



La Bussola dell'Economia Italiana

Direzione Studi e Ricerche

Settembre 2022

IMI

CORPORATE &
INVESTMENT
BANKING

La bussola dell'economia italiana

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

In aumento i rischi recessivi	2
Sintesi della previsione macroeconomica	2
Rimbalza temporaneamente la produzione industriale a luglio	8
Le indagini anticipano una contrazione manifatturiera nei prossimi mesi	9
Dopo un robusto avvio d'anno, le costruzioni iniziano a rallentare	10
Anche i servizi cominciano a perdere spinta	11
Le prospettive per i consumi si vanno rapidamente deteriorando	12
Attesa un'inversione di tendenza per la disoccupazione nei prossimi mesi	13
Saldo commerciale affossato dall'energia	14
Inflazione sui massimi da metà anni '80, attesa salire ancora	15

Tendenze del settore bancario

Primi rialzi dei tassi sui prestiti alle imprese, ancora in aumento quelli sui mutui casa	17
Prosegue la ripresa dei prestiti alle società non-finanziarie	21
Crescita più moderata dei depositi bancari	24

Settembre 2022

2
2
8
9
10
11
Nota Mensile

Direzione Studi e Ricerche

12
13
14
15
16

Paolo Mameli

Economista Macro Italia

Andrea Volpi

Economista

Elisa Coletti

Economista Banche

L'evoluzione dello scenario congiunturale

In aumento i rischi recessivi

Nei prossimi mesi, la crescita del PIL italiano sarà frenata dall'indebolimento della domanda estera, dall'impatto del caro-energia, dalla restrizione delle condizioni finanziarie e dalla graduale riduzione degli incentivi alle ristrutturazioni. Assumiamo una contrazione del PIL tra fine 2022 e inizio 2023. La ripresa, attesa a partire dalla primavera, dovrebbe far sì che la crescita media annua nel 2023 possa restare in territorio positivo (nostra stima: 0,6%), ma i rischi, derivanti soprattutto dall'eventualità di nuove fiammate sul prezzo del gas e/o di razionamento energetico, sono verso il basso. Assumiamo che il nuovo governo adotti politiche di bilancio in linea con la programmazione pluriennale corrente, e che l'attuazione del PNRR sia sufficientemente puntuale da garantire lo sblocco delle nuove tranche di pagamento.

Paolo Mameli

L'impatto della guerra in Ucraina e della crisi energetica sull'economia europea e italiana è stato minore del previsto nei mesi primaverili ed estivi, sia perché famiglie e imprese hanno potuto far fronte allo shock partendo da elevati livelli di liquidità accumulata negli ultimi due anni, sia perché gli effetti "a valle" su consumatori e (soprattutto) aziende sono in qualche modo "ritardati" dai meccanismi di fissazione dei prezzi (e, specie per le grandi imprese, da strumenti di *hedging*); inoltre, soprattutto **nel 2° trimestre, ha prevalso nettamente l'effetto della ripresa di mobilità conseguente al rientro dell'ondata invernale di Covid-19**, che ha spinto il PIL a crescere di ben l'1,1% t/t in primavera. Tuttavia, l'impatto della crisi geopolitica ed energetica pare solo rimandato, e potrebbe toccare il suo culmine in autunno e inverno, in corrispondenza di possibili nuovi massimi per il prezzo del gas, e dei rischi di razionamento energetico.

L'impatto della crisi energetica è solo rimandato, e toccherà il suo culmine a cavallo d'anno

Proprio in conseguenza dell'ulteriore revisione al rialzo del sentiero atteso per i listini del gas naturale, **tagliamo in misura consistente le previsioni sul sentiero del PIL nei prossimi trimestri: vediamo ora una contrazione nei due trimestri a cavallo d'anno**. Una possibile ripresa dalla primavera 2023, proprio sulla scia di un parziale rientro dei prezzi energetici, potrebbe consentire alla crescita media l'anno prossimo di restare in territorio positivo (allo 0,6%, dopo un possibile 3,5% quest'anno, rivisto al rialzo dal 3% precedente in virtù di un primo semestre più robusto del previsto: Fig. 2). Tuttavia, i rischi su questa stima sono chiaramente orientati al ribasso. Una riaccelerazione del PIL è attesa poi dal 2024, per il quale abbiamo rivisto la nostra stima al rialzo a 1,8% da un precedente 1,6%. **Lo scenario di base include un picco per l'inflazione negli ultimi mesi del 2022, con una media annua ancora elevata nel 2023** (al 5,4% dal 7,4% del 2022), e in progressiva "normalizzazione" dal 2024. **La disoccupazione è vista in moderato aumento** l'anno prossimo, a 8,5% (con un picco vicino al 9% tra 1° e 2° trimestre 2023) dopo l'8,2% di quest'anno.

L'impatto più "tangibile" della crisi energetica è sul potere d'acquisto dei consumatori. **Stimiamo una spesa energetica della famiglia tipo a oltre 5.200 euro quest'anno e a quasi 6.900 euro l'anno prossimo**, con aumenti, rispetto all'anno precedente, di oltre 1.900 euro nel 2022 e oltre 1.600 euro nel 2023 (in sostanza, l'esborso più che raddoppierebbe nel 2023 rispetto al 2021: Fig. 3). In conseguenza di questo shock, vediamo un reddito disponibile reale delle famiglie stagnante quest'anno (dopo il +2,1% del 2021) e in calo di ben -1,7% l'anno prossimo (quando i rincari delle bollette si aggiungeranno a una dinamica assai meno virtuosa dell'occupazione: Fig. 4).

L'impatto più "tangibile" è sul potere d'acquisto dei consumatori, specie di quelli meno abbienti

I risparmi accumulati dallo scoppio della pandemia non saranno sufficienti a compensare lo shock sul reddito disponibile reale, sia in termini quantitativi (gli extra-risparmi si esauriranno verosimilmente già a fine 2022, quando il tasso di risparmio tornerà al di sotto dei livelli pre-pandemici), sia soprattutto per via della distribuzione ineguale dei rincari. Infatti, secondo le nostre stime, **per le famiglie con minore capacità di spesa** (primo quintile nella distribuzione della spesa media familiare), **il tasso di inflazione tendenziale lo scorso agosto è stato pari all'11,4%**, contro il 9,1% dell'indice per la popolazione nel suo complesso (armonizzato) e **contro il 7,8% delle famiglie con il livello di spesa equivalente più elevato** (ultimo quintile: Fig. 5). La spesa per energia rappresenta infatti il 14,6% sul totale della spesa per le famiglie del primo quinto, e il 6,7%

per quelle dell'ultimo quinto (per gli alimentari, l'incidenza ammonta rispettivamente a 33,2% e 16,5%: Fig. 6). Inoltre, **l'inflazione che colpisce le famiglie del primo quinto riguarda beni e servizi essenziali il cui consumo difficilmente può essere ridotto**; oltre agli alimentari, infatti, anche la spesa per energia di tali famiglie riguarda essenzialmente (per il 63%) beni energetici per uso domestico (energia elettrica, gas per cucinare e riscaldamento), proprio quelli su cui sono concentrati i rincari attuali (stimiamo un aumento dell'86% quest'anno e del 50% l'anno prossimo sul gas, e del 113% nel 2022 e del 44% nel 2023 sulla bolletta elettrica). Al contrario, tra le famiglie dell'ultimo quinto una quota non irrilevante della spesa per energia (il 55%) è rappresentata dai carburanti (e lubrificanti), spesa che, unitamente a quella per servizi relativi ai trasporti, può trovare margini di riduzione quando non legata ad attività scolastiche o lavorative; stesso discorso, ovviamente, può essere fatto per le spese destinate ai servizi ricreativi e culturali (che pesano per il 5,7% per le famiglie meno abbienti e per il 16,2% tra quelle più benestanti).

Di conseguenza, il principale driver del rallentamento ciclico atteso per il 2023 saranno proprio i consumi reali delle famiglie, visti all'1,6% da variazioni superiori al 5% nel biennio 2021-22; in particolare, saranno colpiti i consumi di beni, mentre i servizi potrebbero subire una frenata meno brusca a causa dei persistenti margini di recupero post-pandemico, e vista la maggior incidenza delle fasce ad alto reddito, meno colpite dai rincari. **Anche gli investimenti sono attesi in frenata**, al 2,5% dopo i ritmi di crescita a due cifre visti nel biennio 2021-22, specie nei settori energivori (Fig. 7). **Cruciale appare l'evoluzione degli investimenti in costruzioni**, che sono stati il principale motore di crescita dell'economia italiana negli ultimi due anni (sono cresciuti di quasi il 4% t/t in media tra inizio 2021 e metà 2022), avendo creato da fine 2019 ben 255 mila nuovi posti di lavoro (a fronte di occupati stabili nell'industria, in calo di -35 mila unità nell'agricoltura e di ben -130 mila nei servizi: Fig. 8). **Il settore non potrà non risentire del graduale esaurirsi degli incentivi fiscali¹** (Fig. 9), forse già a partire da inizio 2023, nonché dei rincari dei costi di produzione (Fig. 10) e dell'aumento atteso per i tassi sui mutui (Fig. 11). Peraltro, i fondamentali non appaiono coerenti con un'ampia recessione, visto che l'immobiliare non parte da una situazione di surriscaldamento, e i livelli di accessibilità al mercato appaiono migliori che in altri Paesi europei.

La crisi energetica sta causando un impatto epocale sulla bilancia dei pagamenti e di parte corrente dell'Italia. **Il saldo commerciale cumulato degli ultimi 12 mesi a luglio è sceso in territorio negativo per la prima volta da oltre 10 anni** (-6,8 miliardi: il saldo era positivo per 68,4 miliardi un anno prima), e tale effetto non potrà che amplificarsi ulteriormente nei prossimi mesi. **La bilancia di parte corrente è attesa almeno azzerarsi quest'anno** (non accadeva dal 2012), dal 2,5% del PIL l'anno scorso. Il deficit energetico si sta ampliando, avendo raggiunto a luglio -11,1 miliardi in termini destagionalizzati (contro i -3,6 mld di luglio 2021 e -1,9 mld di luglio 2020); ai prezzi di luglio (destinati a salire ulteriormente nei mesi successivi), l'energia importata costava 14,4 miliardi al mese contro i 3,1 mld in media dei 12 mesi tra luglio 2020 e giugno 2021: in altri termini, **gli extra-costi energetici per l'intero sistema-Paese possono essere valutati dell'ordine di 11,3 miliardi al mese ovvero oltre 136 miliardi l'anno (oltre il 7% del PIL)**. In prospettiva, il canale estero dovrebbe continuare a fare da freno alla crescita reale del PIL, in virtù di una perdita di competitività delle imprese esportatrici e di un deterioramento delle ragioni di scambio. **Stimiamo un apporto della domanda estera netta al PIL di -0,9% nel 2023 dopo il -1,2% atteso per il 2022**, in uno scenario di marcato rallentamento per entrambi i flussi in termini reali l'anno prossimo.

I rischi sullo scenario derivano ancora principalmente da una possibile recrudescenza della crisi energetica ovvero o da un'ulteriore fiammata delle quotazioni del gas naturale, o, in aggiunta, da un'eventuale necessità di razionamento "forzoso" di energia: **sotto ipotesi coerenti con il "downside scenario" presentato dalla BCE** in occasione della riunione di settembre, di

Anche gli investimenti sono visti in frenata. Cruciale sarà la reazione del settore delle costruzioni al graduale esaurirsi degli incentivi

La crisi sta causando un brusco deterioramento della bilancia dei pagamenti e di parte corrente, nonché delle ragioni di scambio

I rischi sono legati a una ulteriore fiammata dei prezzi del gas, ovvero all'eventualità di un razionamento dell'energia

¹ Per i condomini l'agevolazione vale fino a fine 2023 e poi sarà ridotta al 70% nel 2024 e al 65% nel 2025. Per le case unifamiliari (e villette) l'incentivo è in vigore fino al 31 dicembre 2022 ma a condizione che almeno il 30% dei lavori sia effettuato entro il 30 settembre 2022

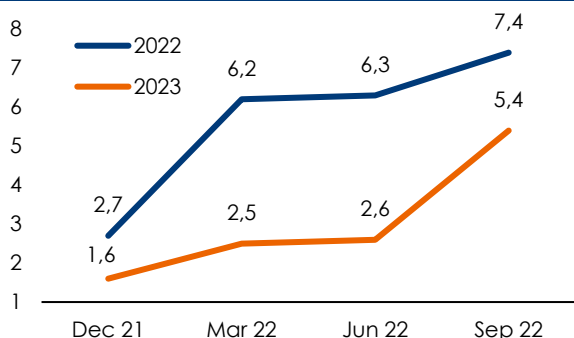
interruzione completa delle forniture russe con scarse possibilità di accesso a fornitori alternativi, che spingerebbe le quotazioni di gas oltre 360 EUR/MWh (e quelle del petrolio a quasi 140 dollari al barile) in media d'anno, con necessità di razionare l'energia utilizzata come input nella produzione e conseguenti tagli produttivi, **il PIL italiano potrebbe calare di -1,1% nel 2023**.

Quanto è probabile lo scenario di razionamento energetico nella stagione invernale? Abbiamo a tal fine condotto delle simulazioni sulle scorte italiane di gas naturale (che stimiamo al 90% della capacità di stoccaggio al 1° ottobre), con diverse assunzioni dal lato dell'offerta e della domanda. Il principale risultato è che, se la Russia dovesse interrompere completamente la fornitura di gas verso l'Italia, solo un taglio di ben il 15% dei consumi di gas consentirebbe di non scendere sotto la soglia delle riserve strategiche (Fig. 12); se la Russia dovesse dimezzare il livello dei flussi rispetto a quelli correnti, anche un taglio del 5% dei consumi non sarebbe sufficiente per mantenere le riserve a fine inverno sopra la soglia strategica (Fig. 13); se l'import da Mosca dovesse rimanere sui livelli correnti (già fortemente ridimensionati rispetto al passato, circa il 17% dell'import di gas), anche con consumi in linea con quelli dello scorso anno si dovrebbe arrivare a fine inverno con stoccaggi al di sopra del livello di allarme (Fig. 14).

Anche nel 2022, l'andamento a consuntivo dei conti pubblici sembra essere migliore delle previsioni iniziali, come già accaduto negli anni scorsi. Nonostante i numerosi pacchetti approvati a partire da settembre 2021 per contrastare gli effetti del caro-energia (che per l'Italia ammontano nel complesso a circa 57 miliardi, il 3% del PIL), l'indebitamento netto non dovrebbe discostarsi molto dal 5,1% previsto nella NADEF, che è stato rivisto al ribasso rispetto al 5,6% atteso nel DEF di aprile. La ragione sta soprattutto nell'andamento migliore delle attese delle entrate fiscali, gonfiate sia dell'inflazione che dalla crescita superiore al previsto nella prima parte dell'anno. **Per il 2023, tuttavia, il deficit potrebbe risultare superiore rispetto alle previsioni della NADEF** - sia a causa dei rischi al ribasso sulla crescita, sia per la possibile necessità di nuovi pacchetti fiscali espansivi - con effetti anche per gli anni successivi (Fig. 15); anche la discesa del rapporto debito/PIL potrebbe esser più graduale di quanto previsto nella NADEF (Fig. 16). Assumiamo che il Governo risultante dalle recenti elezioni politiche (con ogni probabilità un esecutivo di centro-destra guidato da un esponente di Fratelli d'Italia, forse dalla leader Giorgia Meloni) adotti politiche di bilancio in linea con la programmazione pluriennale attuale, e che l'attuazione del PNRR sia sufficientemente puntuale da garantire lo sblocco delle tranche di pagamento attese per i prossimi semestri.

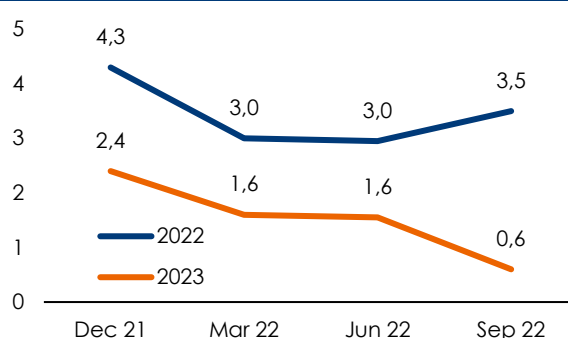
I conti pubblici non destano preoccupazione quest'anno, ma il rientro del deficit nei prossimi anni sarà più lento di quanto atteso

Fig. 1 – In conseguenza dell'ulteriore revisione al rialzo del profilo atteso sui prezzi energetici, abbiamo alzato le stime sull'inflazione italiana nel 2022-23



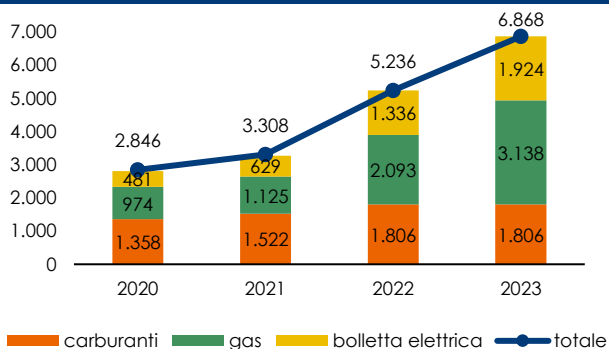
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su variazione % annua CPI (NIC)

Fig. 2 – Rivediamo al rialzo la stima di crescita del PIL per il 2022, per via di un primo semestre migliore del previsto, ma tagliamo significativamente quella per il 2023, a 0,6%



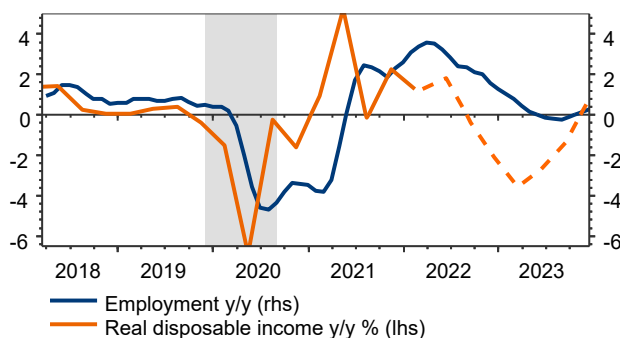
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su variazione % annua PIL

Fig. 3 – La spesa energetica della famiglia tipo più che raddoppierà nel 2023 rispetto al 2021



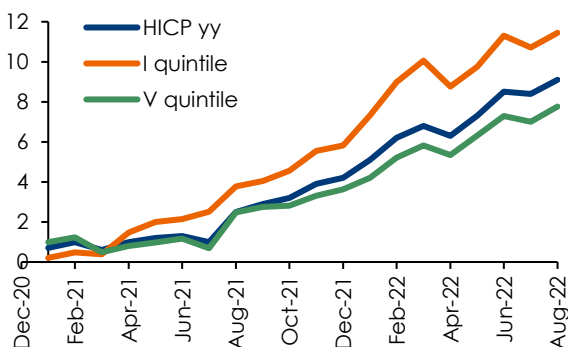
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, ARERA

Fig. 4 – Nonostante un rallentamento solo graduale dell'occupazione, il reddito disponibile reale delle famiglie subirà una forte contrazione tra fine 2022 e inizio 2023



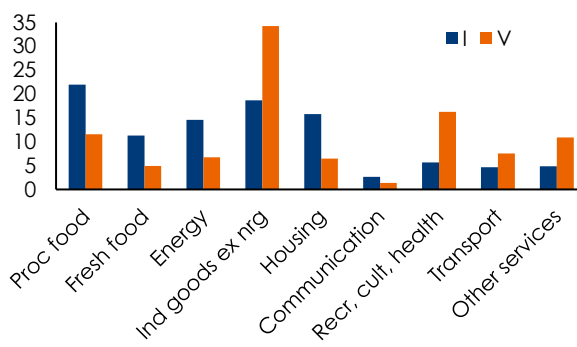
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 5 – L'inflazione effettiva per le famiglie del 1° quintile nella distribuzione della capacità di spesa è decisamente più alta di quella delle famiglie del 5° quintile...



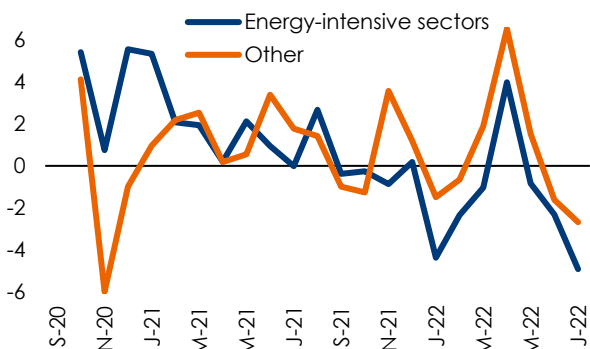
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 6 – ...per via del maggior peso, per le famiglie del primo quintile, della spesa in energia e alimentari



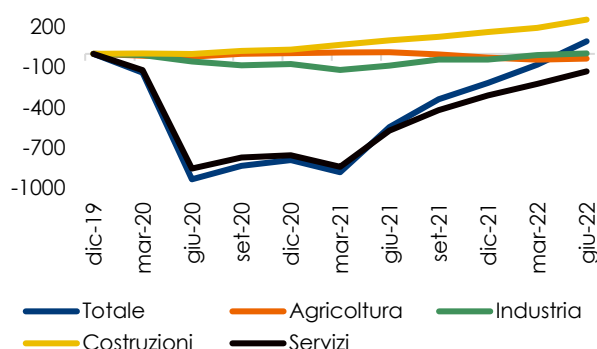
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 7 – La produzione industriale, specie nei settori più energivori, è già in territorio recessivo



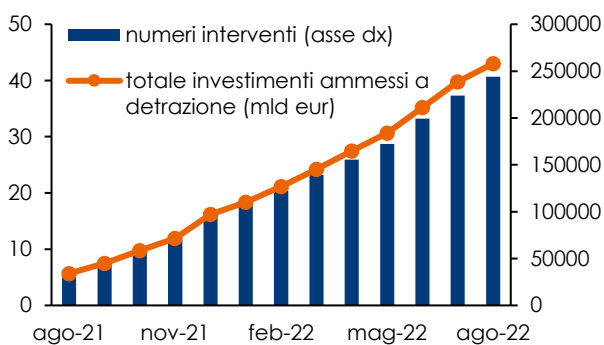
Nota: variazione % t/t; come proxy dei settori "energivori" abbiamo assunto i comparti dei metalli, della chimica, di gomma e plastica e di legno e carta. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 8 – Le costruzioni nella fase post-pandemica sono state l'unico macro-settore a creare posti di lavoro



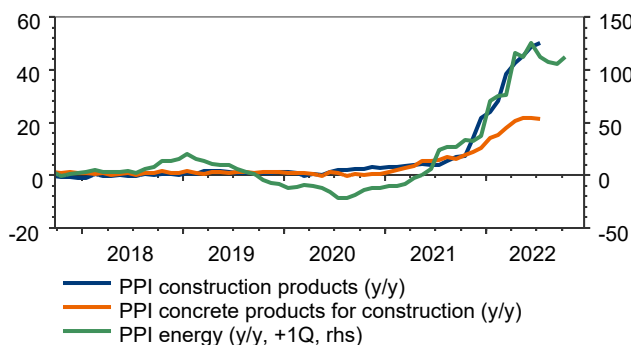
Nota: variazioni in migliaia di occupati rispetto al 4° trimestre 2019. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 9 – Il settore non potrà non risentire dell'esaurirsi degli incentivi fiscali (il totale degli investimenti ammessi a detrazione per Super Ecobonus 110% ammonta a oltre 40 miliardi di euro)



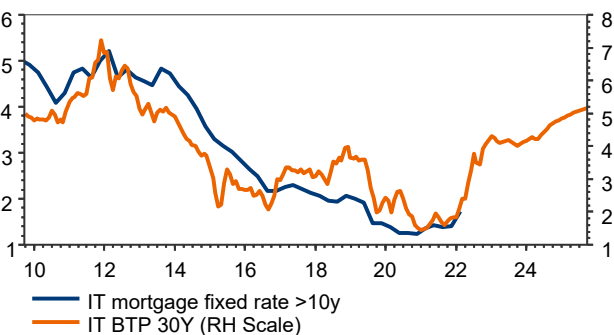
Nota: dati aggiornati al 31 agosto 2022. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ENEA, Ministero della Transizione Ecologica

Fig. 10 – Inoltre, gli investimenti in costruzioni risentiranno dei rincari dei costi di costruzione...



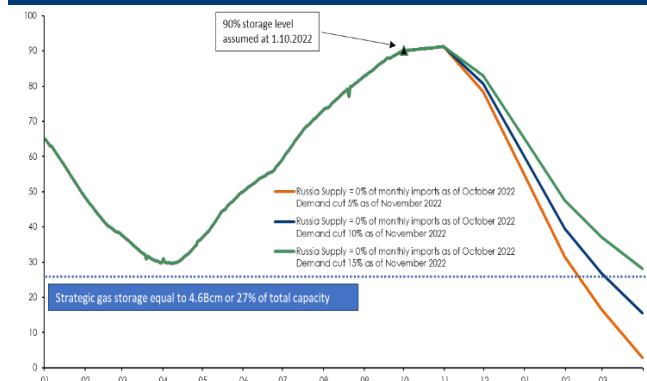
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 11 – ...e dell'aumento dei tassi sui mutui atteso per i prossimi mesi



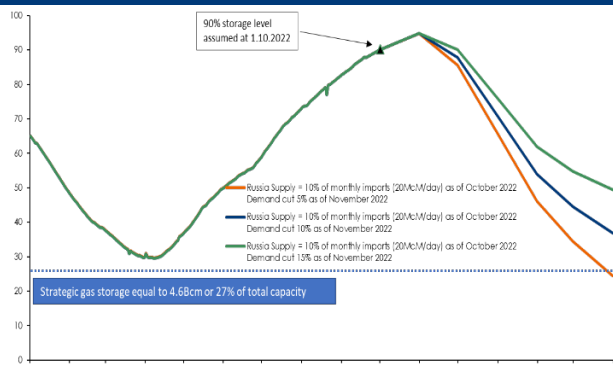
Fonte: European Mortgage Federation, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – Se la Russia interrompesse la fornitura di gas verso l'Italia, solo un taglio del 15% dei consumi di gas consentirebbe di non scendere sotto la soglia delle riserve strategiche



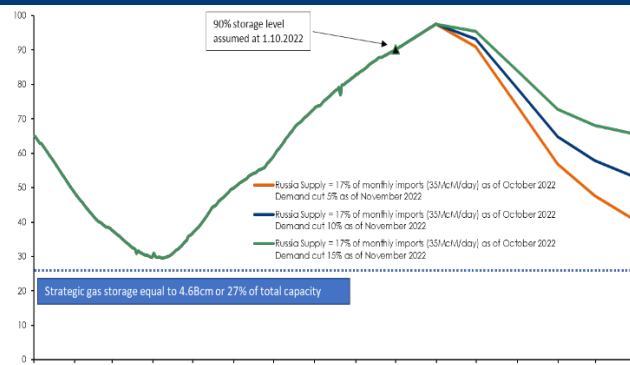
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MISE

Fig. 13 – Se Mosca dimezzasse i flussi di gas rispetto a quelli correnti, un taglio del 5% dei consumi non sarebbe sufficiente per mantenere le riserve a fine inverno sopra la soglia strategica



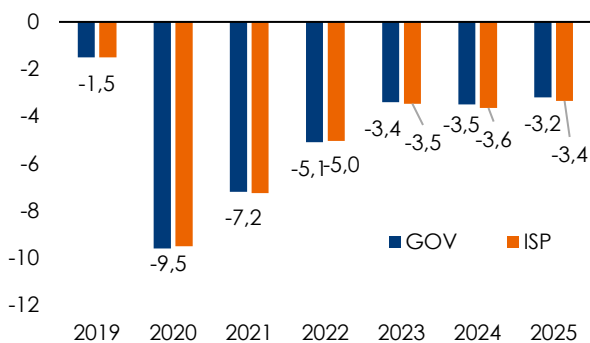
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MISE

Fig. 14 – Se l'import di gas russo rimanesse sui livelli correnti, anche con consumi in linea con il 2021 si dovrebbe arrivare a fine inverno con stoccaggi al di sopra del livello di allarme



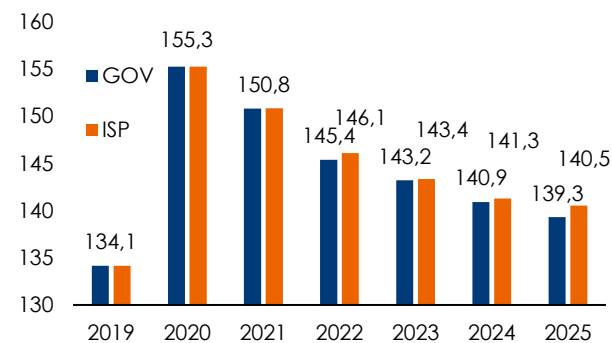
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MISE

Fig. 15 – Dopo un 2022 migliore delle attese, il rientro del deficit negli anni prossimi potrebbe essere più lento di quanto previsto...



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, NADEF 2022

Fig. 16 – ...così come la traiettoria al ribasso del rapporto debito/PIL



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, NADEF 2022

Sintesi della previsione macroeconomica

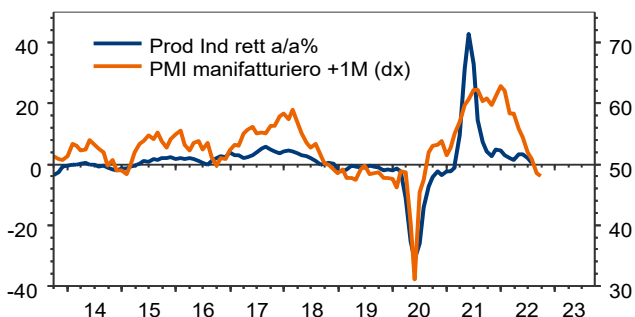
	2021	2022p	2023p	2021		2022				2023			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	6.6	3.5	0.6	4.0	6.4	6.3	4.7	2.1	1.2	0.9	0.0	0.5	1.2
- var.ne % t/t				2.7	0.7	0.1	1.1	0.1	-0.2	-0.3	0.2	0.6	0.5
Consumi delle famiglie	5.2	4.0	1.5	2.8	0.1	-0.9	2.6	0.6	-0.1	-0.1	0.5	0.6	0.5
Consumi pubblici	0.6	-0.4	0.4	0.1	0.1	0.3	-1.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1
Investimenti fissi	17.0	10.2	2.5	2.3	3.2	3.6	1.7	0.9	0.6	0.1	0.4	0.8	1.1
Investimenti in macchinari	13.0	7.8	2.8	3.4	2.1	1.9	1.8	0.7	0.4	0.4	0.6	1.0	1.3
Investimenti in trasporti	10.2	1.7	0.0	-13.8	4.3	6.5	-0.4	0.7	-0.5	-1.0	0.5	1.0	1.2
Investimenti in costruzioni	22.2	13.5	2.5	3.4	4.1	5.0	1.8	1.2	1.0	0.0	0.3	0.5	0.8
Esportazioni	13.4	10.6	3.0	4.5	0.1	4.7	2.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.8	0.7
Importazioni	14.3	15.5	5.7	2.8	4.6	5.4	3.3	2.0	1.5	1.4	1.0	0.7	0.7
Contr. % PIL													
Commercio estero	0.0	-1.2	-0.9	0.6	-1.3	-0.2	-0.2	-0.5	-0.3	-0.3	-0.1	0.0	0.0
Domanda finale interna	6.3	4.3	1.5	2.2	0.7	0.2	1.7	0.6	0.1	0.0	0.4	0.6	0.5
Var. scorte	0.3	0.5	0.0	0.0	1.3	0.0	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Affinità produttiva													
Produzione industriale	11.7	0.1	0.2	1.5	0.2	-0.9	1.1	-1.5	-0.4	-0.2	0.8	0.8	0.7
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	1.9	7.3	5.3	2.2	3.5	5.7	6.9	8.3	8.4	7.2	5.7	4.6	3.7
- escl. alimentari, energia (a/a)	0.8	3.5	4.1	0.7	1.3	1.7	3.1	4.4	4.9	5.3	4.3	3.5	3.4
PPI (a/a)	10.7	32.8	3.8	12.0	21.8	34.2	34.6	37.6	25.5	10.8	6.9	-0.6	-1.0
Disoccupazione (%)	9.5	8.2	8.5	9.1	9.0	8.5	8.1	7.9	8.3	8.7	8.6	8.4	8.3
Occupati totali	0.8	2.5	0.1	0.9	0.5	0.6	0.8	0.2	-0.3	-0.3	0.2	0.3	0.2
Salari contrattuali	0.6	1.1	1.6										
Reddito disponibile reale	2.1	0.1	-1.7										
Tasso di risparmio (%)	13.1	9.8	6.7										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	2.5	0.0	0.7										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-7.2	-5.0	-3.5										
Debito (% Pil)	150.3	146.1	143.4										
Variabili finanziarie													
3-mths Euribor	-0.58	1.79	2.33	-0.55	-0.58	-0.50	-0.24	0.86	1.79	2.29	2.35	2.35	2.33
Long term (10Y) rate (%)	0.75	3.02	3.96	0.67	0.94	1.58	2.97	3.44	4.09	4.07	4.00	3.87	3.93
BTP/Bund spread	1.08	1.96	2.44	1.07	1.18	1.46	1.88	2.17	2.33	2.40	2.47	2.50	2.41

Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Rimbalza temporaneamente la produzione industriale a luglio

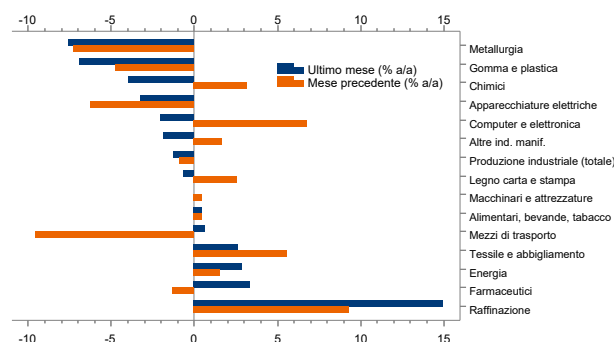
La produzione industriale ha mostrato un parziale rimbalzo a luglio (0,4% m/m) dopo gli ampi cali registrati tra maggio e giugno (rispettivamente -1,2% e -2% m/m). Su base annua, l'output è calato a -1,4% da un precedente -1,1% (corretto per gli effetti di calendario). **L'indice della produzione industriale è ora dell'1,2% al di sopra del livello pre-Covid, ma resta al di sotto dei livelli pre-bellici.** A luglio il rialzo mensile è dovuto interamente ai beni strumentali, che sono rimbalzati del 2% m/m dopo il calo di -3,2% m/m registrato a giugno. Potrebbe aver giocato un ruolo la parziale attenuazione delle strozzature all'offerta evidenziata dalle indagini. Tutti gli altri raggruppamenti principali di industrie hanno subito un calo della produzione nel mese, in particolare i beni durevoli (-1,9% m/m dopo il -2,7% precedente). Tuttavia, su base annua sono proprio i durevoli a guidare la ripresa (3,9%), seguiti dall'energia (3,2%). Il dettaglio per settore mostra che, a parte il comparto della raffinazione (+15% sull'annuo), gli unici settori in crescita significativa rispetto a un anno prima sono il farmaceutico e il tessile (rispettivamente +3,3% e +1,4% a/a). **Sul versante negativo si collocano due dei comparti più energivori: metalli (-8,1% a/a) e gomma e plastica (-6,8%). Nonostante il rimbalzo di luglio, la produzione industriale è in rotta per una contrazione di -1,4% t/t nel 3° trimestre** (sospettiamo però che si possa tornare a registrare un calo nei due restanti mesi del trimestre estivo, quindi la flessione trimestrale potrebbe risultare più ampia). Soprattutto, le indagini suggeriscono che la tendenza negativa può continuare, e anzi verosimilmente amplificarsi, nei prossimi mesi. **L'impatto dello shock sui prezzi energetici si sta rivelando più ritardato del previsto** (anche perché il sostegno fornito dagli ordini arretrati sta iniziando solo ora a scemare) e, unitamente ai rischi di razionamento dell'energia, potrebbe essere più tangibile, in particolare sull'industria, nei mesi a venire.

Le indagini anticipano un brusco rallentamento dell'attività industriale nei prossimi mesi



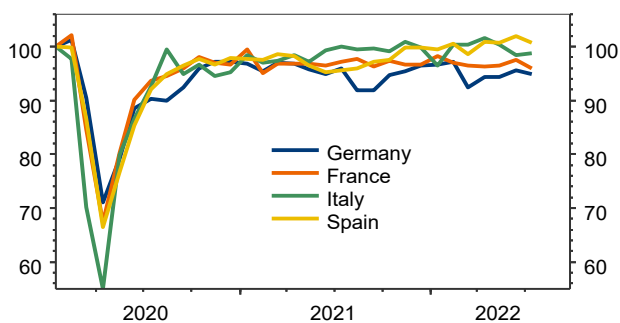
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

I dati di luglio sulla produzione nei diversi settori industriali sembrano indicare che una svolta in negativo è in corso



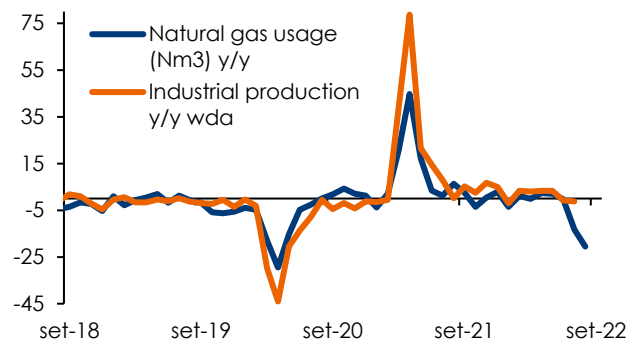
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Lo shock energetico dovrebbe penalizzare soprattutto le industrie italiane e tedesche



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Il consumo di gas nell'industria sta crollando sotto il peso di prezzi ormai insostenibili

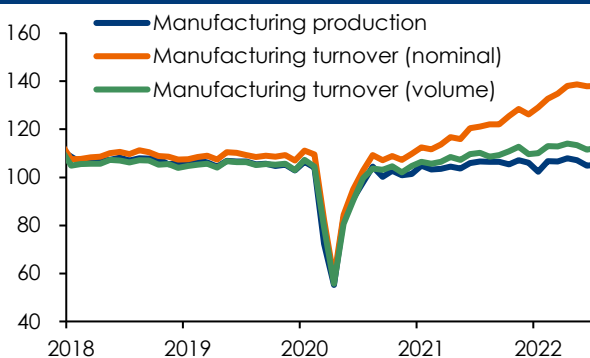


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, SNAM

Le indagini anticipano una contrazione manifatturiera nei prossimi mesi

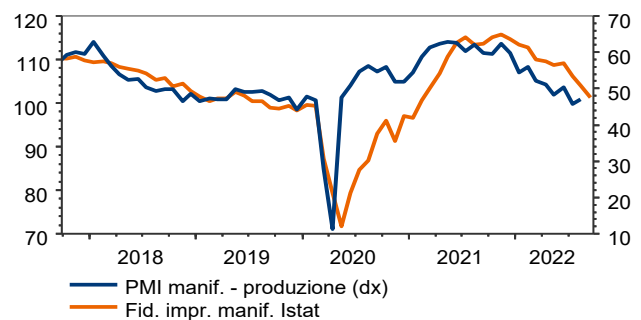
A settembre l'indice Istat di fiducia manifatturiera è calato più delle attese a 101,3 da un precedente 104 (rivisto da 104,3), un minimo da marzo 2021 e in ribasso per il terzo mese consecutivo. Le imprese manifatturiere registrano un peggioramento della tendenza al calo degli ordini già in atto da qualche mese, con flessioni diffuse sia alla domanda interna che a quella estera (in particolare gli esportatori riportano come i maggiori costi di produzione ne stiano intaccando la competitività internazionale). In calo anche l'indice sulla produzione, ai minimi dai primi mesi del 2021 e su livelli coerenti con una contrazione dell'output industriale tra l'estate e l'autunno. La fase di debolezza della manifattura è attesa continuare nei prossimi mesi: le aspettative sull'attività si fanno progressivamente più pessimiste, mentre le imprese stanno ridimensionando drasticamente le intenzioni di assunzione. A luglio il fatturato industriale è calato per il secondo mese, registrando una flessione di -0,1% m/m (16,3% a/a) imputabile al mercato estero (-0,6%) a fronte di una stagnazione per quello interno. La contrazione congiunturale riguarda soprattutto i beni intermedi (-2,2%), che si contraggono per il secondo mese, e l'energia (-3,4%), al netto della quale il fatturato sarebbe in aumento, seppur modesto (0,1% m/m). In crescita invece i beni di consumo (0,3%) e strumentali (3,6%), che rimbalzano dopo due mesi di cali piuttosto marcati. L'indice a prezzi costanti del fatturato industriale è invece cresciuto di 0,6% m/m da un precedente -1,6% m/m e in termini tendenziali è in espansione di un più modesto 1,7%. Nonostante il parziale rimbalzo di luglio, il volume del fatturato resta in rotta per una contrazione nel 3° trimestre, e le indagini di fiducia confermano un quadro di generale debolezza.

Al netto dei maggiori prezzi il fatturato industriale inizia a mostrare segnali di debolezza



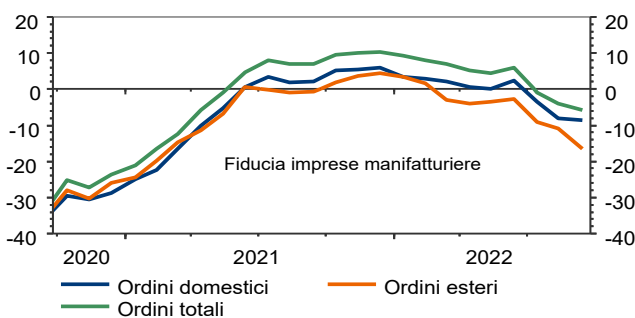
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le indagini segnalano che l'attività nell'industria potrebbe essere già in territorio recessivo



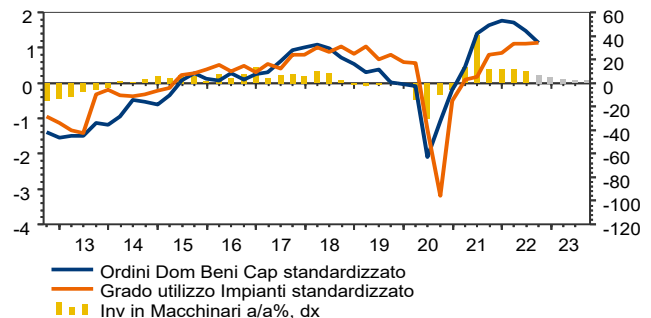
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Si accentua il peggioramento degli ordini, diffuso sia al mercato interno che alle commesse dall'estero



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

Il rallentamento degli ordini di beni strumentali anticipa una dinamica meno vivace degli investimenti in macchinari nei prossimi trimestri

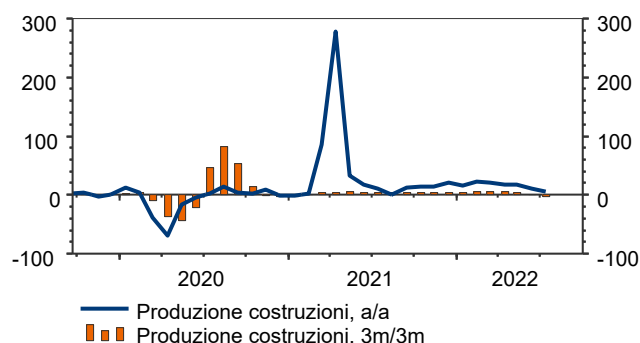


Nota: l'area ombreggiata corrisponde alle previsioni. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Dopo un robusto avvio d'anno, le costruzioni iniziano a rallentare

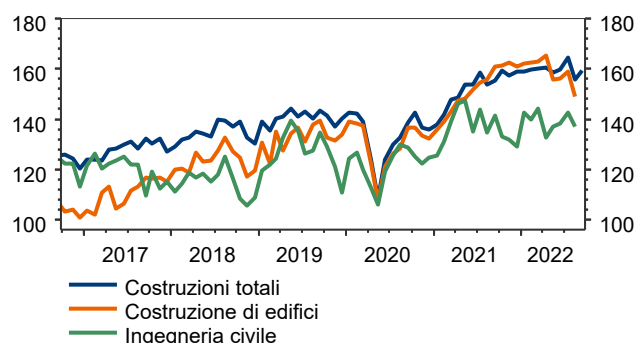
La **produzione nelle costruzioni a luglio è calata per il quarto mese consecutivo**, mettendo a segno la flessione più ampia da dicembre 2020: -3% m/m da un precedente -2,3%. La crescita tendenziale rallenta al 5,9% da 10,4% di giugno. Dopo un robusto 1° trimestre, **l'attività sembra essere entrata in una fase di rallentamento**, come peraltro suggeriscono le indagini congiunturali, nonché i dati sui permessi di costruzione e sulla domanda di mutui. **La presenza di commesse in completamento, nonché degli incentivi fiscali, lascia però supporre che nei prossimi mesi il settore possa continuare a sovraperformare il resto dell'Eurozona. A settembre il morale dei costruttori rilevato dall'Istat è tornato a crescere** (a 159,5 da 155,8) dopo la correzione di agosto. Il vasto ricorso ai bonus edilizi dovrebbe infatti continuare a sostenere l'attività: il totale degli investimenti ammessi a detrazione nell'ambito del Super Ecobonus 110% a fine agosto ammontava a oltre 40 miliardi di euro, ed è probabile che, in aggiunta al completamento dei lavori in opera, il rinnovo delle agevolazioni al 2023 per i condomini possa continuare a sostenere gli investimenti. **Nel 2° trimestre i prezzi delle abitazioni sono cresciuti del 2,3% t/t, in accelerazione dall'1,7% precedente** (5,2% a/a da 4,5%), al settimo trimestre consecutivo di rialzo. In particolare, sono le abitazioni nuove a restare trainanti, con un tasso di crescita congiunturale record (6,8% da un precedente 0,7%), che ha portato l'indice relativo ad aggiornare nuovi massimi da almeno il 2010. Decelerano leggermente invece i prezzi delle case esistenti (che pesano per più dell'80% sull'indice aggregato) al 3,8% a/a dopo il 4,4% registrato nel 1° trimestre, che rappresentava un massimo da quando è disponibile la serie storica dell'IPAB, ovvero almeno dal 2010.

Produzione nelle costruzioni in calo per il quarto mese a luglio



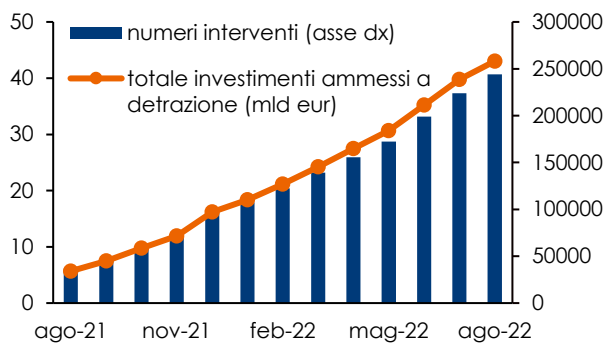
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Torna a salire il morale nelle costruzioni a settembre



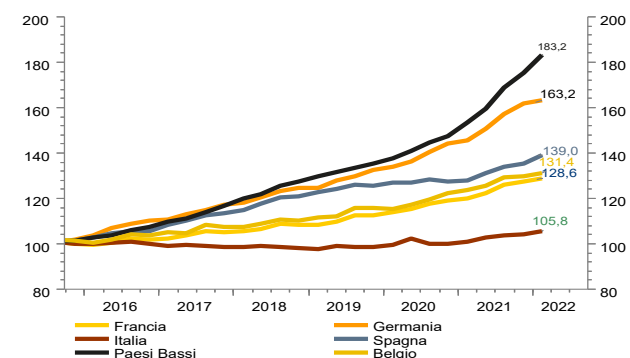
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il vasto ricorso ai bonus edilizi dovrebbe continuare a sostenere l'attività



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ENEA, Ministero della Transizione Ecologica

Il mercato immobiliare italiano sembra essere meno surriscaldato rispetto alle altre principali economie europee

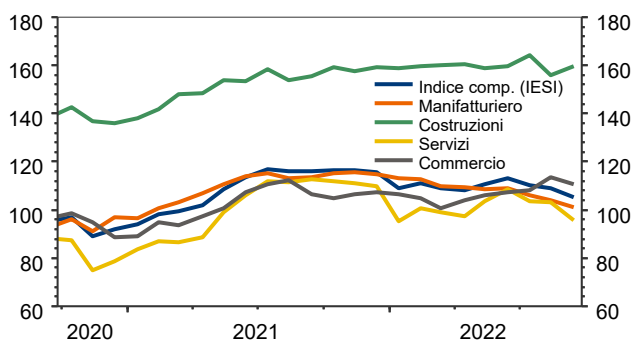


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Anche i servizi cominciano a perdere spinta

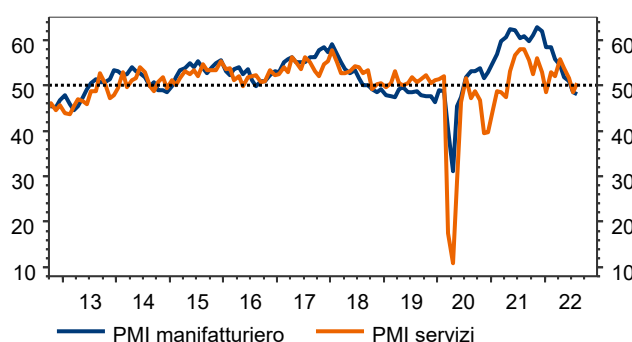
Nel 2° trimestre il fatturato dei servizi è cresciuto del 3,5% t/t (17% a/a), in espansione per il sesto trimestre consecutivo e con progressi diffusi a tutti i settori. Gli incrementi congiunturali maggiori sono stati registrati in particolare nei settori Trasporto e magazzinaggio (6%), Commercio all'ingrosso (3,8%) e Commercio e riparazione di veicoli (3,8%). Su base tendenziale invece i comparti più vivaci sono quelli legati alle attività turistiche come le Agenzie di viaggio (216,2%), l'Alloggio (189,5%) e il Trasporto aereo (120,6%). I dati confermano la ripresa dei servizi sull'onda del rimbalzo post-pandemico dell'attività, ma è probabile che, essendo espressi in prezzi correnti, sovrastimino l'effettiva dinamica del settore per via dell'aumento dei listini. **A settembre, il morale delle imprese dei servizi, secondo l'indagine Istat, ha registrato la flessione più ampia da fine 2020** a 95,9 da 103,3, confermando come la ripresa nel settore stia ormai perdendo spinta. Le imprese riportano, infatti, un deciso rallentamento degli ordini e un netto deterioramento delle aspettative diffuso a tutti i settori, compresi quelli che durante i trimestri centrali dell'anno hanno trainato la ripresa, come il turismo, e che nei prossimi mesi non potranno non risentire della frenata della domanda. **L'attività nel settore dovrebbe essere rimasta espansiva nei mesi estivi, prima di moderare decisamente a partire dall'autunno.**

A settembre il calo della fiducia delle imprese ha riguardato tutti i settori a eccezione delle costruzioni



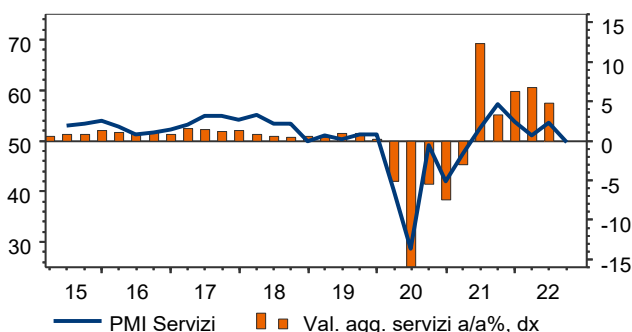
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Anche i servizi sono ormai in sostanziale stagnazione



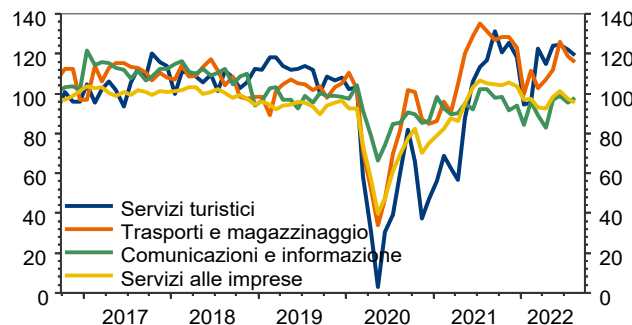
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

Il picco della ripresa è ormai alle spalle



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

I settori che hanno guidato la ripresa nei trimestri centrali dell'anno stanno rallentando

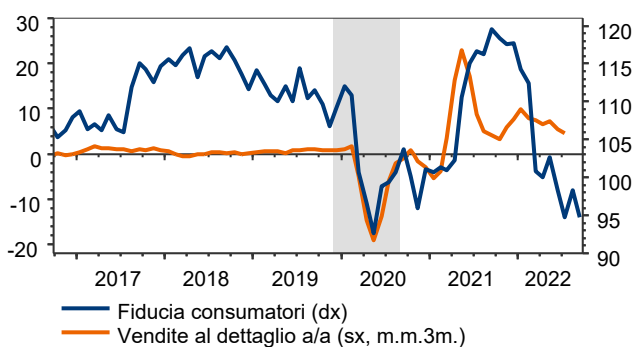


Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le prospettive per i consumi si vanno rapidamente deteriorando

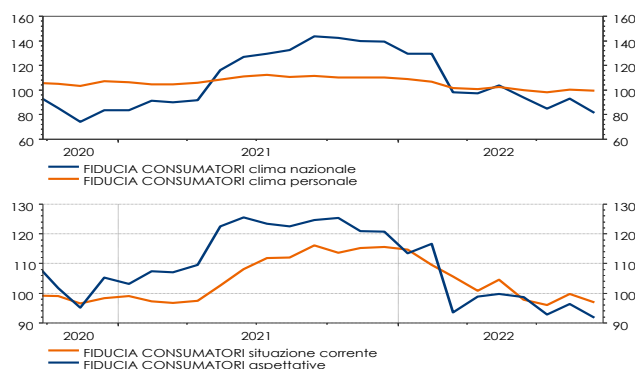
Il volume delle vendite al dettaglio è tornato a crescere a luglio, ma il rimbalzo dell'1% m/m non è sufficiente a recuperare la pesante flessione (-1,7%) registrata nel mese precedente. Nel mese l'aumento risulta diffuso ai beni alimentari (0,5% m/m) e non (1,4% m/m); su base tendenziale, il maggior dinamismo è registrato dagli acquisti di dotazioni per l'informatica, telecomunicazioni e telefonia (8,2%) e dagli elettrodomestici (6,9%), mentre risultano in contrazione cartoleria, libri e giornali (-1,2%). Alla luce dell'erosione del reddito disponibile a causa dell'elevata inflazione, nonché dell'incertezza sullo scenario internazionale, ci aspettiamo che la dinamica delle vendite al dettaglio, e più in generale dei consumi privati, rimanga complessivamente debole nel 2° semestre. A settembre l'indice di fiducia dei consumatori è sceso a 94,8 da 98,3, tornando sui livelli di luglio dopo il modesto rimbalzo registrato il mese precedente. La flessione del morale è diffusa a tutte le componenti ma trainata soprattutto dalle valutazioni sul clima economico, che sono scese ai minimi da novembre 2020; anche l'indice relativo alla situazione personale ha registrato un notevole peggioramento, portandosi ai minimi dal primo lockdown (dalla primavera del 2020). I nuclei familiari sono, inoltre, decisamente più preoccupati circa un aumento della disoccupazione e riportano un calo delle intenzioni di acquisto di beni durevoli. Dopo il record toccato ad agosto, è tornata a calare per la prima volta in oltre un anno l'inflazione percepita negli ultimi 12 mesi (che pure resta su livelli vicini ai record), mentre è tornata a salire, dopo la correzione dello scorso mese, l'inflazione attesa per i prossimi 12 mesi.

Il progressivo deterioramento del morale dei consumatori anticipa una contrazione delle spese



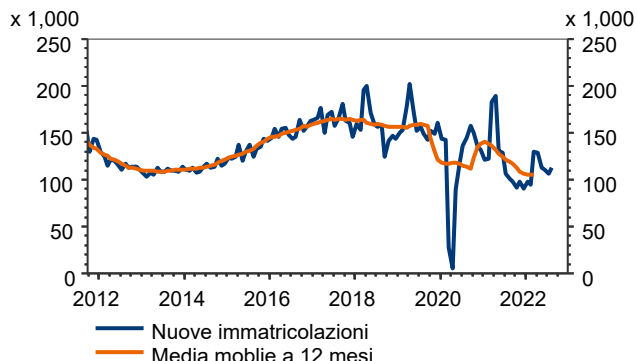
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020, l'area ombreggiata corrisponde al periodo recessivo. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La flessione della fiducia di settembre è diffusa al clima nazionale e a quello personale, alla situazione corrente e alle aspettative



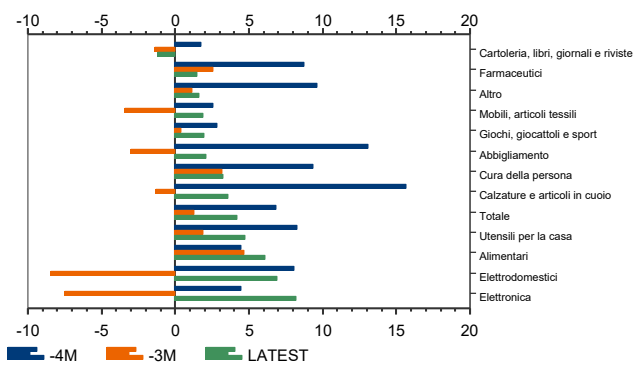
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I dati sulle immatricolazioni di auto confermano la tendenza di calo



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

La tendenza annua delle vendite al dettaglio (in valore) resta espansiva ma sta decelerando

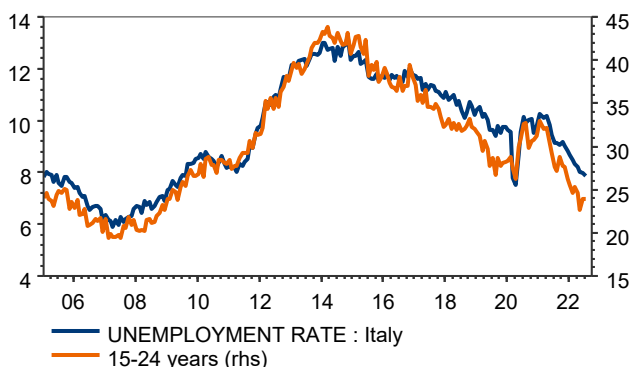


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Attesa un'inversione di tendenza per la disoccupazione nei prossimi mesi

A luglio il tasso di disoccupazione è calato a sorpresa al 7,9% da un precedente 8% (il dato relativo a giugno è stato rivisto al ribasso di un decimo). Il calo è avvenuto **nonostante una diminuzione degli occupati** (-22 mila unità); **sono infatti tornati ad aumentare gli inattivi** (+54 mila unità), il che riporta la forza lavoro a contrarsi dopo il rimbalzo di giugno. La prima diminuzione degli occupati da agosto 2021 è diffusa a uomini e donne ma concentrata tra i dipendenti permanenti e gli autonomi, confermando un trend in atto ormai dallo scoppio della pandemia. I dipendenti a termine sono, infatti, cresciuti per il sesto mese consecutivo, raggiungendo nuovi massimi dall'inizio della serie storica (quindi almeno dal 1977). Tale incremento dei lavoratori temporanei è avvenuto soprattutto a spese degli autonomi, in un trend in atto già prima della pandemia: dieci anni fa gli indipendenti pesavano per oltre il 14% del totale dei lavoratori contro il 12% di luglio 2022, mentre i dipendenti a termine rappresentano ora il 7,6% degli occupati da poco meno del 6% nel 2012; circa stabile la tendenza dei contratti a tempo indeterminato (36,4% contro 37% di dieci anni fa). Il numero di occupati rimane comunque superiore ai livelli pre-Covid, mentre **le persone in cerca di occupazione sono calate per il nono mese consecutivo** portandosi, se si escludono i mesi di lockdown della primavera del 2020, sui livelli minimi dall'aprile del 2011. **Vediamo un rallentamento del mercato del lavoro nei prossimi mesi**: le indagini di fiducia mostrano una diminuzione delle intenzioni di assunzione mentre il deterioramento dello scenario congiunturale non offre prospettive incoraggianti. **Tuttavia, riteniamo che l'impatto sul tasso di disoccupazione possa risultare moderato**, soprattutto nel caso in cui vengano nuovamente allargate le maglie del ricorso alla cassa integrazione-guadagni.

Negli ultimi mesi il tasso di disoccupazione giovanile è calato più rapidamente rispetto alla media



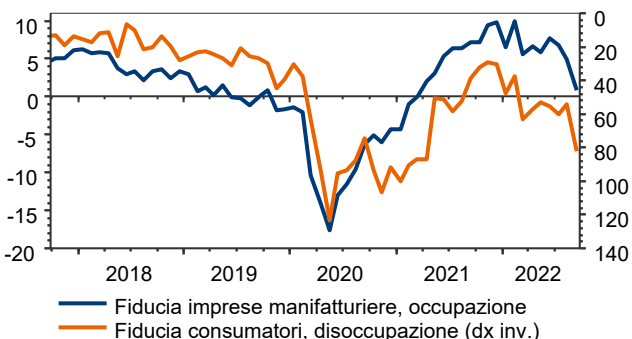
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il calo del tasso di disoccupazione di luglio è imputabile anche a una contrazione della forza lavoro



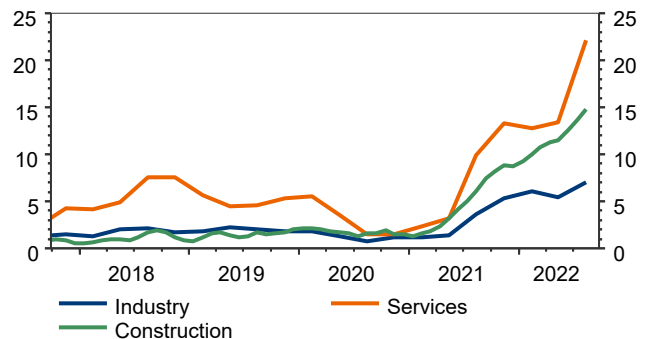
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La domanda di lavoro dovrebbe rallentare nei prossimi mesi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Al momento però si conferma un quadro di eccesso di domanda

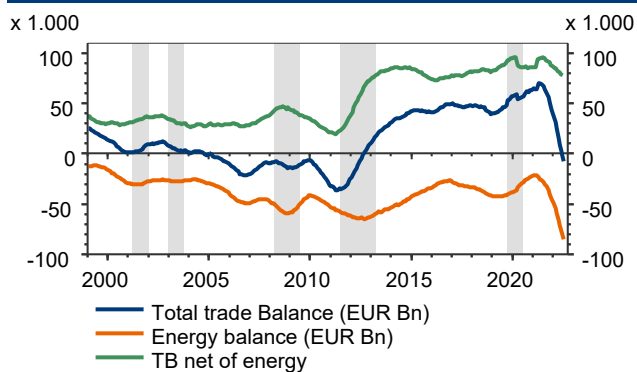


Nota: % di imprese per cui la carenza di personale è un fattore limitante per l'attività; dati interpolati per la mancanza di osservazioni nel 2° trimestre 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Commissione Europea DG Ecofin

Saldo commerciale affossato dall'energia

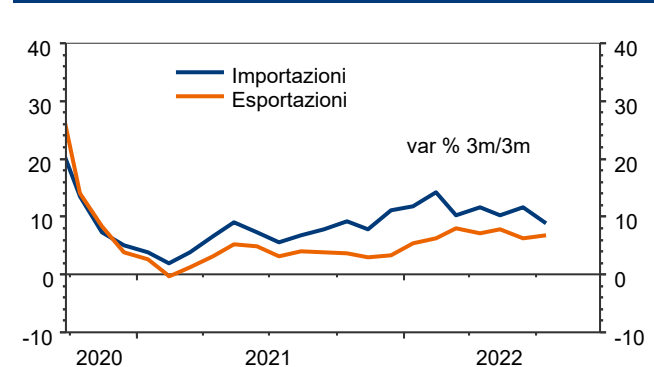
I **dati sul commercio estero di luglio** hanno mostrato un rimbalzo su base congiunturale per le esportazioni (4,1% m/m dopo il -1,9% di giugno) e un'accelerazione per le importazioni (3,4% da 2,6% precedente). Il rimbalzo dell'export è spiegato per oltre la metà dai beni strumentali, anche grazie alla vendita di mezzi di navigazione marittima. Entrambi i flussi rallentano lievemente ma mantengono una dinamica molto vivace su base annua (export 18%, import 44%), che però è spiegata esclusivamente dai prezzi: in volume, l'export è in calo (-4%) e l'import è sostanzialmente stagnante (0,6%). **Il saldo commerciale registra l'ottava contrazione mensile consecutiva, che porta il saldo cumulato degli ultimi 12 mesi in territorio negativo per la prima volta da oltre 10 anni** (-6,8 miliardi: il saldo era positivo per 68,4 miliardi un anno prima). Il deficit energetico si sta ampliando, avendo raggiunto a luglio -11,1 miliardi in termini destagionalizzati (contro i -3,6 mld di luglio 2021 e -1,9 mld di luglio 2020). I **dati di agosto sul commercio con i paesi extra-UE** hanno registrato un calo delle esportazioni (-7% m/m), condizionato però dalle operazioni occasionali a elevato impatto nella cantieristica navale del mese precedente, al netto delle quali la flessione sarebbe pari a -2,4%. In diminuzione anche le importazioni (-3,6%), che risentono del calo dei prezzi dei beni energetici (al netto dell'energia l'import sarebbe in rialzo del 3,8%). Il disavanzo commerciale con i paesi extra-UE è pari a -5,8 miliardi (+1,3 miliardi un anno prima) mentre il saldo energetico è in deficit di -9,9 miliardi. Nei prossimi mesi la dinamica dei prezzi energetici continuerà a influenzare i dati sul commercio estero, contribuendo al peggioramento delle ragioni di scambio e alla perdita di competitività delle esportazioni italiane, che subiranno anche il progressivo rallentamento della domanda globale.

Il saldo commerciale cumulato degli ultimi 12 mesi torna in deficit per la prima volta da oltre 10 anni



Nota: le aree ombreggiate corrispondono a periodi di recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Importazioni ancora in crescita a ritmi superiori alle esportazioni



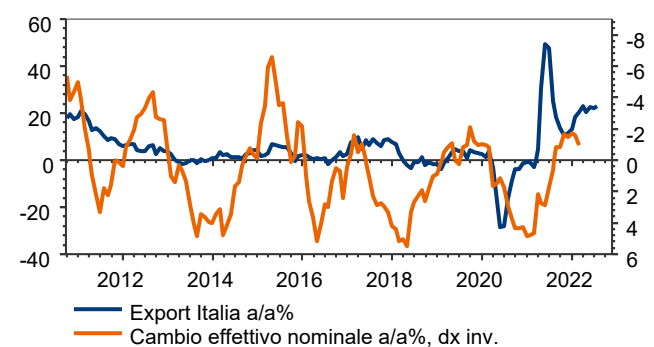
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'export risentirà del rallentamento del ciclo globale



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

Le dinamiche valutarie restano favorevoli per l'export

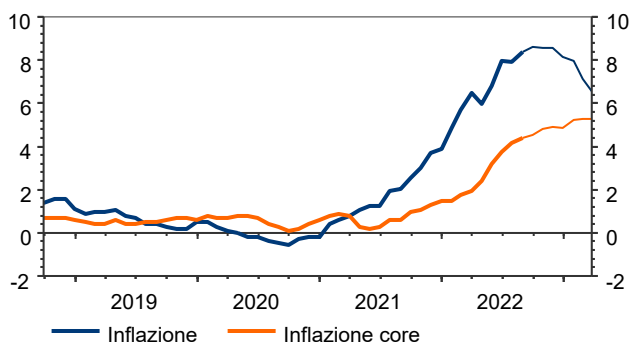


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Eurostat

Inflazione sui massimi da metà anni '80, attesa salire ancora

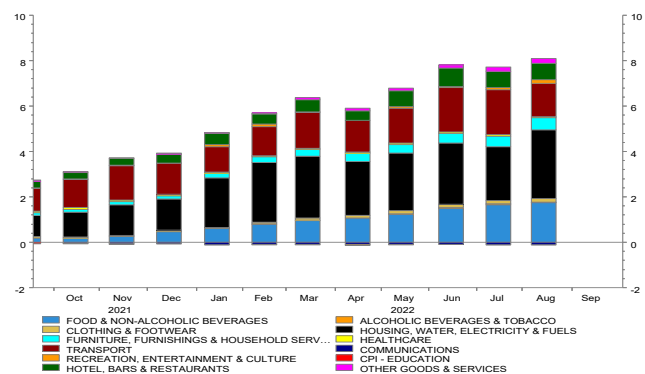
Ad agosto l'inflazione calcolata sulla base dell'indice NIC è salita all'8,4% a/a da 7,9% di luglio, e quella armonizzata al 9,1% a/a da 8,4% precedente, superando di gran lunga le attese. Sia l'inflazione complessiva che il "carrello della spesa" (al 9,7% a/a) sono ai massimi dalla metà degli anni '80. Nel mese i prezzi sono cresciuti di 0,8% m/m sul NIC e di 0,9% m/m sull'IPCA. Ancora una volta, il forte rialzo è imputabile alla componente energetica (da 42,9% a 44,9% a/a): energia elettrica e gas sul mercato libero hanno più che compensato il rallentamento dei prezzi dei carburanti. Un importante contributo è arrivato anche dagli alimentari lavorati (da +9,5% a +10,5%); crescono anche i beni durevoli (da 3,3% a 4,2%). I servizi salgono lievemente (da 3,6% a 3,8%; +0,7% m/m), mentre rallentano i servizi relativi ai trasporti (da 8,9% a 8,4%). **L'inflazione di fondo è salita ancora ad agosto, al 4,4% a/a da un precedente 4,1%, un massimo dal 1996 ma ci aspettiamo ulteriori rialzi nei prossimi mesi.** In media annua l'inflazione è attesa chiudere il 2022 al 7,9% (sull'armonizzato) per poi moderare al 6% nel prossimo anno. A luglio il PPI è cresciuto del 5% m/m, in accelerazione dall'1% del mese precedente. Sul mese è stata la crescita dei prezzi energetici (13,6%), soprattutto a causa delle bollette di gas ed elettricità (18,7%), a guidare i rincari. Al netto dell'energia il PPI è comunque in crescita dello 0,3% m/m, con incrementi per i beni strumentali (+0,8%) e di consumo (+0,6%) a fronte di un modesto calo per gli intermedi (-0,1%). L'inflazione dei prezzi alla produzione è quindi risalita sui massimi da marzo: al 36,9% a/a dal 34,1% di giugno (12,8% al netto dell'energia). **Nei prossimi mesi le tensioni sulle forniture di luce e gas dovrebbero generare ulteriori rincari, non solo per la componente energetica ma anche nei costi di produzione per i beni strumentali e di consumo.**

L'inflazione potrebbe salire ancora sul finale d'anno, la dinamica sottostante potrebbe toccare un picco solo a inizio 2023



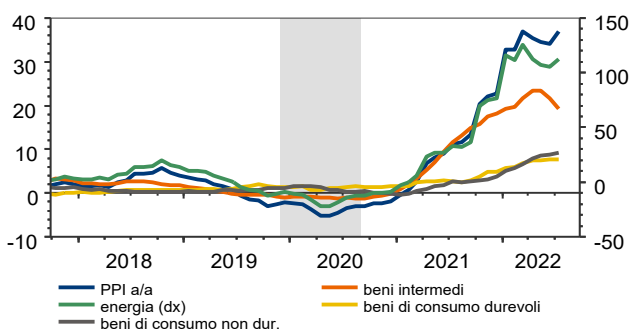
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il surriscaldamento delle pressioni inflattive non è più concentrato nei soli beni energetici e alimentari



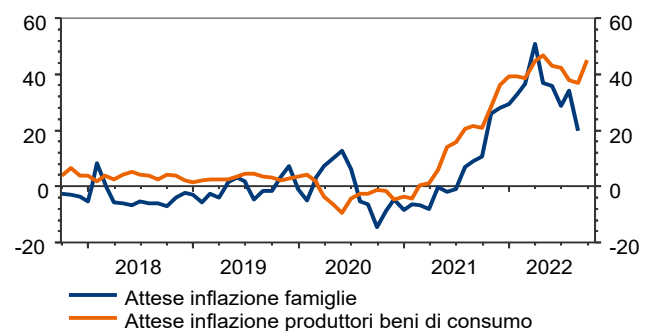
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Riaccelerano i prezzi energetici mentre la dinamica dei beni intermedi potrebbe riflettere l'attenuarsi delle strozzature



Nota: l'area ombreggiata corrisponde ad un periodo recessivo. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Riaccelerano le aspettative delle imprese sull'onda del nuovo shock energetico



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

Tendenze del settore bancario

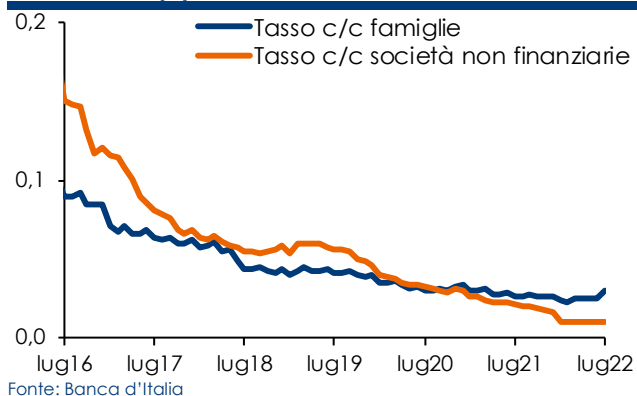
Primi rialzi dei tassi sui prestiti alle imprese, ancora in aumento quelli sui mutui casa

Anche nei mesi estivi il costo medio dello stock di depositi e quello dei conti correnti sono risultati poco variati. Il quadro di stabilità è confermato per agosto secondo le stime ABI. Tuttavia, tra le forme tecniche sono emerse alcune eccezioni, come il ritocco a luglio da 0,02% a 0,03% del tasso sui conti correnti delle famiglie. Inoltre, per i nuovi depositi con durata prestabilita delle famiglie a luglio i tassi sono risultati in deciso aumento. Per i tassi sui nuovi prestiti alle imprese, il trend ha cominciato a essere improntato al rialzo. In particolare, il tasso sulle operazioni fino a 1 milione è salito in due mesi di 17pb a 2,01%, massimo da maggio 2019. E' proseguito il sensibile aumento del tasso fisso sui flussi di prestiti alle famiglie per acquisto abitazioni, salito nei due mesi di giugno e luglio di 50pb a 2,61%, ai massimi da aprile 2016, con un rialzo di 123pb da fine 2021. Gli aumenti sono iniziati anche per il tasso variabile. Il tasso medio complessivo sui nuovi mutui è salito di altri 23pb nei due mesi a 2,15% ma è stimato da ABI in assestamento a 2,13% ad agosto.

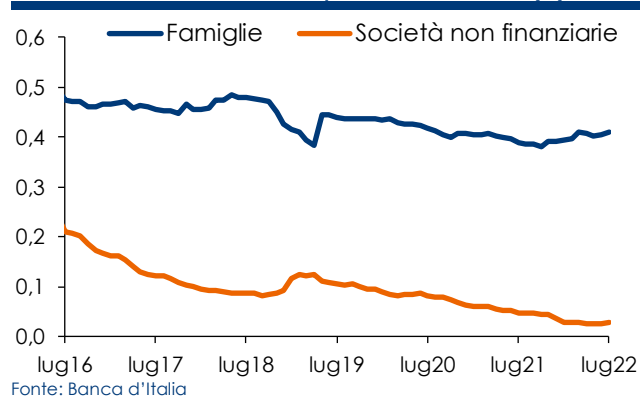
Elisa Coletti

Anche nei mesi estivi il costo complessivo dei depositi è risultato poco variato. Il tasso medio sullo stock di depositi è tornato a luglio verso lo 0,32% di marzo-aprile, dopo due mesi a 0,31%. Il tasso sui conti correnti ha confermato lo 0,02% rilevato nei nove mesi precedenti. Entrambi sono risultati invariati anche ad agosto secondo le stime ABI. Si segnala tuttavia il ritocco a luglio a 0,03% del tasso sui conti correnti delle famiglie, dallo 0,02% dei sei mesi precedenti. Quanto alle forme a tempo, il tasso sullo stock di depositi con durata prestabilita si è fermato sullo 0,90% di maggio (era 1% a fine 2021) e anche il tasso sui depositi rimborsabili con preavviso si è assestato, all'1,48% raggiunto ad aprile dopo alcuni rialzi.

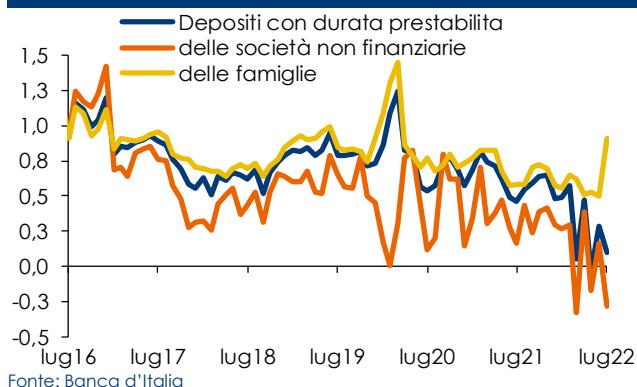
Tassi sui depositi in conto corrente di famiglie e società non-finanziarie (%)



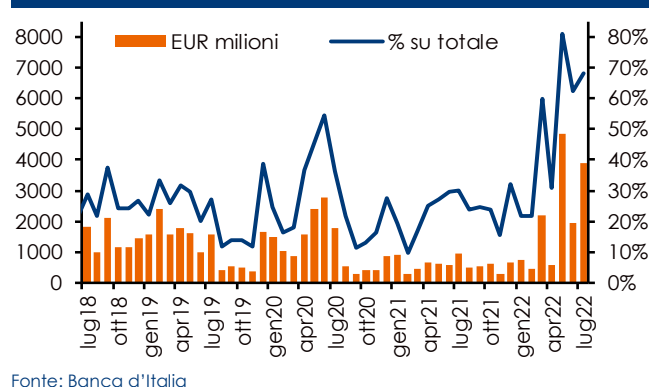
Tassi medi sulle consistenze dei depositi complessivi di famiglie e società non-finanziarie, esclusi i pronti contro termine (%)



Tassi sui nuovi depositi con durata prestabilita delle famiglie e delle società non-finanziarie (%)



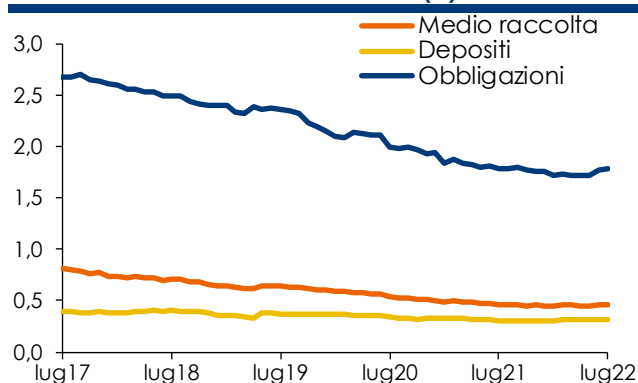
Flussi lordi mensili di nuovi depositi con durata prestabilita delle società non-finanziarie (EUR milioni e % su totale flussi)



Con riguardo ai tassi sui nuovi depositi con durata prestabilita, ancora una volta spicca l'andamento altalenante di quello corrisposto alle società non-finanziarie che è tornato in negativo, replicando quanto già accaduto a marzo e maggio. In dettaglio, a luglio il tasso è risultato pari a -0,28% da 0,16% a giugno -0,17% a maggio. Come mostra il grafico in fondo a destra della pagina precedente, la discesa del tasso sotto la soglia dello zero si accompagna all'impennata a maggio e a luglio del flusso lordo di fondi depositati su questi strumenti dalle società non-finanziarie, dopo il considerevole apporto di marzo, quando si è osservato il primo dato negativo della serie.

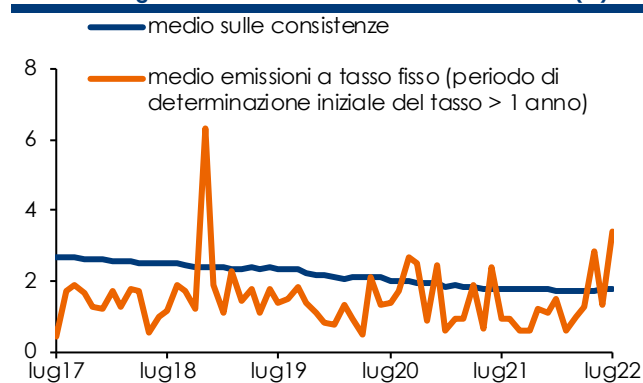
Per i nuovi depositi con durata prestabilita delle famiglie a luglio i tassi sono risultati in deciso aumento, sia sulle durate più brevi (+27pb m/m a 0,66%) sia su quelle oltre 1 anno (+62pb m/m a 1,30%). Quest'ultimo ha toccato il massimo da metà 2019.

Tassi sulla raccolta bancaria – consistenze (%)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

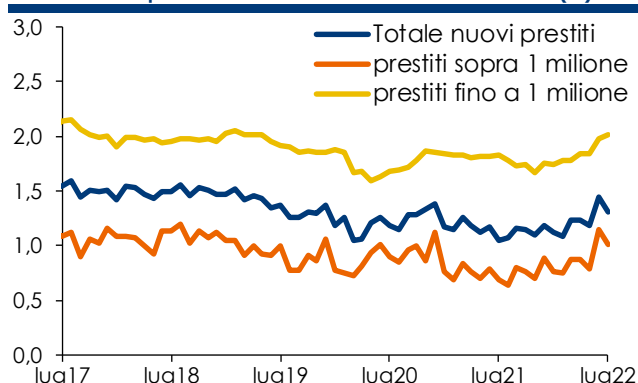
Tassi su obbligazioni bancarie in essere e nuove emissioni (%)



Fonte: Banca d'Italia

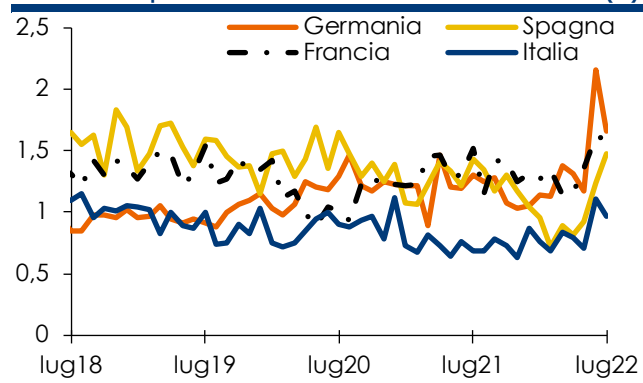
Il tasso sullo stock di obbligazioni nei mesi estivi ha cominciato a risalire dai minimi, portandosi a 1,78% a luglio dall'1,72% dei tre mesi da marzo a maggio, ed è stimato da ABI in ulteriore aumento a 1,81% ad agosto. Pertanto, il costo complessivo della raccolta da clientela è risultato leggermente più alto a giugno e luglio, a 0,46% dallo 0,45% dei due mesi precedenti. Analogo recupero dovrebbe essersi verificato ad agosto secondo le stime ABI.

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



Fonte: Banca d'Italia

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



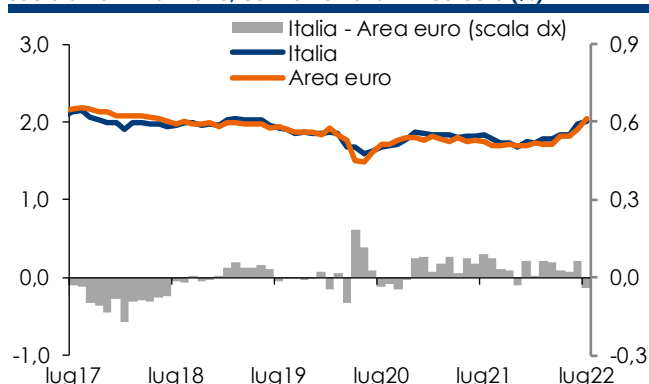
Fonte: BCE

Per i tassi sui nuovi prestiti praticati alle società non-finanziarie, nei mesi estivi i movimenti sono stati misti ma il trend ha cominciato a essere improntato al rialzo. In dettaglio, il tasso sulle operazioni fino a 1 milione è salito in due mesi di 17pb a 2,01%, massimo da maggio 2019, mentre il tasso sui finanziamenti oltre 1 milione è aumentato di 37pb m/m a giugno per poi riaggiustarsi al ribasso di 14pb a luglio al livello di 1,01%. Questi movimenti hanno determinato l'andamento

del tasso medio complessivo, salito di 25pb m/m a giugno e sceso di 13pb a luglio al livello di 1,31%. Il tasso sarebbe sceso anche ad agosto, secondo le anticipazioni ABI, di 5pb m/m a 1,26%, livello che sarebbe comunque il più alto da fine 2020.

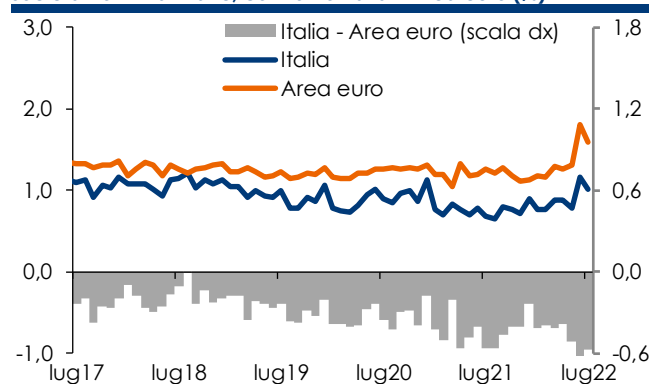
Analoga è stata l'evoluzione dei tassi dell'Eurozona, dove però l'aumento è maggiore, pari a 23pb nei due mesi di giugno e luglio per il tasso sui nuovi prestiti fino a 1 milione alle società non-finanziarie e a 29pb per quello sugli importi superiori a tale soglia. Pertanto, il differenziale positivo tra i tassi italiano e dell'area euro sui flussi di prestiti fino a 1 milione si è invertito a luglio a -4pb da 6pb a giugno, mentre per il tasso sui nuovi prestiti oltre 1 milione il differenziale negativo si è ampliato ulteriormente a -58pb a luglio. Le condizioni praticate dalle banche italiane sui prestiti di maggiore importo sembrano quindi evidenziare una certa resistenza ai cenni di generale risalita dei tassi.

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



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

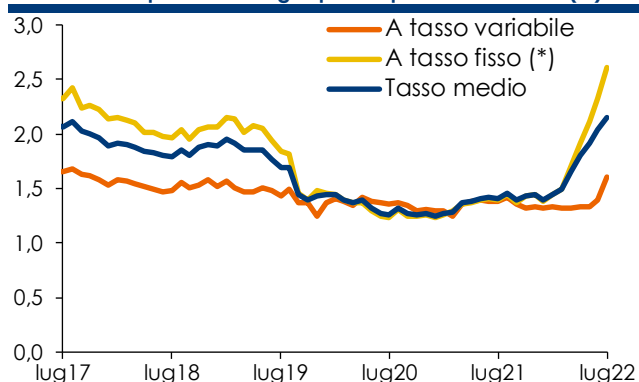
Tasso medio sui nuovi prestiti di importo superiore a 1 milione alle società non-finanziarie, confronto Italia - Area euro (%)



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

E' proseguito il sensibile aumento del tasso fisso sulle erogazioni di prestiti alle famiglie per acquisto abitazioni, salito nei due mesi estivi di mezzo punto, cumulando un rialzo di 123pb da fine 2021. Il tasso fisso si è così **posizionato a 2,61%, ai massimi da aprile 2016.** I movimenti al rialzo sono iniziati anche per il **tasso variabile**, salito tra giugno e luglio a 1,61%, dopo essere rimasto ancorato sull'1,33% nei cinque mesi precedenti. Il tasso medio complessivo è quindi aumentato di altri 23pb nei due mesi a 2,15% ed è stimato da ABI in assestamento a 2,13% ad agosto.

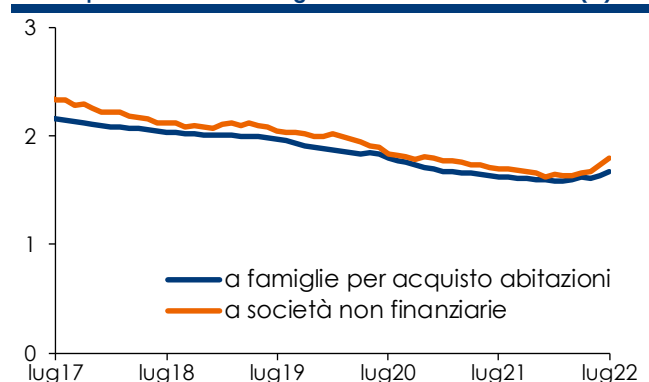
Tassi sui nuovi prestiti a famiglie per acquisto di abitazioni (%)



Nota: (*) Periodo di determinazione iniziale del tasso oltre 10 anni.

Fonte: Banca d'Italia

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



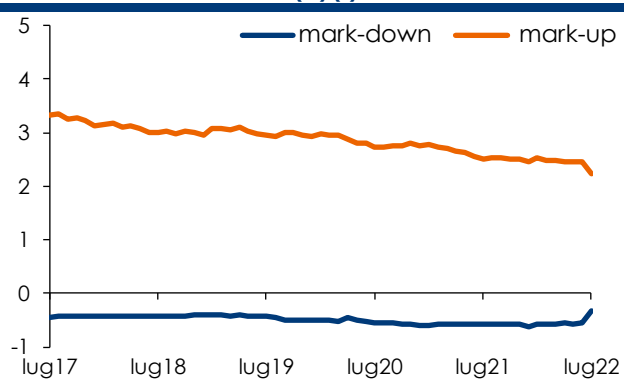
Fonte: Banca d'Italia

Anche per il tasso medio sullo stock di prestiti a famiglie e imprese è iniziata la fase di rialzo.

Infatti, a luglio il tasso è risultato pari a 2,25% dal 2,16% di aprile e maggio e dal minimo storico di 2,13% registrato a fine 2021. Le stime ABI per agosto delineano un altro aumento a 2,32%.

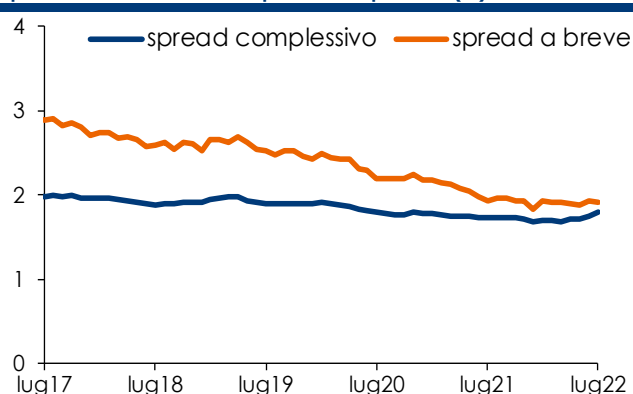
Pertanto, **la forbice tra tassi attivi e passivi ha registrato un aumento** a 1,79%, dopo un lieve allargamento anche nei mesi precedenti, lasciandosi alle spalle il minimo di 1,68% segnato a fine 2021. La **contribuzione dei depositi a vista è migliorata sensibilmente, in relazione all'aumento dei tassi euribor**, col *mark-down* al livello di -0,33% a luglio dal -0,57% di maggio e dal -0,62% di dicembre 2021. Per il *mark-up* sui tassi attivi a breve si è registrata una riduzione a 2,24%, -20pb dal 2,44% di maggio.

Contribuzione a breve termine (%) (*)



Nota: (*) mark-down = Euribor a 1 mese – tasso medio sui conti correnti a famiglie e imprese; mark-up = tasso attivo a breve termine – Euribor a 1 mese. Fonte: Banca d'Italia, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Spread a breve termine e spread complessivo (%)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

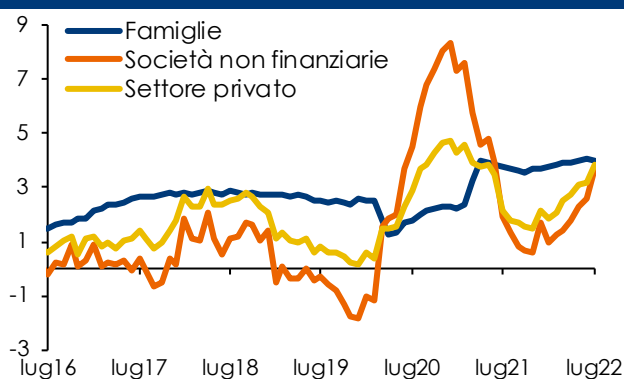
Prosegue la ripresa dei prestiti alle società non-finanziarie

Continua la ripresa dei prestiti al settore privato, in crescita a luglio del 3,9% a/a. Il trend si è rafforzato ad agosto, secondo le anticipazioni ABI, al 4,3% per i prestiti al settore privato, e al 4,1% per l'aggregato più ristretto dei prestiti a famiglie e imprese. Il miglioramento è trainato dai prestiti alle società non-finanziarie, in aumento del 3,7% a luglio per effetto dell'impennata dei finanziamenti a breve (+12,5%). In parallelo, i prestiti a medio-lungo hanno registrato un flusso netto molto positivo nel mese che ha attenuato il calo dello stock, facendo presagire una ripresa anche per questa componente. E' proseguita la crescita robusta dello stock di prestiti a famiglie per l'acquisto di abitazioni, del +4,8% a luglio. Tuttavia, le erogazioni per nuovi contratti di mutuo hanno continuato a indebolirsi. I flussi mensili hanno confermato il ritorno di interesse per il tasso variabile, con volumi in crescita a due cifre, mentre le erogazioni a tasso fisso sono rimaste in calo, alla luce dell'aumento a 1 punto percentuale del differenziale tra tasso fisso e variabile.

Elisa Coletti

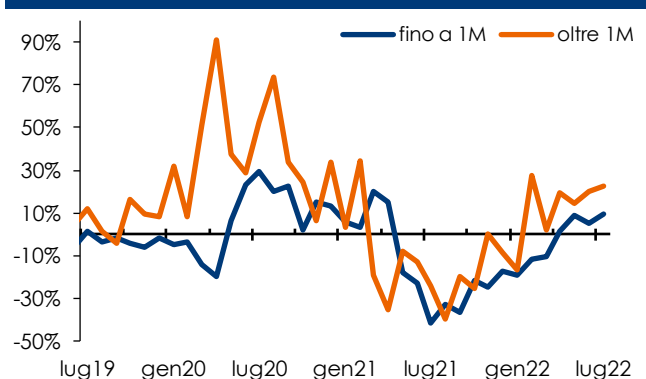
Nei mesi estivi è **proseguita la ripresa dei prestiti delle banche italiane al settore privato**, la cui crescita è risultata a luglio del 3,9% a/a, due punti percentuali in più rispetto a inizio anno (dati al netto delle controparti centrali e corretti per le cartolarizzazioni e altre cessioni). Il trend si è rafforzato ad agosto, secondo le anticipazioni ABI, al +4,3% a/a per i prestiti complessivi al settore privato, e al 4,1% dal 3,9% di luglio per l'aggregato più ristretto dei prestiti a famiglie e imprese. Il miglioramento è trainato dalla rapida **ripresa dei prestiti alle società non-finanziarie che a luglio hanno segnato una crescita del 3,7% a/a** dal 2,6% di giugno e da una media dell'1% nel periodo settembre 2021-febbraio 2022. Il recupero del trend dei prestiti alle imprese è evidente anche dall'andamento dei **flussi lordi mensili che nel complesso hanno registrato un aumento del 18,4% a/a a luglio**, il miglior risultato da febbraio 2021 prima dell'inizio di una fase di contrazione. Sono in aumento da qualche mese sia i volumi delle operazioni oltre 1 milione, col +22,5% a/a a luglio, 6° dato positivo consecutivo, sia i flussi fino a 1 milione che, tornati in crescita ad aprile, hanno segnato a luglio una variazione del +9,7% a/a (+1,5% ad aprile).

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



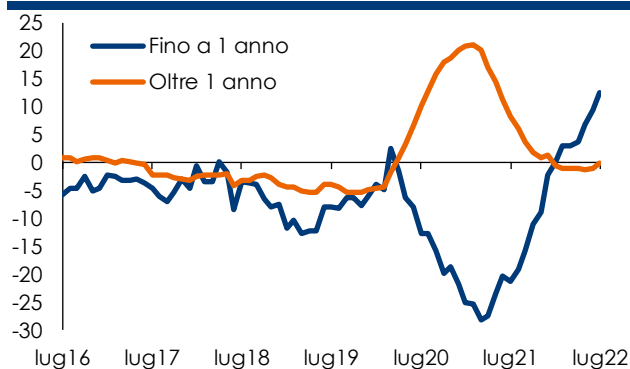
Fonte: Banca d'Italia

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

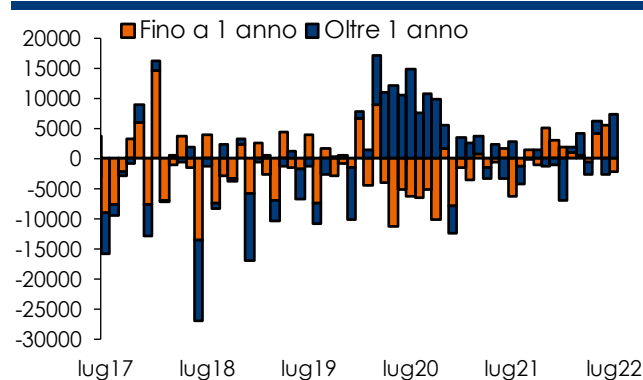


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Come già osservato nei mesi scorsi, **la ripresa dei prestiti alle società non-finanziarie è trainata dalla componente a breve termine, in aumento del 12,5% a/a a luglio**, sulla scia della svolta in positivo partita a febbraio 2022 dopo una lunga fase di contrazione durata quasi dieci anni. Nel mese in esame, tuttavia, il flusso netto è risultato negativo per 2,2 miliardi, che fa seguito all'incremento di 12,4 miliardi nel 1° semestre. L'impennata dei prestiti a breve riflette i maggiori fabbisogni finanziari derivanti dalla gestione corrente, a seguito dell'aumento dei costi di produzione. Diversamente, **i prestiti a medio-lungo termine sono rimasti in calo, sebbene siano emersi segni di miglioramento**, con un flusso netto positivo pari a ben 7,4 miliardi a luglio, il più alto da ottobre 2020, da negativo per 4,9 miliardi nel 1° semestre 2022. Un tale flusso ha portato la variazione annua ad approssimare lo zero (-0,3% a/a a luglio da una media di -1,1% nel 1° semestre). L'andamento di luglio potrebbe preludere a una ripresa dei prestiti a medio-lungo termine determinata dall'accesso ai prestiti con garanzia dello Stato previsti dal decreto Aiuti, a sostegno della liquidità delle imprese colpite dalla crisi Russo-Ucraina.

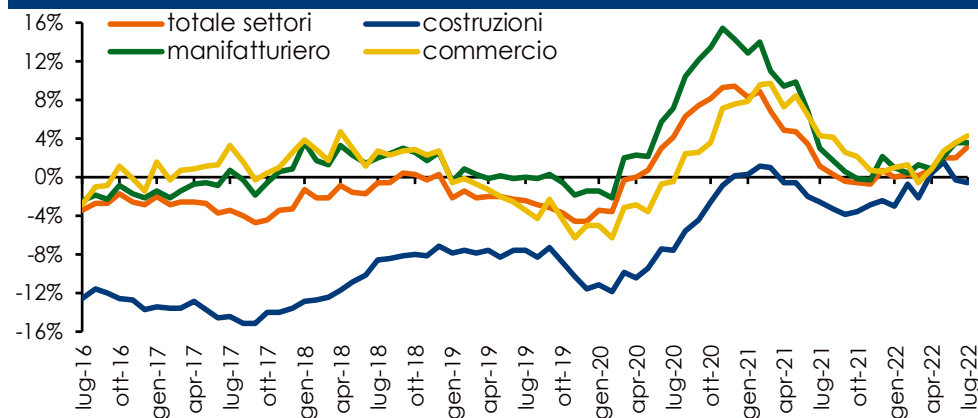
Andamento dei prestiti a società non-finanziarie per durata, dati non corretti per le cartolarizzazioni (var. % a/a)


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

Per quanto riguarda le dinamiche a livello di macrosettori, luglio ha confermato una **convergenza delle variazioni annue del credito alle imprese manifatturiere e al commercio**, col 3,6% a/a e 4,2% rispettivamente (dati riferiti ai prestiti escluse le sofferenze). **I prestiti al manifatturiero e al commercio hanno recuperato nei mesi estivi rispetto al ritmo fiacco osservato fino ad aprile**, quando entrambi registrarono una variazione annua dello 0,8%. **I prestiti alle costruzioni, all'opposto, a giugno e luglio hanno svolto in lieve calo** (-0,6% a luglio), dopo essere tornati in positivo ad aprile e maggio (1,6% a/a). Nel complesso, l'aggregato dei **prestiti a società non-finanziarie e famiglie produttrici è cresciuto del 3,5% a/a** dopo due mesi al ritmo dell'1,9%.

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

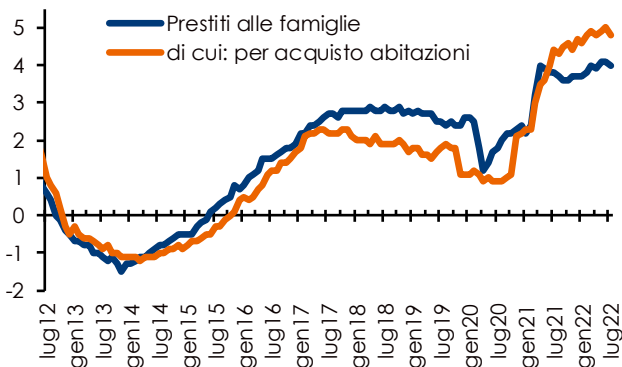
I prestiti alle famiglie hanno mantenuto una crescita robusta, pari a 4,0% in linea con i quattro mesi precedenti, da un ritmo che si è attestato su una media di 3,8% da aprile 2021 a febbraio 2022. Il trend resta **trainato dai mutui per l'acquisto di abitazioni**, che da febbraio a luglio hanno oscillato su una crescita del 4,9% in media, con un massimo di 5% a giugno e un +4,8% a luglio.

Facendo seguito ai volumi considerevoli realizzati nel 2021, **la dinamica delle erogazioni lorde per nuovi contratti di mutuo si è indebolita**. In particolare, **a luglio il volume erogato è risultato più basso del 15,7% rispetto a quello di dodici mesi prima**. Complessivamente, da inizio 2022 il volume delle operazioni per nuovi contratti si è ridotto del 4% a/a.

Per le **rinegoziazioni, è proseguito il forte calo, pari a luglio a -50% a/a**, leggermente meno intenso dei mesi precedenti (-63% in media da febbraio a giugno). Vista l'entità a due cifre della

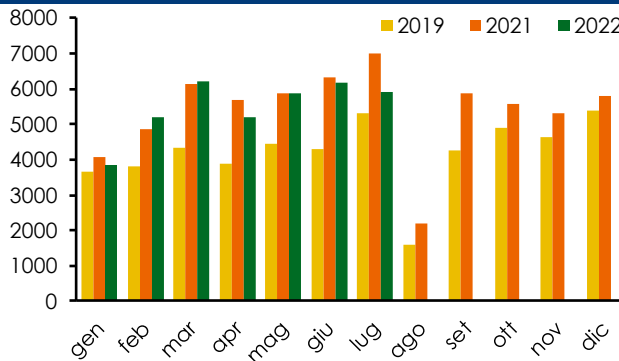
flessione, le rinegoziazioni hanno perso quota sul volume di operatività mensile, arrivando a giugno al 6,3% del totale, nuovo minimo della serie storica che ha avuto inizio a fine 2014, per risalire all'8% a luglio, dal 10% di marzo-aprile scorsi, e da circa il 30% negli anni di maggior sviluppo delle 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

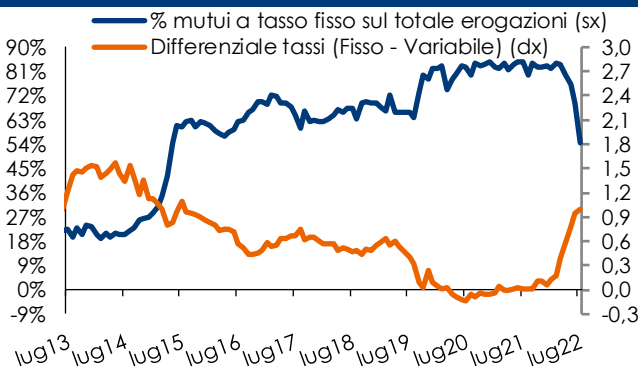
Flussi mensili per nuovi contratti di prestiti per acquisto abitazioni: tre anni a confronto (EUR milioni)



Fonte: BCE, elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

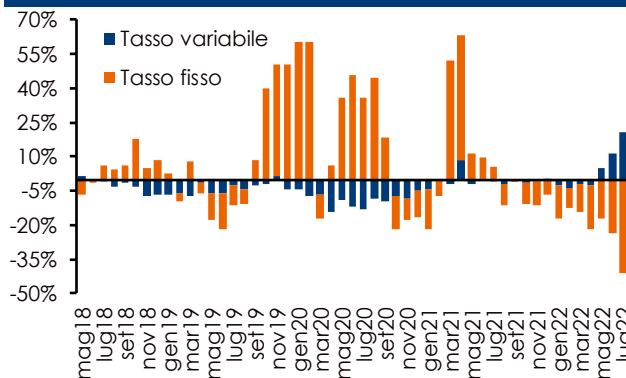
Alla luce dell'impennata del tasso fisso sulle erogazioni di mutui, da maggio è **ripreso l'interesse per i mutui a tasso variabile**, dopo una lunga fase negativa durata oltre cinque anni. A luglio, in particolare, **il volume mensile di erogazioni a tasso variabile è risultato più che doppio** rispetto a dodici mesi prima. La ripresa si lega **all'ampliamento del differenziale col tasso fisso**, allargatosi costantemente da inizio 2022, fino a 1 punto percentuale a luglio, da soli 6pb a fine 2021, a seguito del forte aumento del tasso fisso. Al contempo, le **erogazioni a tasso fisso** hanno continuato a mostrare **un calo a due cifre**, arrivando a -48,55 a luglio. In termini di quota sul totale, a luglio le operazioni a tasso fisso sono scese al 55%, un minimo da maggio 2015, 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

Crescita più moderata dei depositi bancari

La crescita dei depositi bancari ha segnato un leggero rimbalzo a luglio, a +3,5% a/a dal 3% di giugno, grazie a un flusso decisamente positivo sia da famiglie sia da imprese. Il rallentamento è ripreso ad agosto, secondo le anticipazioni ABI che delineano una variazione poco superiore al 3%. Determinanti restano i conti correnti, il cui ritmo è sceso a 4,8% a giugno per risalire a 5,3% a luglio. La fase moderata è particolarmente evidente per i conti correnti delle società non-finanziarie. Si conferma più regolare l'andamento dei conti correnti delle famiglie. Il rallentamento dei depositi ha determinato una frenata del tasso di crescita della raccolta complessiva da clientela, a 2,8% a/a a luglio, seguito da un +2,4% ad agosto secondo le anticipazioni ABI, variazioni che si collocano ai minimi da metà 2019.

Elisa Coletti

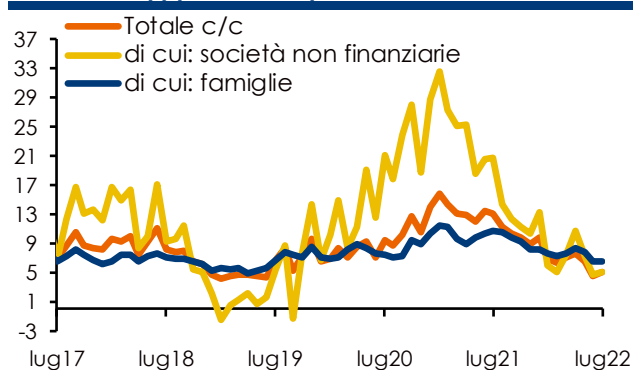
Dopo il rallentamento a giugno, **la crescita dei depositi bancari ha segnato un leggero rimbalzo a luglio, passando da 3,0% a/a a 3,5%, grazie al considerevole afflusso sia da famiglie sia da imprese.** L'andamento osservato nei mesi estivi risulta comunque **più moderato rispetto alla lunga fase precedente**, come segnalano anche le anticipazioni ABI che delineano una variazione annua poco superiore al 3% ad agosto. **Il 3% registrato a giugno è stato infatti il minimo da febbraio 2019.**

Come nei mesi precedenti, **l'evoluzione del complesso dei depositi è stata dettata dai conti correnti, il cui ritmo è sceso a 4,8% a giugno per risalire a 5,3% a luglio.** Si tratta di una dinamica ancora robusta, ma inferiore al 7% medio del periodo da gennaio a maggio, col rimbalzo del bimestre marzo-aprile, quando vi sono stati afflussi complessivi per 38 miliardi. Nel bimestre maggio-giugno, diversamente, si è registrato un deflusso per un totale di 22 miliardi, seguito da un apporto per ben 32 miliardi nel solo mese di luglio.

La **fase più moderata è particolarmente evidente per i conti correnti delle società non-finanziarie**, il cui tasso di variazione è sceso a 4,8% a giugno e 5,1% a luglio, dal 7% medio dei primi cinque mesi del 2022 e ritmi a due cifre nel 2021. In termini di valori assoluti, **l'importante afflusso netto di 20 miliardi a luglio compensa il pari deflusso registrato nel 1° semestre.** Complessivamente, da inizio anno a luglio il saldo del totale dei depositi è però positivo per 5 miliardi, grazie alle **risorse affluite sui depositi a tempo.** Si tratta di un importo decisamente ridimensionato rispetto ai 25 miliardi dello stesso periodo del 2021 (si veda il grafico a pagina seguente).

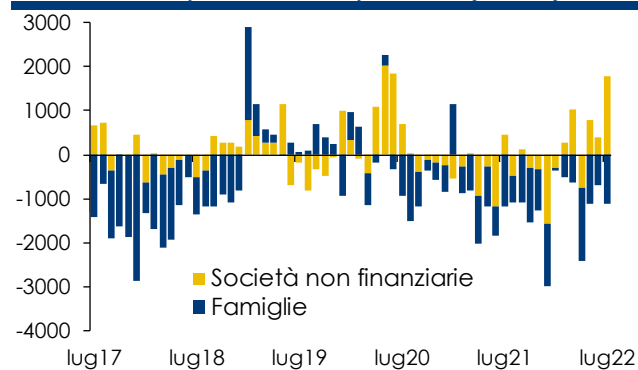
Si conferma più regolare l'andamento dei conti correnti delle famiglie, ma anch'esso in rallentamento, sebbene meno marcato, a +6,6% a luglio, da una media di 7,7% nei primi cinque mesi dell'anno. **L'afflusso mensile di liquidità è stato positivo per 10,7 miliardi a luglio**, dopo i 15,7 complessivi del 1° semestre. Dati i continui deflussi dai depositi con durata prestabilita, in valore assoluto il flusso cumulato sul totale dei depositi delle famiglie è pari a 22,7 miliardi, un volume importante anche se più contenuto rispetto ai 37 miliardi dello stesso periodo del 2021.

Conti correnti (*) (var. % annua)



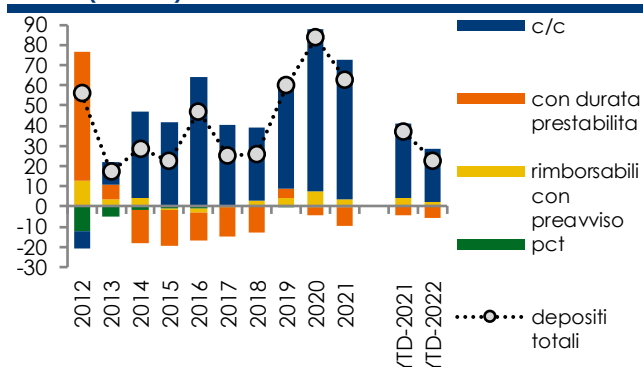
Nota: (*) dati riferiti alle passività delle IFM italiane verso residenti nell'area euro. Fonte: BCE

Flussi mensili di depositi con durata prestabilita (EUR mln)



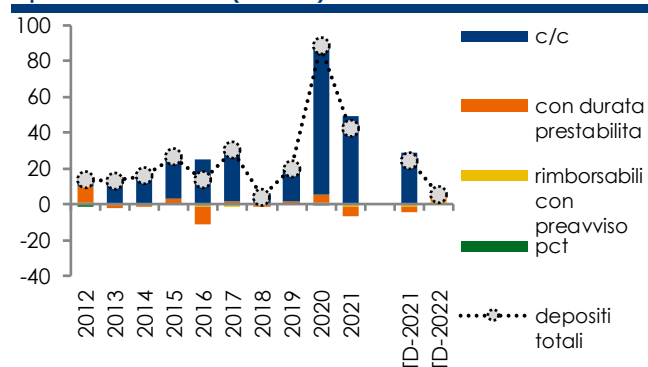
Fonte: BCE

Flussi netti verso i depositi delle famiglie, dati annui e primi 7 mesi 2021-22 (EUR mld)



Fonte: BCE ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Flussi netti verso i depositi delle società non-finanziarie, dati annui e primi 7 mesi 2021-22 (EUR mld)



Fonte: BCE ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

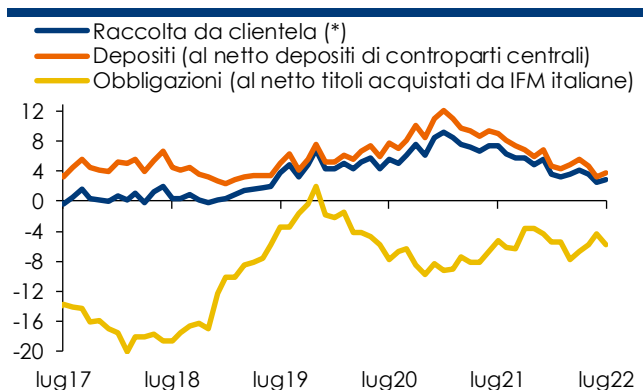
Per il totale dei **depositi con durata prestabilita si conferma il calo a due cifre**, per il quindicesimo mese consecutivo, del -17,9% a/a luglio.

Come atteso, lo **stock di obbligazioni bancarie è risultato anch'esso ancora in contrazione**, del -5,8% a/a a luglio, seguito da -5,7% ad agosto secondo le stime ABI.

La crescita più moderata dei depositi sta determinando un **rallentamento della raccolta complessiva da clientela, a 2,8% a/a a luglio**, ai minimi da metà 2019. Secondo le anticipazioni ABI, **ad agosto la crescita dello stock di raccolta è stata del 2,4% a/a**.

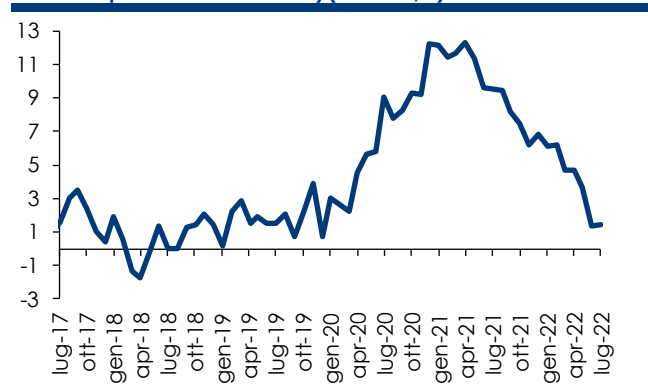
Per quanto riguarda l'aggregato della **raccolta totale**, i mesi estivi hanno visto un rallentamento più accentuato, con un **tasso di variazione sceso a giugno e luglio a 1,4% a/a**, dal 3,7% di maggio e 4,7% di marzo-aprile. Su questo andamento continua a influire l'evoluzione del rifinanziamento BCE, in calo a giugno a seguito dei rimborsi. Al contempo, si conferma la ripresa dei depositi di non residenti, in crescita del 6,1% a/a a luglio.

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