



La Bussola dell'Economia Italiana

Direzione Studi e Ricerche

Febbraio 2023

IMI

CORPORATE &
INVESTMENT
BANKING

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

La resilienza del mercato del lavoro è un fattore positivo per lo scenario

Sintesi della previsione macroeconomica

L'industria chiude il 2022 in crescita

Indagini manifatturiere in recupero ma coerenti con un'attività ancora debole

Costruzioni: la produzione tiene, ma peggiorano le prospettive

Servizi più resilienti del previsto

Consumi ancora frenati dalla contrazione del reddito reale delle famiglie

Mercato del lavoro solido ma restano deboli le dinamiche salariali

Import in deciso calo sia in valore che in volume

L'inflazione sta rallentando più velocemente del previsto

Tendenze del settore bancario

A fine 2022, si ferma la crescita dei prestiti alle società non-finanziarie

Depositi bancari in calo dopo oltre dieci anni di crescita

Febbraio 2023

2

2

9

10

11

12

13

14

15

16

17

18

18

22

Nota Mensile

Direzione Studi e Ricerche**Paolo Mameli**

Economista Macro Italia

Andrea Volpi

Economista

Elisa Coletti

Economista Banche

L'evoluzione dello scenario congiunturale

La resilienza del mercato del lavoro è un fattore positivo per lo scenario

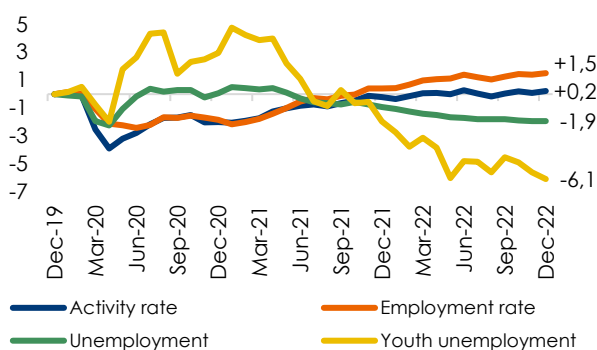
Il mercato del lavoro anche nei prossimi trimestri dovrebbe risentire solo in misura contenuta del rallentamento del ciclo economico. Le imprese sinora sembrano aver considerato come temporanee le difficoltà legate al rincaro dei costi, e le crisi pandemica ed energetica non paiono aver aggravato i divari territoriali. I rischi prospettici derivano nel breve termine dai possibili effetti occupazionali della stretta sugli incentivi fiscali nelle costruzioni, e, nel medio termine, dall'impatto potenzialmente stagflattivo della contrazione delle forze di lavoro.

Paolo Mameli

Negli ultimi mesi, il mercato del lavoro italiano (come quello dell'Eurozona in generale) non sembra aver risentito della crisi energetica e dei rincari dei costi di produzione per le aziende. **A dicembre, il tasso di occupazione ha toccato un nuovo massimo storico assoluto** (al 60,5%), e il tasso di disoccupazione, al 7,8%, è ai minimi, se si esclude il mese di aprile 2020 (condizionato dal primo lockdown), dai mesi iniziali del 2009. Anche **il tasso di attività è finalmente (solo dal mese di ottobre) tornato lievemente al di sopra dei livelli pre-pandemici** (Fig. 1).

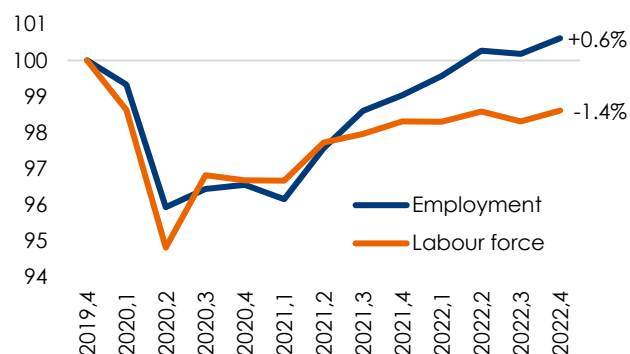
I principali indicatori sintetici del mercato del lavoro sono migliorati anche nel periodo più recente

Fig. 1 – Variazioni del tasso di disoccupazione totale e giovanile, e del tasso di occupazione e di attività (15-64 anni), rispetto a fine 2019



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 2 – Il tasso di attività solo di recente ha recuperato i livelli pre-pandemici, e le forze di lavoro restano inferiori ai livelli di fine 2019



Nota: forze di lavoro = 100 a fine 2019. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Il pieno recupero del tasso di attività (peraltro, come detto, molto più lento rispetto a quello del tasso di occupazione) **nasconde un ampio calo delle forze di lavoro rispetto ai livelli pre-pandemici** (-325 mila unità ovvero -1,4%: Fig. 2). Tale flessione è dovuta alle dinamiche demografiche, che vedono, rispetto a fine 2019, una flessione di quasi due punti percentuali della popolazione in età lavorativa (-703 mila unità), con in particolare un calo di -3,8% per i 25-34enni e di -7,3% per i 35-49enni (a fronte di un aumento di oltre il 3% della popolazione degli ultracinquantenni).

Il recupero del tasso di attività nasconde un ampio calo delle forze di lavoro dovuto alle dinamiche demografiche

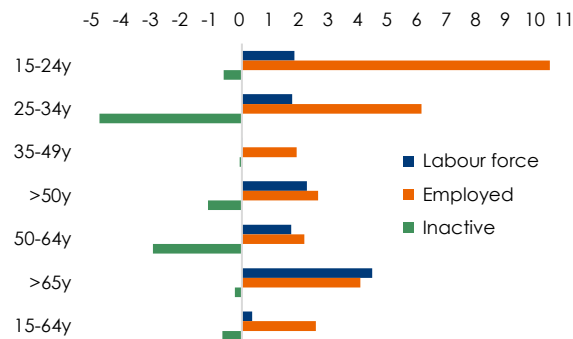
I numeri assoluti sugli occupati mostrano a fine 2022, rispetto alla situazione pre-pandemica (fine 2019), un aumento dell'occupazione di 190 mila unità, che è diffuso a tutte le classi di età con la sola eccezione dei 35-49enni (Fig. 3), che vedono una perdita di oltre mezzo milione di posti di lavoro (controbilanciata da creazione di occupazione di entità analoga tra gli over 50). Tuttavia, **al netto della componente demografica, anche la classe di età intermedia vede un aumento dell'occupazione**, sia pure meno forte che per le altre coorti (+1,9% contro il +6,1% dei 25-34enni e il +2,6% degli ultracinquantenni). Sempre al netto della dinamica demografica, si nota un ampio calo degli inattivi specie tra i 25-34enni e nella fascia d'età 50-64 anni (Fig. 4).

Fig. 3 – Tutte le classi di età vedono un aumento degli occupati a fine 2022 rispetto a fine 2019, con la sola eccezione dei 35-49enni



Nota: variazioni assolute in migliaia di unità (dicembre 2022 vs dicembre 2019). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 4 – Tuttavia, al netto delle dinamiche demografiche, anche la classe di età dei 35-49enni vede un aumento degli occupati rispetto ai livelli pre-pandemici

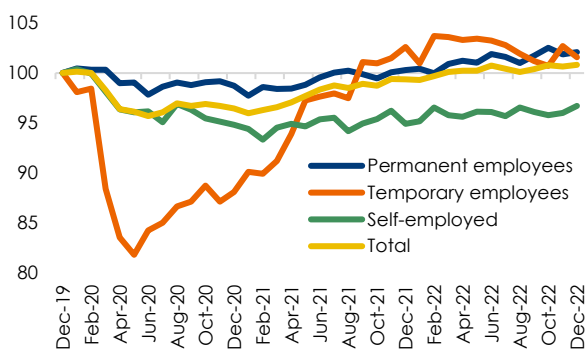


Nota: variazioni % (dicembre 2022 vs dicembre 2019). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Lo spaccato per tipologia di contratto (Fig. 5-6) mostra che i nuovi occupati sono soprattutto dipendenti permanenti. **Gli autonomi restano in calo rispetto a fine 2019, anche se sono tornati a crescere negli ultimi due anni, probabilmente in relazione all'uscita dalla crisi pandemica soprattutto nei settori dei servizi** più colpiti dalle restrizioni. I dipendenti con contratti temporanei, che avevano pagato quasi interamente il prezzo della crisi pandemica in presenza di un blocco dei licenziamenti, hanno successivamente mostrato un veloce recupero tra la metà del 2020 e i mesi iniziali del 2022, mentre nell'ultimo anno, dopo lo scoppio della guerra in Ucraina, sono tornati a calare: probabilmente, pur in assenza, a differenza che durante la crisi pandemica, di misure governative di limitazione dei licenziamenti, **le aziende hanno considerato come temporanee le difficoltà legate alla crisi energetica, scaricandone gli effetti occupazionali quasi interamente sulla gestione dei contratti temporanei.**

Le aziende hanno considerato come temporanee le difficoltà legate alla crisi energetica

Fig. 5 – I dipendenti precari avevano pagato quasi interamente il prezzo della crisi pandemica, e sono tornati a calare dopo lo scoppio della guerra in Ucraina



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

Fig. 6 – Gli autonomi restano in calo rispetto ai livelli pre-pandemici, ma hanno mostrato un recupero nel periodo più recente



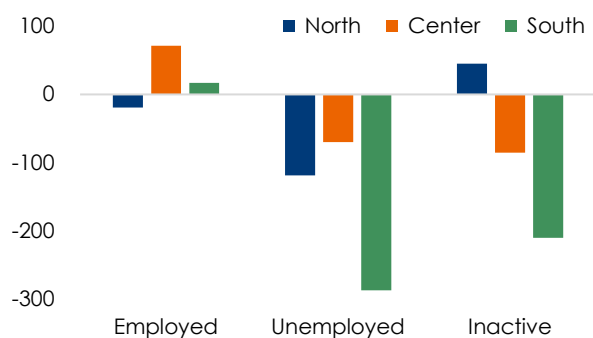
Nota: variazioni assolute in migliaia di unità. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

La ripartizione territoriale dei principali indicatori del mercato del lavoro mostra che **le crisi pandemica ed energetica non sembrano aver aggravato i divari tra Nord e Mezzogiorno**: anzi, i dati al 3° trimestre 2022, se confrontati con il 4° trimestre 2019, mostrano un calo degli occupati nel Nord del Paese (-19 mila unità ovvero -0,2%) a fronte di un aumento nel Centro (+72 mila, +1,5%) e nel Sud (+17 mila unità, +0,3%); ciò è avvenuto pur in presenza di un aumento degli inattivi al Nord e di un calo nel Centro-Sud (Fig. 7). L'andamento sia del tasso di occupazione che di quello di disoccupazione (Fig. 8) mostra un'evoluzione migliore nel Mezzogiorno rispetto alle altre aree del Paese. Un caveat nell'interpretazione di queste indicazioni arriva però da due

Le crisi pandemica ed energetica non sembrano aver aggravato i divari territoriali

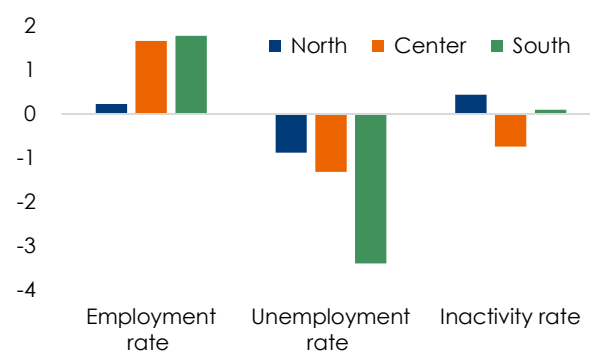
considerazioni: 1) un dettaglio più granulare dei dati mostra come la crescita della componente dei dipendenti permanenti, nonché la riduzione del part-time, sia più accentuata nelle regioni del Centro-Nord che non nel Sud; 2) il Mezzogiorno evidenzia nel periodo una contrazione della popolazione in età lavorativa più accentuata che nelle altre macro-aree.

Fig. 7 – Il confronto tra il 3° trimestre 2022 e il 4° trimestre 2019 mostra che l'aumento degli occupati è più marcato al Centro, il calo dei disoccupati e degli inattivi nel Mezzogiorno



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 8 – Inoltre, l'aumento del tasso di occupazione e il calo del tasso di disoccupazione sono più marcati al Sud che nelle altre macro-aree



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

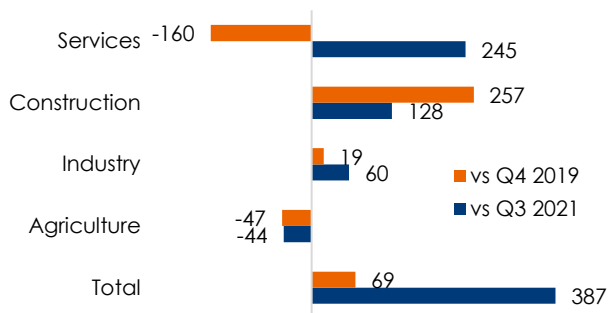
Il dettaglio per settore (Fig. 9) mostra come **la creazione di posti di lavoro negli ultimi tre anni sia interamente concentrata nelle costruzioni**: il saldo degli occupati al 3° trimestre 2022 rispetto a fine 2019 è pari a 257 mila unità nelle costruzioni, a fronte di un calo negli altri settori (in particolare nei servizi e nell'agricoltura), con un saldo per l'intera economia di 69 mila occupati. La creazione di posti di lavoro nelle costruzioni non è rallentata nell'ultimo anno; i dati disponibili sono però aggiornati al 3° trimestre 2022, quando era ancora in vigore in forma pressoché completa il Superbonus per gli interventi edilizi. In tal senso, la graduale riduzione già in corso degli incentivi fiscali, assieme all'annunciata stretta su "sconto in fattura" e cessione del credito d'imposta, configurano un rischio per la tenuta dell'occupazione non solo nelle costruzioni ma nell'economia nel suo insieme, visto il ruolo trainante che il settore ha avuto per il mercato del lavoro italiano negli ultimi anni: stimiamo che, **senza i posti di lavoro creati nelle costruzioni a partire da agosto 2021** ovvero da quando sono in vigore i Superecobonus (+128 mila occupati creati nei 12 mesi tra 4° trimestre 2021 e 3° trimestre 2022), **ceteris paribus, il tasso di disoccupazione sarebbe oggi più alto di mezzo punto rispetto ai numeri effettivi** (8,5% contro 7,9% nel 3° trimestre 2022: Fig. 10).

Un rischio prospettico deriva dal fatto che la creazione di posti di lavoro degli ultimi anni è concentrata nelle costruzioni

L'occupazione nei servizi resta significativamente al di sotto dei livelli pre-pandemici, almeno al 3° trimestre 2022 (-160 mila unità pari al -1%). **Tuttavia, nell'ultimo anno si registra un recupero vigoroso** (+245 mila unità ovvero +1,5%), che con ogni probabilità è proseguito nel 4° trimestre dello scorso anno. Nel dettaglio, i settori dei servizi i cui livelli occupazionali restano inferiori al periodo pre-Covid sono, oltre alle attività finanziarie e assicurative (-0,7%), i comparti più colpiti dalle restrizioni pandemiche ovvero "attività artistiche, sportive, di intrattenimento e divertimento" e "altre attività di servizi" (entrambe -0,5%). Per quanto concerne i servizi di alloggio e ristorazione, le posizioni lavorative hanno più che recuperato i livelli pre-pandemici, ma hanno subito una flessione nell'ultimo anno (-1,1% dal 3° trimestre 2021 al 3° trimestre 2022).

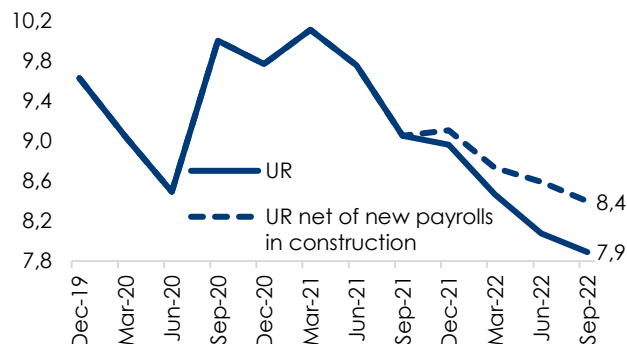
Infine, **il settore primario** (agricoltura, silvicoltura e pesca) **mostra una flessione degli occupati (dell'ordine del 5%) sia rispetto a fine 2019 che rispetto a un anno prima**. Anche il comparto dell'estrazione di minerali da cave e miniere (Fig. 11) evidenzia una diminuzione delle posizioni lavorative sia negli ultimi 12 mesi (-0,8%) che rispetto ai livelli pre-pandemici (-2,6%).

Fig. 9 – L'aumento degli occupati rispetto al periodo pre-pandemico è tutto concentrato nelle costruzioni (dati al 3° trimestre 2022, variazioni assolute in migliaia di unità)



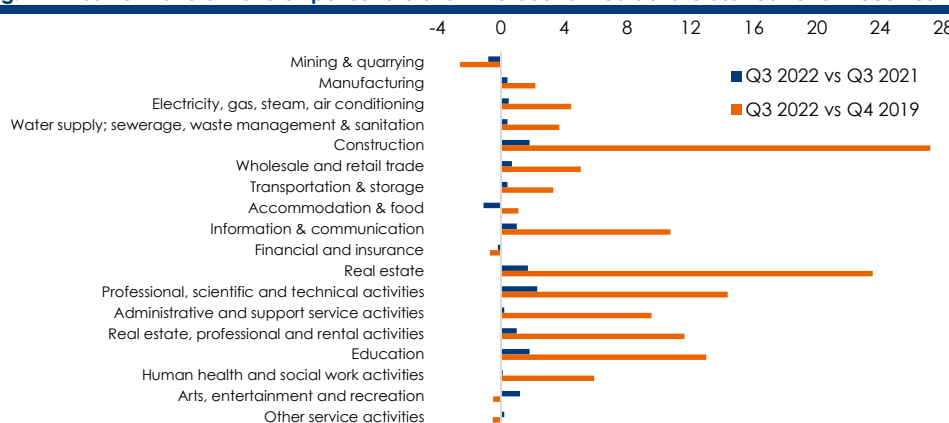
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 10 – Senza i nuovi occupati creati nelle costruzioni dall'entrata in vigore degli incentivi fiscali, il tasso di disoccupazione sarebbe più alto di mezzo punto rispetto ai valori correnti



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 11 – Posizioni lavorative totali per settore di attività economica della Classificazione Ateco 2007

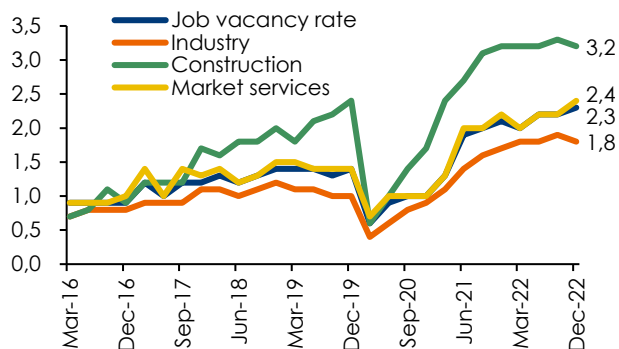


Nota: variazioni %. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Un indicatore di "robustezza" del mercato del lavoro è dato dal tasso di posizioni vacanti, che è salito nel 4° trimestre 2022 a un nuovo massimo storico (2,3%). Il macro-settore che evidenzia il tasso più elevato sono le costruzioni, che peraltro mostrano una flessione nell'ultimo trimestre del 2022 (a 3,2% da 3,3% precedente), mentre le posizioni vacanti sono salite nei servizi di mercato (toccando un nuovo record a 2,4% da 2,2%) e sono calate (a 1,8% da 1,9%) nell'industria (Fig. 12). Le indagini confermano che la percentuale di imprese che segnala difficoltà nel reperire manodopera è storicamente elevata, e in crescita nel settore dei servizi (Fig. 13).

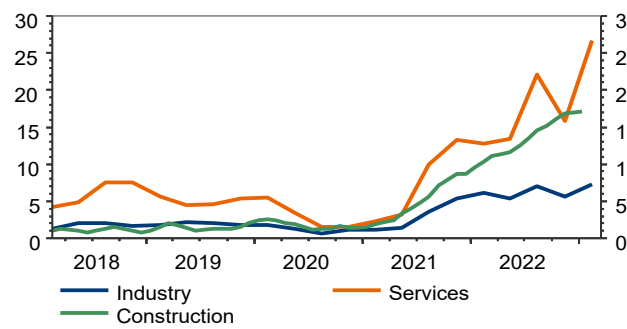
Gli indicatori di carenza di manodopera sono sui massimi storici...

Fig. 12 – Tasso di posizioni vacanti nel totale delle imprese con dipendenti (%)



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Fig. 13 – Percentuale di imprese che segnala difficoltà nel reperire manodopera come ostacolo all'attività



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

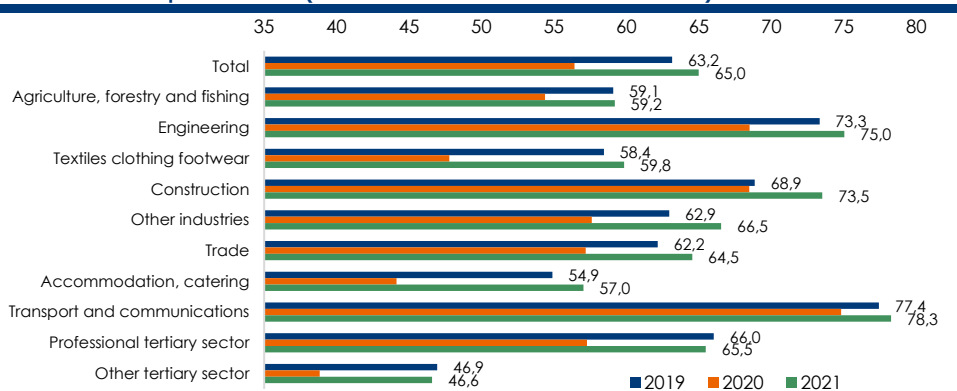
Un elevato grado di carenza di manodopera può segnalare o un mercato del lavoro “robusto”, oppure un basso grado di efficienza nell'incontro tra domanda e offerta di lavoro (nell'attuale fase, una delle possibili cause potrebbe essere una maggiore difficoltà di ricollocazione dei lavoratori dopo la massiccia riallocazione di attività tra settori e imprese indotta dalla pandemia).

Ad oggi, non sembra sussistere sufficiente evidenza della seconda (e meno favorevole) ipotesi.

Un recente [discussion paper della Commissione europea](#)¹ evidenzia, attraverso un'analisi cross-country, come, nonostante il fatto che l'inadeguatezza delle competenze sia in una certa misura aumentata in seguito alla pandemia di COVID-19, tale peggioramento abbia avuto un impatto minimo sull'efficienza dell'incontro tra domanda e offerta di lavoro.

Per l'Italia, il [XXI Rapporto Annuale dell'Inps](#) mostra come **il tasso di ricollocazione dei lavoratori** (la quota di coloro che, nell'arco dei tre mesi successivi all'evento di dimissione o licenziamento, risultano impiegati con un nuovo rapporto di lavoro), dopo la contrazione registrata nel 2020, **già nel 2021 è tornato sui livelli del 2019**; anzi, per i dimessi il tasso di ricollocazione già nel 2021 è risultato più elevato rispetto a quello del 2019. Il tasso di ricollocazione all'interno dello stesso settore è cresciuto, nel 2021 rispetto al 2019, anche nei comparti più colpiti dalla crisi pandemica, come alloggio e ristorazione, tessile e abbigliamento, agricoltura (Fig. 14).

Fig. 14 – Tasso di ricollocazione entro 3 mesi dall'evento di dimissione dei cessati da rapporti di lavoro a tempo indeterminato per dimissioni (sono esclusi i lavoratori con oltre 60 anni)



Fonte: Inps

Insomma, **i segnali correnti di carenza di manodopera sembrano essere determinati principalmente da una veloce ripresa della domanda di lavoro in un contesto di contrazione dell'offerta (principalmente, come detto, per motivi demografici), e non da un aumento del mismatch** tra domanda e offerta. In altri termini, non vi sarebbe evidenza di uno spostamento verso l'esterno della Beveridge curve, la curva che descrive la relazione tra il tasso di posti vacanti e quello di disoccupazione.

Quello che si può affermare è che **il trade-off implicito nella curva di Beveridge oggi appare più favorevole in quanto ci si muove su un tratto più inclinato della curva** (Fig. 15-16): data la situazione di partenza caratterizzata da un basso tasso di disoccupazione e da un alto tasso di posizioni da coprire, un posto vacante aggiuntivo non può essere occupato con la stessa rapidità rispetto a una situazione in cui c'è un ampio bacino di persone in cerca di lavoro rispetto alle offerte.

¹ Áron Kiss, Maria Chiara Morandini, Alessandro Turrini & Anneleen Vandeplass, “[Slack & Tightness: Making Sense of Post COVID-19 Labour Market Developments in the EU](#)”, DISCUSSION PAPER 178, DECEMBER 2022, Quarterly Review of the Euro Area 21 (2), European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs.

...segnalando robustezza del mercato del lavoro più che problemi di mismatch tra domanda e offerta

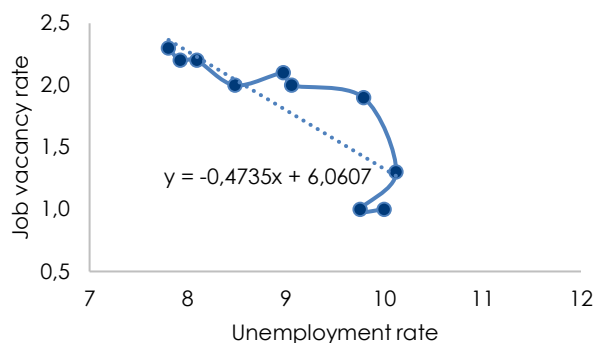
Il trade-off implicito nella curva di Beveridge appare oggi più favorevole che in passato

Fig. 15 – Curva di Beveridge nel periodo pre-pandemico (Q1 2016 – Q4 2019)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 16 – Curva di Beveridge nel periodo post-pandemico (Q3 2020 – Q4 2022)



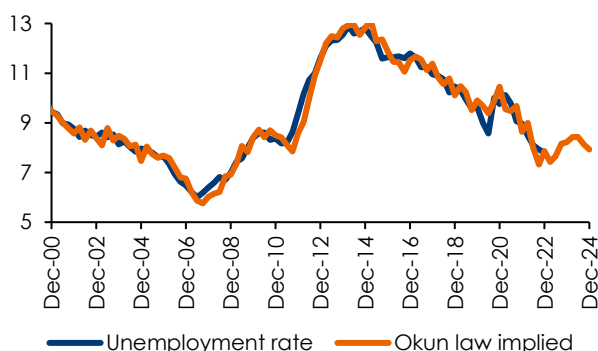
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Un elevato tasso di posti vacanti può attuffire l'aumento della disoccupazione in un contesto, come l'attuale, di rallentamento economico. **La relazione tra disoccupazione e crescita economica è descritta dalla cosiddetta “legge di Okun”²**: una stima di tale equazione per l'Italia indicherebbe, assumendo il profilo da noi atteso per la crescita del PIL, un picco per il tasso di disoccupazione all'8,4% nel 1° semestre 2024 (dall'attuale 7,8%). Anzi, tenuto conto dei ritardi di trasmissione tra ciclo economico e mercato del lavoro, l'equazione suggerirebbe che a inizio 2023 possano permanere margini per un ulteriore calo del tasso dei senza-lavoro (Fig. 17).

Sulla base della “legge di Okun” (tanto più se corretta per il tasso di posti vacanti), l'aumento della disoccupazione dovrebbe risultare contenuto

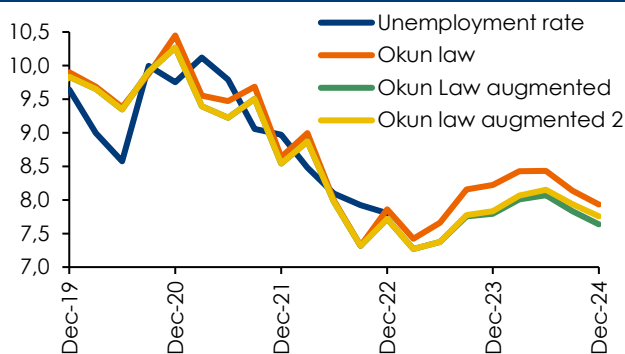
All'interno di una equazione come quella di Okun, il tasso di posti vacanti sembra giocare un ruolo statisticamente significativo, anche se piuttosto debole, **nel ridurre la trasmissione di un calo del PIL alla disoccupazione**. Nelle nostre stime (Fig. 18), se il *job vacancy rate* restasse agli attuali livelli, il picco per il tasso dei senza-lavoro sarebbe più basso, all'8,1%, nel 2° trimestre 2024, e la media annua della disoccupazione nel biennio 2023-24 si collocherebbe al 7,7% anziché all'8% come nello scenario base. In una ipotesi intermedia, che vede un tasso di posti vacanti in calo di un decimo a trimestre a partire da inizio 2023, la disoccupazione si attesterebbe in media al 7,8% nel biennio (con un picco all'8,2% nella primavera del 2024).

Fig. 17 – Una stima della “legge di Okun” per l'Italia mostra un aumento solo moderato della disoccupazione nel biennio 2023-24 rispetto ai recenti minimi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 18 – L'introduzione nell'equazione di Okun del tasso di posti vacanti limita significativamente l'aumento atteso del tasso di disoccupazione nel biennio in corso



Nota: “Okun law augmented” = se il *job vacancy rate* restasse agli attuali livelli; “Okun law augmented 2” = se il *job vacancy rate* calasse di un decimo a trimestre. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

² $[dU]_t = \alpha + \beta [dU]_{t-1} + \sum_{i=0}^n \gamma_i [GDP]_{t-1-i} + \epsilon_t$

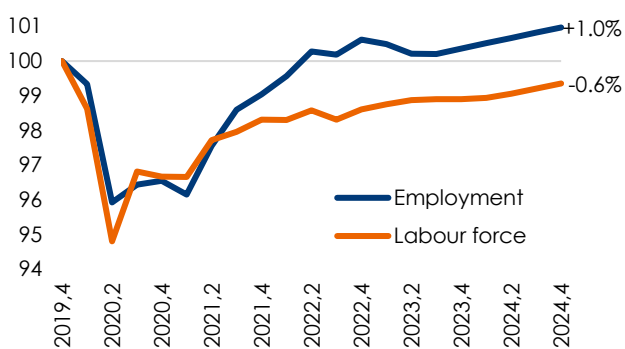
In sintesi, sulla scia dell'analisi fatta sulla curva di Beveridge e sulla relazione di Okun, **nell'attuale contesto di rallentamento del ciclo sembrano verificate le due condizioni³ per vedere un "soft landing" del mercato del lavoro:**

- la **curva di Beveridge** suggerisce che, nell'attuale contesto, il rallentamento del ciclo economico possa avere conseguenze limitate sul tasso di disoccupazione, in quanto in una fase iniziale le posizioni vacanti (o il grado di carenza di manodopera) vengono riassorbite prima che la disoccupazione inizi ad aumentare;
- la **legge di Okun** indica che un rallentamento del PIL di entità lieve e di durata breve come quello che assumiamo nel nostro scenario di base possa provocare effetti limitati sul tasso dei senza-lavoro.

In conclusione: **il mercato del lavoro italiano**, terminata la fase di emergenza post-COVID19 e nel mezzo della crisi energetica, **è probabilmente più "teso" di quanto si stimasse**, per effetto di un veloce recupero post-pandemico della domanda di lavoro in presenza di una contrazione dell'offerta. **Tale "robustezza" almeno nel breve termine configura una situazione "virtuosa"** in quanto il rallentamento del ciclo produce effetti limitati sulla disoccupazione, ma nel medio termine può costituire un rischio.

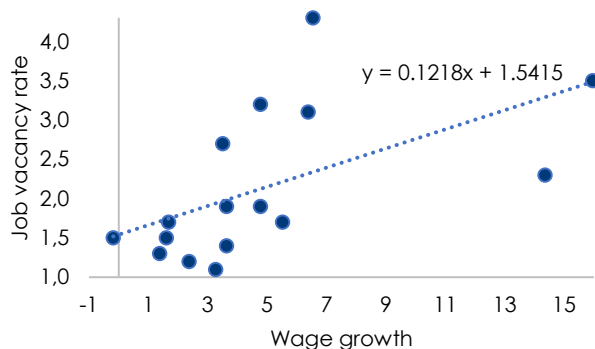
Infatti, la flessione dell'offerta di lavoro in una prima fase post-pandemica è dipesa da una temporanea caduta del tasso di attività (poi riassorbita), ma nella fase attuale appare in qualche misura persistente, in quanto dovuta al trend demografico di contrazione della popolazione in età lavorativa (per via della tendenza all'invecchiamento della popolazione, non compensata da adeguati flussi migratori). Se tale trend demografico fosse confermato nei prossimi anni, implicando una caduta persistente dell'offerta di lavoro (Fig. 19), **il rischio è che le "strozzature" del mercato del lavoro possano abbassare il PIL potenziale** ovvero il tasso di crescita al di sopra del quale vengono create spinte inflazionistiche (in effetti, la scomposizione settoriale della crescita delle retribuzioni rispetto al periodo pre-pandemico sembra essere correlata a un elevato tasso di posizioni vacanti: Fig. 20). **Ne deriverebbero** nel medio termine, ovvero al di là degli effetti della crisi energetica, potenziali **rischi al ribasso sulla crescita e al rialzo sull'inflazione**.

Fig. 19 – Nelle nostre previsioni, le forze di lavoro anche a fine 2024 resteranno al di sotto dei livelli di fine 2019; l'occupazione è attesa rallentare nel corso del 2023



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 20 – Il dettaglio settoriale mostra una correlazione statisticamente significativa tra tasso di posti vacanti e crescita salariale



Nota: settori della Classificazione Ateco 2007; wage growth = crescita % di salari e stipendi (Q2 2022 vs Q4 2019). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

³ Si veda "[CAN THE EU LABOUR MARKET WITHSTAND A SLOWDOWN IN ECONOMIC ACTIVITY?](#)", in European Economic Forecast Autumn 2022, European Commission

Sintesi della previsione macroeconomica

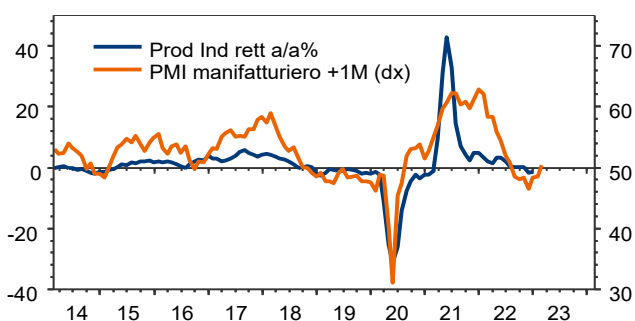
	2022	2023p	2024p	2022		2023				2024			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.9	0.6	1.8	2.7	1.7	1.4	0.4	0.1	0.6	1.3	1.7	2.1	2.0
- var.ne % t/t				0.5	-0.1	-0.2	0.1	0.2	0.3	0.5	0.6	0.6	0.3
Consumi delle famiglie	4.4	0.3	1.5	2.5	-1.7	-0.8	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3
Consumi pubblici	0.3	0.2	0.4	-0.2	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	0.1
Investimenti fissi	9.6	1.2	3.6	0.8	-0.4	-0.3	0.5	0.7	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
Investimenti in macchinari	8.2	1.6	4.5	2.0	-1.5	0.0	0.6	1.0	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0
Investimenti in trasporti	12.6	7.5	4.2	10.1	2.0	-1.0	0.5	0.8	1.1	1.2	1.1	1.1	1.0
Investimenti in costruzioni	10.6	0.0	2.6	-1.3	0.5	-0.5	0.3	0.4	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6
Esportazioni	10.1	1.9	2.7	0.1	0.3	0.2	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
Importazioni	13.4	1.8	2.5	4.2	-1.6	-0.5	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
Contr. % PIL													
Commercio estero	-0.8	0.1	0.1	-1.3	0.6	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
Domanda finale interna	4.6	0.5	1.7	1.6	-1.0	-0.5	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4	0.5	0.4
Var. scorte	0.2	0.1	-0.1	0.2	0.3	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.1	0.1	-0.1
Attività produttiva													
Produzione industriale	0.5	0.2	2.1	-0.5	-1.0	-0.2	0.8	0.9	0.8	0.3	0.4	0.4	0.1
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	8.2	5.5	1.8	8.4	11.7	8.8	6.5	5.0	2.1	1.9	1.9	2.1	1.3
- escl. alimentari, energia (a/a)	3.7	4.7	2.2	4.5	5.6	5.9	5.3	4.5	3.1	2.4	2.2	2.2	2.1
PPI (a/a)	34.4	9.0	-0.2	39.6	29.6	17.7	13.6	4.1	2.0	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2
Disoccupazione (%)	8.1	8.2	8.2	7.9	7.8	7.9	8.3	8.4	8.3	8.2	8.1	8.1	8.1
Occupati totali	2.4	0.3	0.3	-0.1	0.4	0.0	-0.3	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Salari contrattuali	1.0	2.1	1.7										
Reddito disponibile reale	-0.9	-0.7	2.1										
Tasso di risparmio (%)	8.5	7.6	8.1										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	-0.6	0.9	0.1										
Finanza pubblica*													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-5.0	-5.3	-3.7										
Debito (% Pil)	146.0	145.9	145.7										
Variabili finanziarie													
3-mths Euribor	2.07	3.58	3.04	1.01	2.07	2.93	3.58	3.63	3.58	3.58	3.54	3.31	3.04
Long term (10Y) rate (%)	3.05	4.04	4.48	3.50	4.13	4.18	4.17	3.97	3.83	4.08	4.43	4.65	4.73
BTP/Bund spread	1.88	1.88	1.76	2.18	2.00	1.94	1.93	1.83	1.80	1.77	1.75	1.75	1.75

* Nota: il 1° marzo l'Istat potrebbe comunicare una revisione degli indicatori di finanza pubblica per il 2021-22 per via di una diversa contabilizzazione dei crediti fiscali. Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

L'industria chiude il 2022 in crescita

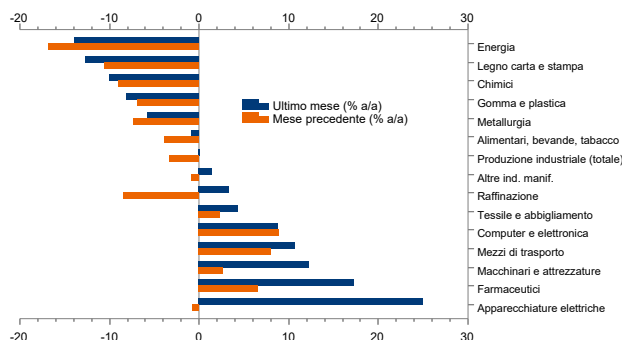
Il balzo di 1,6% m/m della produzione industriale a dicembre è stato molto più forte del previsto: si tratta del maggiore aumento mensile dallo scorso agosto. **Nel 4° trimestre, la produzione è scesa di -0,9% t/t**, il che suggerisce che l'industria in senso stretto abbia sottratto circa due decimi al valore aggiunto nello scorcio finale del 2022. **Nell'intero 2022, la produzione industriale è cresciuta, sia pure moderatamente (0,5%),** dopo l'ampio rimbalzo post-pandemico del 2021 (12,2%). Nel mese, il recupero dell'output è stato generalizzato, con la sola **eccezione dei beni durevoli (-2,4% m/m)**. Il maggior contributo è venuto dalla produzione di beni strumentali, aumentata del 3,1% m/m (un segnale del fatto che **il ciclo degli investimenti non sembra essere stato interrotto dalla crisi energetica**). Nel solo settore manifatturiero, la crescita nel mese è stata pari all'1,7%, grazie soprattutto al **balzo a due cifre registrato da apparecchiature elettriche (17,2% m/m) e prodotti farmaceutici (11,6% m/m)**. **La produzione nei comparti a più alta intensità di energia ha subito un ulteriore calo** (nostra stima: -0,7% m/m, -8,4% a/a), a fronte di una maggiore resilienza degli altri settori produttivi. In particolare, **i comparti ad alta intensità di semiconduttori** (nostra stima: +5,5% m/m, +14,4% a/a) **beneficiano delle minori difficoltà di approvvigionamento**. Occorre considerare che i **dati sulla produzione industriale di dicembre sono solitamente molto volatili**, in quanto dipendono dalla distribuzione delle festività nel mese, e sono quindi spesso soggetti a revisioni: siamo molto cauti nell'attribuire un significato eccessivo ai dati di questo mese. Tuttavia, il rimbalzo di dicembre potrebbe essere un primo segnale del fatto che, dopo l'ampia debolezza registrata nella maggior parte del 2° semestre 2022, **la produzione industriale possa tornare a crescere moderatamente nei prossimi trimestri, sostenuta dal recente crollo dei prezzi dell'energia**.

L'industria italiana chiude il 2022 in recupero



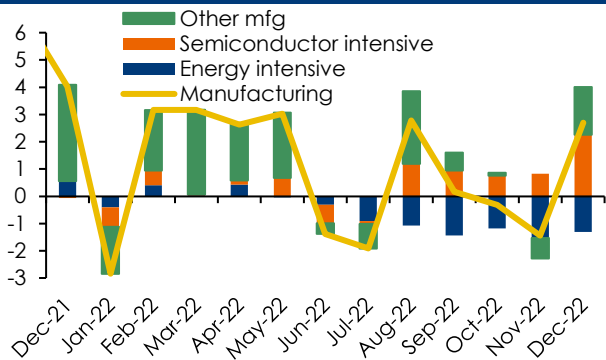
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

I settori energivori registrano le più ampie flessioni tendenziali...



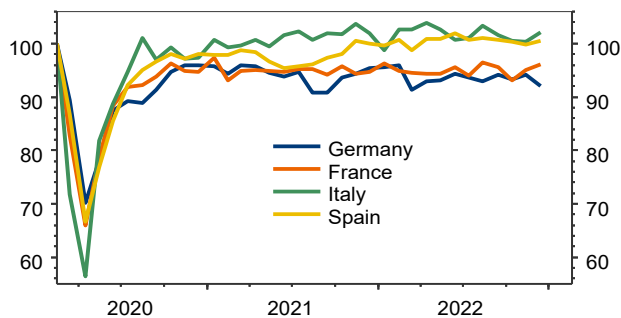
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

...mentre il resto della manifattura mostra una certa resilienza



Nota: contributi alla variazione % a/a. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Il confronto con le altre economie dell'Eurozona resta favorevole



Nota: Febbraio 2020 = 100. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Indagini manifatturiere in recupero ma coerenti con un'attività ancora debole

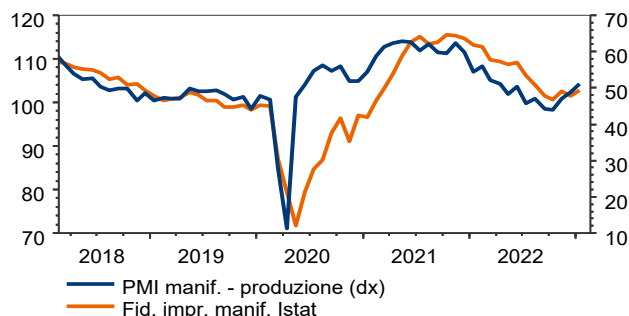
Il **fatturato industriale** è tornato a crescere a novembre, di 0,9% m/m da un precedente -0,8% m/m. Il rimbalzo congiunturale dopo due mesi di calo riguarda sia il mercato interno (0,6%) che quello estero (1,3%). Il progresso è inoltre diffuso a tutti i principali comparti ad eccezione di beni intermedi ed energia, in diminuzione rispettivamente per il terzo e il quinto mese consecutivo. **La tendenza annua ha decelerato all'11,5% (da 12,5% di ottobre), il tasso di espansione più lento da febbraio 2021**, il che conferma la fase di rallentamento della domanda per l'industria, che a nostro avviso è destinata a proseguire nei prossimi mesi. I dati continuano ad essere viziati dall'effetto dell'inflazione: **il fatturato manifatturiero espresso in volume è poco più che stagnante in termini tendenziali (+0,5%)**. Dopo aver toccato un minimo nello scorso trimestre, **le indagini stanno mostrando chiari segnali di recupero, anche se non sono ancora coerenti con una riaccelerazione significativa dell'attività**. A gennaio la **fiducia delle imprese manifatturiere** rilevata dall'Istat è tornata a salire dopo l'inatteso calo registrato a fine 2022, portandosi a 102,7 da 101,5, un massimo dallo scorso agosto. Sono stati ordini e produzione a guidare i progressi, ma i relativi indici restano in territorio negativo, confermando come l'attività sia ancora in contrazione. Sono migliorate le aspettative delle imprese manifatturiere sull'economia, mentre sono calati per il quarto mese di fila i prezzi di vendita attesi. Più favorevole lo spaccato del **PMI manifatturiero**, che a gennaio è salito più del previsto, da 48,5 a 50,5, massimo dallo scorso giugno. L'indagine riporta un rallentamento del ritmo di contrazione degli ordinativi, e un ritorno al di sopra della soglia d'invarianza per l'indice relativo alla produzione.

Il volume del fatturato manifatturiero è sostanzialmente stagnante rispetto a un anno prima



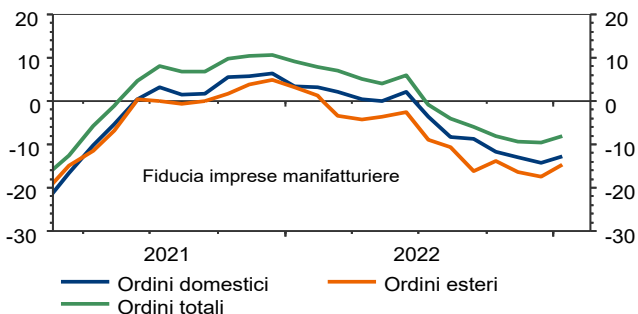
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Fiducia manifatturiera in recupero dai minimi toccati a inizio 4° trimestre



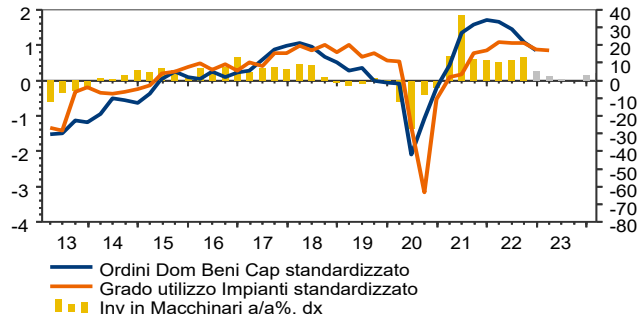
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

I giudizi sugli ordinativi migliorano ma rimangono in contrazione



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il ciclo degli investimenti non sembra essere terminato

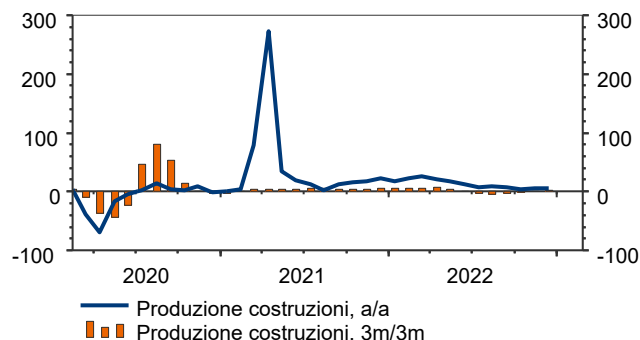


Nota: previsioni in grigio. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Costruzioni: la produzione tiene, ma peggiorano le prospettive

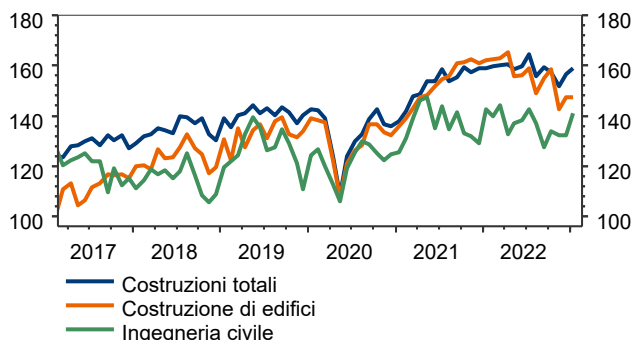
La **produzione nelle costruzioni** a dicembre è salita di 0,4% rispetto al mese precedente. L'output ha registrato un incremento del 4,9% (corretto per gli effetti di calendario) rispetto a un anno prima, in rallentamento da 5,8% di novembre. Nel 4° trimestre 2022 la produzione ha mostrato un parziale rimbalzo (+2,1% t/t) dopo la flessione di -3,2% t/t vista nei mesi estivi. Le indagini nel settore restano su livelli superiori alla media storica ma la tendenza, che riteniamo sia destinata a proseguire nei prossimi mesi, è ormai in decelerazione. Il comparto è il più sensibile ai rialzi dei tassi di interesse, i cui effetti si vedranno verosimilmente nella seconda metà del 2023. **I dati sui mutui e sui prezzi immobiliari stanno iniziando a mostrare un calo della domanda, che potrà essere aggravato dalle condizioni meno favorevoli per i bonus fiscali.** Il Consiglio dei Ministri ha approvato una norma che, con l'eccezione di specifiche deroghe per le operazioni già in corso, introduce la sospensione dello "sconto in fattura" e della cessione dei crediti d'imposta relativi agli incentivi fiscali, nonché il divieto per le pubbliche amministrazioni di essere cessionarie di crediti d'imposta relativi agli incentivi fiscali. Nei prossimi mesi il ricorso agli incentivi si ridurrà in maniera significativa, anche se il completamento dei cantieri in corso (a gennaio la percentuale di lavori realizzati si è attestata al 76%) attutirà la frenata nel breve termine. Secondo le ultime indagini trimestrali Istat, le imprese nel settore dispongono di uno stock di commesse arretrate superiore alla media storica e al resto dell'Eurozona, compatibile con circa un anno di lavoro assicurato. In ogni caso, **stimiamo una stagnazione per gli investimenti in costruzioni nel 2023**, dopo due anni di crescita assai robusta.

Tornano a crescere le costruzioni nel 4° trimestre, ma il rimbalzo potrebbe essere solo temporaneo



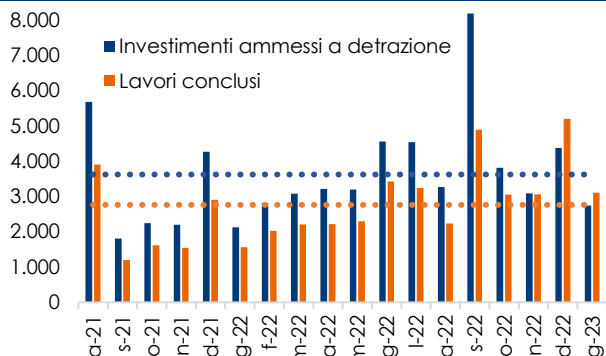
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il morale nelle costruzioni è tornato a salire a gennaio, ma nei prossimi mesi non potrà non risentire della restrizione monetaria



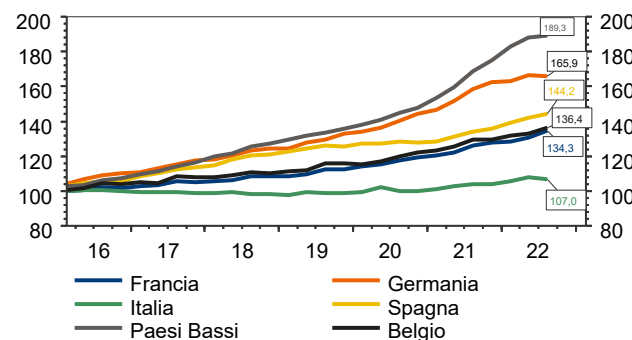
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

A gennaio il flusso dei nuovi investimenti ammessi a detrazione per Superbonus 110% ha iniziato a rallentare



Nota: investimenti aggiuntivi mese per mese. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ENEA, Ministero della Transizione Ecologica

Nei mesi estivi i prezzi delle abitazioni sono tornati a calare dopo sette trimestri di crescita



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

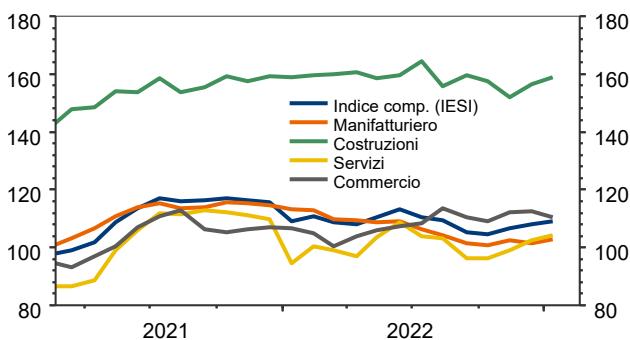
Servizi più resilienti del previsto

Secondo i dati preliminari di contabilità nazionale **i servizi dovrebbero aver contribuito positivamente alla crescita del valore aggiunto nel 4° trimestre**. Il settore sta mostrando una tenuta migliore del previsto del valore aggiunto, nonostante indagini di fiducia su livelli depressi.

Tra fine 2022 e inizio 2023 le rilevazioni sul morale hanno iniziato a mostrare segnali di recupero: a gennaio il **PMI servizi è salito a 51,2** da 49,9, un massimo dal giugno 2022, mentre **l'indice Istat di fiducia delle imprese dei servizi di mercato** è salito per il quarto mese di fila, portandosi a 104,2 da un precedente 102,4, al livello più alto dallo scorso luglio e al di sopra della media storica. Entrambe le indagini riportano un deciso miglioramento di ordinativi, attività e aspettative per i prossimi mesi.

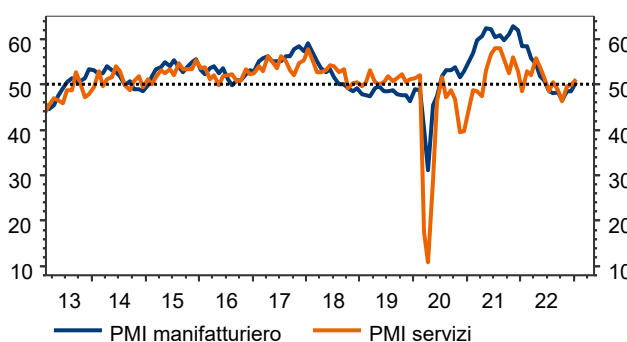
La maggior tenuta dell'attività e dell'occupazione nel settore dei servizi rispetto all'industria sembra essere confermata anche dai dati sul **tasso di posizioni vacanti**, che nel 4° trimestre è salito di due decimi a un nuovo massimo storico di 2,4%, a fronte di un calo per industria in senso stretto (1,8% da 1,9%) e costruzioni (3,2% da 3,3%). In sostanza, se nel settore secondario il rallentamento ciclico si sta iniziando a trasmettere al numero di posizioni aperte, nei servizi si conferma un contesto di eccesso di domanda.

Negli ultimi mesi, la ripresa della fiducia delle imprese è stata più ampia nei servizi che negli altri macro-settori



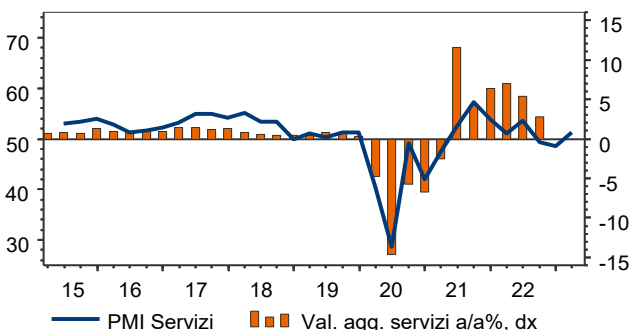
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Gli indici PMI, sia nei servizi che nella manifattura, sono tornati su livelli (marginalmente) espansivi



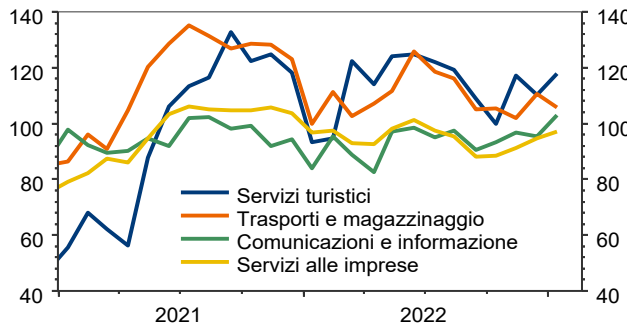
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

I servizi hanno contribuito positivamente alla crescita del valore aggiunto anche nel 4° trimestre



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

A gennaio il morale è tornato a salire in tutti i principali comparti dei servizi ad eccezione dei trasporti

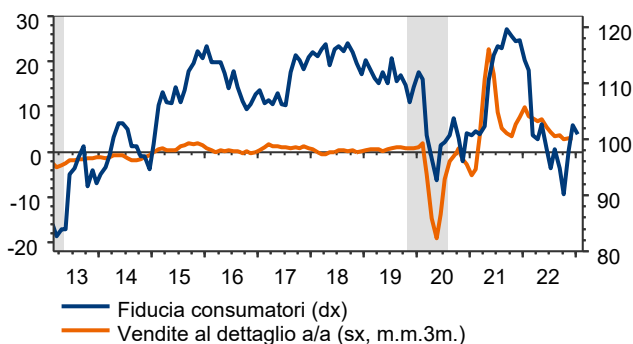


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Consumi ancora frenati dalla contrazione del reddito reale delle famiglie

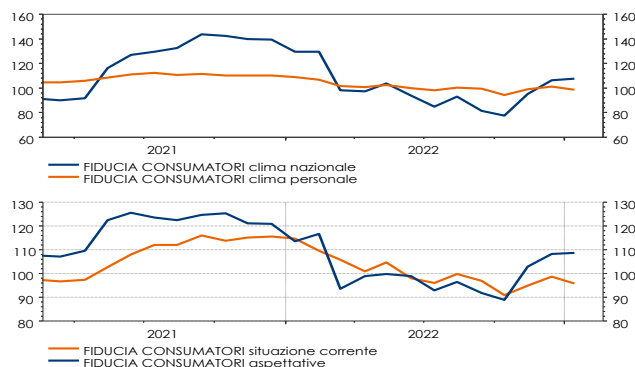
Le vendite al dettaglio sono diminuite di -0,7% m/m in volume a dicembre (-0,2% m/m in valore), con flessioni diffuse ai beni alimentari (-0,6%) e non (-0,8%). Rispetto a un anno prima gli acquisti sono in calo di -4,4% (da -3,6% di novembre), **e chiudono il trimestre in contrazione di -1,8% t/t**. In media annua le vendite sono scese di -0,4% nel 2022, in particolare nel comparto alimentare (-4,2%), a fronte di un progresso (2,5%) per la parte non-food. **Dopo aver verosimilmente frenato la crescita a fine 2022, i consumi privati potrebbero contrarsi anche a inizio 2023**, per effetto della persistente contrazione del reddito disponibile reale in un contesto in cui si assottigliano i margini per comprimere ulteriormente il tasso di risparmio. **A gennaio il morale dei consumatori è sceso a 100,9 da 102,5 di dicembre, ma rimane al di sopra dei livelli medi del 2° semestre dello scorso anno**. Il calo della fiducia dei nuclei famigliari non è particolarmente sorprendente dopo che l'indice era salito molto a dicembre. Inoltre, il dato probabilmente riflette la reintroduzione delle accise sui carburanti nonché gli aumenti per tabacchi e trasporti, come sembrano suggerire anche le opinioni delle famiglie sui prezzi correnti, salite a un nuovo massimo dai primi anni '80. Tuttavia, le aspettative di inflazione confermano la tendenza al ribasso dei mesi scorsi, in territorio negativo per il secondo mese e sui minimi da marzo 2021. In peggioramento anche le valutazioni sulla situazione personale, anche se l'indice resta superiore ai livelli dello scorso novembre, mentre calano per il terzo mese le preoccupazioni occupazionali (ai minimi da fine 2021).

La fiducia dei consumatori corregge a gennaio ma resta superiore ai livelli medi del 2° semestre del 2022



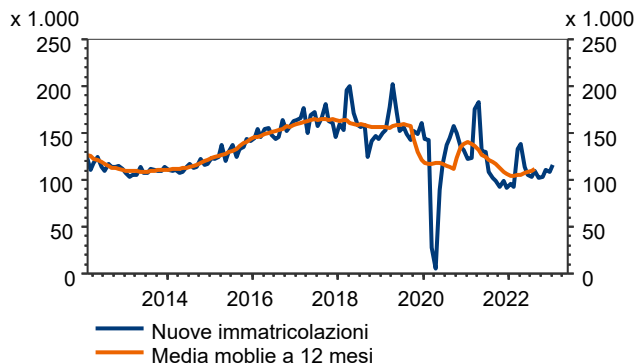
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020; l'area ombreggiata corrisponde al periodo recessivo. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La correzione del morale di gennaio è dovuta soprattutto al clima personale e alle aspettative



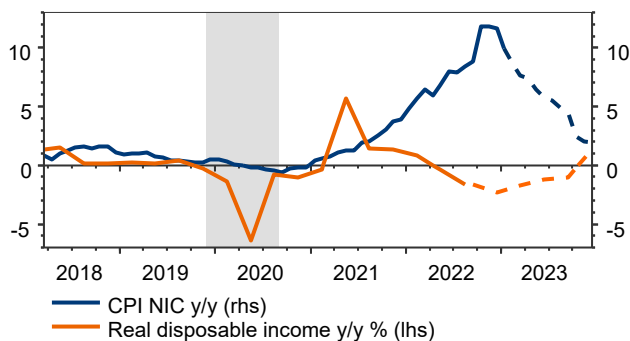
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

In recupero le immatricolazioni di auto (per via più della normalizzazione dell'offerta che della ripresa della domanda)



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

L'inflazione sta iniziando a scendere ma il reddito disponibile reale delle famiglie dovrebbe rimanere in territorio negativo per quasi tutto l'anno



Nota: l'area ombreggiata corrisponde al periodo recessivo. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Mercato del lavoro solido ma restano deboli le dinamiche salariali

Il tasso di disoccupazione è rimasto invariato al 7,8% a dicembre. Rispetto al mese precedente sono tornate ad aumentare sia le persone in cerca di occupazione (+2 mila unità, +0,1%) che gli occupati (+37 mila, +0,2%), in presenza di un calo degli inattivi (-54 mila). Il tasso di occupazione è quindi salito di un decimo al 60,5%, un nuovo massimo storico, mentre quello di partecipazione si è portato al 65,7%, tornando sui livelli di ottobre ma restando al di sotto del massimo di 65,9% registrato ad aprile 2019. Tra i nuovi occupati i progressi sono diffusi a uomini e donne; su base contrattuale invece si registra una crescita per gli autonomi (+37 mila unità) e per i dipendenti permanenti (+33 mila) a fronte di una diminuzione dei dipendenti a termine (-34 mila). Nei prossimi mesi il mercato del lavoro non potrà non risentire del rallentamento ciclico, ma **nel nostro scenario centrale il calo del PIL sarà tale da generare un aumento piuttosto contenuto del tasso di disoccupazione.** A fronte di un mercato del lavoro ancora in buona salute, **le pressioni salariali restano modeste e decisamente inferiori rispetto al resto dell'Eurozona.** Nel corso del 2022 sono stati conclusi 33 contratti collettivi (a fine dicembre il 49,6% dei dipendenti era ancora in attesa di rinnovo), e la crescita in media annua delle retribuzioni negoziali è stata pari all'1,1%, con un divario record rispetto all'inflazione media (-7,6%). **La tendenza sembra però essere quella di una, seppur modesta, accelerazione:** a dicembre la crescita dei salari contrattuali è salita all'1,5% a/a da un precedente 1,3%, mentre, sulla base degli accordi in vigore, potrebbe portarsi al 2,1% in media nel 1° semestre del 2023, e attestarsi per l'intero 2023 all'1,9%.

Tasso di disoccupazione invariato a 7,8% a dicembre, in calo al 22,1% tra i giovani



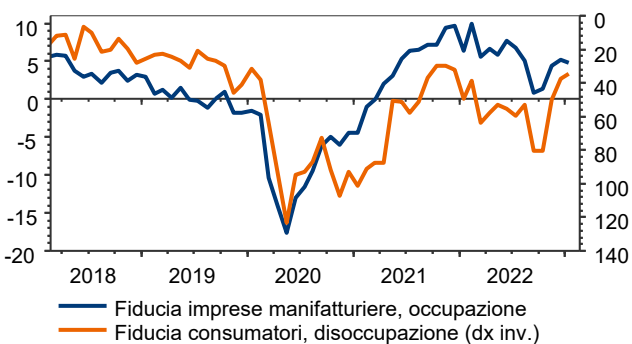
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

A fine 2022 la stabilità del tasso di disoccupazione si è accompagnata a un aumento della partecipazione



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Sia le imprese manifatturiere che le famiglie non si attendono una riduzione dei livelli occupazionali nei prossimi mesi



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

La crescita dei salari negoziali resta inferiore alla media dell'Eurozona

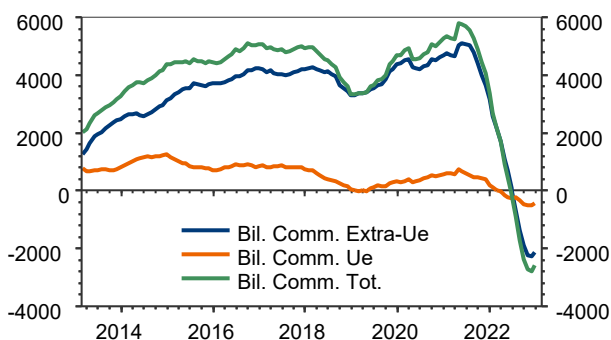


Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

Import in deciso calo sia in valore che in volume

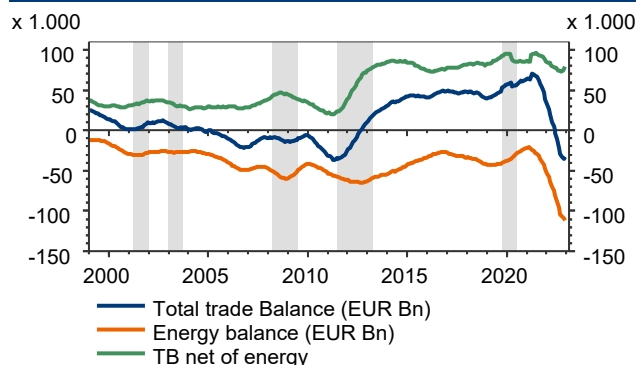
I dati di dicembre sul commercio internazionale hanno registrato una flessione congiunturale per le esportazioni più ampia rispetto alle importazioni (-1,9% contro -1,1%). Il calo dell'export è diffuso ai mercati UE (-1,2%) ed extra-UE (-2,6%) e riguarda tutti i principali raggruppamenti di industrie. La contrazione più importante si registra tra i beni strumentali (-2,8%) dopo che il dato del mese precedente (+14,1%) era stato condizionato da movimentazioni occasionali a elevato impatto nella cantieristica navale. Tra le importazioni scendono per il secondo mese quelle di prodotti energetici (-2,1% da -7,4%), in scia sia al calo dei prezzi che agli sforzi di efficientamento e riduzione dei consumi. **Su base tendenziale il volume dell'export è in diminuzione di -2,4% a/a, l'import di un ben più marcato -11,4% a/a.** Secondo il comunicato stampa rilasciato da Istat in occasione della pubblicazione dei dati di contabilità nazionale, **il canale estero dovrebbe aver contribuito positivamente alla crescita del PIL nel 4° trimestre:** i dati trimestrali in volume mostrano una crescita dell'export a fronte di un calo dell'import per beni intermedi (+2,3% contro -1,8% t/t) ed energia (3,8% contro -8,6% t/t), mentre si registra un aumento delle esportazioni a ritmi superiori alle importazioni per i beni strumentali (13,8% contro 12,7% t/t); solo le importazioni di beni di consumo sono cresciute a ritmi superiori alle esportazioni (2,9% contro 1,2% t/t). **Nel 2022 il deficit commerciale è stato pari a -31 miliardi di euro** dopo un surplus di 40,3 miliardi registrato nel 2021. **Il dato è influenzato dal disavanzo record nell'interscambio di energia (-111,3 miliardi) ma anche l'avanzo al netto dell'energia mostra un restringimento** a 80,3 miliardi da 88,7 del 2021.

Nel 2022 si è registrato un deficit commerciale non solo verso i Paesi extra-UE ma anche nei confronti degli altri Paesi UE



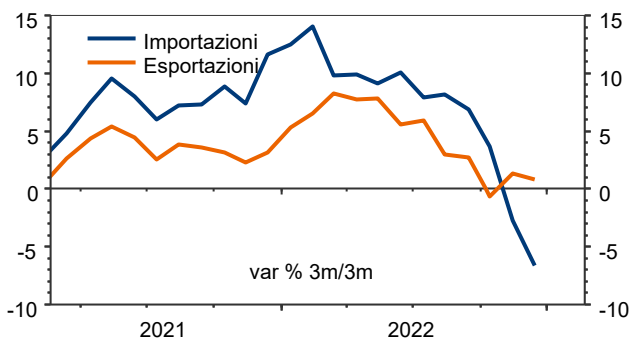
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il saldo al netto dell'energia resta in surplus ma è meno ampio rispetto al 2021



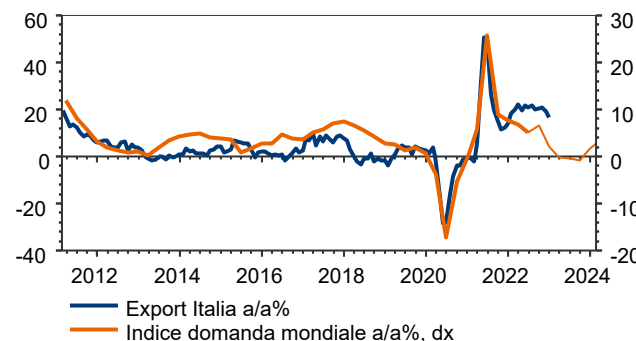
Nota: le aree ombreggiate corrispondono a periodi di recessione.
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le importazioni sono in calo, per effetto sia della minore domanda interna che del calo dei prezzi dell'energia



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il ritmo di crescita tendenziale dell'export è atteso in moderazione per via del rallentamento della domanda mondiale rivolta verso l'Italia

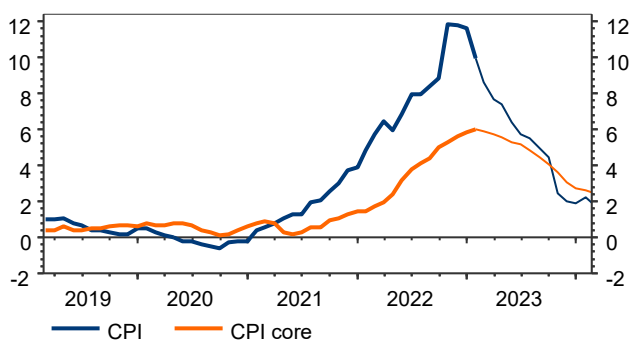


Nota: media mobile a 3 mesi della variazione % annua dell'export.
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

L'inflazione sta rallentando più velocemente del previsto

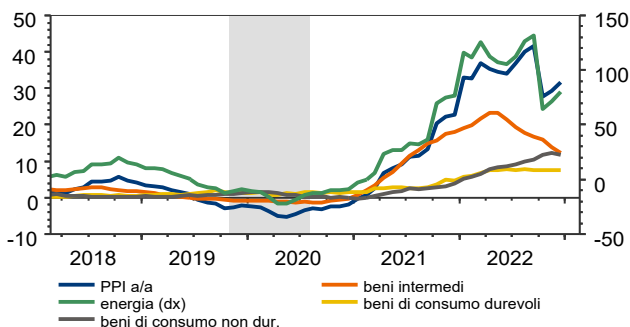
L'inflazione calcolata sull'indice nazionale è scesa al 10% a gennaio dall'11,6% di dicembre, mentre l'indice armonizzato è calato al 10,7% dal 12,3% di dicembre. Nel mese i prezzi sono cresciuti di 0,1% m/m sul NIC e diminuiti di -1,5% m/m sull'IPCA (per via dei saldi invernali). Il rallentamento tendenziale dei prezzi è imputabile prevalentemente alla componente energetica (da 64,7% a 42,5%; -4,2% la variazione congiunturale) e, in particolare, a quella regolamentata, crollata a -12% a/a (-25,7% m/m), dal 70,2% di dicembre, per effetto del calo nel mercato tutelato di energia elettrica (da 91,5% a 6,1%; -18,1% m/m) e gas di città e gas naturale (da 44,7% a -33,4%; -36% m/m); nel mese di registra viceversa un aumento congiunturale dei prezzi energetici non regolamentati (+0,5% m/m, per una variazione annua in rallentamento solo modesto, da 63,3% a 59,3%). I prezzi degli alimentari rallentano da 12,8% a 12,2% (+1% m/m), trainati dagli alimentari freschi (da 9,5% a 8% a/a; +0,6% m/m). Si registrano ancora rincari per gli alimentari lavorati (+1,3% m/m, stabili a 14,9% a/a) e per i servizi (variazione tendenziale in accelerazione da 4,1% a 4,2%; +0,3% la variazione congiunturale), che hanno spinto al rialzo l'inflazione di fondo, al 6% a/a da un precedente 5,8%. **L'inflazione dovrebbe aver finalmente intrapreso una tendenza discendente**, guidata principalmente dall'energia. Continuiamo ad aspettarci un aumento dei prezzi del gas nella seconda metà dell'anno ma grazie ad effetti base favorevoli l'energia potrebbe contribuire negativamente all'indice generale a fine 2023, spingendo l'indice NIC sotto il 2% a fine anno. **Abbiamo recentemente rivisto al ribasso le previsioni di inflazione in relazione alla moderazione del profilo atteso sui prezzi delle materie prime**: stimiamo ora una media 2023 al 6,1% nel 2023 e al 2% nel 2024 sull'IPCA, e al 5,5% nell'anno in corso e all'1,9% il prossimo anno sul NIC.

La tendenza di calo per l'inflazione headline dovrebbe proseguire nei prossimi mesi. Si avvicina il picco per la misura core



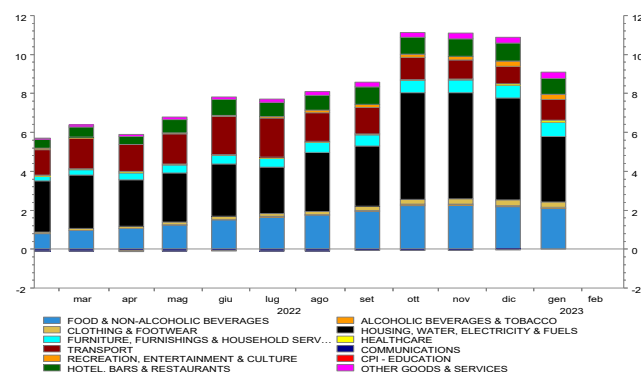
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Anche l'inflazione dei prezzi alla produzione dovrebbe aver superato il picco



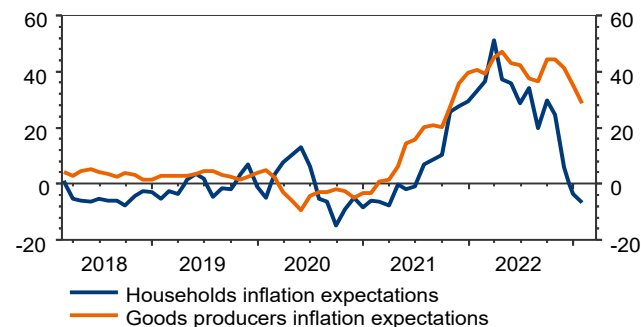
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il contributo dell'energia ha iniziato a ridimensionarsi a gennaio (e tale tendenza è attesa proseguire nel resto dell'anno)



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le famiglie, e in minor misura le imprese, si aspettano un rallentamento dell'inflazione nei prossimi mesi



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

Tendenze del settore bancario

A fine 2022, si ferma la crescita dei prestiti alle società non-finanziarie

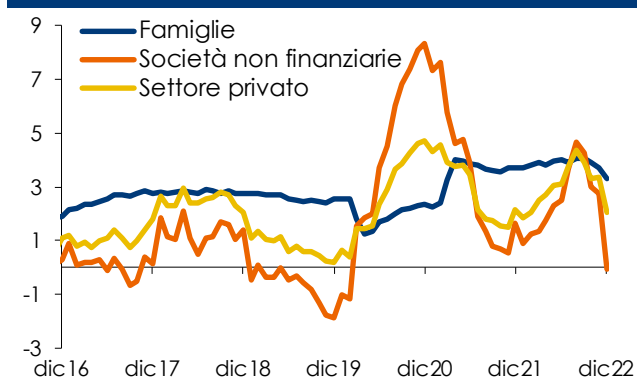
A dicembre 2022 la crescita dei prestiti al settore privato ha rallentato a +2,1% a/a, dal 3,4% di novembre, ma le anticipazioni ABI mostrano una stabilizzazione del ritmo a +2,0% a gennaio 2023. La frenata è stata determinata dai prestiti alle società non-finanziarie che a fine 2022 hanno subito un arresto della crescita, col tasso di variazione sceso a -0,4% da 2,7% di novembre. Tale andamento è dovuto al rapido rallentamento dei prestiti a breve termine e all'ulteriore indebolimento dei prestiti a medio-lungo, risultati chiaramente in calo a fine anno. Anche i prestiti alle famiglie hanno rallentato, ma hanno mantenuto una buona dinamica, del 3,3% a/a. In particolare, i mutui casa hanno continuato a segnare un ritmo di crescita robusto, del 4,6% a/a a dicembre. I flussi mensili hanno confermato lo spostamento delle preferenze verso i mutui a tasso variabile, che a dicembre hanno registrato erogazioni pari a oltre 4 volte il volume di fine 2021, alla luce di un differenziale tra tasso fisso e variabile salito da metà 2022 a punte di 0,9% e 1%, per chiudere il 2022 a 0,8%.

Elisa Coletti

Nell'ultimo mese del 2022 **la crescita dei prestiti al settore privato ha rallentato significativamente, portandosi a 2,1% a/a** da 3,4% di novembre e 3,3% a ottobre. **Le anticipazioni ABI mostrano un avvio del 2023 al ritmo del +2,0%, in linea col mese precedente**, ma dimezzato a confronto col picco del 2022 del 4,4% ad agosto (dati al netto delle controparti centrali e corretti per le cartolarizzazioni e altre cessioni). Per il totale dei **prestiti a famiglie e imprese la crescita è stata dell'1,6% a/a a dicembre, la metà rispetto al 3,2% di novembre, ed è stimata da ABI del +1,3% a gennaio 2023.**

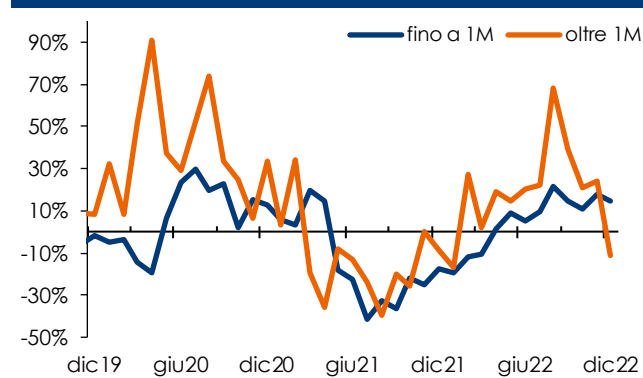
Sebbene anche a dicembre il rallentamento abbia interessato sia i prestiti alle imprese sia quelli alle famiglie, per i primi è stato particolarmente marcato. Infatti, i **prestiti alle società non-finanziarie hanno subito un arresto della crescita, col tasso di variazione sceso a -0,4%** dal 2,7% di novembre. La frenata del credito è evidente anche nelle **erogazioni lorde mensili che hanno segnato un leggero calo a fine 2022, del -2% a/a dopo otto mesi di crescita robusta**, del +21,5% a/a a novembre. Sono i volumi delle operazioni oltre 1 milione ad aver svolto in negativo, con un calo di -11% a/a a dicembre dal +23,9% di novembre. È rimasta sostenuta, invece, la crescita dei flussi lordi fino a 1 milione, del +14,8%, in linea con la media dei tre mesi precedenti (+14,5%).

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)

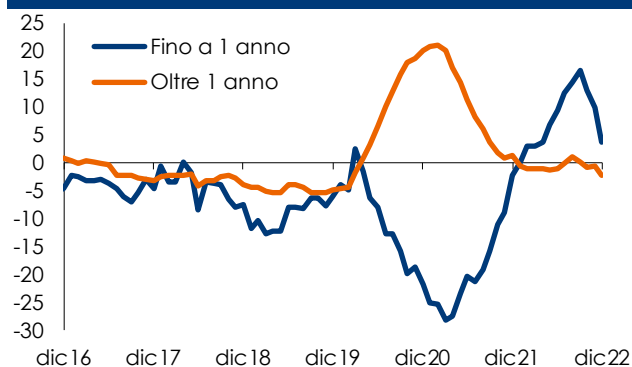


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il rallentamento dei prestiti alle società non-finanziarie è il risultato della **frenata dei prestiti a breve termine e dell'ulteriore indebolimento dei prestiti a medio-lungo termine**. In dettaglio, **i prestiti a breve sono rimasti in crescita a fine anno, ma il ritmo si è dimensionato a 3,6% a/a** dal +9,9% di novembre e +16,4% di settembre, il massimo storico della serie iniziata a febbraio 2004. **I prestiti a medio-lungo termine**, dopo aver oscillato attorno ad una variazione nulla per gran parte dell'anno, **a dicembre sono risultati chiaramente in calo, del -2,2%**, dal -0,7% a/a di novembre.

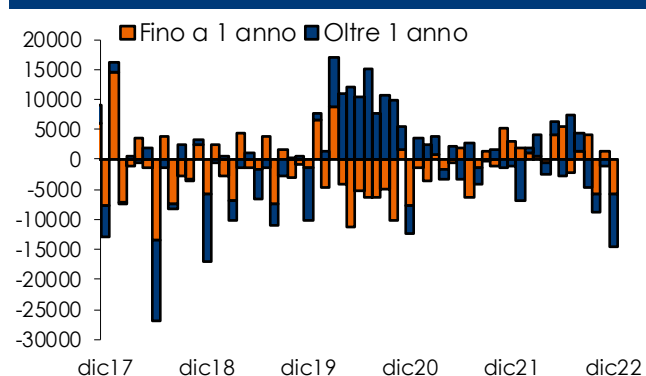
Per i prestiti a più lunga durata, il **flusso netto mensile è stato negativo per il 4° mese consecutivo, per -8,8 miliardi** che portano il cumulato da inizio anno a quasi -12 miliardi. Diversamente, il flusso netto verso i prestiti a breve è rimasto positivo per 5,5 miliardi nel complesso del 2022, risultato di una prima fase dell'anno in aumento per 15,7 miliardi da gennaio a settembre, a cui si è contrapposta la **svolta restrittiva dell'ultimo trimestre**, con circa -10 miliardi.

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



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

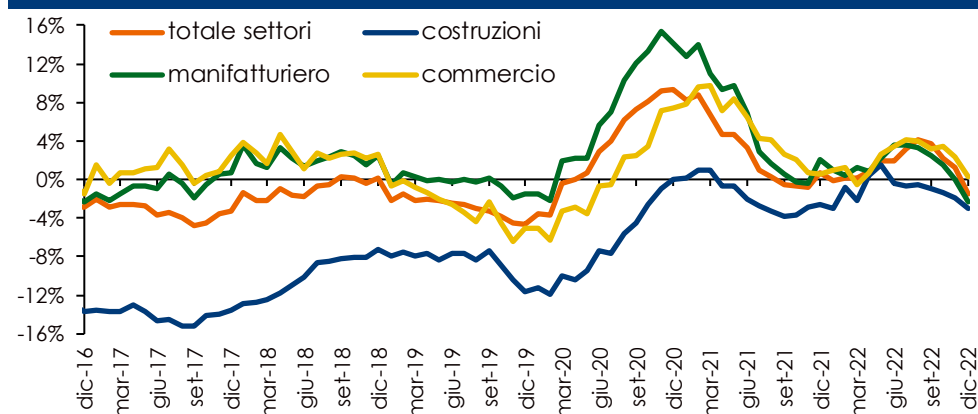
Flussi mensili di prestiti a società non-finanziarie per durata, dati non corretti per le cartolarizzazioni (EUR mln)



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le dinamiche creditizie dei macrosettori riportano una frenata generalizzata. In particolare, i **prestiti alle imprese manifatturiere sono passati in negativo a dicembre, col tasso di variazione annuo sceso a -2,3%** da zero a novembre, rispetto al massimo del 2022 pari a 3,6% registrato a luglio (dati riferiti ai prestiti escluse le sofferenze). **La crescita dei prestiti al commercio si è fermata a +0,3% a/a, circa 3 punti percentuali in meno rispetto a due mesi prima (+3,4% a/a a ottobre)**. Un peggioramento ha interessato anche i **prestiti alle costruzioni, il cui calo è risultato pari a -3% a/a dal -1% circa di ottobre e settembre** (-1,4% e -1% a/a rispettivamente). Nel complesso, la variazione annua dell'aggregato dei **prestiti a società non-finanziarie e famiglie produttrici è scesa in negativo a dicembre, a -1,5% a/a** dopo un rapido rallentamento dal massimo annuo del 4,2% ad agosto.

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



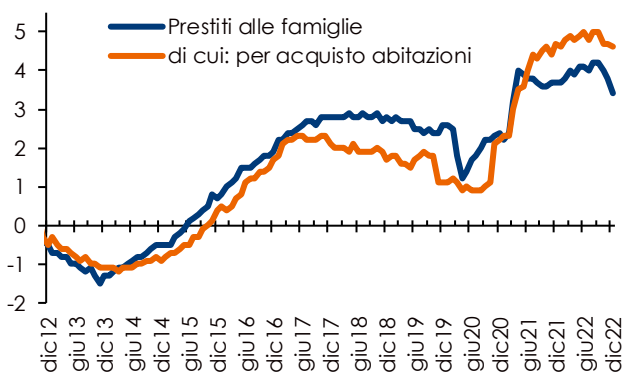
Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Anche i **prestiti alle famiglie hanno rallentato a fine 2022, pur mantenendo per ora una buona dinamica, pari al 3,3% a/a**, dal 3,7% di novembre e 4,1% di settembre, che rappresenta il massimo dall'autunno 2011. In particolare, **i mutui per l'acquisto di abitazioni hanno confermato un ritmo di crescita robusto, del 4,6% a/a a dicembre in linea col 4,7% dei due mesi precedenti e di fine 2021**, rispetto al massimo del 5% ad agosto e settembre. La crescita è rimasta quindi elevata e il

flusso netto mensile è risultato ancora positivo, pari a 1 miliardo m/m, che porta l'incremento netto dello stock a 18,7 miliardi nell'intero 2022.

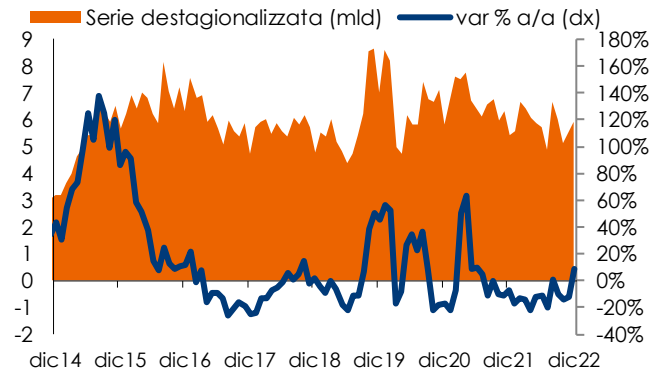
In termini di flussi lordi, **le erogazioni per nuovi contratti di mutui casa sono rimaste in calo, in linea con i due mesi precedenti** (-16,6% a/a a dicembre e -17% in media a ottobre e novembre). **Il bilancio dei nuovi mutui stipulati da inizio 2022 registra operazioni pari a 60 miliardi, un importo in calo del 6,9% rispetto ai volumi record del 2021 (65 miliardi), ma elevato nel confronto storico.**

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



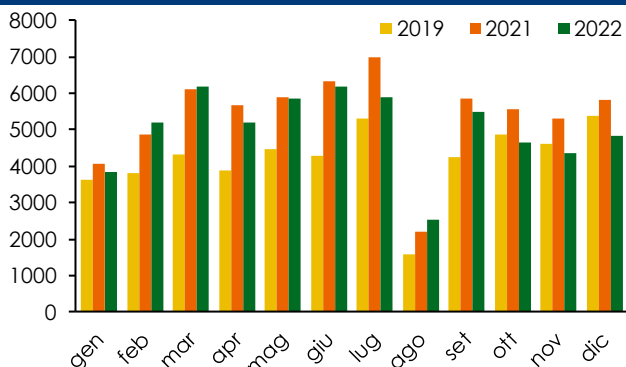
Fonte: BCE

Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, flussi lordi mensili (EUR mln e var. % a/a)



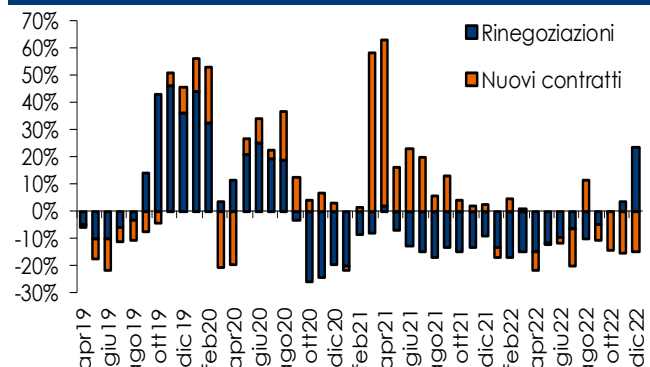
Fonte: BCE, elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

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



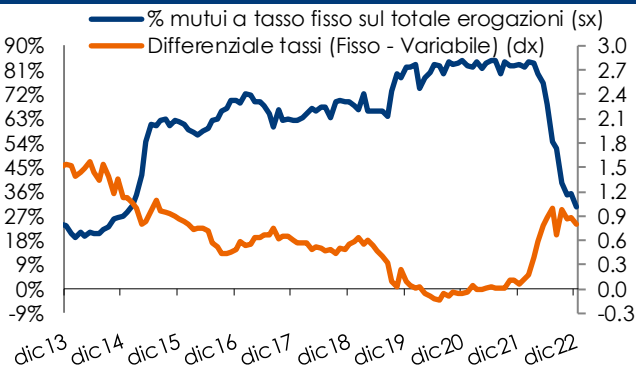
Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



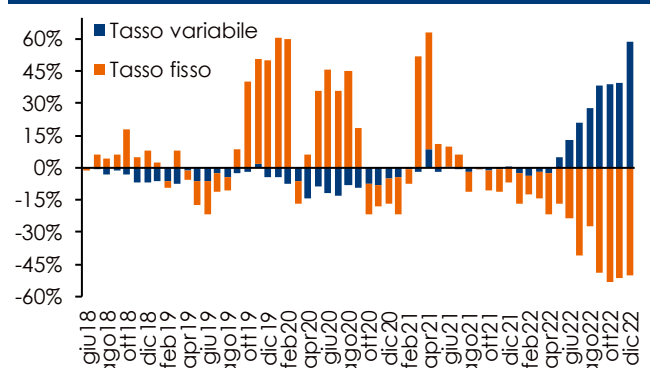
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Erogazioni di prestiti per l'acquisto dell'abitazione: a tasso fisso in % sul totale e differenziale tassi, tra fisso e variabile



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le **rinegoziazioni hanno registrato un balzo a fine anno, dopo essere tornate in crescita a novembre**, risultando pari a 2,3 miliardi, triplicate anno su anno. Un importo mensile così elevato non si vedeva da marzo 2020, dopo essere scese a meno di 500 milioni al mese in media da giugno a settembre e aver registrato un calo a due cifre fino a tutto il 3° trimestre (-43% a/a ad agosto e settembre). A dicembre le rinegoziazioni sono risalite al 32% del totale delle operazioni mensili, dal 18% di novembre e dopo essere scese a meno del 10% da maggio (7% a settembre). Tale forte dinamica ha portato il **flusso lordo complessivo** (somma di rinegoziazioni e nuovi contratti) a tornare in crescita, dell'8,9% a/a a fine 2022, da un calo in media del 13% circa negli undici mesi precedenti.

A dicembre 2022 è proseguito il **successo dei mutui a tasso variabile**, una dinamica strettamente correlata con quella delle rinegoziazioni. Da maggio le operazioni a tasso variabile sono risultate in forte crescita, fino a segnare tassi di variazione a tre cifre da luglio, con volumi mensili triplicati da settembre e più che quadruplicati a fine anno. A dicembre, infatti, sono state registrate operazioni a tasso variabile pari a 4,9 miliardi, un volume che non si vedeva dal 2010. La ripresa è legata a un **differenziale tra tasso fisso e variabile salito da giugno a punte di 0,9% e 1%, per chiudere il 2022 a 0,8%**, da soli 6pb a fine 2021. All'opposto, le **erogazioni a tasso fisso** hanno continuato a mostrare **un calo a due cifre** (-60% a/a a dicembre 2022, in linea con i tre mesi precedenti), a causa del notevole aumento del tasso d'interesse. A seguito della rapida inversione di tendenza osservata nelle preferenze di tasso, **a dicembre il 69% dei mutui (incluse le rinegoziazioni) sono stati stipulati a tasso variabile**, dal 17% del 1° trimestre 2022.

Depositi bancari in calo dopo oltre dieci anni di crescita

Il 2022 si è chiuso con un calo dei depositi bancari, pari a -0,7% a/a, proseguito a gennaio 2023, dopo un lungo periodo di crescita durato oltre dieci anni. Ancora una volta, l'evoluzione è stata determinata dai conti correnti, che a dicembre hanno registrato una contrazione dell'1,6% a/a, a causa del calo di quelli delle società non-finanziarie. Questi nel 2022 hanno segnato un flusso netto negativo, pari a -23,6 miliardi. A fronte di ciò, parte della liquidità delle società non-finanziarie è stata riallocata sui depositi a tempo, per 17,6 miliardi. Pertanto, nell'anno il calo del complesso dei depositi delle società non-finanziarie è stato contenuto in circa 6 miliardi. Diversamente, i depositi delle famiglie sono rimasti in crescita, sebbene in graduale rallentamento a +1,2% a/a a fine 2022. Nell'anno, il flusso netto verso i depositi delle famiglie è stato positivo per 15,4 miliardi, ma decisamente ridimensionato rispetto ai 62,8 miliardi del 2021.

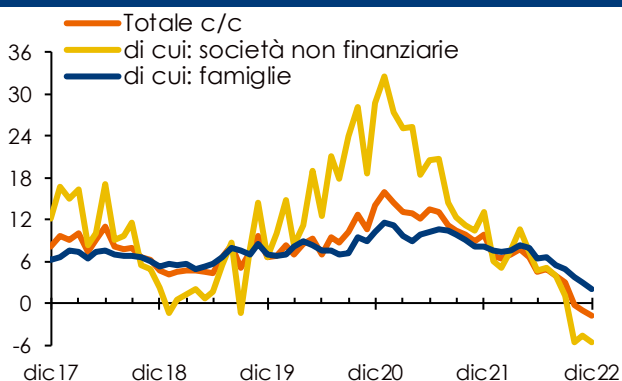
Elisa Coletti

Il 2022 si è chiuso con un calo dei depositi bancari, pari a -0,7% a/a, dopo oltre dieci anni di sviluppo senza soluzione di continuità. La svolta negativa che ha caratterizzato il 4° trimestre dello scorso anno è proseguita a gennaio 2023, con un tasso di variazione sceso a circa -1% secondo le anticipazioni ABI.

Ancora una volta, **l'evoluzione dei depositi totali è stata determinata dai conti correnti, che a dicembre hanno registrato una contrazione dell'1,6% a/a** dopo il -0,6% di novembre, primo dato negativo da fine 2012.

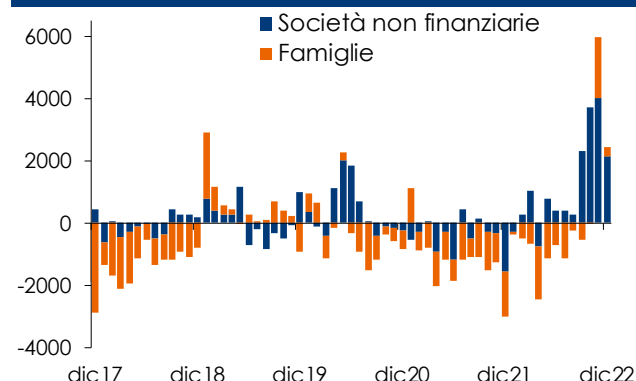
Come nei mesi precedenti l'andamento dell'aggregato riflette quello dei **conti correnti delle società non-finanziarie, in calo per il 3° mese consecutivo, del -5,6% a/a dicembre**, la stessa variazione già segnata a ottobre (+1,1% a settembre e 13,2% a fine 2021). In parallelo, sono **proseguiti gli afflussi verso i depositi con durata prestabilita**, la cui consistenza è più che raddoppiata rispetto a fine 2021, con un'ulteriore accelerazione della dinamica, risultata positiva dallo scorso settembre. **Da inizio 2022 a dicembre il totale dei depositi delle società non-finanziarie si è ridotto di 6 miliardi**, rispetto ad un afflusso di 42 miliardi nel 2021 (si veda il grafico a pagina seguente). La sostanziale tenuta dell'aggregato dei depositi delle società non-finanziarie è il risultato di una **parziale riallocazione interna tra i -23,6 miliardi dei conti correnti nell'anno e i +17,6 miliardi dei depositi a tempo**, sostenuti dalla migliore remunerazione offerta rispetto alla vischiosità dei tassi sui conti correnti.

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)

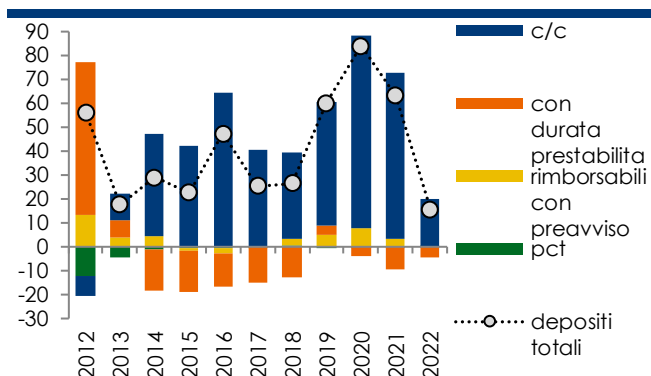


Fonte: BCE

Diversamente, **i depositi delle famiglie sono rimasti in crescita, sebbene in graduale rallentamento a +1,2% a/a a fine 2022** dall'1,5% di novembre. Anche in questo caso, l'andamento è determinato dai **conti correnti il cui ritmo si conferma ancora buono, sebbene più moderato, del 2,1% a/a dal 3,1% di novembre**. Nell'anno, **i conti correnti delle famiglie hanno registrato un flusso ancora positivo, pari a quasi 20 miliardi**, sebbene decisamente ridimensionato rispetto ai 69 miliardi del 2021. All'opposto rispetto a quanto osservato per le società non-

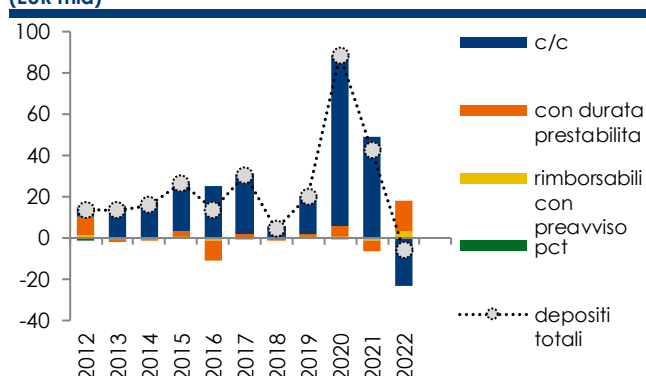
finanziarie, nel complesso del 2022 i **depositi a tempo si sono ulteriormente ridotti**, per -4,4 miliardi, con un miglioramento negli ultimi due mesi del 2022, che hanno segnato un moderato afflusso ma tassi di variazione ancora negativi su base annua. Per il complesso dei depositi delle famiglie, nel 2022 il flusso netto è stato positivo per 15,4 miliardi, ma decisamente ridimensionato rispetto ai 62,8 miliardi del 2021.

Flussi netti verso i depositi delle famiglie, dati annui (EUR mld)



Fonte: BCE ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Flussi netti verso i depositi delle società non-finanziarie, dati annui (EUR mld)



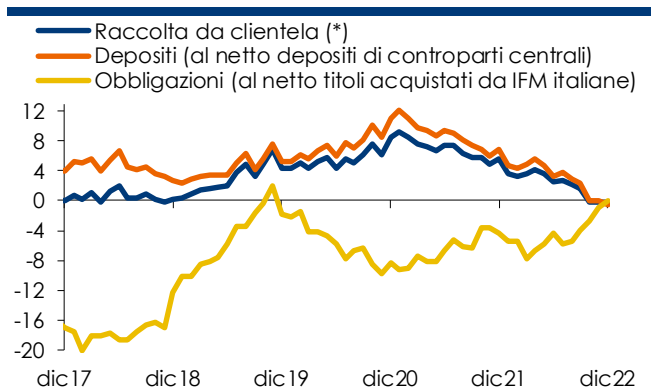
Fonte: BCE ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Per il **totale dei depositi con durata prestabilita, dicembre ha confermato la svolta in positivo con un tasso di crescita del 14,3% a/a, raddoppiato rispetto a novembre**, dal -6,3% di ottobre. Il recupero riflette la risalita dei tassi corrisposti su questi strumenti.

Anche l'andamento dello **stock di obbligazioni bancarie è in miglioramento**, con un tasso di variazione risalito a 0,1% a/a a dicembre e a 0,6% a gennaio 2023 secondo le stime ABI.

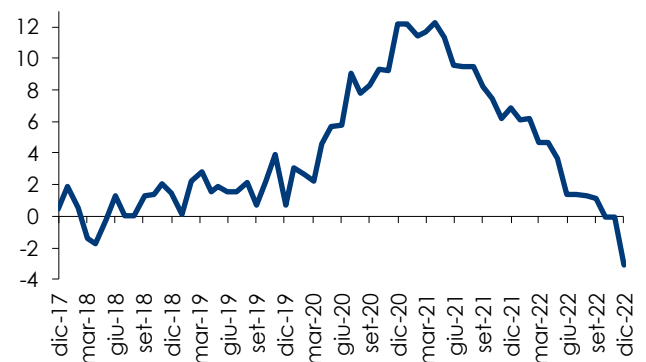
A causa della frenata dei depositi a dicembre **la raccolta totale da clientela ha segnato una variazione lievemente negativa (-0,4% a/a)**, simile ai due mesi precedenti (-0,2%), ed è stimata ancora in calo a gennaio 2023 (-0,9%, fonte ABI). Anche la raccolta complessiva, incluso rifinanziamento BCE e depositi di non residenti, è risultata in contrazione a fine 2022, del -3,1% dopo due mesi di sostanziale invarianza (-0,1% o ottobre e novembre).

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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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

Macroeconomic Analysis

Macroeconomic Research

Paolo Mameli – Economista macro Italia

Andrea Volpi – Economista macro Area euro/Italia

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

andrea.volpi@intesasanpaolo.com

Industry & Banking Research

Banking Research

Elisa Coletti – Economista Banche

elisa.coletti@intesasanpaolo.com