

## La bussola dell'economia italiana

Direzione Studi e Ricerche  
Luglio 2019

Esempio

## Indice

### L'evoluzione dello scenario congiunturale

Finanza pubblica: pericolo scampato (per ora)	2
Sintesi della previsione macroeconomica	6
Rimbalza la produzione industriale a maggio	7
Tornano a crescere ordini e fatturato, ma la fiducia è in calo	8
I servizi restano in una fase di sostanziale stagnazione	9
Le costruzioni mantengono una tendenza espansiva, ma in rallentamento	10
Rimane moderata la tendenza per i consumi delle famiglie	11
Disoccupazione in calo sotto il 10%, per la prima volta dal 2012	12
Commercio estero in moderata ripresa	13
L'inflazione mantiene un trend di calo	14

### Tendenze del settore bancario italiano

Tassi sui nuovi prestiti stabili o al più in ribasso, esauriti i rialzi	15
Forte calo delle erogazioni di prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni	19
Si rafforza la crescita dei depositi a tempo delle società non-finanziarie	22

23 luglio 2019

Nota mensile

Intesa Sanpaolo  
Direzione Studi e Ricerche

Elisa Coletti  
Economista Banche

Paolo Mameli  
Economista Macro Italia

Esempio



## L'evoluzione dello scenario congiunturale

### Finanza pubblica: pericolo scampato (per ora)

La buona notizia sulla finanza pubblica non è che la Commissione non abbia proposto l'apertura di una procedura di infrazione, ma che il deficit 2019 sia stato riportato al 2%, in parte a causa di fattori strutturali. Inoltre, il crollo dei differenziali di tasso, anche se non è tutto dovuto all'annuncio della Commissione, dimostra che la prudenza sui conti può produrre benefici aggiuntivi sul fronte della spesa per interessi, liberando spazio fiscale. Una lezione che, si spera, sarà applicata nella definizione della manovra 2020, che rimane un grosso scoglio da superare.

Paolo Mameli

Con un [comunicato](#) dello scorso 3 luglio, la Commissione UE ha deciso di non proporre al Consiglio l'apertura di una EDP basata sul criterio del debito per l'Italia. Secondo la Commissione, l'aggiustamento di 7,6 miliardi presentato dal Governo italiano vale lo 0,4% di PIL in termini nominali ma è anche maggiore in termini strutturali (8,2 mld ovvero lo 0,45% del PIL). Pertanto, il pacchetto consente di abbassare il deficit 2019 dal 2,5% previsto dalla Commissione nelle Previsioni Economiche di Primavera al 2%<sup>1</sup>, e soprattutto implica un miglioramento strutturale quest'anno di due decimi (anziché un peggioramento della stessa entità stimato precedentemente). Tenuto conto della flessibilità di 0,18% già concessa per "eventi eccezionali" (da confermare *ex post* sulla base dei dati a consuntivo 2019), l'andamento del saldo strutturale quest'anno mostrerebbe un aggiustamento di 0,4%, rispettando "nella sostanza" la regola per l'anno corrente e compensando sia pur "in parte" il deterioramento del 2018. In pratica, il rispetto "di massima" del criterio sul saldo strutturale (comprensivo di clausola di flessibilità) nel 2019 ha consentito alla Commissione di "chiudere un occhio" sul mancato rispetto della regola sul saldo strutturale nel 2018 e della regola del debito nel 2019 (che nelle nostre stime è atteso salire di oltre un punto quest'anno, visto che continua a non esserci traccia del previsto pacchetto di privatizzazioni per un punto di PIL).

Il governo ha scongiurato il pericolo dell'apertura di una procedura d'infrazione europea

La Commissione ha riconosciuto gli sforzi del Governo italiano, che aveva approvato lo scorso 1° luglio il cosiddetto "assestamento di bilancio" (DDL di assestamento del bilancio 2019 + decreto-legge di monitoraggio dei risparmi welfare). Non si tratta di una vera manovra correttiva, ma di un aggiornamento dei saldi di finanza pubblica che mostra un miglioramento di diverse poste, per un totale di 7,6 miliardi di euro. I "risparmi" vengono da:

- **Maggiori entrate** per 6,2 mld: 1) tributarie (2,9 mld), grazie agli effetti sul gettito IVA della fatturazione elettronica e alle operazioni anti-evasione (1,25 miliardi dalla chiusura del contenzioso con il Gruppo Kering); 2) contributive (0,6 mld); 3) extra-tributarie (2,7 mld), principalmente dividendi da Banca d'Italia, Cassa Depositi e Prestiti e altre partecipate.
- **Minori spese** per 1,5 mld derivanti dalle richieste inferiori al previsto per reddito di cittadinanza e misure per il pensionamento anticipato: il decreto 61 del 2 luglio "blinda" 1,5 mld (una stima cauta dei risparmi, a nostro avviso) a riduzione del deficit (il decreto prevede anche una clausola di salvaguardia che "congela" le dotazioni dei Ministeri per la stessa entità, da utilizzare nel caso in cui i risparmi stimati fossero inferiori al previsto).
- Infine, il Governo ha "rimodulato" la precedente clausola sulla spesa da 2 miliardi (che era stata inserita nell'accordo di dicembre con la UE), cancellando i tagli per 300 milioni al trasporto pubblico locale, "salvando" il bonus diciottenni, integrando per 500 milioni il Fondo Sviluppo e Coesione e aumentando di 50 milioni la dotazione per il funzionamento dell'Agenzia delle Entrate.

<sup>1</sup> Applicando gli effetti dell'assestamento di bilancio (7,6 miliardi) al deficit programmatico 2019 contenuto nel DEF (42,1 mld), si ottiene un nuovo tendenziale 2019 a 34,5 mld, che sarebbe pari all'1,9% in rapporto alla stima di PIL programmatico contenuta nel DEF (2,1% del PIL sulla base della nostra stima sul PIL nominale)

Per il 2020, la Commissione:

- **prende atto delle rassicurazioni del Governo italiano**, che in una [lettera](#) inviata il 2 luglio a Bruxelles ha ribadito l'impegno a implementare un ulteriore sforzo strutturale in linea con le regole del Patto di Stabilità e Crescita, in particolare attraverso un nuovo processo di *spending review* e una revisione delle *tax expenditures*, assieme al miglioramento tendenziale dei saldi derivante dall'andamento migliore del previsto osservato quest'anno;
- oltre a monitorare l'implementazione delle misure proposte per l'anno in corso, **si assicurerà che il budget 2020 sia rispettoso delle regole del Patto**, e verificherà, nel contesto del Semestre Europeo, la realizzazione delle riforme strutturali incluse nelle raccomandazioni specifiche per Paese.

In pratica, **il Governo ha guadagnato tre mesi di tempo, ma lo scontro con la Commissione potrebbe ripresentarsi in occasione della prossima sessione di bilancio**. In teoria, secondo le ultime [raccomandazioni-Paese](#), la richiesta all'Italia per il 2020 è di ridurre il disavanzo strutturale di 0,6%, e la spesa pubblica primaria netta dello 0,1% del PIL. Poiché il deficit strutturale era stimato peggiorare di 1,2% nelle Previsioni Economiche di Primavera, la manovra restrittiva da implementare per ottenere un pieno rispetto del Patto sarebbe pari all'1,8% del PIL ovvero circa 33 miliardi. Pare improbabile che la Commissione imponga una manovra di tale entità; d'altro canto, sembra parimenti difficile che Bruxelles possa accettare un deterioramento del saldo strutturale (dunque l'asticella minima sarebbe all'1,3% del PIL, circa corrispondente all'ammontare delle clausole di salvaguardia sulle imposte indirette ovvero 23 miliardi).

Tab. 1 – Le misure approvate dal governo italiano lo scorso 1° luglio

	EUR Mn	% del PIL
Maggiori entrate	6,240	0.4
di cui:		
entrate tributarie	2,900	0.2
entrate contributive	600	0.0
altre entrate	2,740	0.2
Minori spese	1,020	0.1
Maggiori spese	-1,154	-0.1
di cui:		
Fondo sviluppo e coesione	-500	0.0
"Bonus diciottenni"	-100	0.0
Funzionamento Agenzia delle Entrate	-50	0.0
Trasporto pubblico locale	-300	0.0
Altre spese	-204	0.0
Risparmi su reddito di cittadinanza e quota 100	1,500	0.1
<b>Aggiustamento totale</b>	<b>7,606</b>	<b>0.4</b>

Fonte: Ministero dell'Economia

Tab. 2 – Risorse necessarie per confermare il quadro programmatico del DEF (coerente con un miglioramento di 0,2% del saldo strutturale nel 2020)

	In % PIL		
	2020	2021	2022
<b>Gap tra deficit programmatico e a politiche invariate:</b>			
Clausole di salvaguardia	1.3	1.5	1.5
Spese a politiche invariate	0.1	0.3	0.4
Correzione del disavanzo	-0.1	0.0	0.3
<b>Totale risorse da coprire</b>	<b>1.3</b>	<b>1.8</b>	<b>2.2</b>
<b>Coperture incluse nel DEF (da dettagliare):</b>			
Maggiori entrate	0.0	0.1	0.4
Revisione spesa	0.1	0.3	0.4
<b>Totale coperture</b>	<b>0.1</b>	<b>0.4</b>	<b>0.8</b>
<b>Ulteriori misure espansive:</b>			
Investimenti pubblici (inclusi nel DEF)	0.1	0.1	0.1
"Flat tax" (possibile)	0.8	0.8	0.8
<b>Totale ulteriori misure espansive</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>
<b>Totale risorse da coprire con misure espansive</b>	<b>2.2</b>	<b>2.7</b>	<b>3.1</b>
<b>Totale risorse da coprire con coperture</b>	<b>2.1</b>	<b>2.3</b>	<b>2.3</b>

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF

Nelle stime del governo nel DEF di aprile, **basterebbe una piena copertura delle clausole di salvaguardia per ottenere un lieve miglioramento del saldo strutturale. Ma occorre tenere conto delle conseguenze sui saldi dell'andamento migliore del previsto osservato quest'anno**, che proiettano verosimilmente un deficit 2020 più favorevole di quello incluso nel DEF. Più precisamente, una stima aggiornata del disavanzo tendenziale l'anno prossimo deve tenere conto dei seguenti fattori:

I risparmi hanno effetti positivi anche sul 2020...

- 1) Gli **effetti di trascinamento** del pacchetto di "assestamento di bilancio" appena approvato:
  - a. **Maggiori entrate:** non tutti i 6,2 miliardi di maggiori entrate evidenziate per il 2019 dall' "assestamento di bilancio" sono strutturali, in particolare riteniamo che vadano almeno esclusi tra le entrate tributarie il miliardo derivante dal

regolamento di passività fiscali passate (con adesione da parte del gruppo Kering), e, tra le entrate extra-tributarie, 1,4 mld da maggiori dividendi delle partecipate statali<sup>2</sup> : in totale dunque i maggiori introiti per il 2020 ammonterebbero a 3,8 miliardi;

- b. **Minori spese:** sui risparmi da "Reddito di Cittadinanza" e "Quota 100" (o meglio, dalle varie nuove misure di pensionamento anticipato previste nel triennio 2019-21), non ci sono al momento stime governative ufficiali. A nostro avviso, l'accantonamento di 1,5 mld disposto dal DL 61/2019 è una previsione persino cauta per l'anno in corso: utilizzando le proiezioni diffuse dall'INPS sulle richieste di adesione ai due programmi, stimiamo possibili risparmi (rispetto a quanto indicato nel DL 4/2019) di 2,3 mld quest'anno e di 3,8 miliardi l'anno prossimo;
- 2) La revisione della **spesa per interessi:** rispetto alla data di compilazione del DEF, lo shock sulla yield curve italiana è stato crescente lungo la curva, da circa 20 pb sul BTP biennale a oltre 80 pb dai 7 anni in su. Tale spostamento della curva giustifica risparmi sulla spesa interessi, rispetto alle cifre indicate nel DEF, di circa 0,5 miliardi nel 2019 e 1,7 miliardi nel 2020;
- 3) Gli effetti sui saldi di bilancio della **revisione delle stime di crescita:** la nostra attuale stima per il PIL 2020, pari a 0,5%, è solo di poco inferiore alla previsione tendenziale del DEF (0,6%), dunque l'impatto sul saldo tendenziale dovrebbe essere limitato a circa 0,05% del PIL (anche se l'impatto a consuntivo potrebbe essere maggiore visto che i rischi sulla previsione sono verso il basso<sup>3</sup>).

Tenuto conto di tutti questi fattori, che comportano un "risparmio", sempre rispetto alle stime del DEF, di circa 8,3 miliardi ovvero circa mezzo punto di PIL, **il disavanzo tendenziale 2020 nei prossimi documenti di finanza pubblica potrebbe migliorare dal 2,1% (programmatico) del DEF a 1,6-1,7%** (valore che include ovviamente l'attivazione delle clausole di salvaguardia sulle imposte indirette previste a legislazione vigente). Ciò sarebbe compatibile con un lieve miglioramento strutturale nel 2020 rispetto al 2019, di 0,2-0,3%.

Ciò implica che, per ottenere un lieve miglioramento del saldo strutturale nel 2020, l'asticella, dai 23 miliardi delle clausole, potrebbe abbassarsi **attorno a 15 miliardi. Ma se a tali risorse dovesse sommarsi la necessità di coprire il primo modulo della cosiddetta flat tax per le famiglie, l'ammontare della manovra si riavvicinerebbe a 30 miliardi.**

---

<sup>2</sup> In particolare, nel caso di Cassa Depositi e Prestiti, appare poco probabile che anche nei prossimi esercizi l'assemblea decida una ripartizione pressoché integrale dell'utile netto (come avvenuto su richiesta dell'azionista di maggioranza nel 2019, per ulteriori 960 milioni oltre a quanto già disposto in precedenza). Viceversa, la ripartizione degli utili della gestione della Banca d'Italia (+1,7 mld rispetto a quanto preventivato precedentemente) potrebbe rimanere elevata anche l'anno prossimo, in quanto legata all'espansione di bilancio della Banca centrale nell'ambito del programma di acquisto di titoli pubblici.

<sup>3</sup> La previsione di consenso per la crescita del PIL italiano nel 2020 è 0,4% (fonte: *Consensus Forecasts* di *Consensus Economics*, mese di luglio).

Tab. 3 – Aggiornamento delle stime sull'indebitamento netto della PA, 2019 e 2020 (dati in mld di euro, ove non indicato diversamente)

	2019 (stima governo)	2019 (nostra stima)	2020 (nostra stima)
Effetti assestamento di bilancio 2019	7.6	8.4	7.5
- Maggiori entrate	6.2	6.2	3.8
- RdC e Quota 100	1.5	2.3	3.8
- Altro	-0.1	-0.1	-0.1
Effetti revisione stime di crescita	0.0	0.0	-0.9
Effetti revisione spesa per interessi	0.0	0.5	1.7
<b>VARIAZIONE DEFICIT</b>	<b>7.6</b>	<b>8.9</b>	<b>8.3</b>
Deficit programmatico DEF (% PIL)	-2.4	-2.4	-2.1
<b>Nuovo deficit tendenziale (% PIL)</b>	<b>-1.9*</b>	<b>-2.1</b>	<b>-1.7</b>

Nota: \* mantenendo la crescita del PIL nominale programmatico prevista nel DEF. Fonte: elaborazioni e stima Intesa Sanpaolo su dati MEF

Ad oggi non è noto a quali misure di copertura il Governo intenda fare ricorso. Sia nel DEF di aprile, sia nella lettera appena inviata a Bruxelles il Governo cita esplicitamente:

- **un programma di revisione organica della spesa pubblica:** fonti di stampa riferiscono di un obiettivo (assai ambizioso, a nostro avviso) di 4-5 miliardi per il 2020, che andrebbero ad aggiungersi ai già previsti 2 miliardi (che il Governo nel DEF vede poi salire fino a 8 miliardi nel 2022); tuttavia, al momento non risulta che sia stato avviato un programma in tal senso;
- **aumenti di entrate che deriverebbero principalmente da misure volte a rafforzare il contrasto all'evasione fiscale:** tuttavia, nel DEF il Governo vede maggiori entrate da lotta all'evasione solo a partire dal 2021 (2 miliardi, che salgono a 8 dal 2022);
- **un riordino delle *tax expenditures*** (tra cui il cosiddetto "bonus Renzi"), che però appare probabile solo in un quadro di rimodulazione in senso espansivo dell'Irpef.

Infine, come ricordato nella lettera alla Commissione, il Governo punta sugli effetti di trascinarsi anche sull'anno prossimo dell'andamento tendenziale migliore del previsto quest'anno. **In ogni caso, l'ammontare di risorse da reperire, anche dopo il recente "assestamento" del bilancio, resta ingente.**

**Insomma, la partita più importante è tutta da giocare,** e sarà quella relativa alla Legge di Bilancio 2020. Il compito di evitare una procedura d'infrazione in autunno appare arduo, a meno che i partiti di governo si convincano a dare priorità alla stabilità finanziaria rispetto alla comprensibile attenzione al consenso politico interno. Il crollo dei differenziali di tasso, anche se non è tutto dovuto all'annuncio della Commissione, dimostra che la prudenza sui conti può produrre benefici aggiuntivi sul fronte della spesa per interessi, liberando spazio fiscale. Una lezione che, si spera, sarà applicata nella definizione della manovra 2020.

...ma la Legge di Bilancio per l'anno prossimo rimane sfidante

## Sintesi della previsione macroeconomica

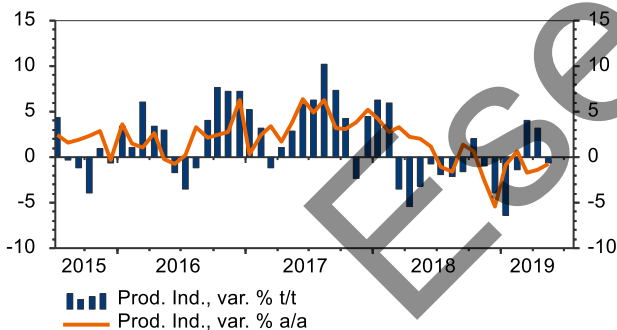
Previsioni macroeconomiche	2018	2019p	2020p	2018			2019			2020			
				T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>PIL (a prezzi costanti, a/a)</b>	<b>0.7</b>	<b>0.2</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.3</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>
- Variazione % t/t				<b>-0.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>
Consumi delle famiglie	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.0</b>	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>
Consumi pubblici	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
Investimenti fissi	<b>3.2</b>	<b>0.4</b>	<b>0.1</b>	<b>-1.2</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>-0.7</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>	<b>0.4</b>
- Investimenti in macchinari	<b>2.0</b>	<b>-1.0</b>	<b>-0.3</b>	<b>-2.8</b>	<b>0.6</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.5</b>	<b>0.0</b>	<b>0.2</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>
- Investimenti in mezzi di trasporto	<b>14.5</b>	<b>-4.9</b>	<b>0.2</b>	<b>-3.0</b>	<b>1.4</b>	<b>-5.0</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.5</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.2</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>
- Investimenti in costruzioni	<b>2.2</b>	<b>3.1</b>	<b>0.5</b>	<b>0.9</b>	<b>0.4</b>	<b>2.6</b>	<b>-1.0</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>
Esportazioni	<b>1.4</b>	<b>2.7</b>	<b>2.3</b>	<b>1.1</b>	<b>1.4</b>	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>
Importazioni	<b>1.8</b>	<b>1.1</b>	<b>2.3</b>	<b>0.4</b>	<b>1.3</b>	<b>-1.5</b>	<b>0.8</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>
<b>Contributo % PIL</b>													
Commercio estero	<b>-0.1</b>	<b>0.5</b>	<b>0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.5</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
Domanda finale interna	<b>1.0</b>	<b>0.4</b>	<b>0.3</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>
Variazione scorte	<b>-0.1</b>	<b>-0.8</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.7</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>Attività produttiva</b>													
Produzione industriale	<b>0.5</b>	<b>-0.1</b>	<b>1.3</b>	<b>-0.4</b>	<b>-1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>-0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>	<b>0.3</b>	<b>0.0</b>
<b>Prezzi, salari e redditi</b>													
Prezzi al consumo (a/a)	<b>1.1</b>	<b>0.8</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.0</b>	<b>0.8</b>	<b>0.5</b>	<b>0.8</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.4</b>	<b>1.6</b>
- escluso alimentari, energia (a/a)	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>1.3</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>	<b>1.1</b>	<b>1.4</b>	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>	<b>1.5</b>
PPI (a/a)	<b>3.3</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>4.5</b>	<b>4.8</b>	<b>3.2</b>	<b>1.6</b>	<b>-0.1</b>	<b>-1.2</b>	<b>-0.3</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>
Disoccupazione (%)	<b>10.6</b>	<b>10.2</b>	<b>10.2</b>	<b>10.3</b>	<b>10.6</b>	<b>10.4</b>	<b>10.0</b>	<b>10.1</b>	<b>10.2</b>	<b>10.3</b>	<b>10.3</b>	<b>10.2</b>	<b>10.1</b>
Occupati totali	<b>0.9</b>	<b>0.4</b>	<b>0.3</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.4</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>
Salari contrattuali	<b>1.5</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>										
Reddito disponibile reale	<b>0.8</b>	<b>0.4</b>	<b>1.0</b>										
Tasso di risparmio (%)	<b>8.0</b>	<b>8.3</b>	<b>8.3</b>										
<b>Bilancia dei pagamenti</b>													
Partite correnti (% PIL)	<b>2.5</b>	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>										
<b>Finanza pubblica*</b>													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	<b>-2.1</b>	<b>-2.1</b>	<b>-3.1</b>										
Debito (% PIL)	<b>132.2</b>	<b>133.3</b>	<b>134.4</b>										
<b>Variabili finanziarie</b>													
3-mesi Euribor (%)	<b>-0.31</b>	<b>-0.40</b>	<b>-0.40</b>	<b>-0.32</b>	<b>-0.31</b>	<b>-0.31</b>	<b>-0.33</b>	<b>-0.39</b>	<b>-0.40</b>	<b>-0.40</b>	<b>-0.39</b>	<b>-0.40</b>	<b>-0.40</b>
BTP 10 anni (%)	<b>2.95</b>	<b>2.82</b>	<b>2.97</b>	<b>2.80</b>	<b>2.95</b>	<b>2.54</b>	<b>2.45</b>	<b>2.65</b>	<b>2.82</b>	<b>2.99</b>	<b>2.99</b>	<b>3.01</b>	<b>2.97</b>
Spread BTP/Bund (%)	<b>2.15</b>	<b>2.74</b>	<b>3.20</b>	<b>2.50</b>	<b>2.92</b>	<b>2.61</b>	<b>2.57</b>	<b>2.78</b>	<b>3.01</b>	<b>3.19</b>	<b>3.21</b>	<b>3.20</b>	<b>3.18</b>

Nota: (\*) proiezioni 2020 a legislazione invariata ovvero senza aumento IVA e privatizzazioni. Fonte: Istat, Thomson Reuters-Datastream, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

## Rimbalza la produzione industriale a maggio

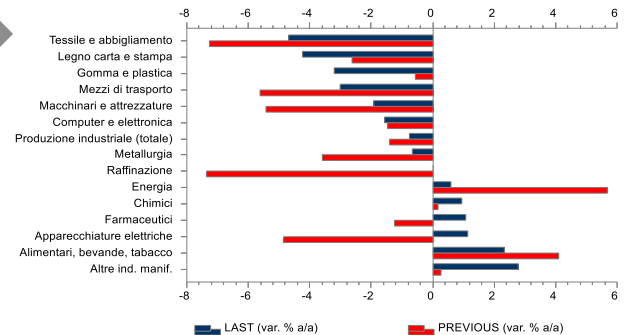
La produzione industriale è aumentata di **+0,9% m/m a maggio**, dopo aver registrato un calo all'incirca della stessa entità nei due mesi precedenti. Il dato è stato significativamente superiore alle attese. La **tendenza annua è rimasta in territorio negativo**, ma è migliorata a -0,7% da -1,5% precedente (dati corretti per gli effetti di calendario). La volatilità registrata nel bimestre aprile-maggio potrebbe essere dovuta a fattori di calendario e climatici. **Un indizio in tal senso viene anche dal fatto che la ripresa di maggio è trainata dai gruppi di industrie che avevano subito la maggiore flessione ad aprile**, e cioè i **beni di consumo durevoli** (+3,4% m/m dopo il -1,8% precedente) e i **beni strumentali** (+1,9% da -2,5% m/m). Come atteso, la produzione energetica è stata negativa (-2,1% m/m). **Il dato è significativamente migliore del previsto**. Tuttavia, come detto sopra, la volatilità su base congiunturale registrata nel bimestre aprile-maggio potrebbe essere dovuta a fattori *una tantum*, al netto dei quali il trend di fondo per l'attività produttiva nell'industria resta debole. Anche dopo il recupero di maggio, **l'output industriale resta in rotta per una contrazione nel trimestre primaverile**, di -0,6% t/t (dopo il +1% t/t dei tre mesi precedenti). Ciò significa che l'industria in senso stretto dovrebbe aver dato un contributo al valore aggiunto di circa -0,1% t/t. Poiché anche l'apporto delle costruzioni dovrebbe essere negativo, difficilmente i servizi saranno in grado di compensare la debolezza degli altri comparti. In pratica, **resta concreto il rischio di un numero negativo per il PIL del 2° trimestre** (che sarà diffuso dall'Istat il prossimo 31 luglio). **Un rimbalzo dell'attività economica nell'industria, e del PIL, è possibile nel trimestre corrente**, il che è condizione necessaria per poter avere una crescita positiva in media quest'anno.

Al netto della volatilità su base mensile, il trend di fondo per l'attività produttiva nell'industria resta debole



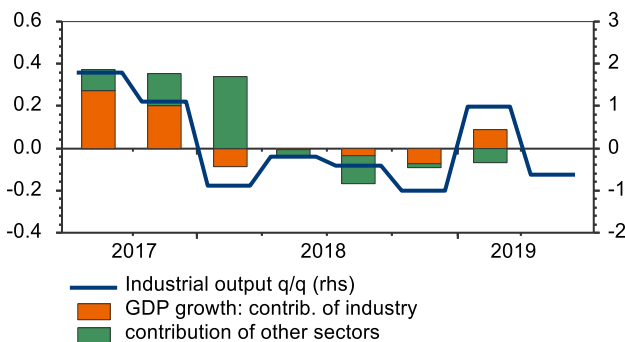
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

La maggior parte dei settori rimane in calo su base annua



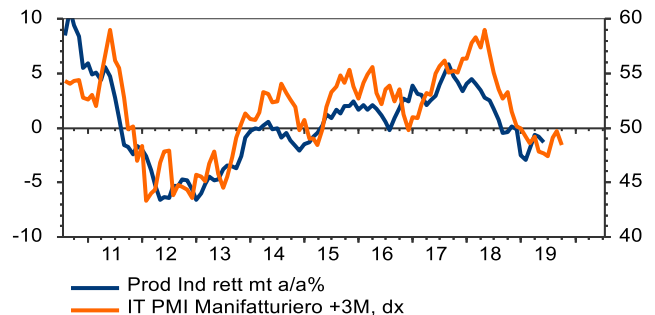
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

L'industria dovrebbe aver frenato il PIL nel 2° trimestre



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Le indagini non segnalano una stabile tendenza espansiva



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

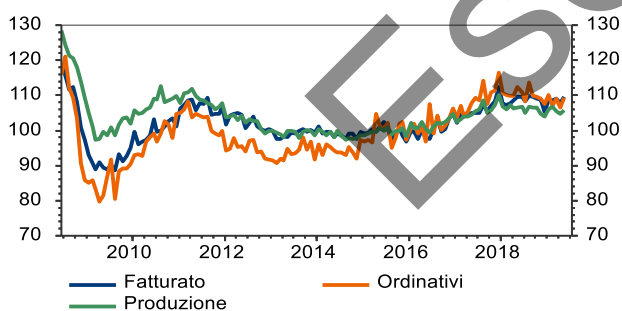


## Tornano a crescere ordini e fatturato, ma la fiducia è in calo

Tornano a crescere a maggio fatturato e ordini industriali (+1,6% e +1,5% m/m, rispettivamente), dopo il calo di aprile. Il fatturato torna in lieve aumento su base tendenziale (+0,3% corretto per gli effetti di calendario), mentre gli ordinativi restano in rosso (-2,5% a/a, per via della contrazione delle commesse dall'estero). Nel mese si registra un incoraggiante recupero congiunturale del fatturato dei beni strumentali (e dei beni di consumo durevoli, che sono trainanti su base annua). Nel dato tendenziale, spicca il balzo del fatturato di computer ed elettronica e delle attività estrattive (+19,1% e +15,6% a/a, rispettivamente), mentre dal lato degli ordini gli unici comparti a evitare una flessione sono le apparecchiature elettriche (+8,9%) e il settore tessile (+2,1%). In sintesi, **il recupero di fatturato e ordini è analogo a quello registrato nello stesso mese dalla produzione industriale, il che conferma che sulla volatilità di aprile-maggio potrebbero aver pesato fattori di calendario (al netto dei quali, il trend è di sostanziale stagnazione dell'attività economica nell'industria).**

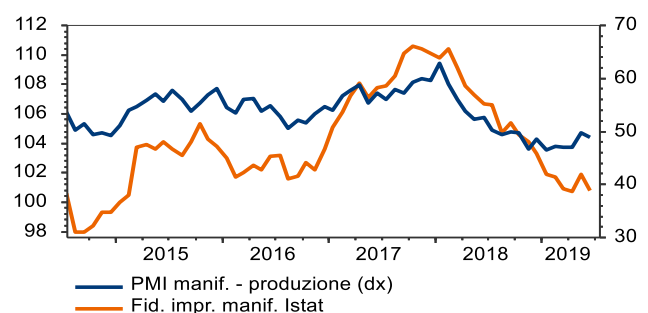
Nel frattempo, le indagini di fiducia nel manifatturiero non danno ancora segnali di stabile espansione. L'indice Istat è diminuito a 100,8 a giugno, da 101,9 precedente, tornando molto vicino al valore di aprile, che rappresentava un minimo da febbraio 2015. Tutte le componenti sono in peggioramento, ma ha pesato soprattutto il calo degli ordini correnti, in particolare sul mercato interno, che si è accompagnato a un aumento delle scorte (comunque sotto i picchi di gennaio-febbraio). La flessione più marcata è per i produttori di beni intermedi e strumentali, mentre più moderata è la diminuzione per i produttori di beni di consumo. **Anche il PMI manifatturiero di giugno è tornato a calare, dopo aver mostrato un recupero nei due mesi precedenti.** La diminuzione è stata più accentuata del previsto, a 48,4 da 49,7 di maggio. Si tratta del nono mese consecutivo in territorio recessivo. La flessione è diffusa a tutte le principali componenti, ma riguarda in particolare i nuovi ordini (a 47,4 da 49,6), anche dall'estero (47,5 da 49,5: si tratta di un minimo da agosto del 2012). Proprio la componente occupazione è tra quelle che registra il calo più accentuato rispetto al mese precedente, a 48,2 da 50,2 (si tratta del secondo valore più basso da luglio del 2013). In sintesi, **l'andamento degli indici di fiducia segnala rischi sulla ripresa dell'attività economica che la maggior parte dei previsori vede a partire dal trimestre estivo (dopo una primavera fiacca).**

Tendenza stagnante per produzione, ordini e fatturato



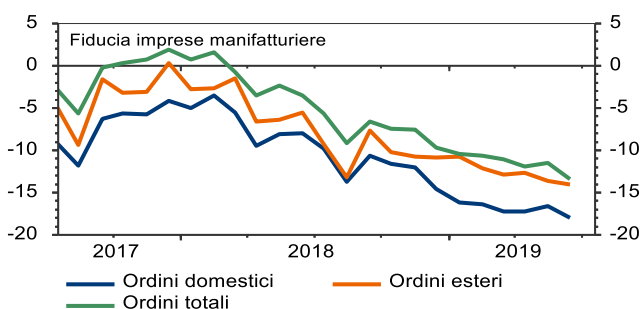
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Indagini ancora non stabilmente in territorio espansivo



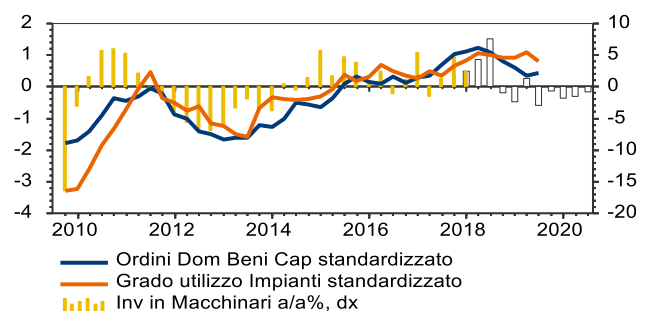
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Peggiora il giudizio delle imprese manifatturiere sugli ordini



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Ordini di beni capitali e grado di utilizzo degli impianti in calo



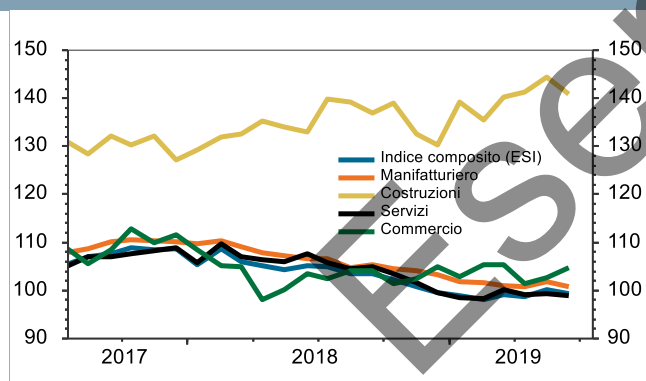
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

## I servizi restano in una fase di sostanziale stagnazione

Il fatturato nei servizi è diminuito di **-0,2% t/t** nel 1° trimestre, per un calo tendenziale di **-0,5% a/a** (prima variazione negativa dal 2014). Nel trimestre, hanno pesato soprattutto le attività professionali, scientifiche e tecniche (-1,2%) e le agenzie di viaggio e servizi di supporto alle imprese (-0,8%), a fronte di un incremento per i servizi di informazione e comunicazione (+0,9%). Sull'anno, l'unico comparto in significativo progresso è quello delle attività dei servizi di alloggio e ristorazione (+1,8%), mentre si nota un brusco calo delle attività professionali, scientifiche e tecniche (-5,6%); da notare la diminuzione tendenziale del commercio all'ingrosso, commercio e riparazione di autoveicoli, la prima dal 1° trimestre 2014.

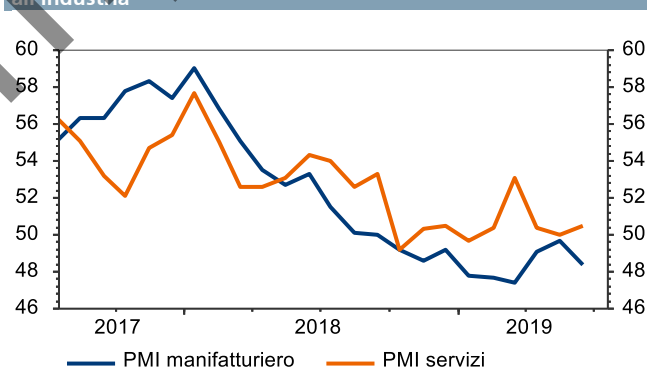
I servizi nell'ultimo anno hanno frenato il PIL, avendo registrato una flessione del valore aggiunto in media di **-0,1%** a trimestre. Solo il rimbalzo nell'industria ha consentito il ritorno alla crescita del PIL a inizio anno. Nel trimestre corrente **l'industria tornerà con ogni probabilità a dare un apporto negativo, che difficilmente sarà compensato dai servizi, visto che i livelli delle indagini nel settore restano coerenti al più con una stagnazione del comparto**: 1) a giugno, il PMI dei servizi è salito da 50 a 50,5, tornando all'incirca sui livelli di aprile e in linea con la media degli ultimi sei mesi. Si registra in particolare un rimbalzo dei nuovi ordini (da 49,2 a 50,6), delle aspettative di *business* (a 65,4 massimo da oltre un anno) e soprattutto dell'occupazione (a 53,8, massimo dal 2007); nel complesso, l'indagine PMI suggerisce che la crescita del PIL italiano nel 2° trimestre potrebbe essere nulla o marginalmente negativa; 2) **la fiducia delle imprese nel settore dei servizi secondo l'indagine Istat è calata in misura tutto sommato modesta a giugno, da 99,3 a 98,9, rimanendo sopra i minimi dei primi due mesi dell'anno**. Il peggioramento dell'indice è dovuto ai giudizi sugli ordini e sull'andamento degli affari, mentre le attese sugli ordini sono risultate viceversa in aumento.

Fiducia delle imprese nei principali settori



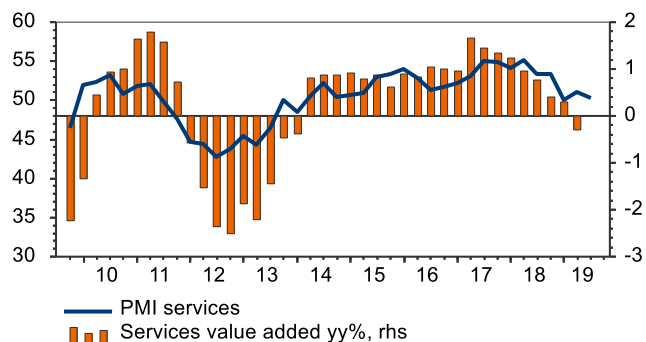
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

servizi mantengono un'intonazione più positiva rispetto all'industria



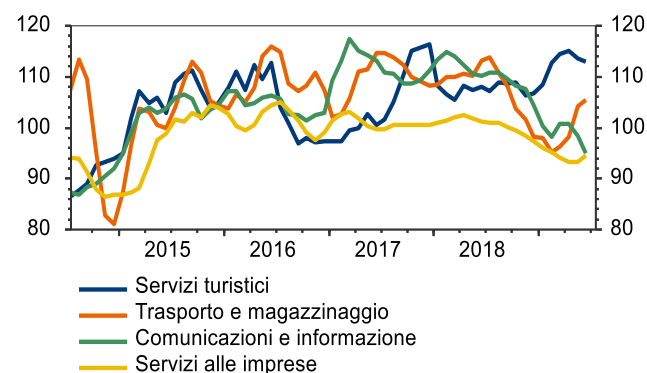
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Le indagini segnalano che il contributo dei servizi al valore aggiunto è sostanzialmente nullo in questa fase



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

In ripresa la fiducia nel trasporto e magazzinaggio, in calo comunicazione e informazione



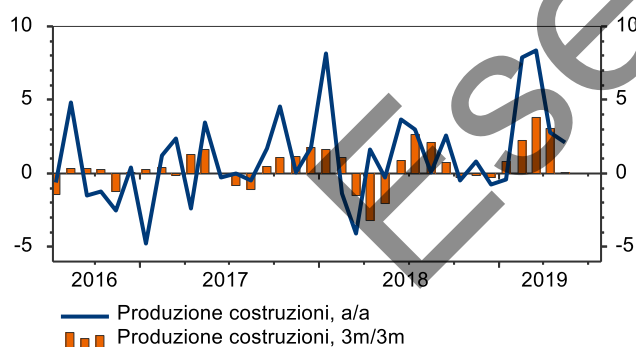
Nota: medie mobili a 3 mesi. Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

## Le costruzioni mantengono una tendenza espansiva, ma in rallentamento

La produzione nelle costruzioni è risultata poco variata a maggio (-0,1% m/m), dopo il calo dei due mesi precedenti (-3,1% m/m ad aprile). La variazione annua è rallentata ulteriormente a 2% da 2,8% di aprile (corretto per gli effetti di calendario), e da 8,6% di marzo, che rappresentava un massimo da quasi 12 anni. Dopo il balzo del 1° trimestre (+3,8% t/t), l'output è in rotta per una correzione di -2,4% t/t nei tre mesi successivi. Ciò significa che le costruzioni, che hanno dato un contributo significativamente positivo al valore aggiunto a inizio anno, dovrebbero aver frenato il PIL nei mesi primaverili, il che aggiunge evidenza a una possibile frenata dell'attività economica nel 2° trimestre. L'andamento congiunturale nel 2019 sinora appare distorto dalle condizioni meteorologiche, che sono state molto favorevoli nei primi mesi dell'anno e poi di segno opposto fino a maggio. In tal senso, è possibile una ripresa a giugno. In ogni caso, **il livello della fiducia dei costruttori (che, pur in calo a giugno, resta vicina ai massimi da 12 anni) è coerente con il prosieguo della tendenza espansiva nel settore.**

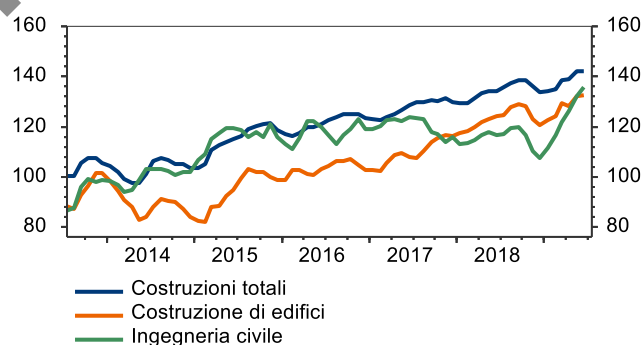
I prezzi delle abitazioni sono calati ancora nel 1° trimestre 2019, di -0,5% t/t, per una flessione annua pari a -0,8% (da -0,5% a/a il trimestre precedente). Il calo su base congiunturale ha riguardato all'incirca in egual misura abitazioni nuove ed esistenti, tuttavia le prime mantengono un progresso su base tendenziale, accelerando anzi a +1,7% a/a, ai massimi da quasi tre anni (si tratta del sesto trimestre consecutivo di espansione). Rispetto alla media del 2010 (primo anno per il quale è disponibile la serie storica), i prezzi delle abitazioni sono diminuiti del 17,2% (-23,7% le abitazioni esistenti, +0,8% quelle nuove). Ciò in una fase in cui **prosegue la ripresa dei volumi di compravendita (+8,8% a/a).**

Corregge la produzione nelle costruzioni, ma la tendenza resta espansiva...



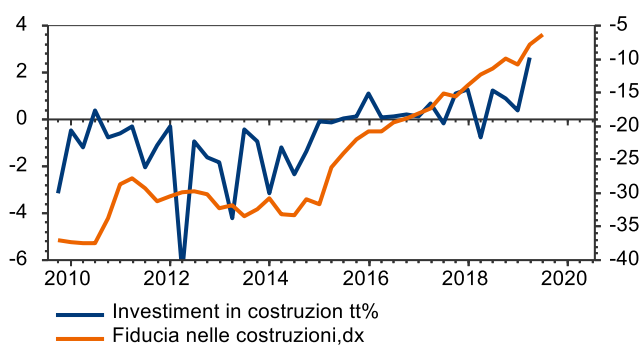
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

... in particolare nell'ingegneria civile



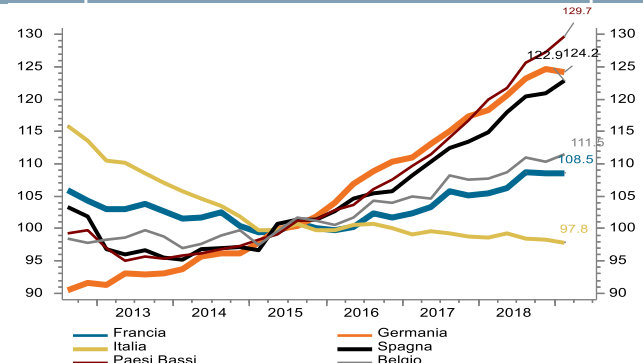
Nota: medie mobile a 3 mesi. Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

La fiducia delle imprese nel settore è su massimi pluriennali...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

... ma i prezzi delle abitazioni ancora non mostrano una ripresa

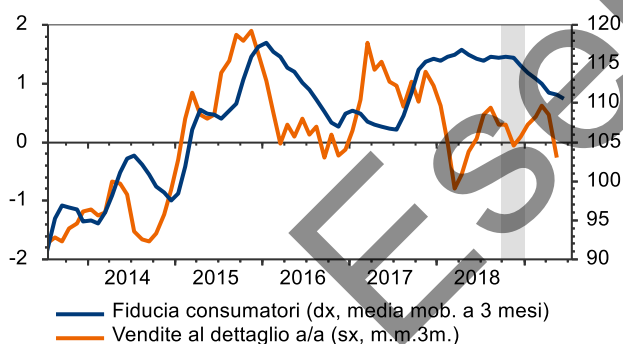


Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

## Rimane moderata la tendenza per i consumi delle famiglie

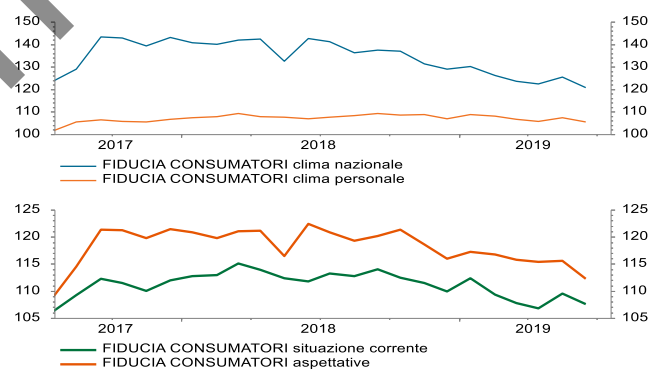
Nel 1° trimestre, il reddito disponibile delle famiglie consumatrici è aumentato di ben **+0,9% t/t**, dopo la diminuzione di **-0,2% t/t** di fine 2018. La variazione è la stessa in termini reali (in questo caso c'era stato un calo di **-0,5% t/t** nel 4° trimestre 2018 e di **-0,1% t/t** nel 3° trimestre 2018). Nello stesso periodo, i consumi in termini nominali sono cresciuti di appena **0,2% t/t**, pertanto il tasso di risparmio è salito di ben sette decimi, a **8,4%**. In pratica, **il reddito delle famiglie è in ripresa, ma non si traduce in maggiori consumi. Le vendite al dettaglio sono calate a maggio, di -0,7% m/m in valore e di -0,8% m/m in volume** (dopo la stabilità di aprile). **È da gennaio che non si registra un incremento.** La variazione tendenziale è tornata in territorio negativo, a **-1,8%** da **+4,2%** precedente. L'Istat rileva un ampliamento del differenziale di crescita tra imprese operanti su piccole superfici e grande distribuzione; le uniche forme distributive a registrare un progresso significativo su base annua sono i *discount* di alimentari (**+2,2% a/a**) e il commercio elettronico (anch'esso però in frenata, a **+10,6%**). L'unico gruppo di prodotti che mostra un aumento delle vendite su base annua è quello delle dotazioni per l'informatica, telecomunicazioni e telefonia (**+2,3%**); viceversa, la performance peggiore è quella di abbigliamento e pellicceria (**-4,9%**) e calzature, articoli in cuoio e da viaggio (**-4,8%**). Il dato conferma che l'incremento di aprile (trainato dagli alimentari) era viziato dalla Pasqua avanzata. **Il morale dei consumatori è tornato a calare a giugno, a 109,6 dopo l'aumento a 111,6 registrato a maggio: è un minimo da luglio 2017. Il peggioramento è diffuso a tutte le principali componenti**, ma riguarda soprattutto il clima economico nazionale e le aspettative sulla disoccupazione. In sintesi, **pensiamo che i consumi anche nei prossimi trimestri possano mantenere un ritmo di crescita moderato** (di **0,1-0,2% t/t** nel 2° trimestre, circa in linea con i tre mesi precedenti). **Non vediamo una significativa accelerazione l'anno prossimo**, perché l'occupazione sta rallentando e l'impatto del reddito di cittadinanza sarà inferiore al previsto.

In calo sia le vendite al dettaglio che la fiducia dei consumatori



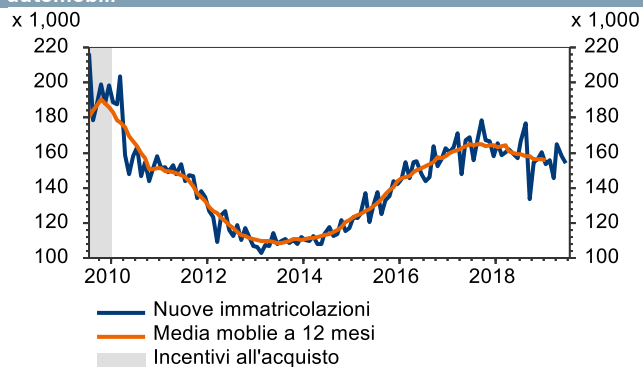
Nota: area ombreggiata=recessione. Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Famiglie meno ottimiste sulle prospettive future



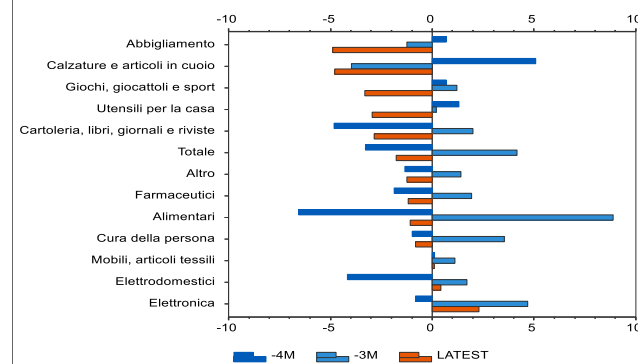
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Resta negativa la tendenza per le immatricolazioni di automobili



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Solo l'elettronica fa segnare un apprezzabile incremento delle vendite al dettaglio su base annua



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

## Disoccupazione in calo sotto il 10%, per la prima volta dal 2012

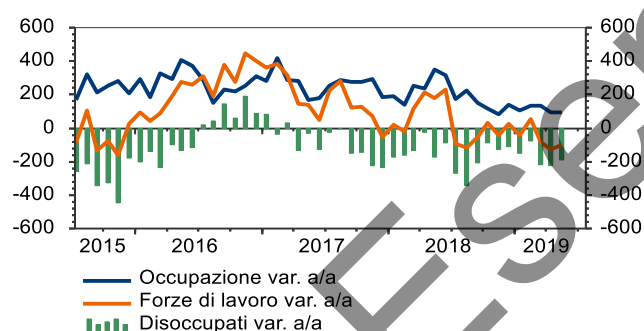
Il tasso di disoccupazione è sceso a sorpresa a maggio, al 9,9%, da 10,1% precedente (rivisto al ribasso di un decimo). Il calo è dovuto interamente all'aumento degli occupati (+67 mila unità ovvero +0,3% m/m). Il tasso di occupazione è salito di un decimo al 59%: sia il livello degli occupati che il tasso di occupazione hanno raggiunto nuovi record. Il tasso di inattività è rimasto stabile al 34,3% (vicino a un minimo storico).

Nel mese, la creazione di posti di lavoro riguarda esclusivamente gli uomini, mentre la stabilità degli inattivi è il risultato di un calo tra gli uomini e di un aumento tra le donne. L'aumento dell'occupazione coinvolge sia i dipendenti (permanententi e a termine) che i lavoratori indipendenti.

Il tasso di disoccupazione giovanile è calato anch'esso, a 30,5% da un precedente 31,1%: si tratta del secondo livello più basso da ottobre del 2011. Ancora una volta però, il grosso dell'aumento degli occupati viene dagli ultracinquantenni (+88 mila unità nel mese). Anche sull'anno e al netto della componente demografica, gli over 50 sono trainanti, con una crescita dell'occupazione di ben 1,6% (contro lo 0,5% degli under 35 e lo 0,1% della fascia di età intermedia).

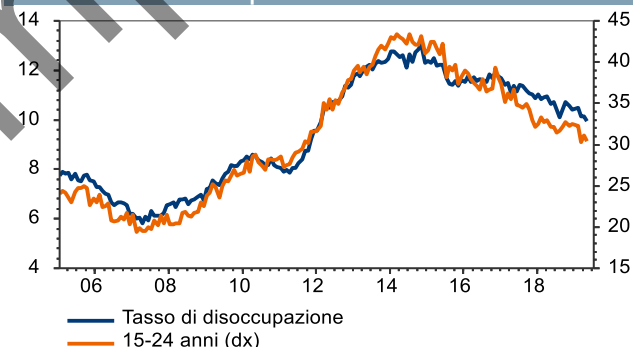
In sintesi, i dati attenuano le preoccupazioni circa una possibile svolta in senso negativo del mercato del lavoro.

La creazione di occupazione ha perso slancio negli ultimi mesi...



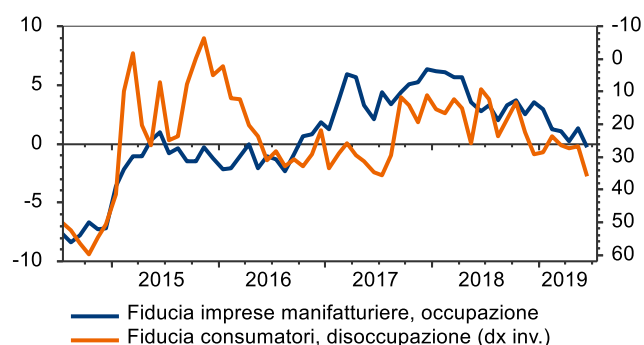
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

... ma il tasso di disoccupazione mantiene un trend al ribasso



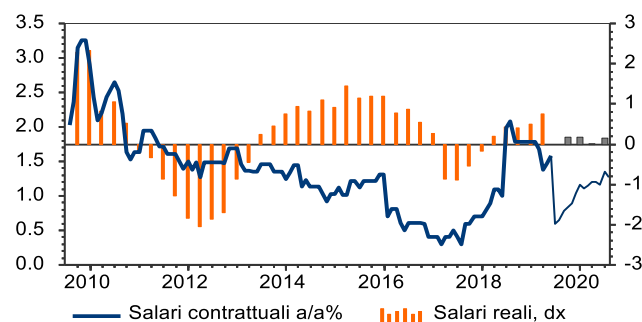
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Meno ottimistiche le indicazioni di famiglie e imprese sull'occupazione



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Il picco per le retribuzioni contrattuali potrebbe essere alle spalle



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

## Commercio estero in moderata ripresa

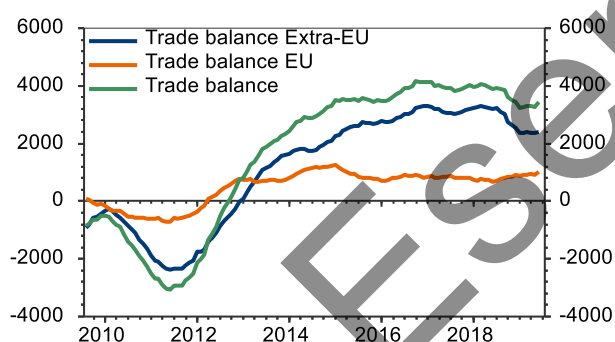
A maggio, i flussi commerciali sono cresciuti su base congiunturale per il terzo mese consecutivo. A differenza che nei due mesi precedenti, è risultato più dinamico l'export (+1,3% m/m, soprattutto verso la UE) rispetto all'import (+0,7% m/m). L'incremento in entrambe le direzioni è trainato dai beni di consumo non durevoli.

Su base annua, le esportazioni accelerano a +8%, le importazioni rallentano a +3,4%. Guadagnano ulteriore velocità il settore farmaceutico (+49,8%, soprattutto verso Stati Uniti, Belgio e Germania) e la pelletteria (+19,8%, specie verso la Svizzera), in crescita anche la meccanica (+4,3%).

Tra i Paesi, oltre alla dinamica a due cifre già citata di Stati Uniti e Svizzera (+16% e +21,4% rispettivamente), si segnala il buon incremento delle vendite verso i due principali partner, ovvero Germania e Francia (+8,4% entrambi). Restano in rosso i Paesi OPEC (-14,3%), i Paesi ASEAN (+7,3%) e la Turchia (-6,2%).

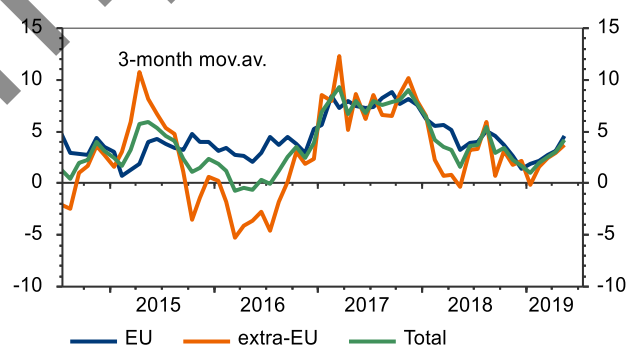
In sintesi, il commercio estero è in una fase di moderata ripresa, anche se nel trimestre primaverile il contributo al PIL potrebbe essere negativo.

Saldo commerciale in ripiegamento dai massimi



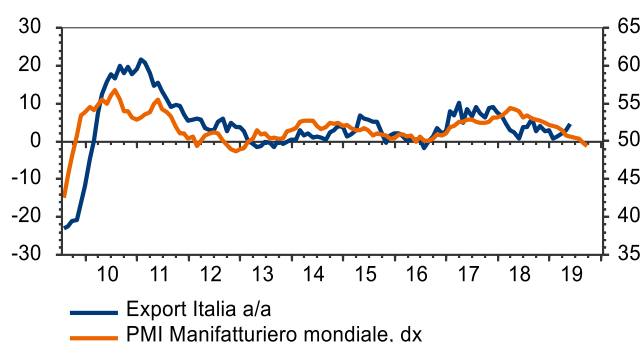
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Export in moderato recupero



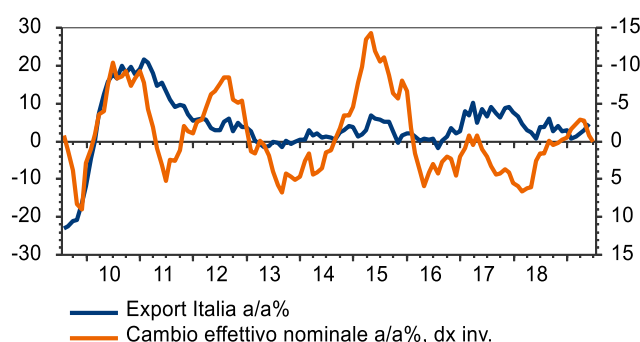
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

La domanda mondiale rimane in rallentamento...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

... e il tasso di cambio è circa neutrale

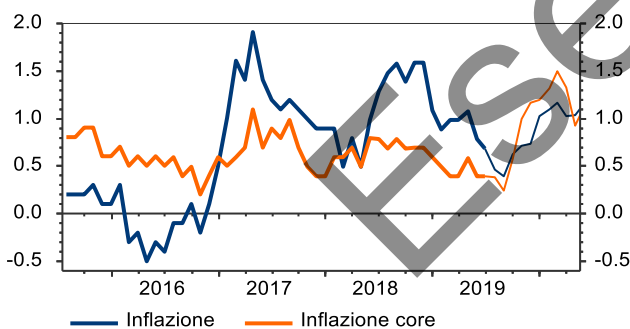


Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

## L'inflazione mantiene un trend di calo

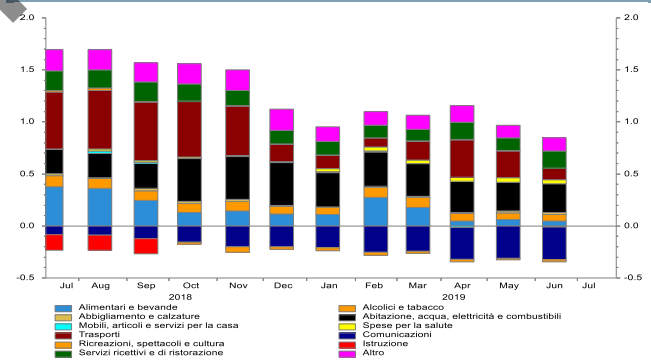
L'inflazione è risultata pari a 0,7% a/a sull'indice nazionale e a 0,8% a/a sull'indice armonizzato a giugno, in calo di un decimo rispetto al mese precedente. Nel mese i prezzi sono saliti di un decimo su entrambi gli indici. Sull'indice nazionale, come atteso, il maggior contributo al rialzo congiunturale dei prezzi viene dai trasporti (+0,8% m/m). I rincari appaiono di natura stagionale in quanto dovuti soprattutto ai servizi di trasporto (+2,1% m/m), nonostante il calo dei carburanti (gasolio -1,2%, benzina -1% m/m). Di natura stagionale anche gli aumenti dei prezzi dei servizi ricettivi e di ristorazione (+0,3% m/m) e del capitolo "ricreazione, spettacoli e cultura" (+0,1% m/m). Viceversa, sono calati ulteriormente in misura significativa i prezzi delle comunicazioni (-1,6% m/m, -9,4% a/a). In diminuzione anche gli alimentari (-0,4% m/m). L'inflazione di fondo è rimasta stabile a 0,4% a/a (i prezzi core nel mese sono cresciuti più dell'indice generale, di 0,2% m/m). Il cosiddetto "carrello della spesa" ha visto un calo su base congiunturale (-0,3% m/m), per via della flessione degli alimentari; la tendenza annua è rallentata a 0,2% da 0,3%. Pensiamo che il CPI possa toccare un punto di minimo a 0,4-0,5% ad agosto, prima di rimbalzare nei mesi successivi, tornando vicino all'1% a fine anno. Peraltro, a nostro avviso, i rischi sullo scenario di inflazione sono verso il basso, anche per via della persistente debolezza del ciclo economico; in tal senso, l'inflazione italiana dovrebbe rimanere inferiore alla media dell'Eurozona nell'orizzonte prevedibile. Inoltre, non ci sono segnali di significativa risalita dell'inflazione di fondo, visto che il persistente eccesso di offerta nell'economia non genera pressioni al rialzo sul costo del lavoro delle imprese. A maggio, i prezzi alla produzione nell'industria sono rimasti stabili sul mercato interno e saliti di un decimo su quello estero (area extra euro). Su base annua, l'indice generale è rallentato a 1,5% da 2,1% precedente: si tratta di un minimo da oltre un anno. Nel mese, sul mercato domestico, sono saliti i prezzi dei beni strumentali (+0,4% m/m), mentre è scesa l'energia (-0,2% m/m). Al netto dell'energia dunque i prezzi sarebbero saliti di due decimi. Il dato conferma che non si registrano pressioni core a monte della catena produttiva.

La tendenza per l'inflazione dovrebbe essere al ribasso ancora per qualche mese, prima di una risalita nei mesi finali dell'anno



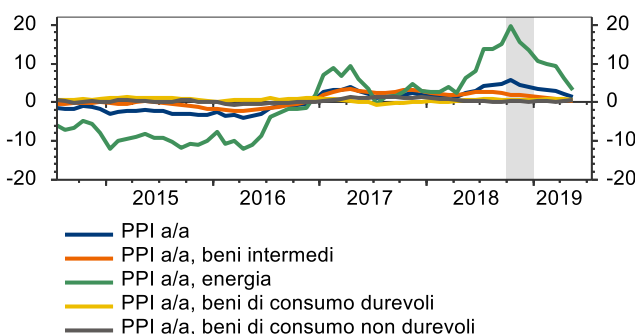
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

La decelerazione recente è spiegata soprattutto dai trasporti



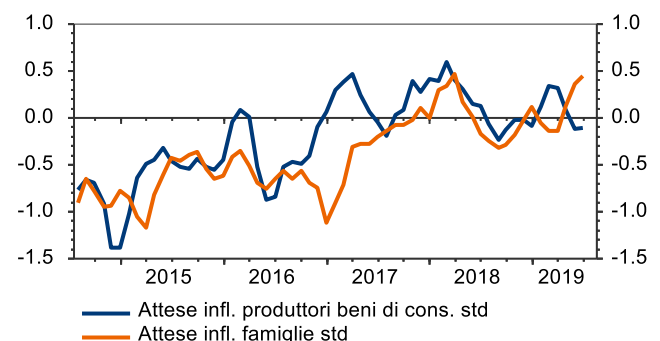
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Il PPI (+1,5% a/a a maggio) segnala un rientro delle pressioni a monte della catena produttiva, specie sull'energia



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

In risalita le attese inflazionistiche delle famiglie



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

## Tendenze del settore bancario italiano

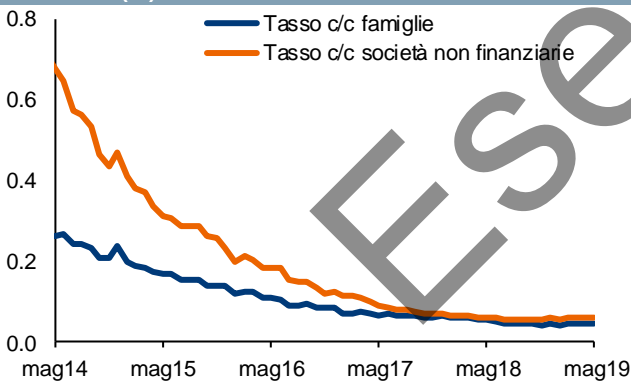
### Tassi sui nuovi prestiti stabili o al più in ribasso, esauriti i rialzi

A maggio, il costo dello stock di raccolta da clientela ha segnato un piccolo rimbalzo che però è dovuto a un aumento improvviso del tasso sui depositi delle famiglie rimborsabili con preavviso, una categoria che include le forme di raccolta postale della Cassa Depositi e Prestiti. Più significativa è la continua risalita dei tassi sui nuovi depositi con durata prestabilita offerti alle famiglie sulle durate più lunghe, che mostrano un'impennata. Per i tassi sui nuovi prestiti, il quadro si caratterizza tra la stabilità e il ribasso. A maggio il tasso medio sulle erogazioni alle società non-finanziarie è tornato a segnare un calo, che ha annullato quasi del tutto l'aumento di aprile, mentre il tasso medio sui nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è risultato stabile. Per giugno, le stime ABI vedono un calo significativo sia del tasso medio sui nuovi prestiti alle imprese, sia di quello sulle erogazioni per acquisto abitazioni.

Elisa Coletti

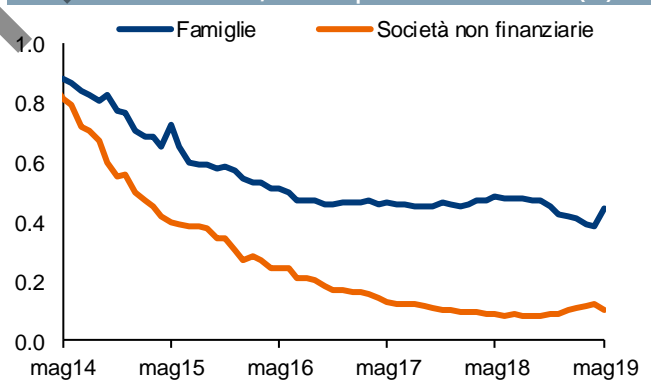
**Il tasso medio sullo stock dei depositi è risultato pari a 0,38% a maggio, dallo 0,33% di aprile,** (0,35% nel 1° trimestre), ed è visto stabile a giugno, secondo le anticipazioni ABI. Va evidenziato che il livello più alto rispetto ai mesi precedenti è dovuto all'aumento del tasso sullo stock di depositi delle famiglie (+6pb m/m dopo sei mesi in calo per -9pb), a sua volta determinato dal balzo del tasso sui depositi rimborsabili con preavviso per 23pb m/m, che fa seguito a sei mesi di calo senza soluzione di continuità per complessivi -31pb (si ricorda che questa categoria di depositi include le forme di raccolta postale della Cassa Depositi e Prestiti). All'opposto, nello stesso periodo il tasso medio sullo stock di depositi con durata prestabilita è sceso di 4pb a seguito dell'inversione di tendenza di quello corrisposto alle società non-finanziarie (-23pb m/m dopo un aumento di 26pb in sei mesi). Quanto al tasso medio sui conti correnti, è proseguita la stabilità sul livello di 0,05%, confermato per giugno secondo le anticipazioni ABI.

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



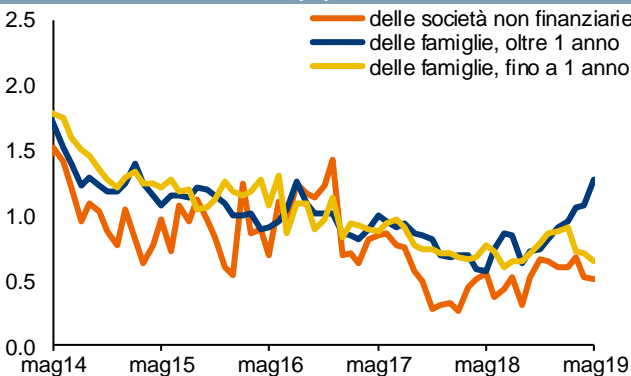
Fonte: Banca d'Italia

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



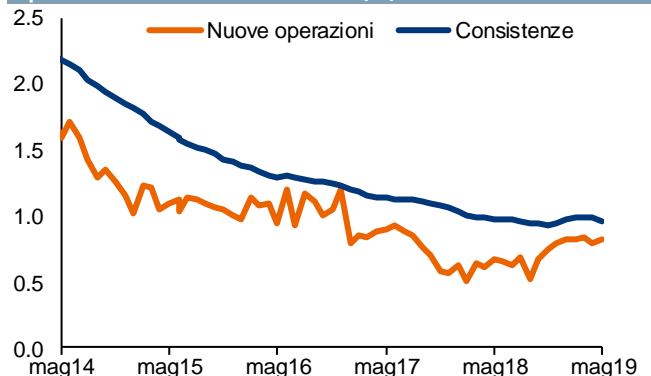
Fonte: Banca d'Italia

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



Fonte: Banca d'Italia

Tassi medi sui depositi con durata prestabilita: nuove operazioni e consistenze in essere (%)



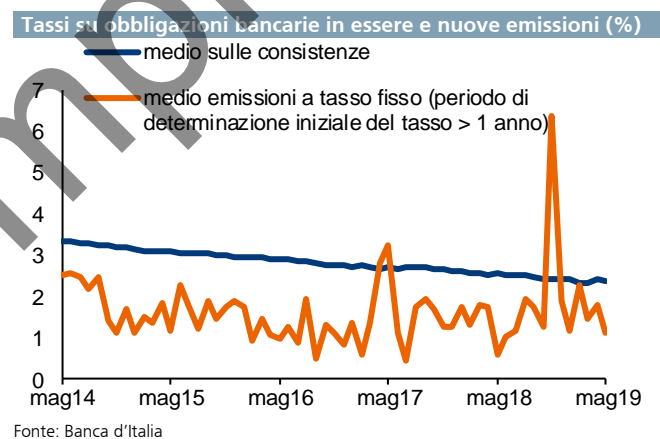
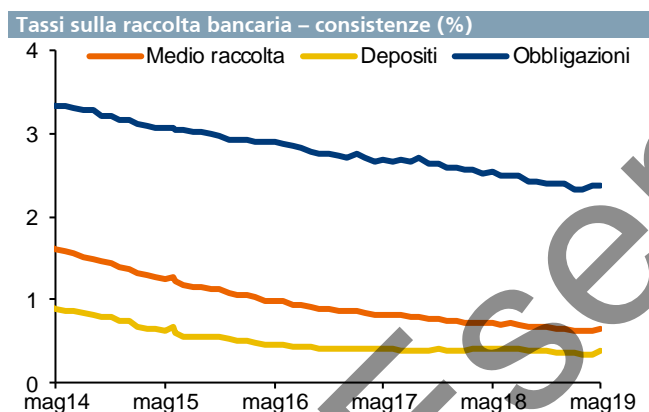
Fonte: Banca d'Italia



Per quanto riguarda i tassi sui nuovi depositi con durata prestabilita, a maggio, **per l'ottavo mese consecutivo, è proseguita l'impennata dei tassi corrisposti alle famiglie sulle scadenze più lunghe.** In dettaglio, il medio sulle durate superiori a 1 anno è aumentato di ben 20pb m/m a 1,27%, per un totale di +65pb in otto mesi che hanno portato il tasso al massimo da febbraio 2015. All'opposto, a maggio il tasso offerto alle famiglie sulle scadenze più brevi (quelle fino a 1 anno) è rimasto in calo per il 3° mese consecutivo, per -5pb m/m a 0,65% mentre quello sui depositi con durata prestabilita delle imprese è sceso lievemente da 0,53% a 0,51%. Il risultato di questi movimenti è un leggero aumento del tasso complessivo sui nuovi depositi con durata prestabilita di famiglie e imprese, di 4pb m/m a 0,82%, in linea con la media dei primi quattro mesi del 2019, ben superiore ai livelli dello scorso anno (0,64% nell'intero 2018).

**Per il tasso medio sullo stock di obbligazioni, dopo l'aumento di aprile a 2,38%, si è osservato un assestamento sul 2,37% confermato anche per giugno** secondo le stime ABI.

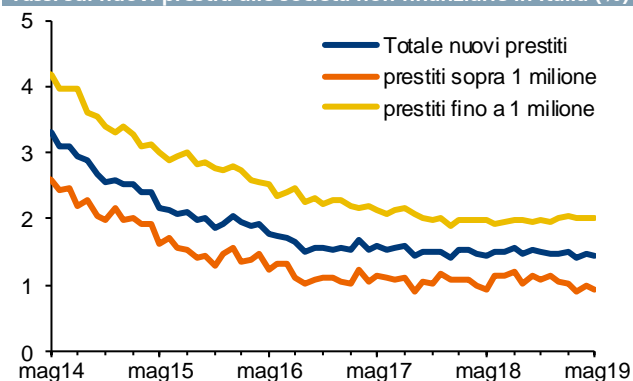
Tutto ciò considerato, **il costo complessivo della raccolta da clientela è risalito** allo 0,65%, con un recupero di 3pb m/m, mentre dovrebbe tornare in lieve calo a giugno, di 1pb m/m sulla base delle stime ABI. Il livello di maggio è comunque inferiore a quello dello scorso anno, per 5pb rispetto allo 0,70% medio del 2018, anche se più alto a confronto con i valori dei primi quattro mesi del 2019 (media di 0,62%).



**Dal lato dei tassi sui nuovi prestiti, il quadro è sostanzialmente stabile, o al più orientato verso il ribasso, mentre i rialzi sembrano esauriti.** A maggio il **tasso medio sulle erogazioni alle società non-finanziarie è risultato nuovamente in calo**, di -3pb m/m che annulla quasi totalmente l'aumento di 4pb registrato ad aprile. Dal livello di maggio di 1,43%, il tasso scenderebbe a giugno a 1,36%, secondo le stime ABI. Guardando alle componenti, come di consueto, determinante è stato l'andamento del tasso sui nuovi prestiti di maggiore entità, sceso a maggio di 8pb m/m a 0,92% dopo essere risalito ad aprile di 9pb m/m. Diversamente, il tasso sulle erogazioni inferiori a 1 milione è rimasto stabile a 2,02% per il 3° mese consecutivo, restando quindi più elevato rispetto ai valori segnati nell'arco del 2018, sempre inferiori al 2%.

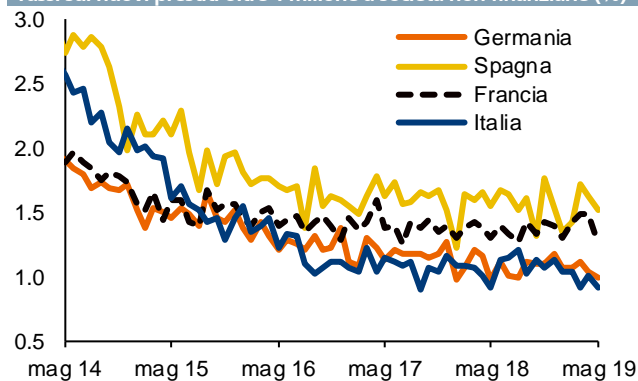
Di conseguenza, nel confronto europeo, **il differenziale tra il tasso italiano sui prestiti fino a 1 milione e la media dell'area euro è rimasto lievemente positivo, per il 5° mese consecutivo**, pari a 3pb. Per il tasso sui nuovi prestiti oltre 1 milione, il differenziale negativo con l'Eurozona è rimasto ampio, pari a -25pb.

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



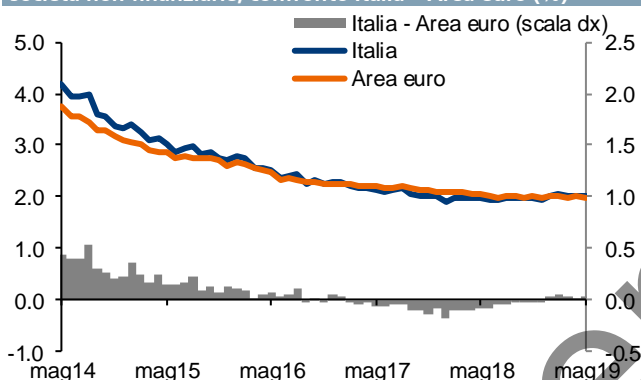
Fonte: Banca d'Italia

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



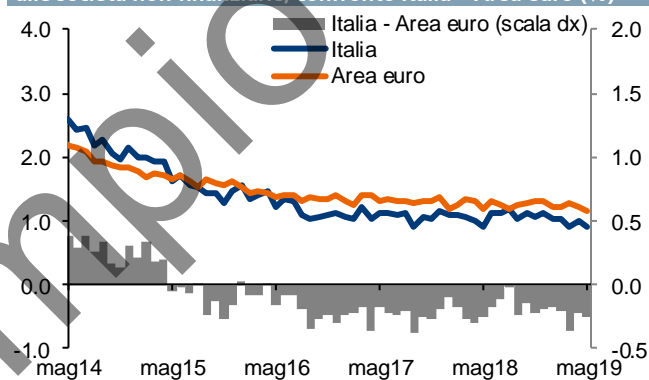
Fonte: BCE

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



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

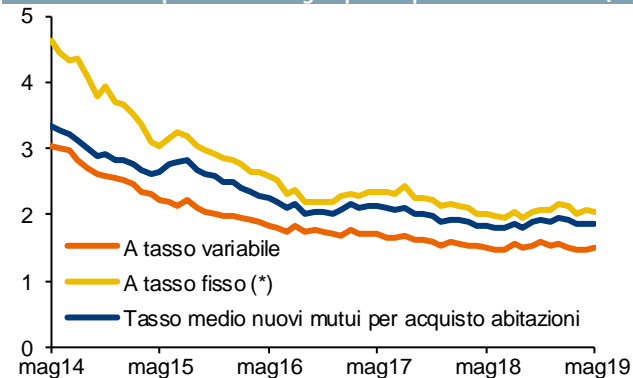
Tasso medio sui nuovi prestiti di importo superiore a 1 milione alle società non finanziarie, confronto Italia - Area euro (%)



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

Per i tassi sui nuovi prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni, a maggio il tasso medio è rimasto stabile sul livello di 1,85%, per il 3° mese consecutivo dopo l'aumento di gennaio 2019 e il riaggiustamento verso il basso dei mesi successivi. Per giugno, invece, si delinea un calo significativo a 1,78%, secondo le anticipazioni ABI. Con riguardo alle componenti, la stabilità registrata a maggio dal dato medio è il risultato di un lieve aumento del tasso variabile a 1,51%, dopo due mesi a 1,47%, mentre il fisso all'opposto è sceso a 2,05% dal 2,08% di aprile.

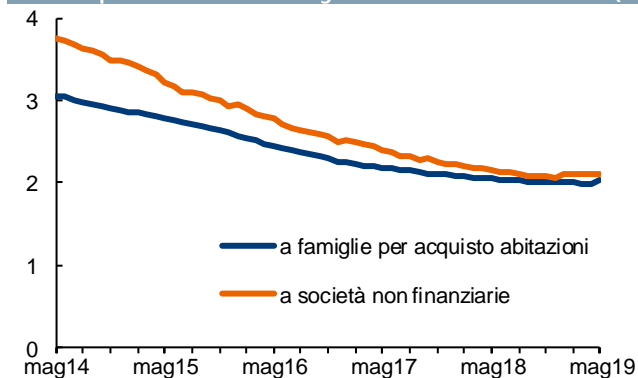
Tassi sui nuovi prestiti a famiglie per acquisto di abitazioni (%)



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

Fonte: Banca d'Italia

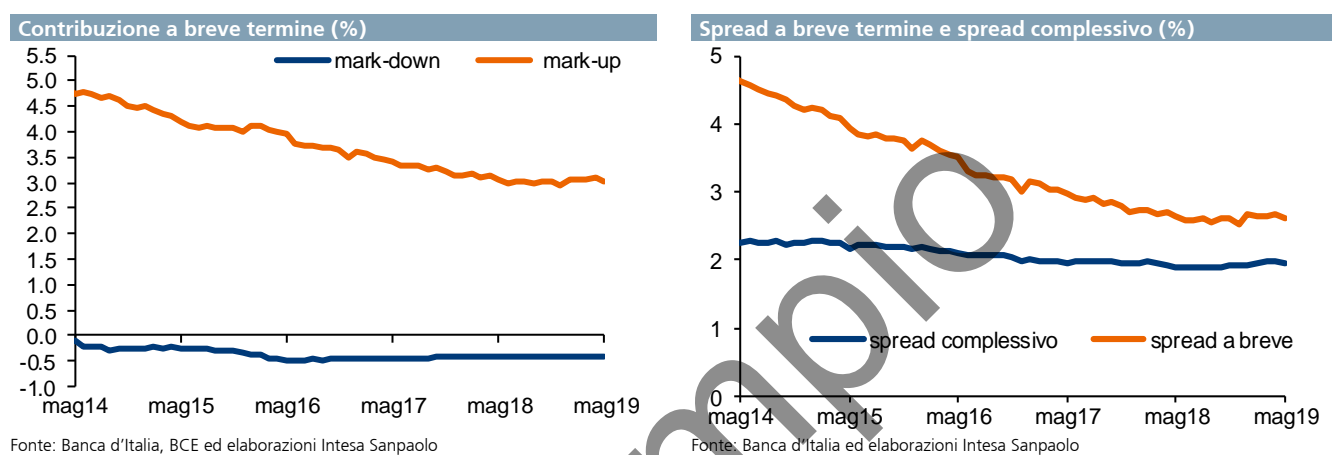
Tassi sui prestiti in essere a famiglie e a società non finanziarie (%)



Fonte: Banca d'Italia

Quanto al tasso medio sullo stock dei prestiti, dopo la risalita di gennaio a 2,58%, il livello è stato confermato nei mesi successivi, pari al 2,59% a maggio come ad aprile ed è visto poco mosso a giugno, a 2,57% secondo le stime ABI.

A maggio, considerato il piccolo rialzo del costo della raccolta si è avuto un peggioramento della forbice tra tassi attivi e passivi, da 1,98% a 1,94%, seguito da una stabilizzazione a giugno, sulla base delle stime ABI. La contribuzione dei depositi a vista è risultata poco variata anche a maggio, col mark-down<sup>4</sup> pari a -0,42%, in linea con i mesi precedenti. Il mark-up sui tassi attivi a breve è rimasto sopra il 3%, scendendo da 3,10% a 3,03% per effetto del calo dei tassi a breve, tornati al livello di marzo dopo il rimbalzo di aprile.



<sup>4</sup> Differenza tra Euribor a 1 mese e tasso sui conti correnti di famiglie e imprese.

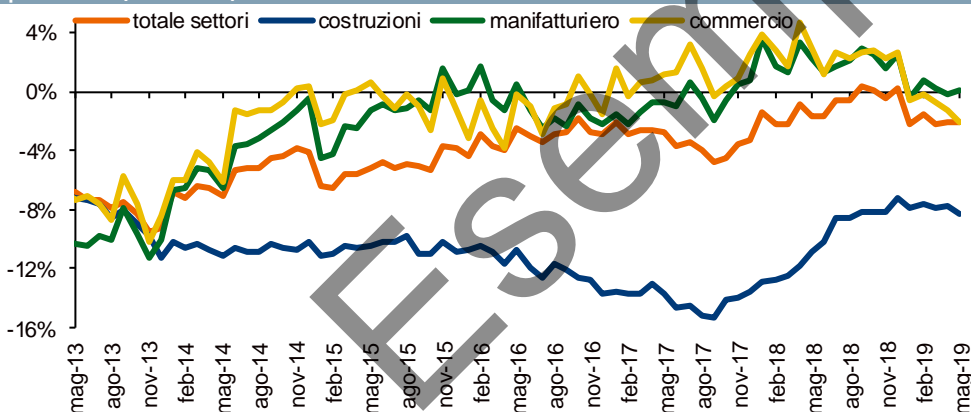
## Forte calo delle erogazioni di prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni

A maggio è proseguito il calo dei prestiti alle società non finanziarie mentre la crescita dello stock di prestiti alle famiglie si è confermata solida, pari a +2,6% a/a per il sesto mese consecutivo. Per i mutui, si è osservato un forte calo delle erogazioni, risultato di una marcata contrazione delle rinegoziazioni accompagnata da una flessione significativa anche dei nuovi contratti. Analogamente, si è osservata una riduzione notevole sia dei mutui a tasso fisso sia di quelli a tasso variabile. Nel complesso, l'aumento dello stock di prestiti al settore privato è risultato pari a +1,0% a/a, poco diverso dai mesi precedenti (+0,8% ad aprile e +1% la media dei primi 4 mesi dell'anno. Con una crescita pari a +0,5% a/a per giugno le anticipazioni ABI delineano un ulteriore indebolimento del trend.

Elisa Coletti

Continua la debolezza dei prestiti alle società non finanziarie, in calo per il quinto mese consecutivo, anche se più contenuto dei due precedenti (-0,2% a/a a maggio dati corretti per le cartolarizzazioni rispetto al -0,6% a/a di marzo-aprile). Tuttavia, escludendo le sofferenze (prestiti vivi), la riduzione è stata la stessa di aprile, pari a -2,1% a/a (questi dati includono le famiglie produttrici). In dettaglio, i prestiti vivi al settore manifatturiero sono rimasti invariati, confermando una variazione che da inizio anno oscilla attorno allo zero, mentre quelli al commercio hanno registrato un ulteriore peggioramento, col calo sceso a -2,0% a/a dal -1,3% di aprile. Analogamente, per i prestiti vivi alle costruzioni la flessione si è intensificata, a -8,4% dal -7,7% a/a di aprile.

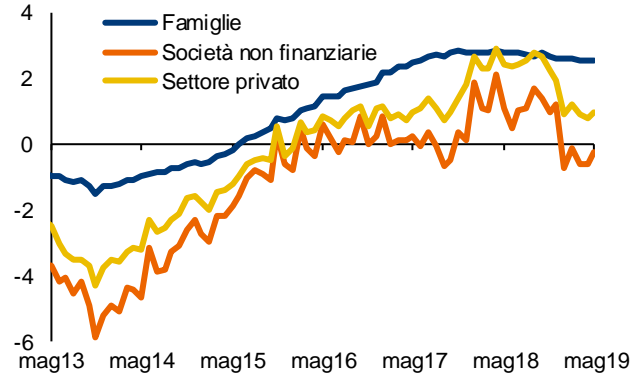
Prestiti vivi per i principali settori di attività economica, società non-finanziarie e famiglie produttrici (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

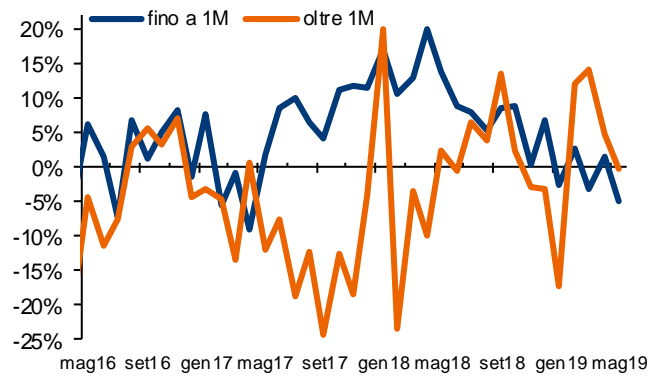
Anche dai flussi mensili di prestiti alle società non-finanziarie emerge un quadro depresso. A maggio, dopo tre mesi di aumento, **le erogazioni lorde sono tornate in calo, pari a -2,7% a/a, portando il flusso cumulato da inizio anno a una variazione essenzialmente nulla (-0,2% a/a)**. Le componenti dell'aggregato complessivo continuano a mostrare ampie oscillazioni dei flussi oltre 1 milione, risultati lievemente in riduzione a maggio (-0,4% a/a) dopo tre mesi di aumenti, tanto che il flusso cumulato dei primi cinque mesi dell'anno è rimasto in crescita dello 0,9% a/a. Diversamente, **per le erogazioni fino a 1 milione è stato confermato il calo da inizio anno, pari a -1,5% a/a, che risente del peggioramento registrato a maggio a -5,1% a/a (dal +1,5% di 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 rinegoziazioni (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

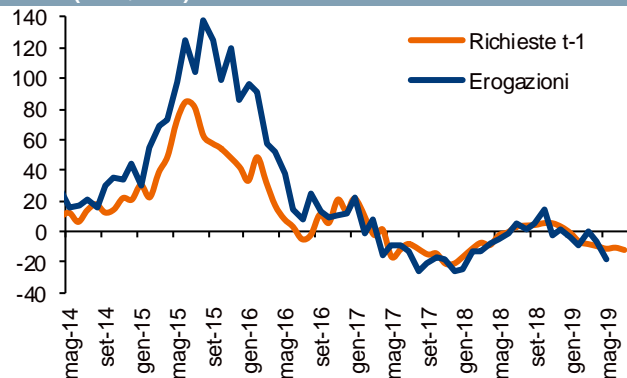
Per il sesto mese consecutivo il ritmo di crescita dei prestiti alle famiglie è risultato pari a **+2,6% a/a** (dati corretti per le cartolarizzazioni). Il credito al consumo erogato dalle banche continua a registrare risultati positivi, segnando a maggio un **massimo storico di erogazioni mensili**, di poco superiore a 4 miliardi, sebbene in crescita soltanto dell'1% anno su anno. Lo **stock di credito al consumo ha mantenuto un passo sostenuto**, pari a **+8,9% a/a** in linea col 9% di aprile.

Diversamente, nel mese di maggio i prestiti per l'acquisto dell'abitazione hanno visto erogazioni **fortemente in calo anno su anno** (-17,5% a/a dal -5,8% di aprile). Ciò risulta coerente con le indicazioni registrate dalla domanda, molto negative lungo tutto il primo semestre 2019, con un calo del numero di richieste di mutui fino al -11,6% a/a a giugno e del -9,4% da inizio anno (fonte CRIF), facendo prospettare erogazioni in calo anche nei mesi estivi.

La scomposizione delle erogazioni di mutui per tipo di contratto mostra un **calo molto marcato delle rinegoziazioni, pari a -43,5% a/a, unito al -9,7% dei nuovi contratti**. Il flusso mensile di rinegoziazioni è il più basso da febbraio 2015. In termini di quota sul totale erogazioni, le rinegoziazioni sono scese al 15,8%, il minimo da fine 2014, cioè da quando inizia la serie storica di questo dato.

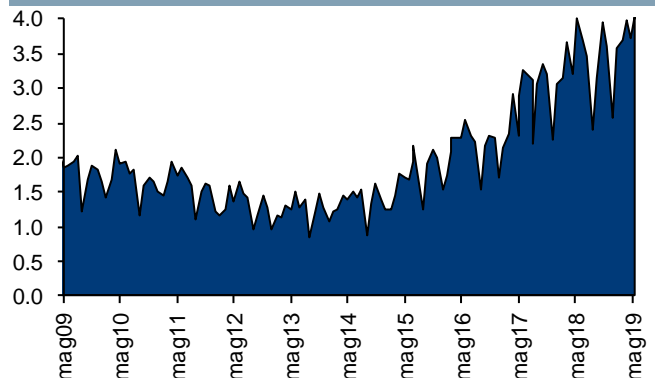
Coerentemente, a maggio anche le erogazioni a tasso fisso hanno registrato un **calo significativo, del -17% a/a** dal -7% di aprile. Di analoga entità è stata la flessione delle erogazioni a tasso variabile, in negativo per il dodicesimo mese consecutivo (-17,7% a/a).

Flussi lordi di prestiti per acquisto di abitazioni e richieste di mutui (var. % a/a)



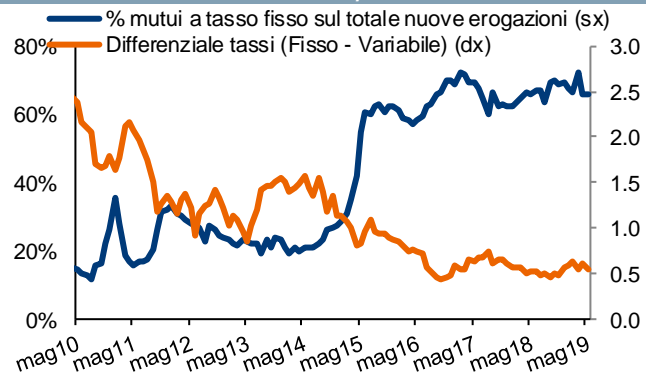
Fonte: Banca d'Italia, CRIF ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Erogazioni alle famiglie per credito al consumo (EUR mld)



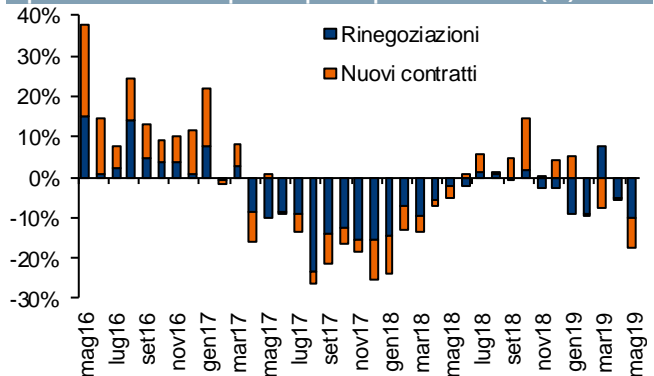
Fonte: Banca d'Italia

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



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

In conclusione, a maggio l'aumento dei prestiti al settore privato è risultato pari a +1,0% a/a, poco diverso dai mesi precedenti (+0,8% ad aprile e +1% la media dei primi 4 mesi dell'anno, dati al netto delle controparti centrali e corretti per le cartolarizzazioni). Con una crescita pari a +0,5% a/a per giugno le anticipazioni ABI delineano un ulteriore indebolimento del trend, anche se per l'aggregato più ristretto dei prestiti a famiglie e imprese il rallentamento stimato è molto più contenuto, dal +1,1% di maggio al +1,0% per giugno.

Esempio

## Si rafforza la crescita dei depositi a tempo delle società non-finanziarie

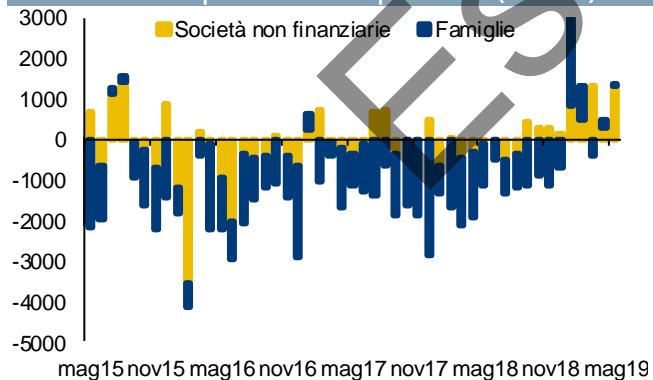
Prosegue la dinamica robusta dei conti correnti, anche se più moderata rispetto al 2018. Al contempo, continua la crescita dei depositi con durata prestabilita delle società non finanziarie che a maggio hanno registrato un flusso netto positivo per il 9° mese consecutivo. I depositi totali hanno quindi mantenuto il ritmo di sviluppo del 3,5% a/a già visto ad aprile, che dovrebbe essere sostanzialmente confermato anche a giugno secondo le anticipazioni ABI. Inoltre, per le obbligazioni è proseguito il calo via via più moderato. Questo trend contribuisce al miglioramento della crescita della raccolta complessiva da clientela, pari a +1,9% a/a a maggio, dopo il +1,8% di aprile, in graduale ripresa dallo 0,2% di fine 2018. Il rafforzamento della dinamica sarebbe confermato per giugno, sulla base delle stime ABI.

Elisa Coletti

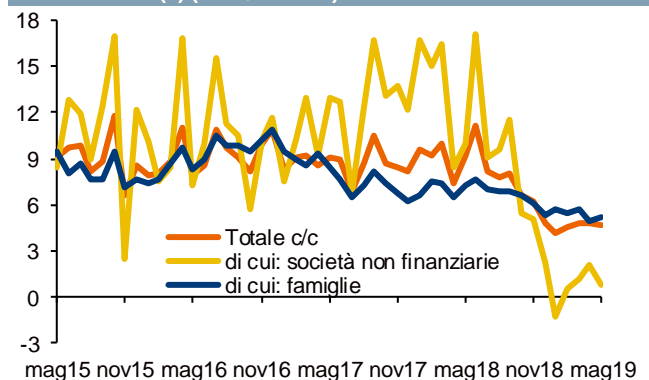
Per la raccolta bancaria, anche a maggio sono proseguite le dinamiche osservate nei mesi precedenti. I conti correnti hanno confermato un ritmo superiore al 4% a/a, pari a +4,4% a/a a maggio, in linea con la media dei quattro mesi precedenti (+4,5%). L'andamento è sostenuto dai conti correnti delle famiglie che a maggio hanno registrato una crescita del 5,2% a/a, sebbene leggermente più moderata rispetto al 1° quadrimestre (+5,4%) e alla media 2018. I conti correnti delle società non-finanziarie sono rimasti in aumento, sia in termini di flusso netto mensile (+1,7 miliardi m/m), sia su base annua (+0,8% a/a), sebbene con le consuete ampie oscillazioni del tasso di variazione, dopo la brusca frenata di inizio anno.

Per le società non-finanziarie, più dinamico si conferma il trend dei depositi con durata prestabilita, che hanno registrato un flusso netto positivo per il 9° mese consecutivo, pari a 1,3 miliardi, un volume particolarmente positivo, in linea con quello di marzo. Il ritmo di crescita si è rafforzato ulteriormente a +31,8% a/a (dal +21,6% a/a di aprile). Quanto ai depositi con durata prestabilita delle famiglie, il tasso di variazione è rimasto in calo ma in continuo miglioramento rispetto ai mesi precedenti (-5,2% a/a a maggio dal -6,7% di aprile e -18% di fine 2018), grazie a un flusso netto marginalmente positivo a maggio e significativo da inizio anno (rispettivamente 59 milioni e 2,8 miliardi).

Flussi mensili di depositi con durata prestabilita (EUR mld)



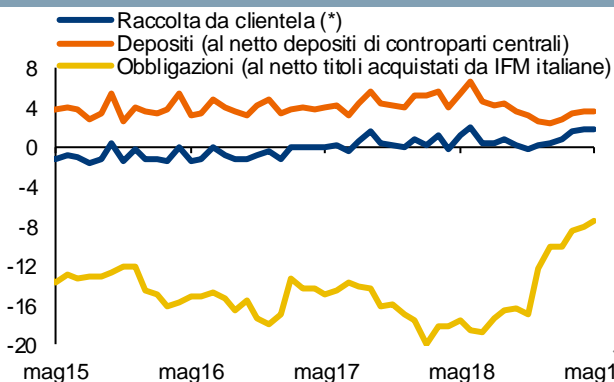
Conti correnti (\*) (var. % annua)



Sostenuto dalla dinamica dei conti correnti, l'aggregato dei depositi delle famiglie ha mantenuto un buon tasso di crescita, pari a 3,6% a/a a maggio, leggermente più robusto rispetto al 3,2% medio dei primi quattro mesi dell'anno e al 3% segnato nel 2018. Anche i depositi delle società non finanziarie sono risultati in aumento, del 2,2% a/a e di 3 miliardi netti nel corso del mese. Complessivamente, la crescita dei depositi da clientela residente è rimasta in linea col mese precedente, pari a +3,5% a/a, un ritmo che dovrebbe essere proseguito anche a giugno, secondo le anticipazioni ABI (+3,7% la variazione stimata, dal 3,8% di maggio su basi omogenee).

Per le obbligazioni, il calo si è confermato in notevole attenuazione, a -7,6% a/a dal -8,1% di aprile, rispetto a un trend negativo rimasto a 2 cifre fino allo scorso febbraio. Le stime ABI delineano un ulteriore miglioramento a giugno, col -6,4% a/a. Questo andamento contribuisce a migliorare la **crescita della raccolta complessiva da clientela**, pari a +1,9% a/a a maggio, dopo il +1,8% di aprile, in ripresa dallo 0,2% di fine 2018. Il graduale rafforzamento della dinamica sarebbe confermato per giugno, sulla base delle stime ABI. Per l'aggregato della raccolta totale, che include il rifinanziamento BCE e i depositi dall'estero, il trend resta in crescita, del 2% a/a a giugno, beneficiando anche della **dinamica sostenuta dei depositi di non residenti – comprensivi dell'interbancario – che dal 2018 risultano continuativamente in aumento**, a un ritmo in accelerazione fino all'11,3% a/a di marzo e più contenuto ad aprile e a maggio, quando è risultato pari a +6,8% a/a. Al contempo, il rifinanziamento BCE si conferma stabile di mese in mese e leggermente in calo anno su anno (-2,1% a/a).

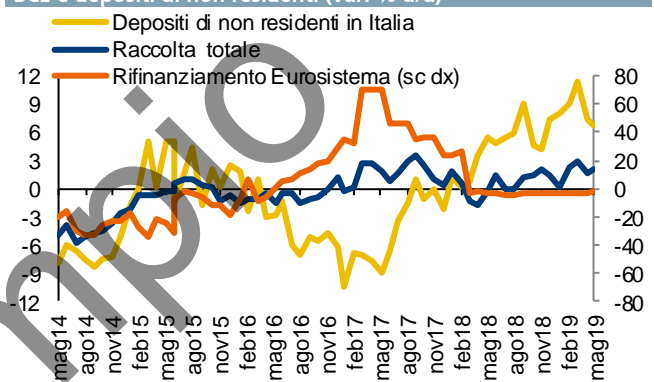
Raccolta da clientela delle banche italiane (var. % a/a) (\*)



al netto di depositi con controparti centrali e obbligazioni acquistate da IFM italiane. Il totale dei depositi e la raccolta escludono le passività in contropartita dei prestiti ceduti e non cancellati.

Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tasso di variazione della raccolta totale, di cui rifinanziamento BCE e depositi di non residenti (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia



Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

**Servizio Macroeconomic Analysis**

**Ufficio Macro & Fixed Income Research**

Paolo Mameli – Economista macro Italia

02 87962128

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

**Servizio Industry & Banking**

**Ufficio Banking**

Elisa Coletti – Economista Banche

02 87962097

elisa.coletti@intesasnpaolo.com

Valentina Dal Maso

0444339871

valentina.dalmaso@intesasnpaolo.com

Federico Desperati

02 87962513

federico.desperati@intesasnpaolo.com

Clarissa Simone

02 87935939

clarissa.simone@intesasnpaolo.com

## Appendice

### Certificazione degli analisti

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 Banca IMI S.p.A. Milano, Banca IMI SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Banca 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. Banca IMI S.p.A. e Intesa Sanpaolo S.p.A. sono entrambe società del Gruppo Intesa Sanpaolo. Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. sono entrambe banche autorizzate dalla Banca d'Italia ed entrambe sono regolate 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.

Né Intesa Sanpaolo S.p.A. né Banca IMI S.p.A. 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. e Banca IMI S.p.A.

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Banca IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Per i soggetti residenti in Italia: il presente documento è distribuito esclusivamente a clienti professionali e controparti qualificate come definiti nel Regolamento Consob no. 20307 del 15.02.2018, come successivamente modificato ed integrato, in formato elettronico e/o cartaceo.

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 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Banca IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi il dettaglio dei contatti sopra).

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e 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 Banca IMI e/o 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 Banca IMI e/o 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 Thomson Reuters-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://www.group.intesasanpaolo.com/script/sir0/si09/governance/ita\\_dlgs\\_231\\_2001.jsp](https://www.group.intesasanpaolo.com/script/sir0/si09/governance/ita_dlgs_231_2001.jsp) 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 separatezza 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://www.group.intesasanpaolo.com/script/sir0/si09/studi/ita\\_doc\\_governance.jsp](https://www.group.intesasanpaolo.com/script/sir0/si09/studi/ita_doc_governance.jsp), ed in versione sintetica sul sito di Banca IMI S.p.A. all'indirizzo <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chiamo/documentazione/normative.html>. 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://www.group.intesasanpaolo.com/script/sir0/si09/studi/ita\\_wp\\_studi.jsp](https://www.group.intesasanpaolo.com/script/sir0/si09/studi/ita_wp_studi.jsp) 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 and Fixed Income Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Banca IMI S.p.A., una delle società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, 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.