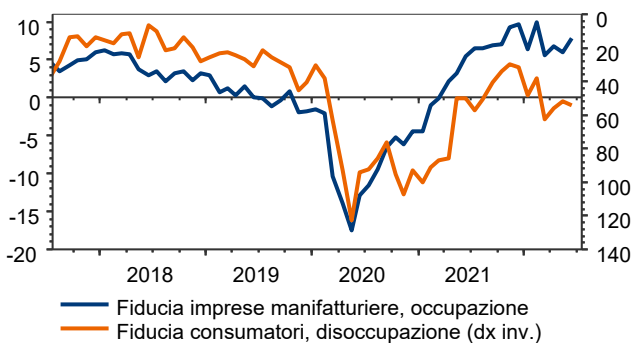
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La flessione è però spiegata da un calo del tasso di attività negli ultimi mesi



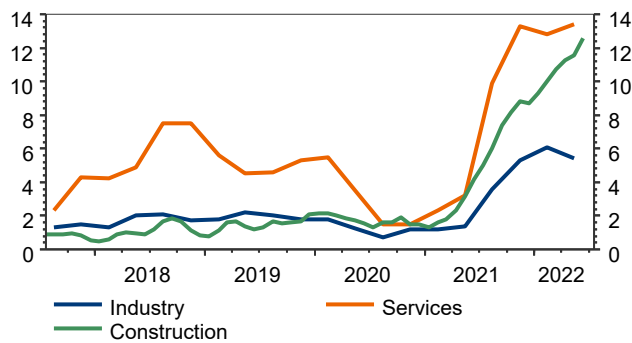
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le imprese segnalano un rallentamento della domanda di lavoro, soprattutto nell'industria...



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

...dove si stanno ridimensionando le difficoltà nel reperire manodopera (che restano invece severe nei servizi e nell'edilizia)

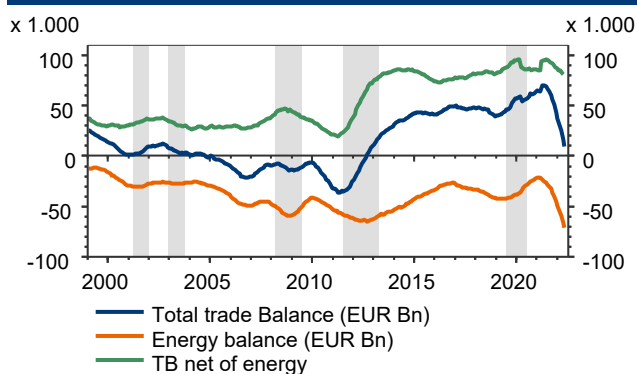


Nota: % di imprese per cui la carenza di personale è un fattore limitante per l'attività; dati interpolati per la mancanza di osservazioni nel 2° trimestre 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Commissione Europea DG Ecofin

Lo shock energetico pesa sul saldo commerciale

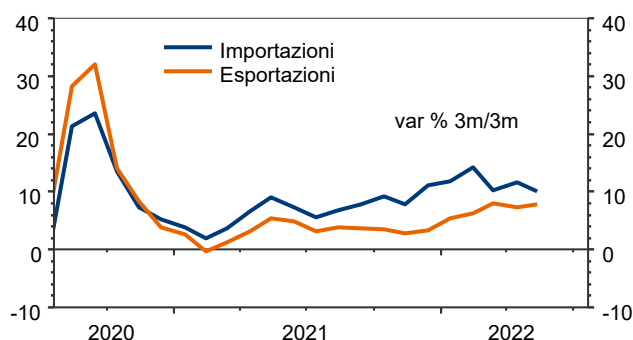
A maggio le esportazioni sono cresciute per il quinto mese, di 4,8% m/m da un precedente 1,7% mentre le importazioni sono risultate sostanzialmente stagnanti (0,3% m/m) dopo l'ampio incremento di 7,1% m/m registrato ad aprile. Su base tendenziale la crescita dell'export è del 29,5%, contro una salita dell'import di un più ampio 48,8%. In questa fase, però, i dati sul commercio internazionale continuano ad essere viziati dalle dinamiche di prezzo, con la frenata congiunturale dell'import che è spiegata anche dalla stabilizzazione dei valori medi d'acquisto per la prima volta in 20 mesi. In particolare, il calo (temporaneo) dei listini di gas naturale e petrolio ha permesso un modesto ridimensionamento del deficit energetico a -8,3 miliardi da -9,1 miliardi di aprile (un anno prima si attestava comunque ad un più contenuto -3 miliardi). Il disavanzo nell'interscambio di energia continua perciò a condizionare il saldo commerciale, che fa segnare a maggio un rosso di -12 milioni dopo l'avanzo di 5,6 miliardi registrato lo stesso mese dell'anno scorso; il saldo al netto dell'energia si è mantenuto in ampio avanzo a 8,2 miliardi (da 8,4 miliardi un anno prima). Guardando ai dati in volume (al netto dell'effetto-prezzi), l'import è in crescita di un più modesto 5,8% a/a, comunque su ritmi ancora superiori all'export (3,8% a/a). Prezzi energetici destinati a rimanere elevati dovrebbero continuare a pesare sul saldo commerciale e a minare la competitività delle imprese esportatrici per via dei maggiori costi produttivi. Il recente indebolimento dell'euro potrebbe inoltre contribuire a gonfiare ulteriormente i prezzi delle materie prime importate. Nel 3° trimestre la ripresa della stagione turistica possa sostenere le esportazioni di servizi, ma nei prossimi mesi il rallentamento del ciclo globale non potrà non riflettersi in una dinamica meno vivace dell'export.

Il disavanzo energetico pesa sul saldo commerciale



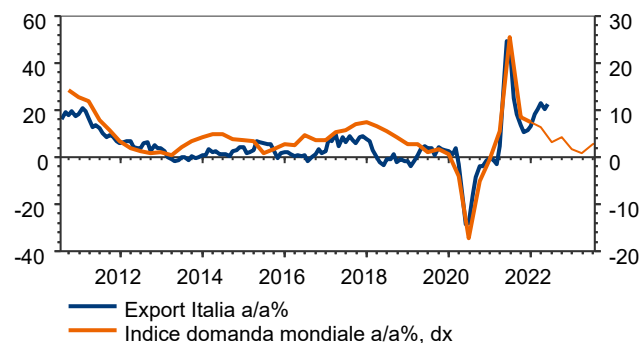
Nota: somma degli ultimi 12 mesi. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I dati sugli scambi internazionali continuano ad essere viziati dalla crescita dei prezzi



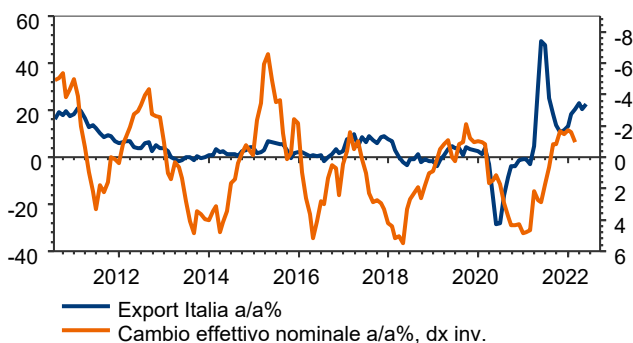
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il rallentamento del ciclo globale non potrà non penalizzare le esportazioni italiane



Nota: media mobile a 3 mesi della variazione % annua dell'export. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

Le dinamiche valutarie restano favorevoli (ma lo shock sui prezzi degli input peserà sulla competitività delle imprese)

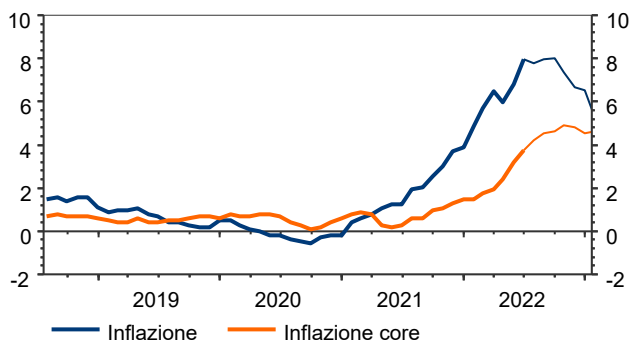


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Eurostat

Inflazione ai massimi da 36 anni

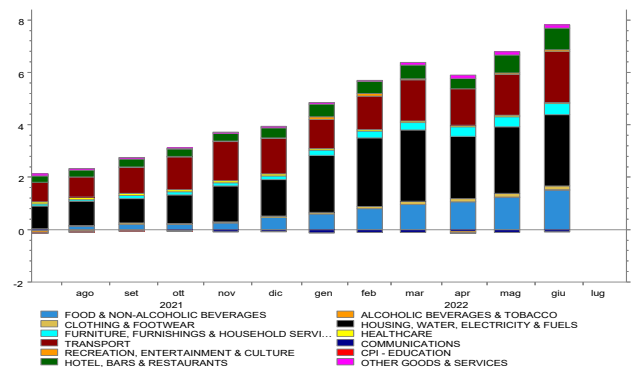
A giugno l'inflazione, calcolata sulla base dell'indice NIC, ha accelerato all'8% a/a da 6,8% di maggio, un massimo dal gennaio del 1986. Sull'indice armonizzato l'inflazione è invece salita all'8,5% a/a da 7,3% precedente. I prezzi al consumo sono cresciuti di +1,2% m/m su entrambi gli indici. Ancora una volta, il forte rialzo è imputabile alla componente energetica (da 42,6% a 48,7% a/a; +4,8% m/m), spinta dai rincari del gasolio da riscaldamento (da 47,5% a 52,9% a/a, +5,1% m/m), del diesel (da 25,1% a 32,3% a/a, +6,7% m/m) e della benzina (da 15,1% a 25,3% a/a; +9,8% m/m), nonché dell'energia elettrica (da 74,7% a 87,5% a/a; +7,6% m/m) e del gas di città e gas naturale (da 66,3% a 67,3% a/a; +0,6% rispetto a maggio). Accelerano anche gli alimentari (da 7,1% di maggio a 8,7% a/a; +1,1% su base mensile), in particolare la frutta fresca e refrigerata (da 6% a 10,8% a/a; +1,2% m/m). Il rialzo dei servizi, a 3,4% da 3,1% precedente, è legato all'accelerazione sia dei servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (da 4,4% a 5% a/a), grazie alla salita sia dei prezzi dei servizi di alloggio che dei trasporti (da 6% a 7,2% a/a; +2% m/m), per via soprattutto del trasporto aereo passeggeri (da 74,3% a 90,4% a/a, +23,8% m/m). A giugno crescono anche i prezzi dei beni non durevoli (da 2,3% a 2,9% a/a; +0,7% m/m). **In salita al 3,8% a/a da 3,2% l'inflazione di fondo;** ci aspettiamo ulteriori rialzi nei prossimi mesi. **Riteniamo che l'inflazione possa seguire un trend discendente dal 4° trimestre** ma il grado di incertezza è ancora elevato, soprattutto per quanto riguarda la volatilità dell'energia. La media d'anno potrebbe attestarsi poco sotto il 7,5% nel 2022 e intorno al 3,5% nel 2023 (sull'indice armonizzato) ma i rischi restano verso l'alto.

L'inflazione potrebbe seguire un trend discendente dal 4° trimestre



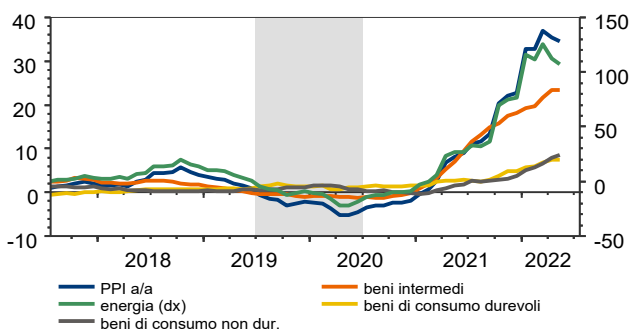
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'aumento dell'inflazione riflette ancora soprattutto le tensioni su energia ed alimentari, ma non solo



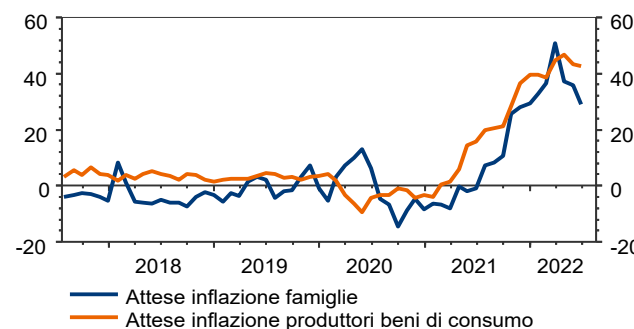
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le pressioni a monte delle filiere produttive restano forti e potrebbero filtrare sull'inflazione core nei prossimi mesi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le attese d'inflazione di famiglie e imprese hanno toccato un picco ma restano su livelli storicamente molto elevati



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

Tendenze del settore bancario

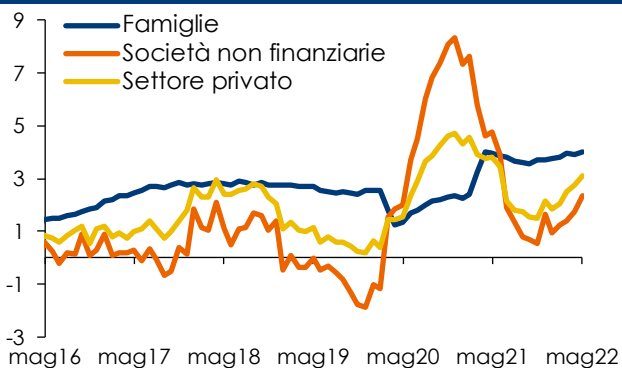
Ripresa dei prestiti alle società non-finanziarie trainata dal breve termine

La crescita dei prestiti alle società non-finanziarie a maggio ha segnato un altro miglioramento a 2,3% a/a. La ripresa è confermata dai flussi lordi mensili che nel complesso hanno registrato un aumento del 12,4% a/a, in linea con aprile. Il trend è trainato dai prestiti a breve, in aumento del 6,8% a/a a maggio, mentre i prestiti a medio-lungo sono rimasti leggermente in calo. E' proseguita la dinamica robusta dello stock di prestiti per l'acquisto di abitazioni, del +4,9% a/a a maggio. I flussi mensili hanno evidenziato il ritorno di interesse per il tasso variabile, con volumi in crescita a due cifre a maggio, mentre le erogazioni a tasso fisso sono rimaste in calo, alla luce dell'aumento del differenziale tra tasso fisso e variabile. Le anticipazioni ABI su giugno delineano una lieve accelerazione per l'aggregato dei prestiti a famiglie e imprese, al 3,3% a/a.

Elisa Coletti

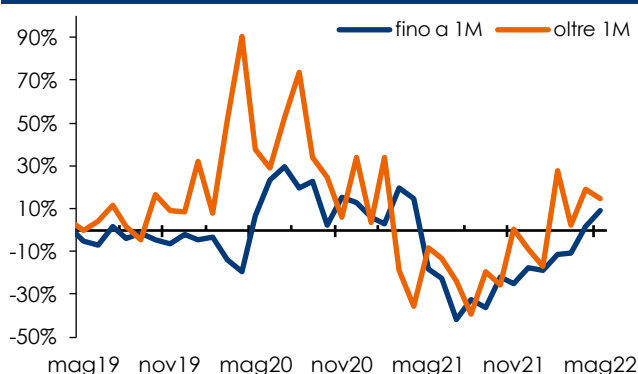
La **crescita dei prestiti alle società non-finanziarie a maggio ha segnato un altro miglioramento a 2,3% a/a**, dall'1,8% di aprile (dati corretti per le cartolarizzazioni e altre cessioni). La ripresa è confermata anche dai **flussi lordi mensili che nel complesso hanno registrato un aumento del 12,4% a/a**, in linea con aprile, **grazie alla buona dinamica di entrambe le componenti per dimensione del prestito erogato**. Sono aumentati, infatti, sia i volumi delle operazioni oltre 1 milione, per il 4° mese consecutivo (+14,6% a/a a maggio), sia i flussi fino a 1 milione che, tornati in positivo ad aprile, hanno segnato a maggio una variazione del 9,2% a/a (+1,5% a/a ad aprile)².

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



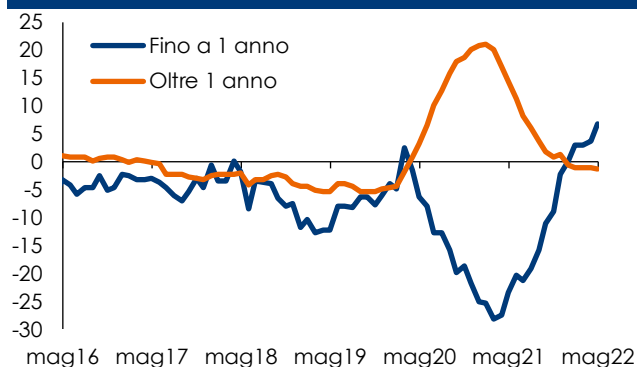
Fonte: Banca d'Italia

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



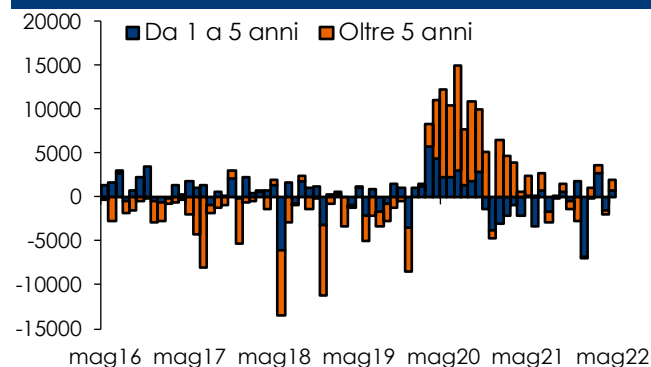
Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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)



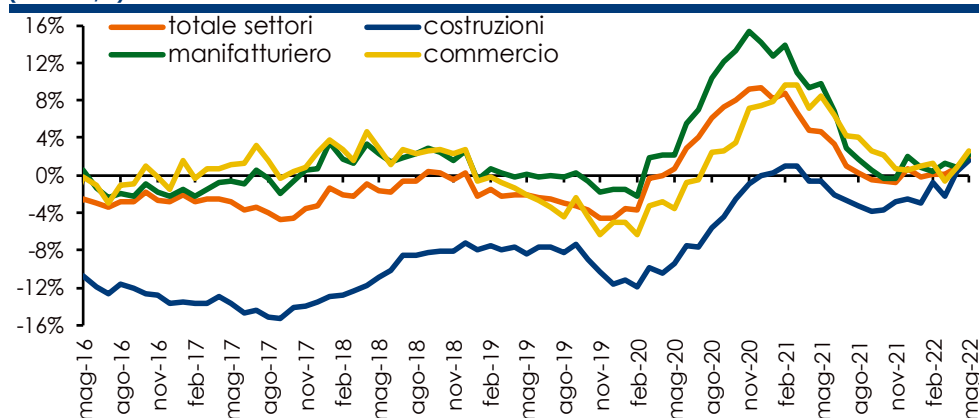
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

² Va ricordato che questa evoluzione sconta il confronto col periodo di forte sviluppo dei prestiti con garanzia pubblica dal maggio 2020 all'aprile 2021, seguito da un deciso ridimensionamento nei mesi successivi.

La ripresa dei prestiti alle società non-finanziarie è trainata dai prestiti a breve termine, in aumento del 6,8% a/a a maggio, da tassi di crescita attorno al 3% nei tre mesi precedenti. Nel mese in esame, inoltre, il flusso netto è risultato particolarmente rilevante, positivo per 4,2 miliardi che portano a circa 7 miliardi il totale da inizio 2022. Dopo aver attraversato una lunga fase di contrazione durata quasi dieci anni, l'andamento dei prestiti a breve riflette le esigenze finanziarie legate alla gestione corrente, aumentate a seguito della risalita dei costi di produzione. Diversamente, i prestiti a medio-lungo termine sono rimasti in calo, del -1,3% a/a a maggio, in linea con i tre mesi precedenti.

Per quanto riguarda le dinamiche a livello di macrosettori, maggio ha visto una continua **convergenza delle variazioni annue del credito ai singoli comparti**, tutti in miglioramento rispetto al mese precedente e in crescita modesta, nell'intorno del 2% a/a. **I prestiti alle imprese manifatturiere hanno recuperato rispetto al ritmo fiacco osservato da inizio 2022, aumentando a maggio del 2,1% a/a** dallo 0,8% di aprile (dati riferiti ai prestiti escluse le sofferenze). Un'accelerazione simile è stata registrata dai **prestiti al commercio cresciuti del 2,6% a/a dallo 0,8% di aprile**. **I prestiti alle costruzioni hanno visto un moderato rafforzamento della crescita, a +1,6% a/a**, dopo essere tornati in positivo ad aprile (0,4% a/a). Nel complesso, l'aggregato dei **prestiti a società non-finanziarie e famiglie produttrici è cresciuto dell'1,9% a/a, circa il doppio di aprile** (+0,9% a/a) dopo essere rimasto di fatto fermo per 3 mesi (+0,1% in media nel 1° trimestre).

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



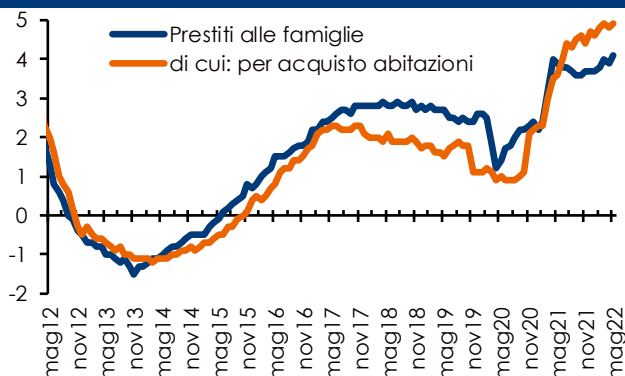
Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Per i **prestiti alle famiglie, anche ad aprile è proseguita la crescita robusta, pari a 4,0% in linea con i due mesi precedenti**, confermando un ritmo che si è attestato su una media di 3,8% da aprile 2021 a febbraio 2022. Il trend resta **trainato dai mutui per l'acquisto di abitazioni**, che da febbraio a maggio hanno oscillato su una crescita del 4,8 – 4,9% a/a (4,9% a maggio).

Facendo seguito ai volumi considerevoli realizzati nel 2021, **la dinamica delle erogazioni lorde per nuovi contratti di mutuo si è leggermente indebolita**. Tuttavia, dopo il calo di aprile, **a maggio il volume erogato è risultato quasi uguale a quello di dodici mesi prima** (-0,3% a/a da -8,9% ad aprile). Complessivamente, da inizio 2022 il volume delle operazioni per nuovi contratti si è ridotto di un modesto -1,4%.

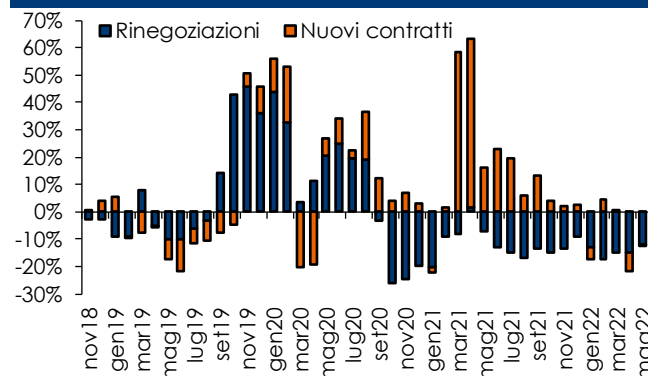
Per le **rinegoziazioni, è proseguito il forte calo, pari a maggio a -60% a/a**, in linea con i tre mesi precedenti (-63% in media da febbraio ad aprile). Vista l'entità a due cifre della flessione, le rinegoziazioni continuano a perdere quota sul volume di operatività mensile, arrivando a maggio a scendere al 9% del totale, nuovo minimo della serie storica che ha avuto inizio a fine 2014, dal 10% di marzo-aprile scorsi, e da circa il 30% negli anni di maggior sviluppo delle surroghe (2015-16 e 2019-20).

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



Fonte: BCE

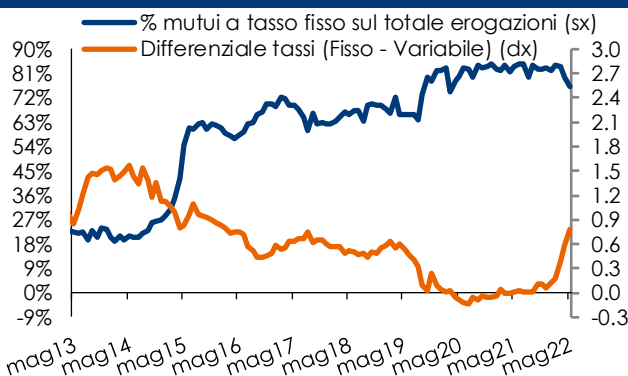
Contributo di rinegoziazioni e nuovi contratti alla crescita delle operazioni mensili di prestiti per acquisto abitazioni (%)



Fonte: BCE, elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

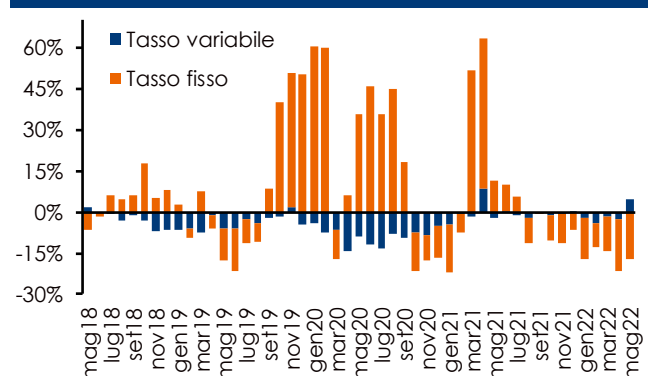
Una significativa novità espressa dai dati di maggio riguarda il **ritorno di interesse per i mutui a tasso variabile**, di nuovo in crescita, del 29,5% a/a, dopo una lunga fase negativa durata oltre cinque anni. La ripresa si lega **all'ampliamento del differenziale col tasso fisso**, allargatosi costantemente nei primi cinque mesi del 2022, a 78pb a maggio, da soli 6pb a fine 2021, a seguito del forte aumento del tasso fisso, a fronte della stabilità del variabile. Al contempo, le **erogazioni a tasso fisso** hanno continuato a mostrare **un calo a due cifre**, come visto da inizio 2022, del -20,3% a/a a maggio. Va ricordato che l'andamento delle operazioni a tasso fisso continua a risentire della caduta delle rinegoziazioni ma di recente riflette anche l'aumento del tasso d'interesse. In termini di quota sul totale, a maggio le operazioni a tasso fisso sono scese al 76% dopo due anni su un livello di 83%, fatta eccezione per la stagionalità dei mesi di agosto.

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, **la crescita dello stock di prestiti al settore privato ha visto un altro moderato miglioramento a maggio, a +3,1% a/a da 2,8% di aprile** (dati al netto delle controparti centrali e corretti per le cartolarizzazioni e altre cessioni). **Le anticipazioni ABI sulle dinamiche creditizie di giugno delineano una sostanziale conferma della crescita al 3,0%** per i prestiti complessivi al settore privato, con un rafforzamento dal 3,1% al 3,3% per l'aggregato più ristretto dei prestiti a famiglie e imprese.

Più moderata la crescita dei depositi

La crescita dei depositi bancari è tornata a rallentare a maggio, a 4,6% a/a da 5,4% di aprile. La frenata è proseguita a giugno, secondo le anticipazioni ABI che delineano una variazione poco superiore al 3%. Determinanti restano i conti correnti, il cui ritmo è sceso a 6,8%, ancora robusto, ma oltre 1 punto percentuale in meno rispetto al 7,9% del mese precedente. La svolta moderata è stata particolarmente evidente per i conti correnti delle società non-finanziarie. Si conferma più regolare l'andamento dei conti correnti delle famiglie. Il rallentamento del trend dei depositi ha determinato una moderazione del tasso di crescita della raccolta complessiva da clientela, a 3,6% a/a a maggio e a 2,4% a giugno, secondo le anticipazioni ABI.

Elisa Coletti

Dopo due mesi di ritrovata accelerazione, **la crescita dei depositi bancari è tornata a rallentare a maggio, passando da +5,4% a/a a 4,6%. La frenata è proseguita a giugno**, secondo le anticipazioni ABI che delineano una variazione annua poco superiore al 3%.

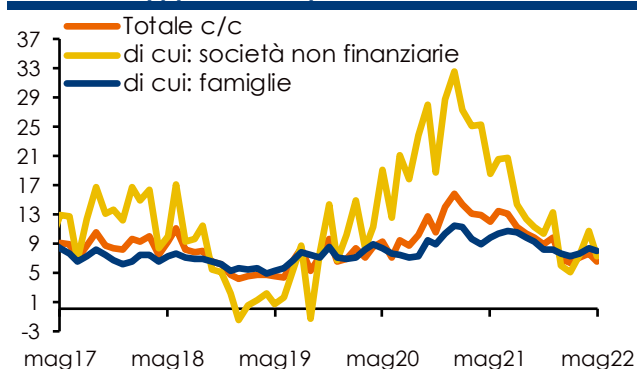
Come nei mesi precedenti, **l'evoluzione del complesso dei depositi è stata dettata dai conti correnti, il cui ritmo è sceso a 6,8% a maggio**, ancora robusto, ma oltre 1 punto percentuale in meno rispetto al 7,9% del mese precedente, dopo il rimbalzo del bimestre marzo-aprile, quando vi sono stati afflussi complessivi per 38 miliardi. A maggio, diversamente, si è registrato un deflusso di 5,3 miliardi.

Così come nel rimbalzo di aprile, **la svolta moderata è stata particolarmente evidente per i conti correnti delle società non-finanziarie**, il cui tasso di variazione è sceso a 7,2%, dal 10,7% a/a di aprile, con un **deflusso netto mensile di 5,6 miliardi dopo l'afflusso di 17 miliardi ad aprile**. Complessivamente, da inizio anno il saldo resta negativo, pari -17 miliardi.

Si conferma più regolare l'andamento dei conti correnti delle famiglie, ma anch'esso in rallentamento, sebbene lieve, a +8% da +8,3% a/a ad aprile. L'afflusso mensile di liquidità, tuttavia, è stato il più moderato da inizio anno, pari a 1,8 miliardi, da 8,3 il mese precedente. Dati i continui deflussi dai depositi con durata prestabilita, in valore assoluto il flusso mensile verso il totale dei depositi delle famiglie è stato marginalmente negativo, per 0,2 miliardi m/m, che lascia quasi invariato il cumulato da inizio 2022 a 21,2, un importo circa in linea con lo stesso periodo del 2021 (24,6 miliardi).

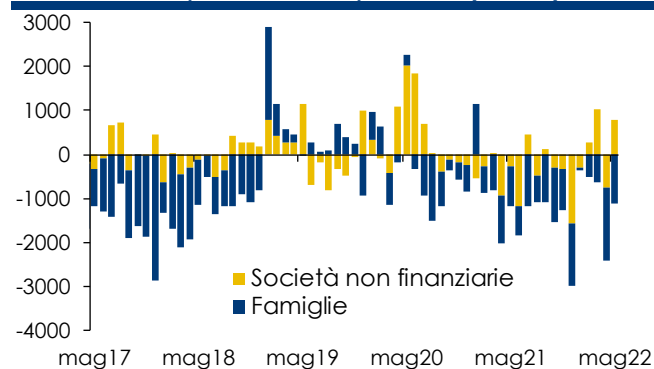
Per i **depositi con durata prestabilita si conferma il calo a due cifre**, per il tredicesimo mese consecutivo, del -20,5% a/a maggio, in linea con la media dei cinque mesi precedenti.

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

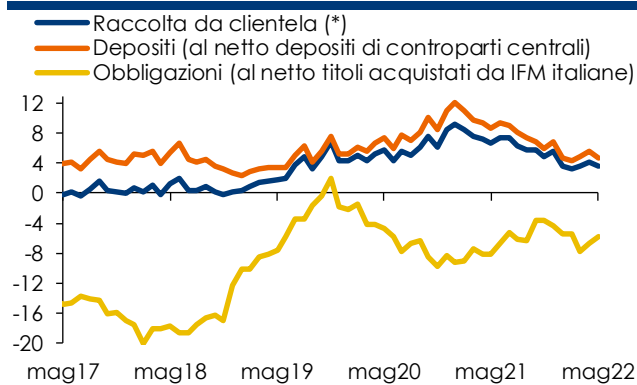
Come atteso, lo **stock di obbligazioni bancarie è risultato ancora in contrazione**, del -5,8% a/a a maggio, seguito da -5,2% a giugno secondo le stime ABI.

Il rallentamento del trend dei depositi ha determinato una **moderazione del tasso di crescita della raccolta complessiva da clientela, a 3,6% a/a a maggio**, tornando al ritmo del 1° trimestre,

dal 4,2% di aprile. Secondo le anticipazioni ABI, **a giugno la crescita dello stock di raccolta è stata ancor più contenuta, del 2,4% a/a** riflettendo la frenata dei depositi.

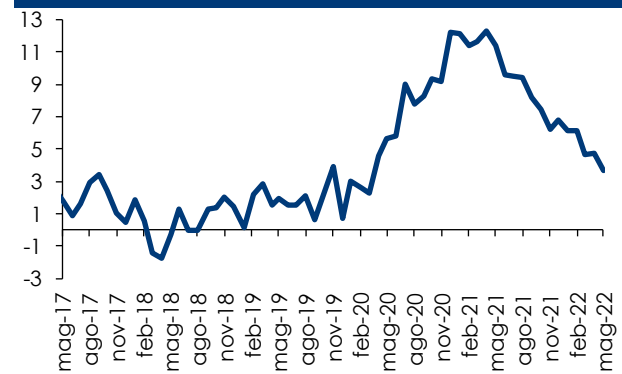
Per quanto riguarda l'aggregato della **raccolta totale**, la dinamica di maggio ha confermato il rallentamento in atto, con un tasso di variazione sceso di 1 punto percentuale a 3,7% a/a dal 4,7% di marzo-aprile. Su questo andamento continua a influire l'evoluzione del rifinanziamento BCE, stabile in valore assoluto da dicembre 2021 a maggio, mentre a marzo 2021 aveva subito un notevole incremento. All'opposto, a maggio si conferma la ripresa dei depositi di non residenti, in crescita del 5,1% a/a, una variazione tornata sul livello di febbraio, dopo l'accelerazione di marzo-aprile.

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 (include il rifinanziamento BCE e i 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 S.p.A.-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 S.p.A. 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