La bussola dell'economia italiana

Direzione Studi e Ricerche

Dicembre 2018

La bussola dell'economia italiana

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale	2
Prospettive 2019: ciclo stagnante, incertezza ancora elevata	2
Sintesi della previsione macroeconomica	7
Produzione industriale poco variata a cavallo tra estate e autunno	8
Industria: ancora segnali di rallentamento da ordini e fiducia	9
Anche nei servizi la fase di espansione sembra essersi interrotta	10
Resta contrastata la ripresa nelle costruzioni	11
Segnali non troppo confortanti anche dai consumi	12
Sta tornando ad aumentare la disoccupazione	13
Il commercio estero sta dando segnali di ripartenza	14
Inflazione a un punto di svolta	15
Tendenze del settore bancario italiano	16
Tassi sui nuovi prestiti in leggero rialzo	16
Forte crescita dei nuovi mutui, trainata dal tasso fisso	20
Rallenta la dinamica dei depositi bancari	23

18 dicembre 2018

Nota mensile

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Elisa Coletti
Economista Banche

Paolo Mameli
Economista Macro Italia

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Italy 2017

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Prospettive 2019: ciclo stagnante, incertezza ancora elevata

Le indagini segnalano una fase di sostanziale stagnazione dell'attività economica, che potrebbe estendersi almeno a inizio 2019. L'anno prossimo ci aspettiamo un rallentamento della domanda interna, in particolare per gli investimenti. I rischi sulla nostra stima sul PIL 2019 (0,9%) sono verso il basso. Resta elevata l'incertezza sulle prospettive fiscali e finanziarie del Paese.

Paolo Mameli

Il ciclo è in una fase di sostanziale stagnazione, dopo anni di crescita

La fase di espansione dell'economia italiana sembra essersi interrotta, almeno temporaneamente. **Negli ultimi mesi si sono avuti diversi segnali in tal senso**:

- il **PIL** si è contratto su base congiunturale nel 3° trimestre 2018, come non accadeva dal 2014;
- la **produzione industriale** già a luglio aveva fatto segnare un'interruzione della tendenza espansiva (sulla base della variazione tendenziale corretta per gli effetti di calendario), dopo due anni di crescita ininterrotta;
- le indagini di fiducia delle imprese hanno registrato un deciso rallentamento nel corso dell'anno, in particolare l'indice **PMI** composito in ottobre-novembre è calato in territorio recessivo, ai minimi dal 2013.

A pesare sia fattori esogeni che domestici

Nel 2018, che chiuderà al di sotto delle attese (0,9% nelle nostre stime, sul dato corretto per i giorni lavorativi, dopo l'1,6% del 2017), **hanno pesato a nostro avviso due fattori**:

- **nella prima metà dell'anno, la frenata del commercio estero**, dovuta sia al cambio forte (poi rientrato successivamente), sia agli effetti sul commercio mondiale dell'incertezza legata alla "guerra tariffaria" innescata dall'amministrazione Trump;
- **nella seconda parte dell'anno**, maggiormente decisivo sembra essere stato il ruolo delle variabili domestiche: in particolare, **l'incertezza sull'evoluzione del quadro fiscale e finanziario** potrebbe aver indotto le famiglie e soprattutto le imprese a una maggiore cautela nelle decisioni di spesa, specie a lungo termine.

Nel 2019, ci aspettiamo che il primo fattore possa risultare meno decisivo. Il freno dal cambio è venuto meno, e l'incertezza sulle guerre tariffarie sembra aver influito sulle catene del valore a livello mondiale soprattutto nella prima fase, a meno di nuove evoluzioni in tal senso (che non si possono peraltro escludere). **Ci aspettiamo che l'anno prossimo il contributo del commercio estero al PIL possa tornare lievemente positivo**, a +0,1% dopo il -0,3% visto nel 2018, in un quadro di ripresa per entrambi i flussi commerciali.

Nel 2019, cruciale sarà l'evoluzione della vicenda relativa alla manovra fiscale

Viceversa, il fattore di rischio domestico potrebbe continuare a pesare, e indurre un'ulteriore frenata della domanda interna, soprattutto per investimenti. Naturalmente, molto dipenderà dalle decisioni del Governo in merito alla manovra fiscale, su cui il quadro al momento in cui si scrive non è ancora del tutto chiaro.

In effetti, nelle ultime settimane il Governo ha mostrato toni assai concilianti in merito a una **possibile revisione della legge di bilancio 2019**, al fine di evitare una procedura europea di infrazione per deficit eccessivo e indurre un'evoluzione meno avversa delle variabili finanziarie. Lo scorso 12 dicembre, il Governo ha comunicato alla Commissione Europea la propria disponibilità a ridurre il deficit programmatico 2019 da 2,40% a 2,04%. Al momento, non è ancora noto quali interventi garantiscano la riduzione di quasi 7 miliardi del saldo, in particolare se si tratti di un mero rinvio nell'applicazione delle due principali misure (reddito di cittadinanza e quota 100) o di paletti più stringenti che implichino il restringimento della platea di beneficiari (il che ne ridurrebbe il costo a regime). Le due misure saranno dettagliate in un provvedimento *ad hoc*. Possibile anche l'accelerazione nel processo di dismissioni immobiliari. Peraltro, la trattativa con l'Europa non

appare ancora conclusa: ci sarebbe una distanza ulteriore di almeno 4 miliardi da colmare (occorrerebbe evitare un deterioramento del saldo strutturale, che nelle stime del Governo era atteso peggiorare di 0,8 punti di PIL nel 2019 nella prima versione della manovra). Tuttavia, l'atteggiamento del Governo italiano nei confronti della Commissione Europea è cambiato radicalmente. La riduzione del deficit programmatico, anche se non dovesse bastare a evitare la procedura di infrazione, aiuterà a ottenere un allentamento della tensione sui mercati.

Ad oggi, non è detto che una lieve modifica del target sul deficit 2019 sia sufficiente a rassicurare pienamente investitori e agenzie di rating, né a fermare l'iter della procedura di deficit eccessivo basata sul debito. **I tempi della procedura sarebbero comunque lunghi**: nel caso in cui l'apertura formale avvenga da parte del Consiglio dell'Ecofin il 22 gennaio, o nella riunione successiva, a febbraio, l'Italia avrebbe 3 o più verosimilmente 6 mesi per correggere ulteriormente la rotta.

Il persistere dell'incertezza avrebbe un prezzo elevato in termini di crescita, una schiarita consentirebbe all'economia di tornare a crescere

In ogni caso, **il persistere, verosimilmente almeno nella prima parte del 2019, dell'incertezza** (nonché di livelli elevati degli indici di rischio-Paese sui mercati finanziari) **potrebbe avere un costo in termini di crescita**. Stimiamo che un aumento di 100 punti-base dello spread BTP-Bund, quale quello già verificatosi negli ultimi mesi, abbia un impatto negativo sul PIL di circa -0,3/-0,4% (a nostro avviso superiore agli effetti espansivi delle misure contenute nel *budget*), principalmente attraverso il canale del credito (ovvero un aumento di circa 60pb a regime nel tasso medio sullo stock di prestiti a famiglie e imprese).

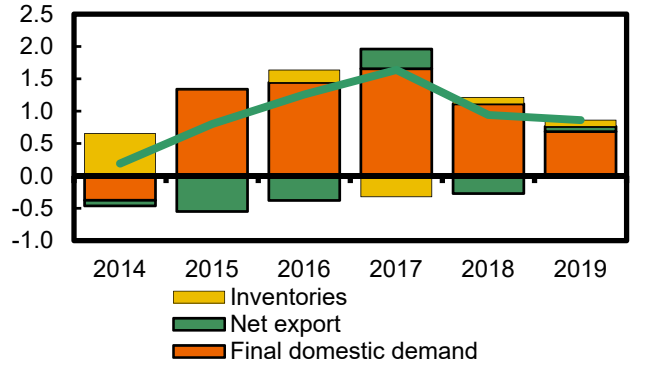
Naturalmente, come detto, il Governo ha tempo per correggere la rotta (auspicabilmente, prima che il programma di rifinanziamento 2019 si faccia pesante). In quel caso, un importante elemento di incertezza/freno al ciclo verrebbe meno, e, stante il persistere di un ciclo mondiale espansivo, l'economia potrebbe gradualmente tornare a crescere nel corso del 2019. **Il nostro scenario di base, di crescita allo 0,9%** (peraltro, significativamente più cauta rispetto a quella dei principali previsori ufficiali), **sconta questa evoluzione positiva. Ma i rischi appaiono senz'altro verso il basso**.

Ci aspettiamo una frenata della domanda interna, in particolare per investimenti

Nel 2019 ci aspettiamo in ogni caso un rallentamento della domanda interna, a 0,7% (al netto delle scorte) dall'1,1% del 2018. In dettaglio:

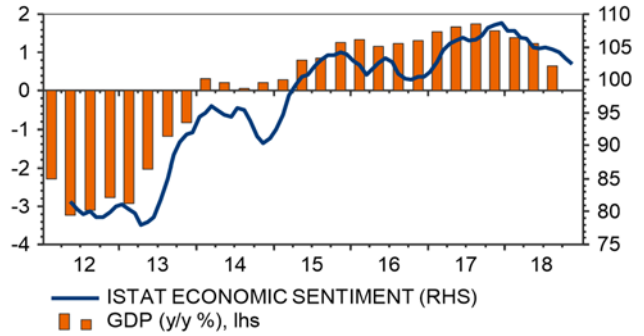
- **la frenata arriva soprattutto dagli investimenti**, attesi crescere a un ritmo di appena l'1,5% dopo il 4% di quest'anno (sarebbe un minimo dal 2014). Non potrà non pesare l'incertezza, in particolare sull'evoluzione delle condizioni finanziarie (che peraltro per il momento non appaiono ancora restrittive, almeno in base ai risultati per l'Italia della BLS BCE), nonché il minor ottimismo delle imprese sulla domanda finale; inoltre anche i margini di profitto hanno fatto segnare di recente un rallentamento;
- **relativamente più contenuti i rischi sui consumi**, visto che la fiducia delle famiglie è risultata meno intaccata rispetto a quella delle imprese dal rischio politico-finanziario. Inoltre, **continua il miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro, che pure a nostro avviso procederà a un ritmo più lento nel 2019** (vediamo una crescita degli occupati di 0,5% ovvero pari alla metà di quella vista nel biennio precedente, che potrebbe lasciare sopra il 10% la media del tasso dei senza-lavoro nell'anno), e la risalita delle retribuzioni contrattuali (all'1,9% dopo l'1,4% del 2018 e lo 0,5% del 2017). Tuttavia, **le stesse famiglie, che restano piuttosto fiduciose in prospettiva storica, si sono fatte più caute** nelle decisioni di spesa, specie relativamente ai beni durevoli (che vediamo in ulteriore rallentamento nel 2019, a 0,7% dopo il 2,2% del 2018 e dai ritmi superiori al 5% visti nel triennio precedente). In particolare, sembra essersi esaurita la spinta dal ciclo dell'auto: sebbene l'obsolescenza del parco veicoli resti relativamente elevata (quasi 11 anni a fine 2017 secondo l'ACI), potrebbe aver pesato l'aumento dell'incertezza normativa nel settore. In sintesi, **i consumi potrebbero crescere di 0,5% in termini reali nel 2019** dopo lo 0,6% del 2018, in netto rallentamento dal ritmo medio di 1,6% visto nel triennio precedente.

Fig. 1 – Nel 2019 ci aspettiamo una ulteriore frenata della domanda interna



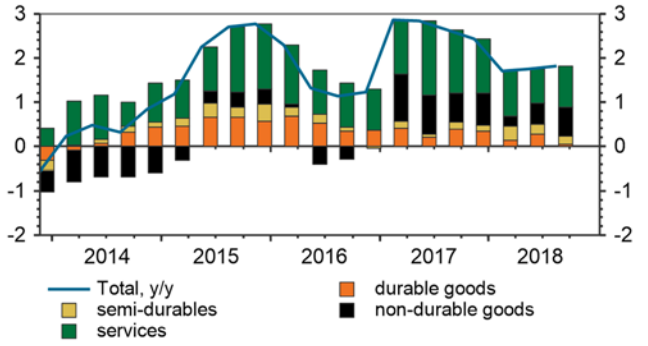
Nota: tasso % di crescita annua del PIL e contributo delle principali componenti. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 2 – Gli indici anticipatori segnalano che la fase di rallentamento potrebbe estendersi almeno alla prima parte del 2019



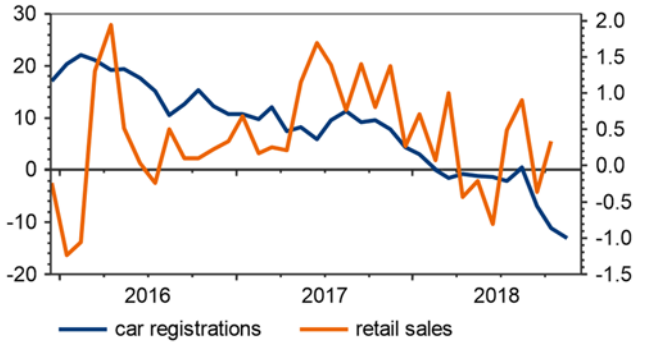
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 3 – Negli ultimi trimestri sembra venuta meno la spinta ai consumi dai beni durevoli



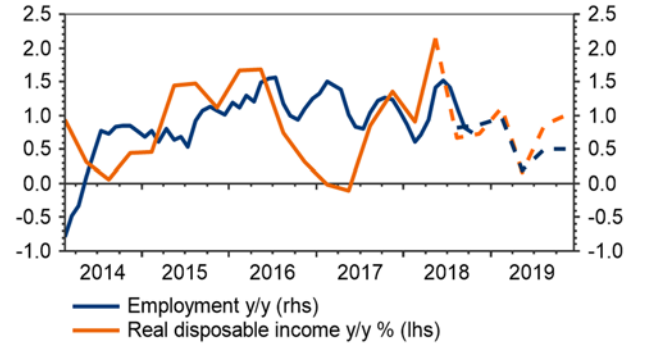
Nota: var. % a/a spesa nominale per consumi di contabilità nazionale. Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 4 – In particolare, si fa tangibile la frenata dell'auto



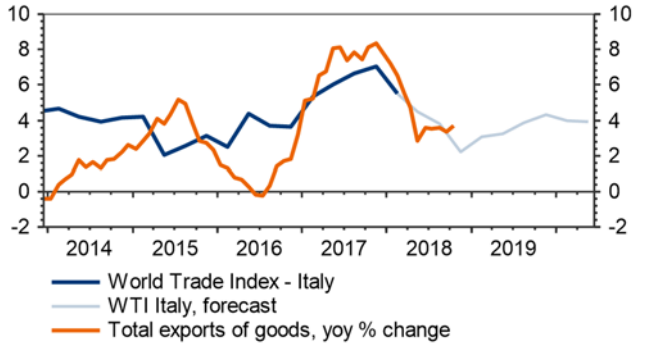
Nota: var. % a/a, medie mobili a 3 mesi. Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 5 – Nel 2019, dovrebbe continuare la crescita di occupazione e reddito disponibile delle famiglie, ma su ritmi meno vivaci



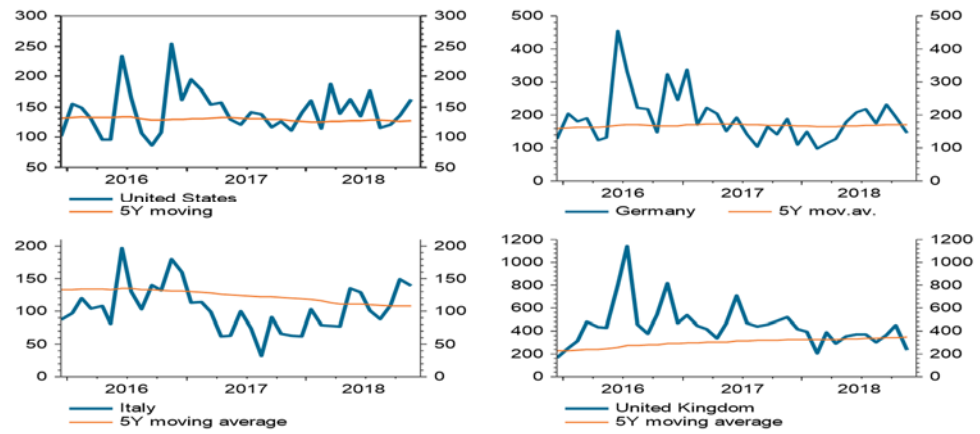
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Il commercio estero potrebbe tornare a contribuire alla crescita in forza di una ripresa dell'export sulla scia della domanda mondiale



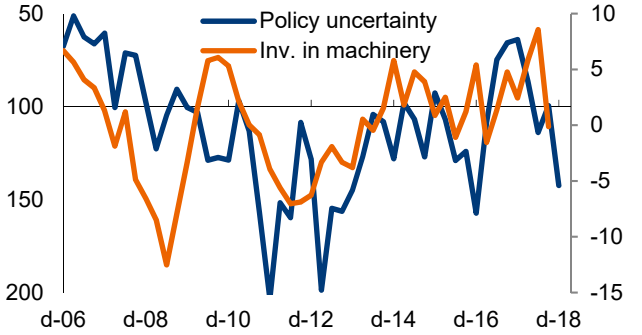
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – L'incertezza di *policy* appare oggi particolarmente elevata (e su un trend crescente) in Italia a confronto con gli altri Paesi



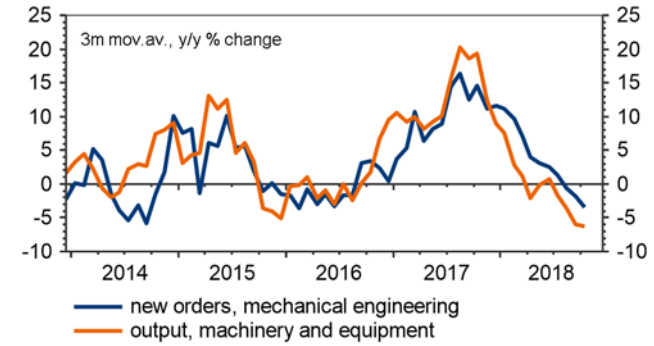
Fonte: www.PolicyUncertainty.com (Scott Baker, Nicholas Bloom and Steven J. Davis)

Fig. 8 – L'incertezza di policy potrebbe pesare soprattutto sugli investimenti



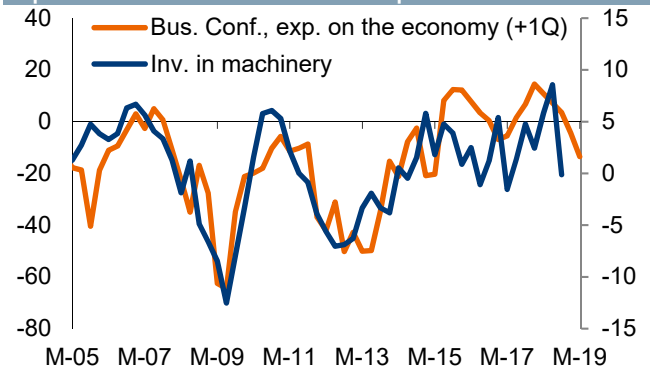
Nota: variazione % a/a investimenti in macchinari e attrezzature (reali). Fonte: Istat, www.PolicyUncertainty.com (Scott Baker, Nicholas Bloom and Steven J. Davis)

Fig. 9 – Proprio la tenuta del ciclo degli investimenti in macchinari appare il principale rischio



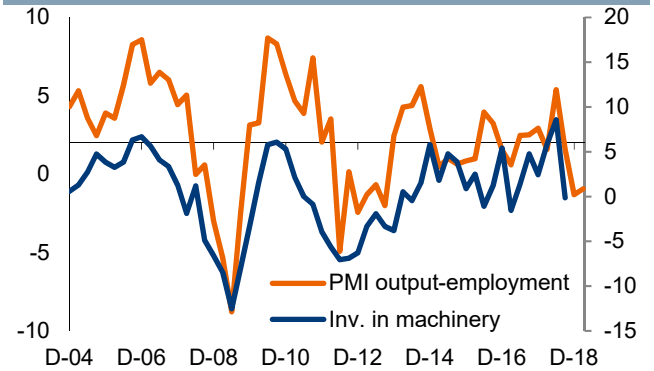
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 10 – Sulla spesa in macchinari potrebbero pesare le aspettative meno ottimistiche delle imprese sull'economia...



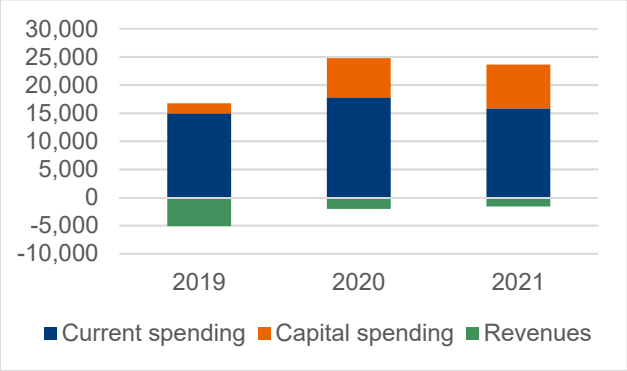
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 11 – ...nonché i segnali di rallentamento dei margini



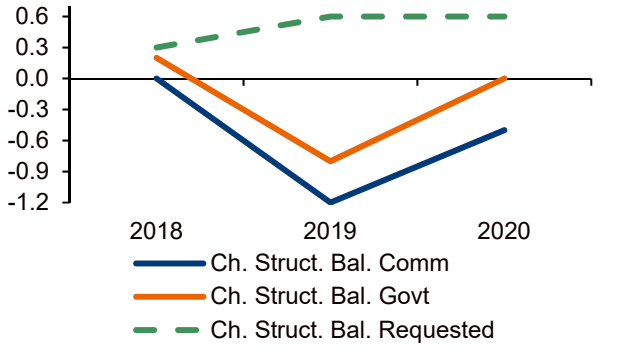
Nota: il differenziale tra le componenti produzione e occupazione dell'indagine PMI manifatturiero può essere considerato come una *proxy* dei margini di profitto delle aziende. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Markit

Fig. 12 – La manovra fiscale 2019 è basata principalmente sull'incremento delle spese correnti...



Nota: in milioni di euro; il grafico è basato sulla versione originale della manovra, con target di deficit al 2,4%. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo Italiano

Fig. 13 – ...e configura uno scostamento molto ampio rispetto allo sforzo strutturale richiesto dalle norme europee (in base alle stime sia del Governo che della Commissione)



Nota: in % del PIL; il grafico è basato sulla versione originale della manovra, con target di deficit al 2,4%. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo Italiano, Commissione UE

Sintesi della previsione macroeconomica

Previsioni macroeconomiche	2017	2018p	2019p	2017		2018				2019			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
PIL (a prezzi costanti, a/a)	1.6	0.9	0.9	1.7	1.6	1.4	1.2	0.7	0.5	0.5	0.7	1.1	1.2
- Variazione % t/t				0.4	0.3	0.3	0.2	-0.1	0.1	0.3	0.3	0.2	0.2
Consumi delle famiglie	1.5	0.6	0.5	0.3	0.0	0.4	0.0	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
Consumi pubblici	-0.1	0.1	0.4	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Investimenti fissi	4.4	4.0	1.5	3.2	1.5	-0.8	2.8	-1.1	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
- Investimenti in macchinari	1.8	3.1	0.8	5.9	1.3	-2.6	3.9	-2.6	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6
- Investimenti in mezzi di trasporto	37.5	20.3	4.8	2.2	6.8	3.9	7.6	-0.7	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
- Investimenti in costruzioni	1.9	2.2	1.4	1.1	0.9	0.1	0.7	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	6.3	0.9	3.0	1.4	1.9	-2.3	0.6	1.1	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6
Importazioni	5.6	1.9	2.9	0.9	1.9	-2.6	2.4	0.8	0.6	0.7	0.5	0.5	0.6
Contributo % PIL													
Commercio estero	0.3	-0.3	0.1	0.2	0.1	0.0	-0.5	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Domanda finale interna	1.7	1.1	0.6	0.8	0.3	0.1	0.6	-0.3	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Variazione scorte	-0.3	0.1	0.2	-0.5	0.0	0.2	0.1	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
Attività produttiva													
Produzione industriale	3.7	1.2	1.0	1.9	0.5	-0.3	-0.2	-0.1	0.3	-0.1	0.6	0.6	0.7
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	1.2	1.2	1.1	1.1	0.9	0.7	0.9	1.5	1.5	1.3	1.2	0.9	1.1
- escluso alimentari, energia (a/a)	0.7	0.7	0.4	0.8	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6	0.2	0.1	0.8
PPI (a/a)	2.3	3.4	2.9	1.3	2.2	1.7	2.2	4.5	5.2	4.3	4.1	2.4	0.8
Disoccupazione (%)	11.3	10.6	10.2	11.3	11.0	11.0	10.7	10.3	10.5	10.3	10.2	10.1	10.0
Occupati totali	1.1	1.0	0.5	0.4	0.2	0.1	0.9	-0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
Salari contrattuali	0.5	1.4	1.9										
Reddito disponibile reale	0.6	1.1	0.8										
Tasso di risparmio (%)	7.8	7.7	7.4										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	2.8	2.6	2.8										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-2.4	-2.0	-2.5										
Debito (% PIL)	131.2	131.5	131.7										
Variabili finanziarie*													
3-mesi Euribor (%)	-0.33	-0.32	-0.14	-0.33	-0.33	-0.33	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.30	-0.14
BTP 10 anni (%)	1.77	3.31	4.09	2.06	1.77	1.95	2.77	2.80	3.31	3.66	3.83	3.98	4.09
Spread BTP/Bund (%)	1.73	2.17	2.80	1.70	1.46	1.42	1.76	2.50	3.01	2.80	2.80	2.80	2.80

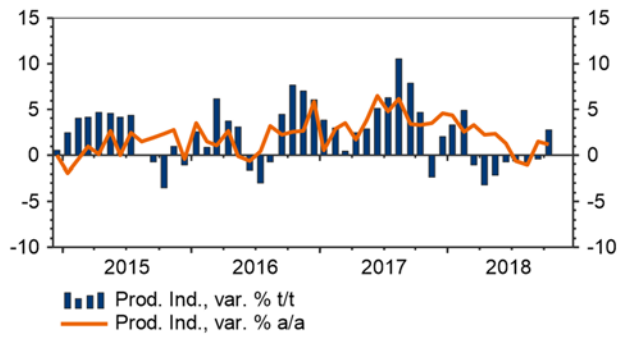
Nota: (*) ipotesi sottostanti le previsioni macroeconomiche. Fonte: Istat, Thomson Reuters-Datastream, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Produzione industriale poco variata a cavallo tra estate e autunno

La produzione industriale è aumentata lievemente a ottobre, di +0,1% m/m dopo il calo nella stessa misura registrato a settembre (rivisto al rialzo da una prima stima a -0,2% m/m). **Il dato è risultato migliore dell'aspettativa di consenso**, che si attendeva un calo di -0,3% m/m, **ed esattamente in linea con la nostra stima. L'incremento congiunturale è dovuto interamente ai beni di consumo** (+1,3% m/m, in crescita per il terzo mese consecutivo, con i durevoli in recupero di +2,6% m/m dopo il -1,9% di settembre). Viceversa, gli altri raggruppamenti principali di industrie hanno evidenziato un calo, marginale per i beni strumentali e intermedi (-0,1% e -0,3% m/m rispettivamente) e più consistente per l'energia (-3% m/m). **La variazione annua** (corretta per gli effetti di calendario) **è rallentata, rimanendo però per il secondo mese in territorio positivo** (+1% da +1,4% di settembre), **dopo che in luglio e agosto si era interrotta la tendenza espansiva degli ultimi due anni. L'andamento per settore è assai variegato.** Tra i comparti maggiormente in rosso su base annua (corretta per gli effetti di calendario) si confermano legno, carta e stampa (-5,4% a/a) e *coke* e petroliferi raffinati (-4,8%), e vira in negativo il volatile settore farmaceutico (-3,6% a/a). Viceversa, mostrano incrementi tendenziali apprezzabili computer ed elettronica (+5,9%), alimentari e bevande (+3,8%), chimici (+3,2%) e le altre industrie manifatturiere (+3,7%).

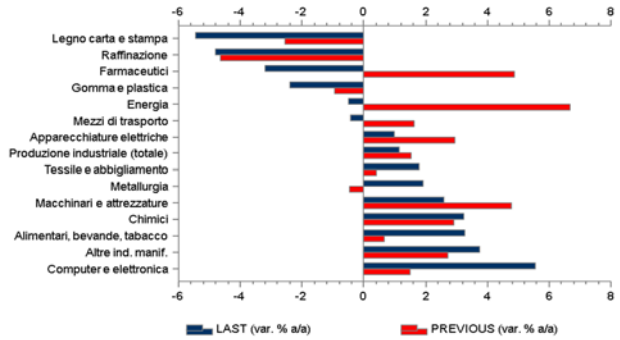
Nel complesso, il dato sulla produzione industriale di ottobre non ci ha sorpreso e non cambia le prospettive macroeconomiche. A nostro avviso, **l'output potrebbe tornare a calare già da novembre**, per via del "ponte" di inizio mese e delle condizioni meteo sfavorevoli. **Tuttavia, nel trimestre corrente (a meno di un crollo a novembre e dicembre) la produzione industriale dovrebbe essere tornata a crescere**, come non accadeva dalla fine dell'anno scorso, anche se grazie a un effetto di trascinamento positivo dal trimestre precedente. Ciò segnala che è possibile che il PIL nell'ultima parte dell'anno mostri un miglioramento rispetto al -0,1% t/t visto nei mesi estivi (ci aspettiamo un dato nel *range* 0-0,1% t/t).

La tendenza della produzione industriale è poco più che stagnante



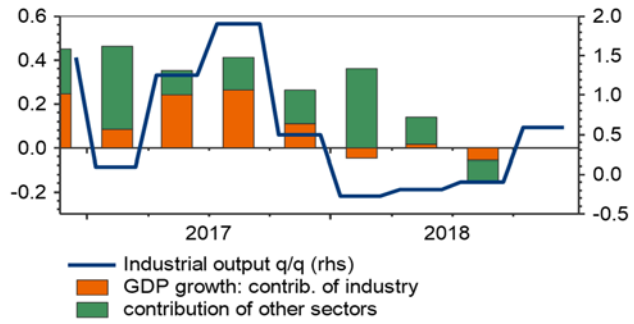
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Il dettaglio per settore è assai variegato



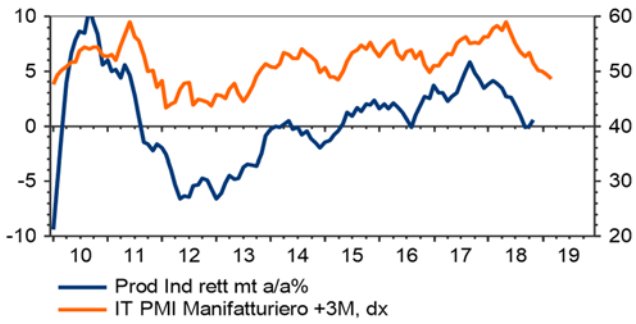
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

E' possibile che l'industria torni a contribuire positivamente al valore aggiunto nel 4° trimestre



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Tuttavia, le indagini segnalano che i rischi sull'attività produttiva restano verso il basso



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

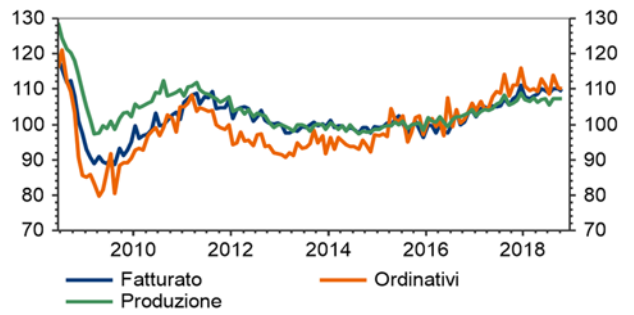
Industria: ancora segnali di rallentamento da ordini e fiducia

A ottobre, sia il fatturato che gli ordini industriali hanno fatto segnare una flessione su base congiunturale. Il fatturato è calato di -0,5% m/m dopo la stabilità del mese precedente, per un rallentamento su base annua (corretta per gli effetti di calendario) al 2% dal 3,9% di settembre (si tratta di un minimo da gennaio dell'anno scorso). Sia nel mese che sull'anno, ha frenato soprattutto il mercato interno, e in misura cruciale il settore dei beni strumentali (-3,5% m/m, -1,4% a/a). Gli ordini all'industria sono calati di -0,3% m/m, mentre la variazione tendenziale è salita a 2% da un precedente -1% (ma il dato è non corretto per i giorni lavorativi, 23 contro i 22 di ottobre 2017). Su base annua, si nota una buona dinamica sia del fatturato che degli ordinativi per computer ed elettronica, prodotti chimici e industrie tessili, mentre sono in frenata due comparti che erano stati trainanti fino a poco tempo fa: mezzi di trasporto (-11,5% il fatturato, -5,1% le commesse) e macchinari e attrezzature (-3,1% gli ordini). Il dato evidenzia, in maniera più marcata di quello sulla produzione, che è in atto un trend di rallentamento per l'attività economica nell'industria, non più derivante come qualche mese fa dal minor traino dall'estero, bensì connesso a una minore dinamica della domanda interna, soprattutto quella legata al ciclo degli investimenti.

La fiducia delle imprese manifatturiere era scesa da 104,9 a 104,4 a novembre, raggiungendo un minimo da quasi due anni. Particolarmente colpiti i produttori di beni strumentali. A pesare erano state soprattutto le indicazioni sul clima economico nazionale, specie in chiave prospettica. In pratica, **le indagini di fiducia delle imprese nel settore non segnalano una significativa accelerazione dell'attività produttiva nel futuro prossimo**. In particolare, preoccupa il calo al di sotto della soglia di 50 dell'indice PMI manifatturiero a ottobre e novembre. Probabilmente, **l'incertezza sulle prospettive fiscali e finanziarie del Paese sta cominciando a pesare** sull'attività produttiva.

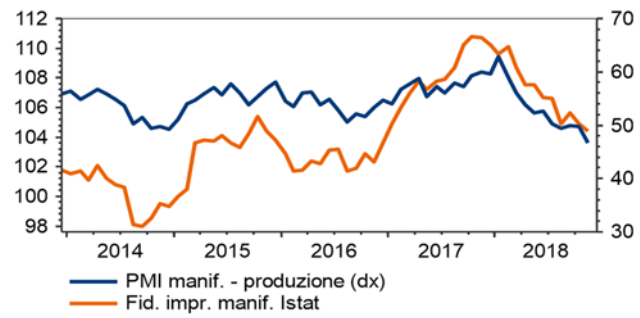
In sintesi, le indagini di fiducia e i dati reali sulla produzione segnalano che, dopo anni di espansione, il ciclo è ora in una fase di **sostanziale stagnazione dell'attività**, che potrebbe protrarsi almeno sino alla prima parte del 2019. Ciò segnala che c'è il **rischio di un significativo rallentamento** della crescita del PIL l'anno prossimo rispetto al 2018.

Laterale negli ultimi mesi la tendenza per produzione, ordini e fatturato nell'industria



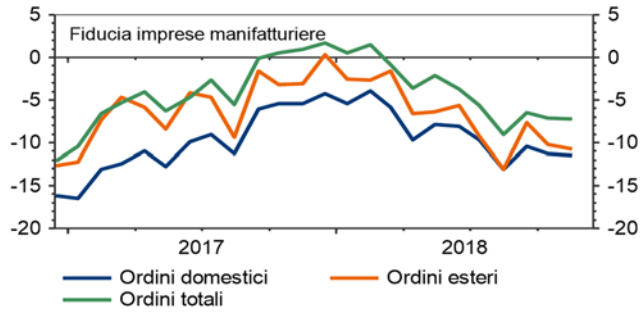
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Il trend recente per le indagini resta in rallentamento



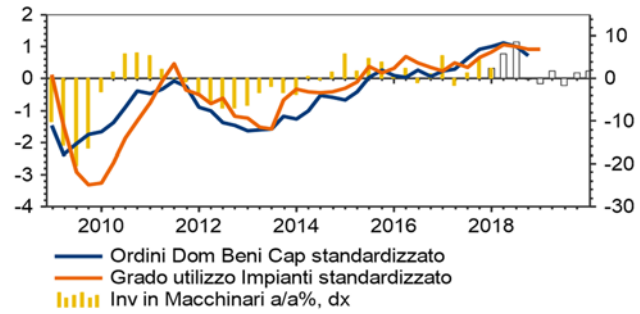
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Resta in rallentamento anche la tendenza per le indicazioni sugli ordini delle imprese manifatturiere



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Il grado di utilizzo degli impianti potrebbe aver superato il punto di massimo dell'attuale ciclo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

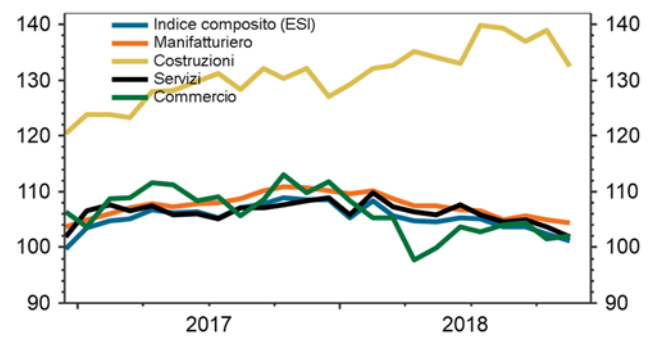
Anche nei servizi la fase di espansione sembra essersi interrotta

A novembre, la fiducia delle imprese dei servizi secondo l'indagine Istat è calata più che negli altri comparti, da 103,6 a 101,8, un minimo da quasi due anni. L'indagine mostra un peggioramento per tutte le componenti, con particolare riferimento al deterioramento dei giudizi sull'andamento degli affari e alla contrazione sia dei giudizi sia delle attese sugli ordini. L'unico sotto-settore che fa segnare un recupero per la fiducia (per il secondo mese consecutivo) è quello dell'informazione e comunicazione (da 108,4 a 110).

Anche meno confortanti i segnali dall'indagine Markit sulla fiducia dei direttori degli acquisti delle aziende di servizi, sebbene l'indice sia risalito a 50,3 a novembre, dopo essere calato in territorio restrittivo a ottobre (per la prima volta dal 2014), a 49,2. Tuttavia, le principali componenti hanno mostrato un calo, marginale per i nuovi affari e più sostanzioso per il business esistente e le aspettative di business per il futuro; in aumento invece la componente occupazione. Data l'ulteriore flessione nel manifatturiero, l'indice composito resta sotto il valore-soglia, a 49,3 (stabile rispetto al mese precedente). Il ciclo appare in una fase di sostanziale stagnazione, e non si possono al momento escludere rischi recessivi.

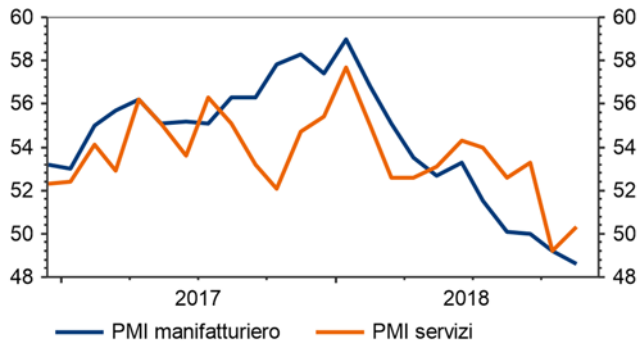
In sintesi, sulla base delle indagini, anche nel 4° trimestre, come già accaduto nei mesi estivi, **i servizi potrebbero aver dato un contributo sostanzialmente nullo alla crescita**. A fine anno, l'apporto dell'industria potrebbe consentire una espansione seppur minima del valore aggiunto, ma la debolezza dei servizi conferma i rischi verso il basso sul ciclo in chiave prospettica.

Fiducia delle imprese nei principali settori



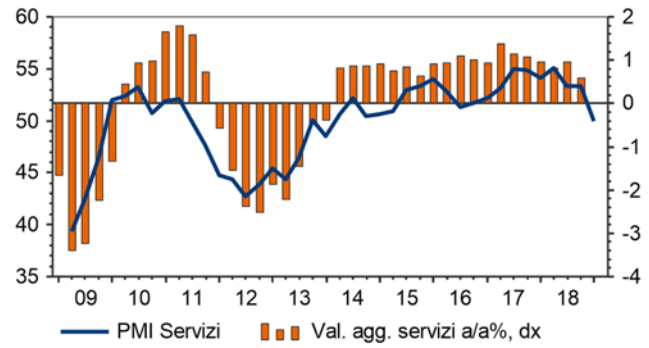
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

La fiducia nei servizi mostra un tentativo di recupero a novembre, a differenza che nell'attività



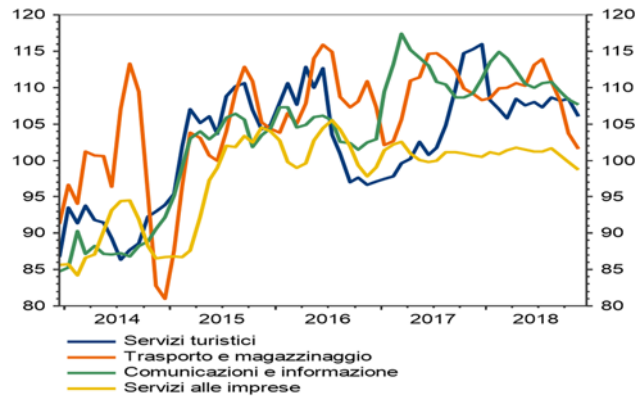
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Il contributo dei servizi al valore aggiunto è in chiaro rallentamento



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fiducia delle imprese dei servizi nei principali sotto-settori



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

Resta contrastata la ripresa nelle costruzioni

La **produzione nelle costruzioni** è tornata a crescere su base congiunturale a settembre (+1,3% m/m), dopo la flessione registrata nei due mesi precedenti. Su base annua l'output è accelerato a 2,7% da 0,6% precedente (corretto per i giorni lavorativi). Nel trimestre la produzione è aumentata di +0,5% t/t, circa in linea con i tre mesi precedenti (+0,7% t/t). La crescita di settembre crea un effetto statistico positivo sul trimestre in corso: in caso di stagnazione congiunturale negli ultimi tre mesi dell'anno, l'output risulterebbe in aumento all'incirca allo stesso ritmo nel trimestre invernale (+0,6% t/t).

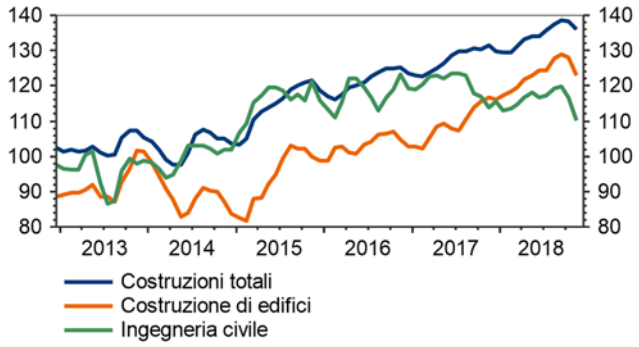
Prosegue anche la ripresa delle transazioni sul mercato immobiliare: nel 2° trimestre, le **convenzioni notarili di compravendite** (e le altre convenzioni relative ad atti traslativi a titolo oneroso per unità immobiliari) sono cresciute dell'1,6% rispetto al trimestre precedente, trainate dal settore abitativo (+1,7% t/t). Su base annua le transazioni sono aumentate del 4,7% (settore abitativo +5,1%, mentre il comparto economico resta in lieve calo: -0,6%).

A novembre, la **fiducia delle imprese nelle costruzioni** è tornata a calare, a 132,5, dopo essere salita a 138,9 (in controtendenza con gli altri settori) a ottobre. Il dettaglio dell'indagine mostra un peggioramento sia dei giudizi sugli ordini sia delle aspettative sull'occupazione. Il morale è calato in tutti i comparti, particolarmente nella costruzione di edifici e nei lavori di costruzione specializzati (e in minor misura nell'ingegneria civile). In ogni caso, il livello della fiducia, a differenza che negli altri settori, resta coerente con un'espansione dell'attività nel settore.

Resta contrastata la ripresa della produzione nelle costruzioni

Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

In calo dai massimi la fiducia delle imprese, specie nel settore dell'ingegneria civile

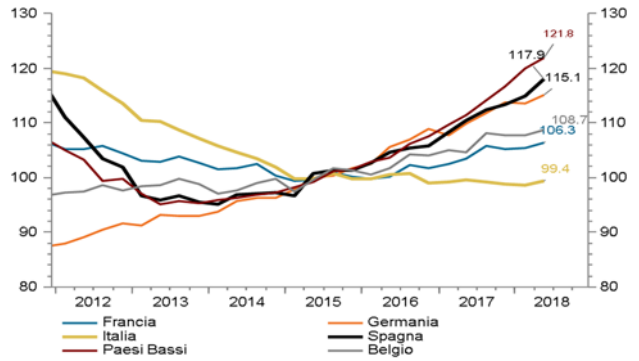


Nota: medie mobile a 3 mesi. Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Il livello della fiducia delle imprese resta coerente con un ulteriore recupero per gli investimenti in costruzioni di contabilità nazionale

Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

I prezzi delle abitazioni, a differenza che in altri Paesi, non mostrano ancora una chiara ripresa



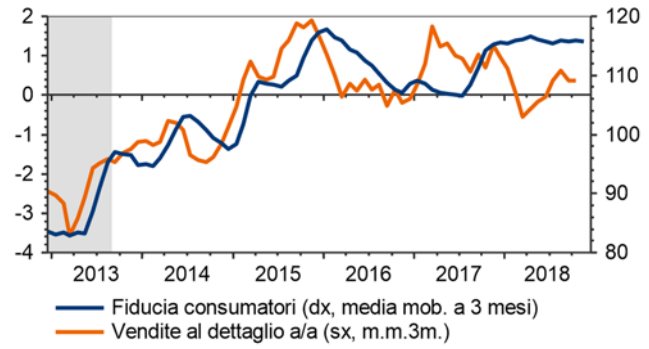
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Segnali non troppo confortanti anche dai consumi

Le vendite al dettaglio sono tornate ad aumentare a ottobre (+0,1% m/m in valore, +0,2% in volume), ma hanno recuperato solo in piccola parte la flessione di settembre (-0,8% in valore, -0,7% in volume). Anche la variazione tendenziale è tornata in positivo, a +1,5% da -2,5% precedente (in valore). Su base annua, tornano ad accelerare i discount di alimentari (+4%) e soprattutto il commercio elettronico, che tocca un massimo storico a +24,4%; anche le altre principali forme distributive fanno segnare in ogni caso un progresso. Gli unici gruppi di prodotti a mantenere una flessione significativa rispetto a un anno fa sono cartoleria, libri, giornali e riviste (-0,9%) e giochi, giocattoli, sport e campeggio (-0,7%); viceversa, in decisa crescita le dotazioni per l'informatica, telecomunicazioni e telefonia (+5,7%). In ogni caso, per via della flessione registrata a settembre, le vendite sono in rotta per un rallentamento nell'ultimo trimestre dell'anno (a -0,2% da +0,4% t/t in valore e a zero da +0,3% t/t in volume). Ciò suggerisce che i consumi di contabilità nazionale potrebbero risultare deboli anche nel trimestre autunnale, dopo il -0,1% t/t (-0,5% sui beni di consumo non durevoli) visto in estate.

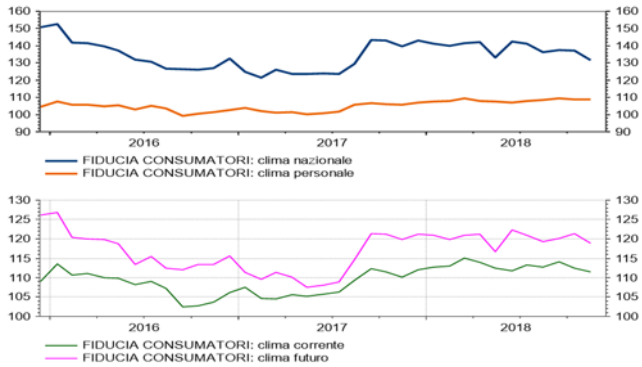
La fiducia dei consumatori era scesa più del previsto a novembre, dopo essere aumentata nei due mesi precedenti. L'indice è calato a 114,8 (minimo da maggio), da 116,5 precedente. Il peggioramento è dovuto al clima nazionale, mentre la situazione personale degli intervistati è anzi lievemente migliorata nel mese; è calato sia il clima corrente che, in maggior misura, le aspettative per il futuro. Sono tornate ad aumentare le preoccupazioni delle famiglie sulla disoccupazione (che pure rimangono su livelli assolutamente espansivi a confronto con la media storica). Tra le altre componenti dell'indagine, si registra soprattutto un netto peggioramento sia dei giudizi che delle attese sulla situazione economica dell'Italia.

Il livello della fiducia dei consumatori resta coerente con un recupero per le vendite al dettaglio nei prossimi mesi



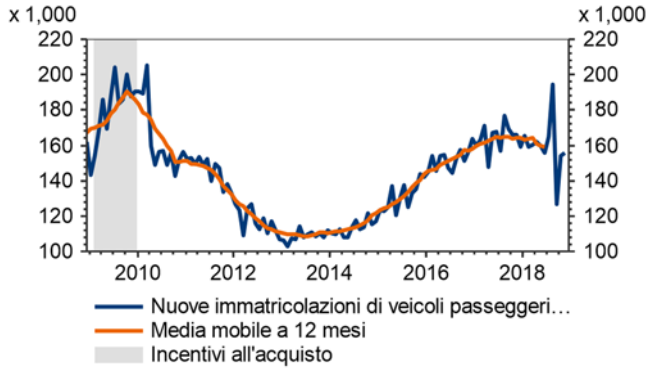
Nota: area ombreggiata=recessione. Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Tuttavia, a novembre si è registrato un calo del morale dei consumatori, specie per quanto riguarda il clima economico nazionale e le aspettative



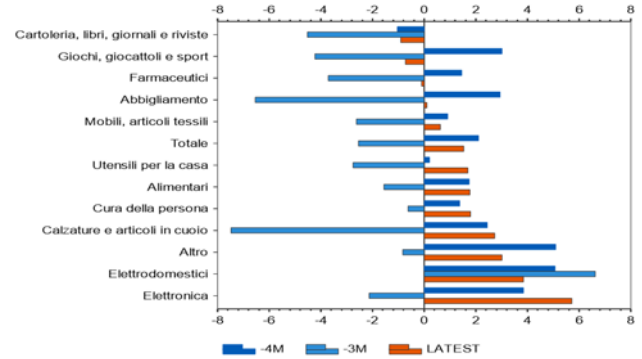
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

In aumento la volatilità nelle vendite di auto, il ciclo resta positivo ma la tendenza si va affievolendo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

La tendenza annua delle vendite al dettaglio è assai variegata per gruppi di prodotti



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

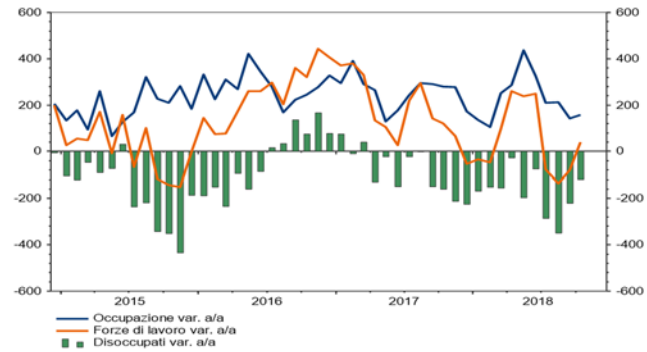
Sta tornando ad aumentare la disoccupazione

La disoccupazione è salita assai più del previsto a ottobre (a 10,6% da un precedente 10,3%), anche se l'aumento è dovuto al calo degli inattivi in presenza di occupati poco variati. Nel mese si nota anche una ripresa dei lavoratori dipendenti permanenti a fronte di un calo di quelli a termine e dei lavoratori indipendenti. Il tasso di disoccupazione giovanile è salito per il terzo mese (a 32,5%).

In sintesi, **l'aumento del tasso dei senza-lavoro è meno preoccupante di quanto appaia a prima vista**, in quanto dovuto all'aumento del tasso di attività, e la volatilità su base mensile è elevata. Inoltre, le indicazioni di famiglie e imprese sul mercato del lavoro restano ottimistiche, ma meno di qualche mese fa. Tuttavia, se dovesse proseguire la fase di sostanziale stagnazione del ciclo economico, ne deriverebbero prospettive assai meno ottimistiche anche per quanto riguarda il mercato del lavoro.

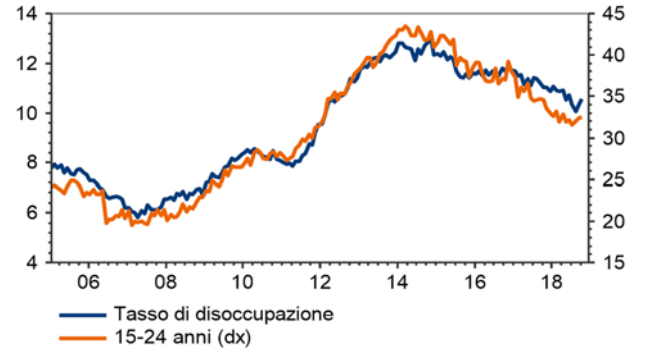
Nel 2019, nel nostro scenario base pensiamo continuerebbe il miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro, che pure a nostro avviso procederà a un ritmo più lento che nel 2018: vediamo una crescita degli occupati di 0,5% ovvero pari alla metà di quella vista nel biennio precedente, che potrebbe lasciare sopra il 10% la media del tasso dei senza-lavoro nell'anno; è attesa proseguire anche la risalita delle retribuzioni contrattuali (all'1,9% dopo l'1,4% del 2018 e lo 0,5% del 2017).

L'occupazione sta perdendo slancio



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

La disoccupazione mantiene un trend al ribasso, ma è rimbalzata negli ultimi due mesi

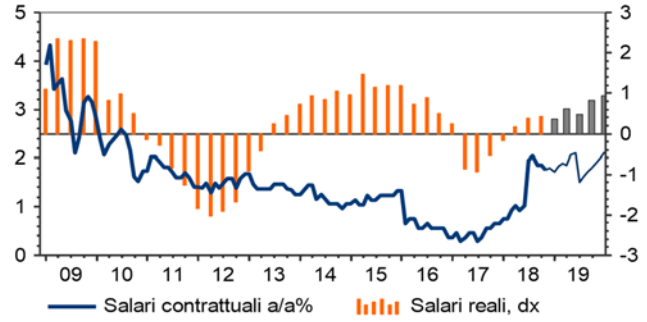


Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Le indicazioni di famiglie e imprese sul mercato del lavoro restano ottimistiche, ma meno di qualche mese fa

Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Le retribuzioni contrattuali stanno mostrando un'inversione di tendenza dopo un trend di rallentamento durato anni



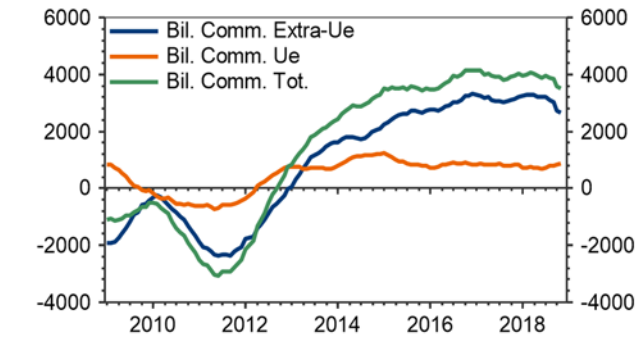
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Il commercio estero sta dando segnali di ripartenza

A ottobre, entrambi i flussi commerciali hanno evidenziato una ripresa dopo il calo di settembre, più intensa per l'export (+2,5% m/m) **che per l'import** (+2,1% m/m). Il recupero delle esportazioni è dovuto ai mercati extra UE (+5,3% m/m), quello delle importazioni ai Paesi UE (+3,8% m/m). Trainanti per la variazione congiunturale dell'export i beni di consumo non durevoli (+6,5% m/m). Su base annua, entrambi i flussi accelerano, l'export a +5,3% e l'import a +10,1% (dati corretti per gli effetti di calendario). A spiegare l'accelerazione tendenziale dell'export (sui dati non corretti per i giorni lavorativi) è soprattutto il volatile comparto farmaceutico (+45%), in particolare verso Stati Uniti e Germania, ma si nota anche un buon recupero per i macchinari (+10%, soprattutto verso Paesi OPEC e USA), dopo che entrambi i settori erano scesi in territorio negativo il mese scorso; tra i pochi comparti in crescita, gli autoveicoli (-8,1%, specie verso USA e Cina). Il mercato che contribuisce maggiormente alle vendite all'estero sono gli Stati Uniti (+22,3% la variazione a/a); si notano incrementi a due cifre anche per diversi Paesi europei (Paesi Bassi, Svizzera, Polonia, Repubblica Ceca) e per il Giappone; significativa la svolta verso i Paesi OPEC (+10,8%). Nei primi dieci mesi dell'anno, l'avanzo commerciale è pari a 32,3 miliardi, in lieve calo dai 37,9 mld dell'anno scorso; tuttavia, al netto dei prodotti energetici, il surplus è salito a 66,3 miliardi dopo i 65,2 mld del 2018.

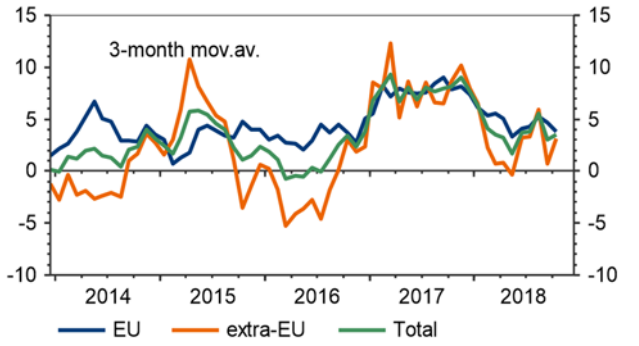
In sintesi, **il commercio estero sta dando segnali di ripartenza, dopo la debolezza che ha caratterizzato buona parte dell'anno**. A nostro avviso, nel 2019 si potrebbe vedere una ripresa per entrambi i flussi, e gli scambi con l'estero potrebbero tornare a dare un apporto positivo al PIL (in presenza di una possibile frenata per la domanda interna).

La bilancia commerciale mantiene un elevato surplus, ma in ripiegamento dai massimi



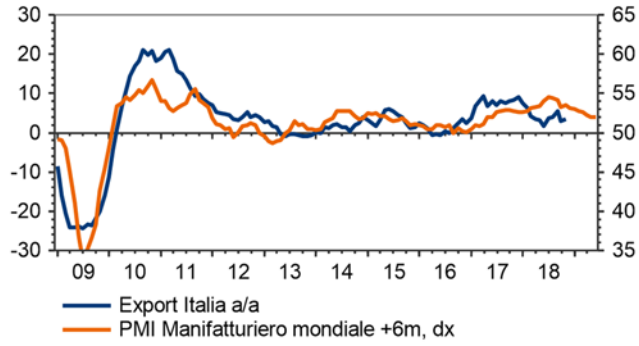
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Le esportazioni restano decisamente meno dinamiche rispetto all'anno scorso (specie vero i Paesi extra-UE)



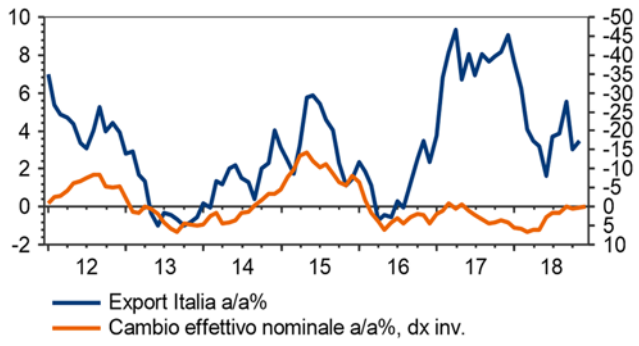
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

La domanda mondiale rivolta verso l'Italia resta in crescita, ma è in rallentamento



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Si è attenuato il freno derivante dal tasso di cambio



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Inflazione a un punto di svolta

L'**inflazione** è risultata pari all'1,7% a novembre, sia per quanto riguarda l'indice nazionale che quello armonizzato (nel primo caso il dato stabile rispetto a ottobre, nel secondo caso in decelerazione di un decimo). Nel mese, i prezzi sul NIC sono rimasti invariati.

Il calo, di natura tipicamente stagionale, dei servizi ricettivi e di ristorazione (-1,7% m/m) e delle spese per ricreazione, spettacoli e cultura (-0,6% m/m, assieme a quello delle comunicazioni, è stato compensato dai rincari degli alimentari (0,5% m/m), in relazione con tutta probabilità alle condizioni meteorologiche avverse che hanno caratterizzato il mese.

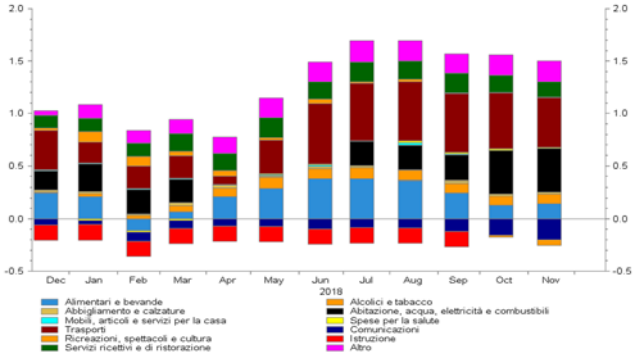
In prospettiva, a nostro avviso già a partire da dicembre potrebbe prendere avvio un trend di calo dell'inflazione, principalmente guidato dall'effetto statistico sui prezzi dell'energia. L'inflazione "di fondo" rimane sotto controllo (è risultata stabile a 0,7% a novembre).

Nel 2019, ci aspettiamo che sia l'inflazione *headline* che quella *core* possano registrare variazioni lievemente inferiori a quelle viste nel 2018.

La tendenza per l'inflazione dovrebbe essere al ribasso per buona parte del 2019

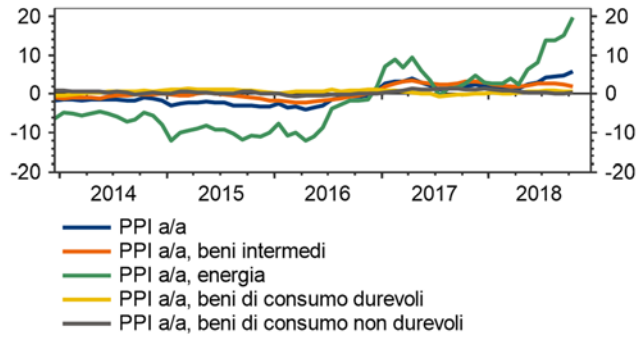
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Decisivi negli ultimi mesi i rincari dei trasporti e delle spese per la casa



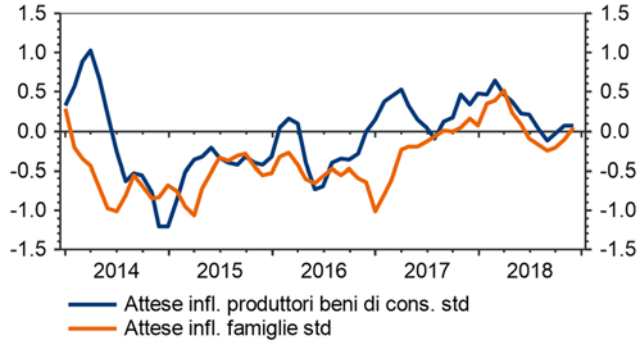
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Il PPI (+5,8% a/a a ottobre) segnala un aumento delle spinte a monte della catena produttiva, ma solo dall'energia



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Le attese inflazionistiche di famiglie e imprese rimangono ampiamente sotto controllo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Tendenze del settore bancario italiano

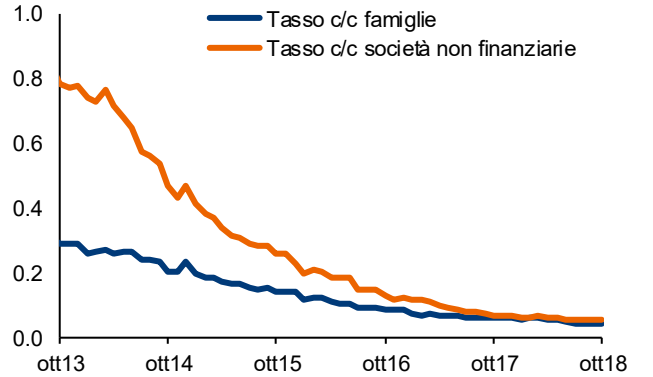
Tassi sui nuovi prestiti in leggero rialzo

Elisa Coletti

Continua l'invarianza del tasso medio complessivo sullo stock dei depositi, che dall'aprile 2017 si attesta sul livello di 0,39%-0,40%. Inoltre, a ottobre il tasso sullo stock di obbligazioni è risultato solo in lieve calo, mentre le anticipazioni ABI delineano un lieve recupero per novembre. Pertanto, il costo complessivo della raccolta da clientela è rimasto essenzialmente stabile. Per quanto riguarda i tassi sui nuovi prestiti alle società non-finanziarie, dopo i ribassi di settembre, a ottobre si è osservato un riaggiustamento verso l'alto, con l'eccezione del tasso sui finanziamenti inferiori a 1 milione che ha continuato a ridursi lievemente. Anche i tassi sulle erogazioni di mutui alle famiglie sono risaliti, tornando sul livello di agosto. Le anticipazioni ABI per novembre delineano ulteriori lievi rialzi dei tassi sui nuovi prestiti alle imprese e sui mutui alle famiglie.

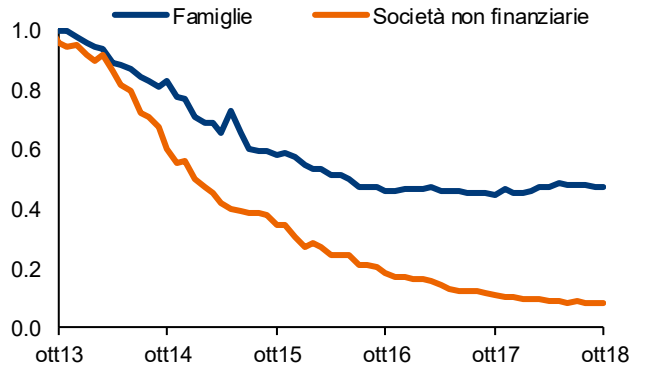
I tassi sullo stock di depositi restano fermi, con al più qualche impercettibile limatura verso il basso. A ottobre il tasso medio complessivo si è confermato a 0,39% ed è visto stabile a novembre, secondo le anticipazioni ABI. Il tasso sui depositi delle famiglie è sceso lievemente a 0,47%, sul livello di marzo dopo sei mesi a 0,48%, mentre il tasso sui depositi delle società non-finanziarie è risalito dallo 0,08% di settembre allo 0,09% già registrato da febbraio ad agosto (si veda il grafico seguente a destra). Tra le componenti, **il tasso medio sui conti correnti è rimasto sullo 0,05%** rilevato da giugno in poi e confermato dalle anticipazioni ABI per novembre.

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



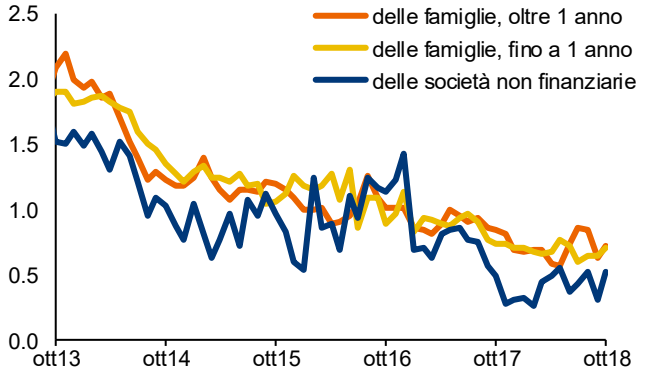
Fonte: Banca d'Italia

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



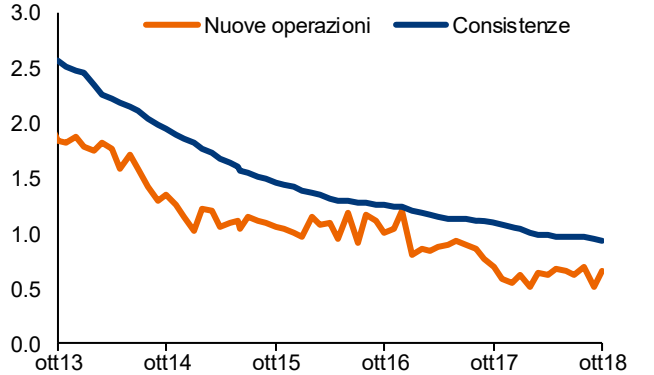
Fonte: Banca d'Italia

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 (%)

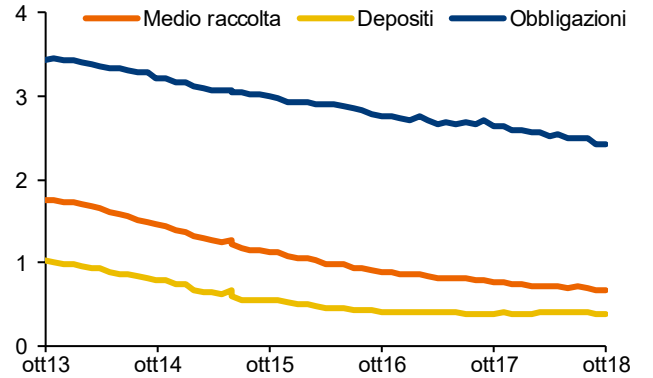


Fonte: Banca d'Italia

Continua l'andamento altalenante dei tassi sui nuovi depositi a tempo, che a ottobre hanno visto generalizzati movimenti verso l'alto. Con riguardo a quelli corrisposti alle famiglie, il tasso sulle durate più lunghe è aumentato di 10pb m/m a 0,72%, restando al di sotto del livello di 0,85%-0,86% raggiunto a luglio-agosto, ma più alto dei valori registrati nei primi cinque mesi dell'anno. Anche il tasso sulle durate inferiori a 1 anno è risalito sullo 0,70% (+6pb m/m). Parallelamente, il tasso sui depositi con durata prestabilita delle imprese ha recuperato quanto perso a settembre, tornando al livello di agosto (0,53%, +21pb m/m). Pertanto, il tasso medio complessivo a famiglie e imprese ha guadagnato in un mese 15pb a 0,67%.

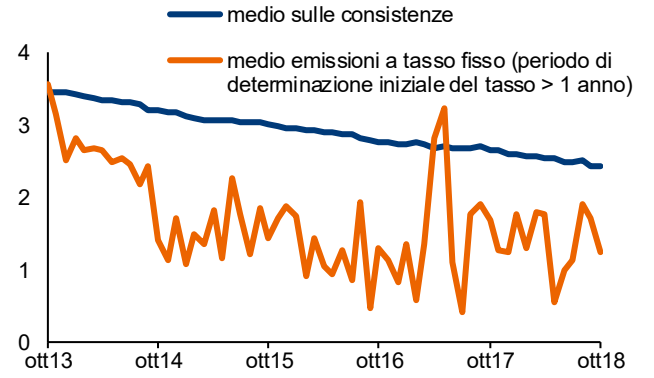
Il tasso medio sullo stock di obbligazioni a ottobre ha mostrato una piccola limatura verso il basso, di 1pb m/m, al nuovo minimo storico di 2,42%, ed è visto risalire lievemente a novembre a 2,45%, secondo le stime ABI. Pertanto, considerata la stabilità del tasso medio sui depositi, **il costo complessivo della raccolta da clientela è rimasto essenzialmente invariato** a 0,68% sia a ottobre, sia a novembre sulla base delle stime ABI.

Tassi sulla raccolta bancaria – consistenze (%)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

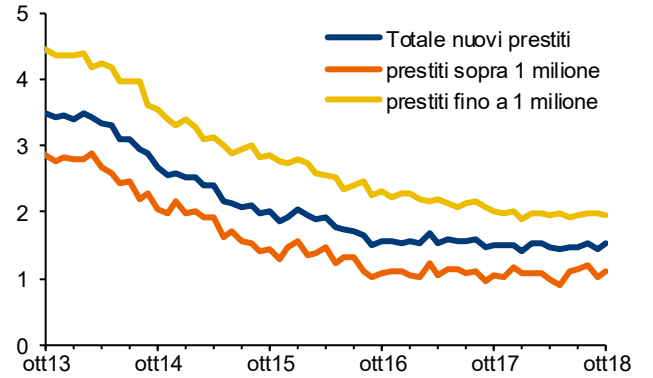
Tassi su obbligazioni bancarie in essere e nuove emissioni (%)



Fonte: Banca d'Italia

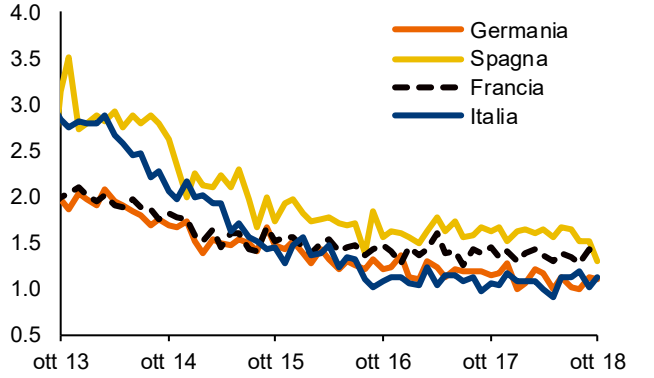
Dal lato dei **tassi sui nuovi prestiti, a ottobre si è osservato un aumento quasi generalizzato. Il tasso medio sulle erogazioni alle società non-finanziarie è salito di 7pb m/m a 1,52%, riassorbendo in parte il calo registrato a settembre, ed è visto in ulteriore recupero di 2pb m/m a novembre secondo le stime ABI.** Guardando alle componenti, anche l'aumento di ottobre è stato determinato dal tasso sui nuovi prestiti di maggiore entità, salito di 11pb m/m a 1,12%, lo stesso livello di giugno-luglio. All'opposto, il tasso sulle erogazioni inferiori a 1 milione si è ridotto lievemente di 2pb m/m a 1,96%.

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



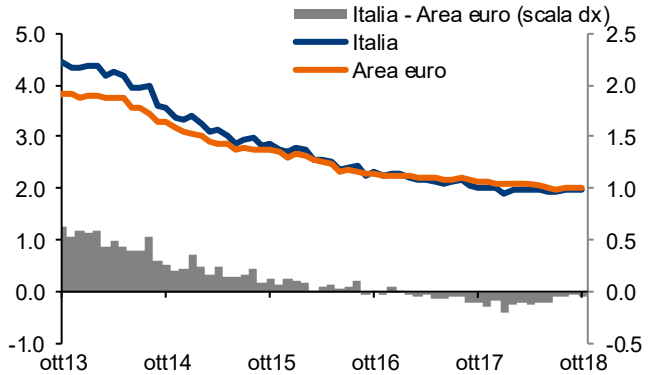
Fonte: Banca d'Italia

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



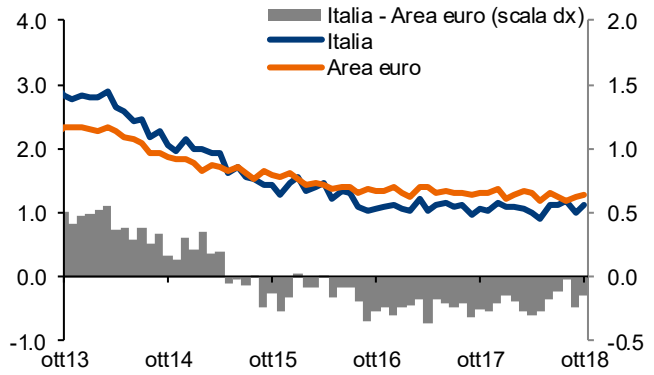
Fonte: BCE

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 (%)

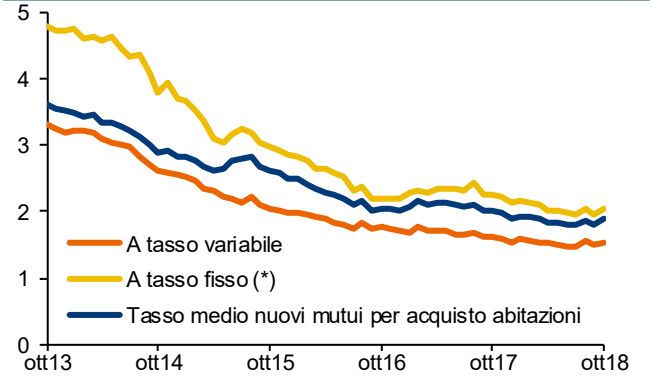


Fonte: Banca d'Italia, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nel confronto europeo, i tassi italiani si sono confermati più bassi. Tuttavia, anche a ottobre, come nei tre mesi precedenti, **il differenziale negativo tra il tasso italiano sui prestiti fino a 1 milione e la media dell'area euro è risultato ristretto, pari a soli -4pb, più che dimezzato rispetto al 1° semestre** (-12pb in media). Per il tasso sui nuovi prestiti oltre 1 milione, il differenziale negativo con l'Eurozona resta più ampio e pari a -15pb a ottobre.

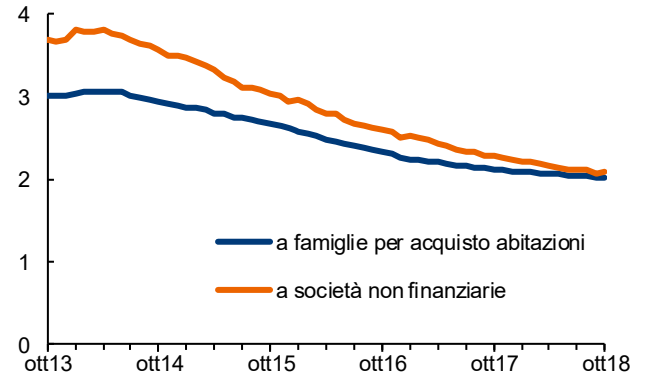
A ottobre, anche i tassi sui nuovi prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni sono tornati a salire, dopo aver ripiegato verso il basso a settembre, come accaduto per i tassi sui nuovi prestiti alle imprese. In dettaglio, il tasso medio sui nuovi mutui residenziali è aumentato a ottobre di 8pb m/m a 1,88% ed è visto salire ancora a novembre, sebbene di soli 3pb m/m a 1,91%, secondo le stime ABI: A ottobre, sia il tasso fisso, sia il variabile sono saliti su base mensile. Il tasso fisso è tornato sopra il 2%, riassorbendo interamente il calo di settembre e posizionandosi a 2,04% (+9pb m/m). Il tasso variabile è aumentato di 3pb m/m a 1,54%.

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 (%)



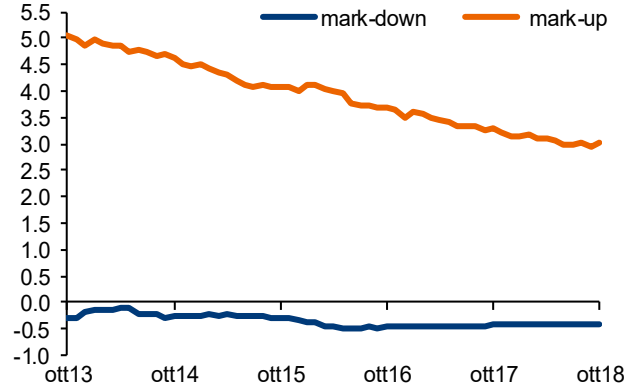
Fonte: Banca d'Italia

Quanto ai tassi sugli stock dei prestiti, ottobre evidenzia una stabilizzazione a 2,58%, sebbene con un recupero dei tassi a breve, che tornano sul livello di luglio-agosto, dopo il calo di settembre. Il tasso medio è sostanzialmente confermato anche per novembre, sulla base delle anticipazioni ABI.

Sommando i movimenti marginali delle singole componenti dei tassi sugli stock, **a ottobre la forbice tra tassi attivi e passivi ha segnato un piccolo recupero a 1,90%, livello che dovrebbe risultare confermato anche per novembre**, sulla base delle stime ABI. La contribuzione dei depositi

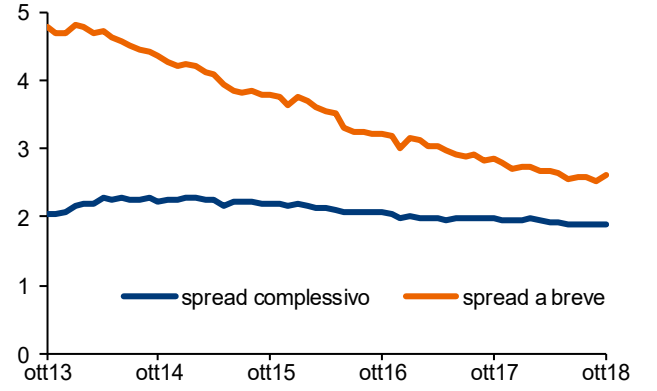
a vista è rimasta ancora invariata a ottobre, col mark-down[1] a breve fermo a -0,42% per il quinto mese consecutivo. Visto il riaggiustamento verso l'alto dei tassi attivi a breve, il mark-up è tornato a riaprirsi, a 3,02%, riportandosi sul livello di agosto, dopo essersi ridotto a settembre.

Contribuzione a breve termine (%)



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

Spread a breve termine e spread complessivo (%)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

[1] Differenza tra Euribor a 1 mese e tasso sui conti correnti di famiglie e imprese.

Forte crescita dei nuovi mutui, trainata dal tasso fisso

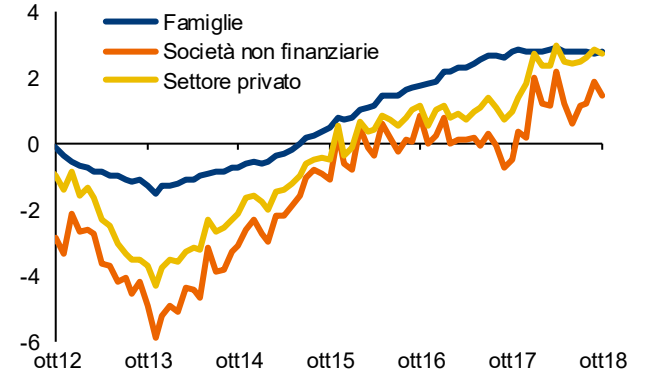
Elisa Coletti

Continua la crescita moderata dei prestiti alle società non finanziarie, pari a ottobre a +1,5% a/a. L'evoluzione resta differenziata per settori, col proseguimento della crescita dei prestiti all'industria manifatturiera e al commercio, mentre si conferma il calo più contenuto del credito alle costruzioni. La dinamica dello stock di prestiti alle famiglie mantiene il passo costante del 2,8%, per il quindicesimo mese consecutivo. Quanto ai flussi, ottobre segna un forte incremento dei volumi relativi a nuovi contratti di mutuo, tornati a crescere a due cifre (+16,7% a/a). Un ritmo così vivace non si vedeva da gennaio 2017. Il rimbalzo è stato determinato dalle erogazioni a tasso fisso, aumentate addirittura del 28% a/a, mentre è proseguito il calo di quelle a tasso variabile. Nel complesso, la crescita dello stock di prestiti al settore privato è stata pari a +2,7% a/a, leggermente più moderata del 2,9% di settembre. Le stime ABI per novembre confermano il rallentamento, a un ritmo del 2% a/a, per effetto di una frenata della componente relativa al totale dei prestiti a famiglie e società non finanziarie a +1,5% a/a dal 2,1% di ottobre.

Continua l'andamento oscillante della crescita dei prestiti alle società non finanziarie che a ottobre è risultata pari a +1,5% a/a, più moderata rispetto al +1,9% di settembre, ma in linea con la media dell'1,4% a/a osservata da inizio anno (dati corretti per le cartolarizzazioni).

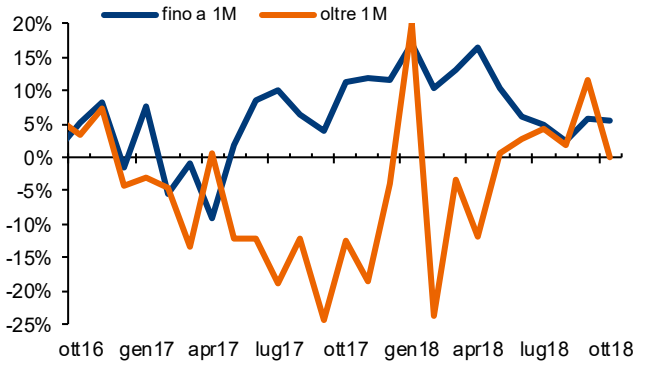
I flussi lordi per dimensione del prestito (che non comprendono i finanziamenti in conto corrente) hanno confermato l'**aumento delle erogazioni fino a 1 milione**, che prosegue senza soluzione di continuità da un anno e mezzo, al ritmo di +5,6% a/a a ottobre, dopo il 5,9% di settembre. Per le erogazioni oltre 1 milione, a ottobre si è osservata invece una frenata, con un flusso lordo stabile anno su anno, dopo il balzo del tasso di variazione a +11,5% a/a registrato a settembre. Nel caso dei prestiti oltre 1 milione, il flusso cumulato da inizio anno risulta invariato rispetto allo stesso periodo del 2017, mentre per quelli fino a 1 milione si registra una crescita del 9,2% a/a. **Nel complesso, le erogazioni a società non finanziarie sono aumentate del 2,6% a/a nel mese di ottobre e del 4,4% da inizio anno** (erogazioni al netto delle rinegoziazioni).

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

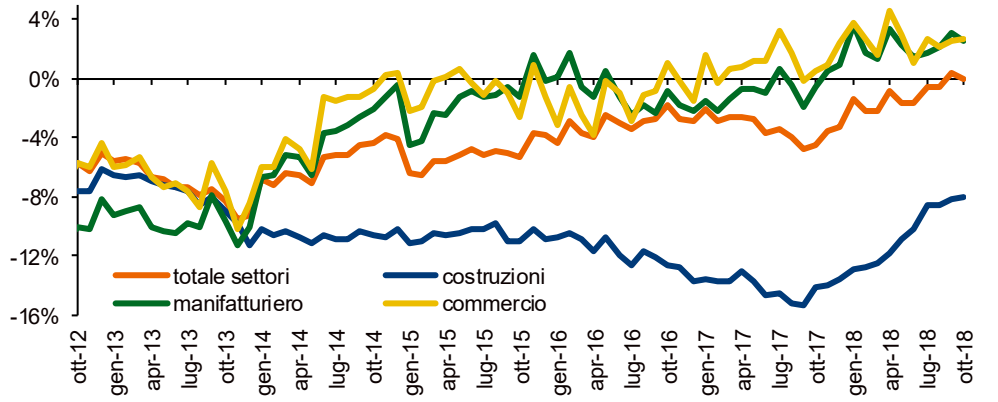
Erogazioni effettive alle società non finanziarie – flussi al netto delle rinegoziazioni (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Lo stock di prestiti al netto delle sofferenze (i prestiti vivi) conferma il miglioramento conseguito negli ultimi 12 mesi ma risulta per ora stagnante, il miglior risultato dopo oltre 6 anni di cali continui. **A ottobre la variazione annua del complesso dei prestiti vivi alle imprese è risultata pari a zero**, dal lieve aumento dello 0,3% a/a emerso a settembre (incluse le famiglie produttrici, si veda il grafico seguente). Differenze nella dinamica permangono in relazione all'attività economica delle imprese, ma i principali settori hanno in buona sostanza confermato la variazione registrata il mese precedente. La **crescita dei prestiti vivi alle società non-finanziarie del settore manifatturiero e a quelle del commercio è stata pari a +2,6% a/a** in entrambi i casi, da 3% e 2,5% rispettivamente a settembre. Per i **prestiti alle costruzioni il calo è rimasto più contenuto** rispetto alle variazioni negative a 2 cifre registrate fino a giugno, risultando in linea col mese precedente (-8,1% a/a a ottobre dal -8,2% di settembre).

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

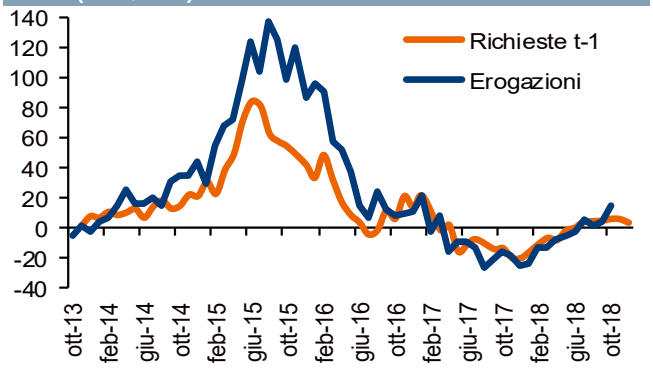


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La crescita dei prestiti alle famiglie resta ancorata al 2,8% a/a, per il tredicesimo mese consecutivo (dati corretti per le cartolarizzazioni). Tra le componenti, continua la solida dinamica dei mutui e anche il trend del credito al consumo si conferma robusto. In particolare, il **credito al consumo concesso dalle banche continua a mostrare volumi elevati di nuove operazioni mensili, mentre il tasso di variazione riporta un notevole rimbalzo a ottobre, pari a +15% a/a,** tornando a due cifre dopo la frenata di agosto e settembre, che aveva fatto segnare un aumento soltanto dell'1% a/a. Lo **stock di credito al consumo continua a crescere a un ritmo robusto, pari a +8,1% a/a** a ottobre dal +7,9% di settembre, solo in lieve rallentamento rispetto alla prima parte dell'anno (+8,5% la media da inizio anno, +8,8% nel 1° trimestre).

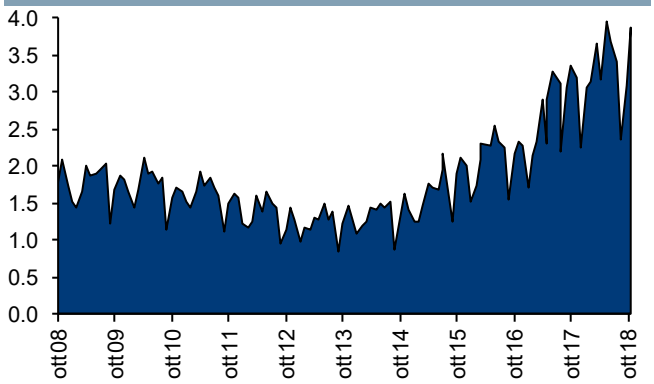
Dai flussi di mutui giungono le più rilevanti novità del mese di ottobre. Dopo il ritorno alla crescita emerso nei mesi estivi, **a ottobre le erogazioni di mutui hanno segnato un notevole rimbalzo a +14,7%, che stacca di ben 10 punti percentuali la crescita del +4,7% a/a registrata a settembre**, dall'1,2% di agosto e il 5,5% di luglio, quando il segno della variazione era tornato positivo per la prima volta dopo 15 mesi di cali. Il flusso mensile di ottobre è il più alto del 2018, in termini destagionalizzati. La crescita era attesa, sulla base dell'andamento positivo registrato dalla domanda a settembre e ottobre, ma la velocità ha sorpreso. Tuttavia, l'andamento più recente delle richieste di mutui sembra prospettare un'evoluzione più moderata per fine anno. A novembre, infatti, le rilevazioni di CRIF, riferite alle interrogazioni del sistema informativo Eurisc, riportano un **rallentamento della crescita delle richieste di nuovi mutui e surroghe a +3,3% a/a, dopo il 5,8% e 5,7% a/a di settembre e ottobre** e il 4,6% di agosto.

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



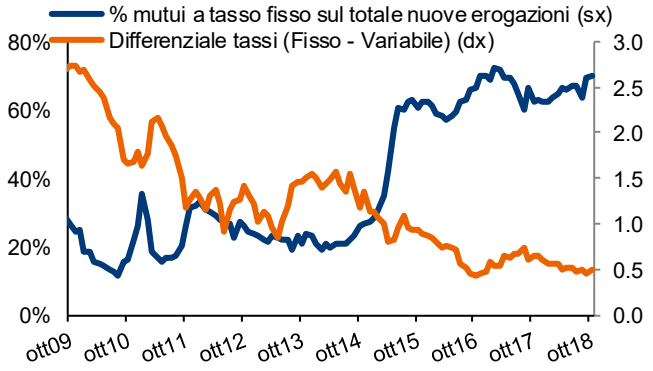
Fonte: Banca d'Italia, CRIF ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Erogazioni alle famiglie per credito al consumo (EUR mld)



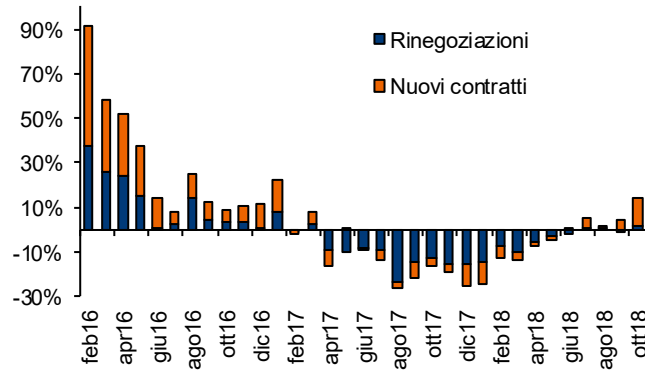
Fonte: Banca d'Italia

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

Il balzo di ottobre è stato determinato in gran parte dalla **dinamica dei nuovi contratti di mutuo, aumentati del 16,7% a/a** dopo il 5,9% di settembre. Un ritmo così vivace non si vedeva da gennaio 2017. **Anche le rinegoziazioni sono cresciute, sebbene a un passo più moderato del 7,7% a/a**, dopo la frenata a settembre a -0,4% a/a. In termini di quota sul totale delle erogazioni, a ottobre le rinegoziazioni sono risalite al 21,4%, dal minimo del 2018 di 18,2% segnato a settembre (19,8% la quota di luglio, 23,3% nel 2° trimestre).

Ottobre si è caratterizzato anche per il **forte aumento delle erogazioni a tasso fisso, del 28% a/a dal 9% del 3° trimestre**, che seguiva un periodo di calo (-2% a/a a giugno, da -25% del 1° trimestre 2018). Al contempo, **le erogazioni a tasso variabile si sono confermate in riduzione**, per il quinto mese consecutivo, del -8,1% a/a dal -3,8% a/a di settembre. Pertanto, a ottobre è aumentata la quota di mutui a tasso fisso sul totale delle erogazioni lorde, raggiungendo il 70% da una media di 66% nei nove mesi precedenti.

Nel complesso, **la crescita dei prestiti al settore privato è risultata pari a +2,7% a/a,** leggermente più moderata del 2,9% segnato a settembre, ma più in linea con la media da inizio anno del 2,6% (dati al netto delle controparti centrali e corretti per le cartolarizzazioni). Le stime ABI per novembre confermano il rallentamento, a un ritmo del 2% a/a, il più basso finora osservato nel 2018, per effetto di una frenata della componente relativa al totale dei prestiti a famiglie e società non finanziarie a +1,5% a/a, dal 2,1% di ottobre.

Rallenta la dinamica dei depositi bancari

Elisa Coletti

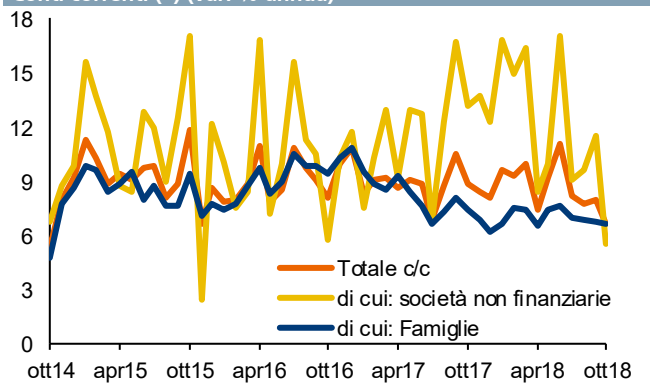
La crescita dei depositi bancari ha frenato nei mesi autunnali, a +3,7% a/a a ottobre, da un ritmo medio del 4,5% nel 3° trimestre, e a novembre, secondo le anticipazioni ABI, si è osservato un ulteriore lieve rallentamento. Al contempo, il calo delle obbligazioni, benché sempre a due cifre, si è confermato più moderato rispetto alla prima parte dell'anno. Nel complesso, la raccolta da clientela risulta di nuovo pressoché stabile, con la variazione annua scesa a ottobre a +0,2% e pari a zero a novembre, secondo le stime ABI. Incluso il rifinanziamento BCE, a ottobre la raccolta bancaria totale è risultata in crescita dell'1,4% a/a, un risultato leggermente migliore rispetto all'1,3% di settembre.

Dal lato della raccolta bancaria, il mese di ottobre si è caratterizzato per il **significativo rallentamento dei conti correnti** che hanno segnato un tasso di crescita del 6,4%, dal 7,7% del mese precedente. Tale dinamica, pur restando sostenuta, è la più bassa dall'ottobre 2014. In parallelo, è **proseguito il calo dei depositi con durata prestabilita, confermatosi più marcato** rispetto alla prima metà dell'anno, con un -18,9% a ottobre, in linea col 3° trimestre (-16,2% nel 1° semestre).

Ciò considerato, **la crescita dei depositi bancari ha frenato a +3,7% a/a da un ritmo medio del 4,5% nel 3° trimestre, gradualmente più moderato** rispetto al 5,6% del 1° semestre. Secondo le anticipazioni ABI, a novembre si è osservato un ulteriore lieve rallentamento (a +3,3% da +3,5% a/a di ottobre su dati omogenei). **Per le obbligazioni, il calo rimane a due cifre, sebbene meno marcato da agosto**, pari a -16,3% a/a a ottobre dal -16,7% del mese precedente, in linea con il -16,4% stimato dall'ABI per novembre.

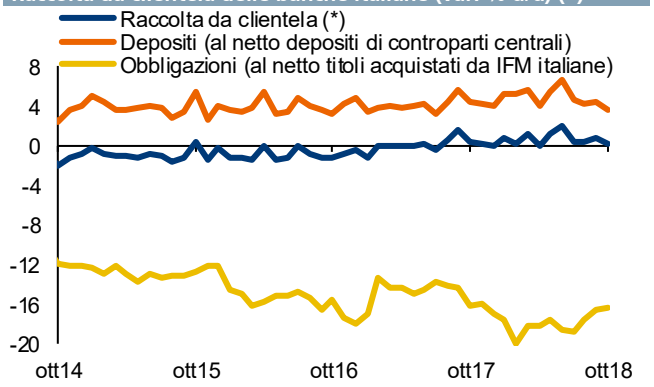
Pertanto, **la raccolta da clientela risulta di nuovo pressoché stabile.** In dettaglio, dopo una crescita dello 0,8% registrata a settembre, **la variazione annua è scesa a +0,2% a ottobre e a zero a novembre, secondo le stime ABI.** Includendo il rifinanziamento BCE, il cui ammontare è inferiore del 3,1% rispetto a un anno prima, e la provvista estera, **a ottobre la raccolta totale è risultata in crescita dell'1,4% a/a**, un risultato leggermente migliore rispetto all'1,3% di settembre.

Conti correnti (*) (var. % annua)



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

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

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@intesasanpaolo.com
Servizio Industry & Banking		
Ufficio Banking		
Elisa Coletti (Responsabile)	02 87962097	elisa.coletti@intesasanpaolo.com
Valentina Dal Maso	0444 339871	valentina.dalmaso@intesasanpaolo.com
Federico Desperati	02 87962513	federico.desperati@intesasanpaolo.com
Clarissa Simone	02 87935939	clarissa.simone@intesasanpaolo.com

Appendice

Certificazione degli analisti

Gli analisti finanziari che hanno predisposto la presente ricerca, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento dichiarano che:

(1) Le opinioni espresse sulle società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;

(2) Non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

Comunicazioni specifiche:

Gli analisti citati non ricevono, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basata su specifiche operazioni di investment banking.

Comunicazioni importanti

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.

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

Gli investimenti e le strategie discusse nel presente documento potrebbero non essere adatte a tutti gli investitori. In caso di dubbi, suggeriamo di consultare il proprio consulente d'investimento.

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. e Banca IMI S.p.A. hanno posto in essere le "Regole per la gestione dei conflitti di interesse" per gestire con efficacia i conflitti di interesse che potrebbero influenzare l'imparzialità di tutta la ricerca e garantire ai fruitori della loro ricerca l'imparzialità della valutazione e delle previsioni contenute nella ricerca stessa. Una copia di tali Regole può essere richiesta per

iscritto da chi riceve la ricerca all'Ufficio Compliance, Intesa Sanpaolo S.p.A., Corso Matteotti 1, 20122, Milano.

Intesa Sanpaolo S.p.A. ha posto in essere una serie di principi e procedure al fine di prevenire ed evitare conflitti di interesse ("Regole per Studi e Ricerche"). Le Regole per Studi e Ricerche sono chiaramente esposte nell'apposita sezione del sito web di Intesa Sanpaolo (www.intesasanpaolo.com).

Le società del Gruppo Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o di altro tipo.

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 intermediari 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

Le Trading Ideas si basano sulle aspettative del mercato, il posizionamento degli investitori e gli aspetti tecnico-quantitativi o qualitativi. Tengono conto degli eventi macro e di mercato chiave e di quanto tali eventi siano già scontati dai rendimenti e/o dagli spread di mercato. Si basano inoltre su eventi che potrebbero influenzare l'andamento del mercato in termini di rendimenti e/o spread nel breve-medio periodo. Le Trading Ideas vengono sviluppate su mercati cash o derivati di credito e indicano un target preciso, un range di rendimento o uno spread di rendimento tra diverse curve di mercato o diverse scadenze sulla stessa curva. Le valutazioni relative sono realizzate in termini di rendimento, asset swap spread o benchmark spread.

Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

Le trading ideas di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono sviluppate sia in un orizzonte temporale di breve periodo (il giorno corrente o i giorni successivi) sia in un orizzonte temporale compreso tra una settimana e tre mesi, in relazione con qualsiasi evento eccezionale che possa influenzare le operazioni dell'emittente.

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 in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: http://www.group.intesasanpaolo.com/scriptIsir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp, ed in versione sintetica all'indirizzo: https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/mifid.html) 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..

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo
www.group.intesasanpaolo.com/scriptIsir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in conformità con la normativa applicabile.
Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili attraverso la pagina web di cui sopra. I conflitti di interesse pubblicati sul sito internet sono aggiornati 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.