

La bussola dell'economia italiana

Direzione Studi e Ricerche
Maggio 2019

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Fuori dalla recessione, ma restano rischi	2
Sintesi della previsione macroeconomica	2
Corregge la produzione industriale a marzo	5
Fatturato, ordini e fiducia mostrano qualche segnale di schiarita	6
Indicazioni contrastanti sui servizi	7
Prosegue la ripresa nelle costruzioni	8
Torna a migliorare la fiducia dei consumatori	9
Riprende a calare la disoccupazione	10
Il commercio estero resta debole, ma per ora contribuisce al PIL	11
Inflazione superiore alle attese ad aprile, ma solo per fattori transitori	12

Tendenze del settore bancario italiano

Si è fermata la risalita dei tassi sui nuovi prestiti	13
Prestiti alle imprese ancora in calo	14
A marzo, tornano positive le emissioni nette di obbligazioni bancarie	18

30 maggio 2019

Nota mensile

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Elisa Coletti
Economista Banche

Paolo Mameli
Economista Macro Italia



L'evoluzione dello scenario congiunturale

Fuori dalla recessione, ma restano rischi

L'economia italiana è uscita dalla recessione a inizio 2019, mettendo a segno anzi una crescita superiore al previsto. Pensiamo che il trimestre corrente possa essere meno dinamico, ma il minimo del ciclo sembra ormai alle spalle. Il principale rischio resta quello di un ritorno di tensioni sui mercati finanziari dopo il nuovo confronto con la Commissione Europea sulla disciplina fiscale.

Paolo Mameli

Il PIL italiano è cresciuto più del previsto nel 1° trimestre, di +0,2% t/t (dopo il -0,1% t/t dei due trimestri precedenti). La variazione annua, dopo 4 trimestri consecutivi di marcato rallentamento, è risalita marginalmente, a +0,1% (dopo lo zero di fine 2018, che rappresentava un minimo dal 2013).

L'Italia è uscita dalla recessione a inizio 2019...

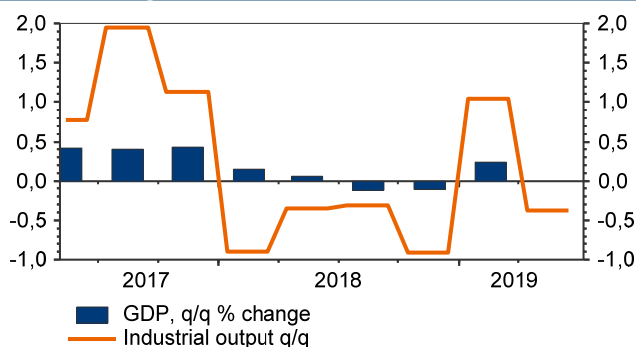
Il dettaglio non è ancora noto (sarà diffuso il prossimo 31 maggio), tuttavia Istat ha comunicato che: 1) tutti i principali settori hanno dato un contributo positivo al valore aggiunto (ma **sospettiamo che la parte del leone sia stata svolta dall'industria**, visto l'incremento marcato fatto registrare nel primo bimestre dell'anno dalla produzione sia nell'industria in senso stretto che nelle costruzioni); 2) la crescita è dovuta agli scambi con l'estero, mentre la domanda interna (al lordo delle scorte) ha dato un contributo negativo (ma **riteniamo che ancora una volta a frenare il PIL possano essere stati soprattutto i magazzini**, proprio specularmente all'incremento dell'export netto). La crescita "acquisita" per il 2019 risulta pari a 0,1% (in caso di stagnazione in ciascuno dei tre rimanenti trimestri dell'anno), il che suggerisce che **si siano decisamente ridotti i rischi al ribasso sul target governativo di crescita di 0,2% quest'anno (che coincide anche con la nostra previsione)**.

Visto che la ripresa di inizio 2019 è dovuta principalmente all'industria, e dato che gli indici di fiducia delle imprese nel settore hanno continuato a calare negli ultimi mesi, **sospettiamo che il trimestre in corso possa essere meno dinamico**, proprio per via di un minor apporto dal settore manifatturiero. **Tuttavia, il minimo del ciclo sembra essere alle spalle** (l'unico rischio all'orizzonte potrebbe essere rappresentato dall'eventualità di un ritorno di tensioni sui mercati finanziari durante la sessione di bilancio autunnale nel caso in cui il budget 2020 non dovesse assicurare pienamente gli investitori).

... ma il trimestre corrente sarà più fiacco, e la probabilità di un ritorno in recessione non è trascurabile

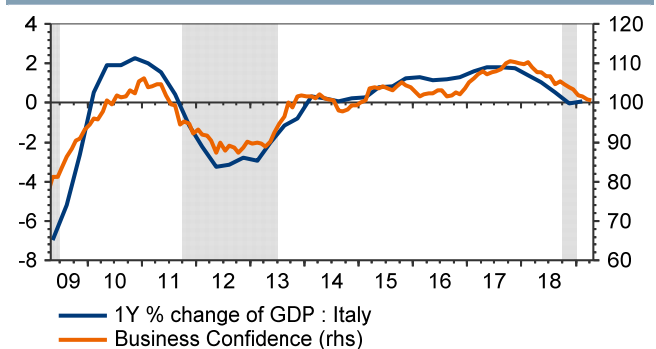
Rimandiamo al Focus "Quanto è probabile che l'Italia torni in recessione?" per una analisi probit che segnala, sulla base di variabili di diverso tipo (indici di fiducia, indicatori "compositi", variabili del credito e finanziarie), che **la probabilità che l'economia italiana torni in recessione in un orizzonte di 12 mesi non è trascurabile** (nel range 20-40%, più vicina alla parte bassa dell'intervallo di stima per gli indicatori maggiormente anticipatori). Viceversa, la probabilità di una "grave recessione" simile a quella del 2008-09 e del 2011-13 appare molto più contenuta (in un range tra zero e 10% per la media degli indicatori).

Il ritorno alla crescita del PIL a inizio 2019 è dovuto in buona parte all'industria, che però dovrebbe viceversa dare un contributo negativo nel trimestre corrente



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Inoltre le indagini di fiducia non appaiono ancora pienamente rassicuranti



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Il principale rischio all'orizzonte, oltre all'evoluzione del commercio internazionale dopo la nuova *escalation* sul fronte della guerra commerciale, resta quello di un ritorno di tensioni sui mercati finanziari visto il nuovo confronto con la Commissione sul tema della disciplina fiscale. Lo scorso 29 maggio, la **Commissione Europea** ha trasmesso all'Italia la **lettera di avvertimento** in previsione della possibile raccomandazione di avviare una procedura di infrazione per deficit eccessivo in relazione all'andamento del debito pubblico nel 2018. La Commissione rileva che non sono stati compiuti progressi sufficienti per il rispetto del criterio del debito. Il governo risponderà entro venerdì sera, segnalando eventuali fattori rilevanti che potrebbero giustificare la deviazione dagli obiettivi. In seguito, la Commissione predisporrà il rapporto per l'avvio della procedura e una proposta di raccomandazione, atteso il 5 giugno, che sarà prima discusso a livello tecnico, e poi a livello politico dal Consiglio. La raccomandazione (che potrebbe essere approvata già a metà giugno, ma più probabilmente a luglio, ipotizzando qualche settimana di negoziato con il governo italiano), fisserà anche un cronoprogramma per la correzione, inclusivo di target nominali e strutturali per il deficit e basato sulle previsioni della Commissione Europea stessa.

Si è acceso un nuovo confronto con la Commissione in merito al mancato rispetto delle regole sia sul 2018...

Nelle Previsioni Economiche di Primavera, la **Commissione** ha tagliato la stima di crescita del PIL a 0,1% per l'anno in corso e 0,7% per il 2020 (cifre limiate al ribasso di un decimo rispetto alla previsione di febbraio). Tuttavia, le previsioni sono state redatte con le informazioni disponibili il 24 aprile, cioè prima che fosse diffuso il dato preliminare sul PIL del 1° trimestre, infatti dal profilo trimestrale pubblicato nel rapporto si vede che la stima per il 1° trimestre è 0,1% t/t (seguito da 0,1% t/t nel 2° trimestre e 0,2% t/t nei due trimestri successivi). Con lo 0,2% t/t già uscito nel 1° trimestre, mantenendo lo stesso profilo previsivo per i trimestri successivi, la crescita annua risulterebbe pari a 0,3% nel 2019 (e 0,8% nel 2020). A nostro avviso, il PIL probabilmente non crescerà nel trimestre corrente, mentre resta possibile una ripresa nella seconda metà dell'anno all'incirca sugli stessi ritmi visti nei primi tre mesi. Questo scenario è coerente con un'espansione annua di 0,2% (attualmente superiore alle attese di consenso, scese a zero ad aprile).

... sia in chiave prospettica, come emerge dalle nuove proiezioni della Commissione sul 2019-20

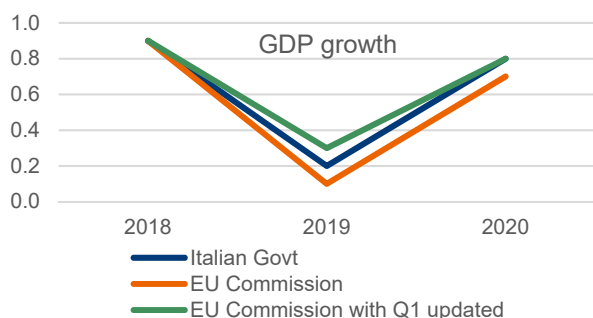
Le proiezioni di finanza pubblica (a politiche invariate ovvero senza ipotizzare il rialzo dell'IVA né misure alternative) **vedono un deficit al 2,5% quest'anno e al 3,5% l'anno prossimo** (le precedenti stime, di novembre, erano 2,9% e 3,1% rispettivamente). La revisione migliorativa per l'anno in corso è dovuta alle modifiche dell'ultima ora alla Legge di bilancio, che valevano esattamente quattro decimi di punto. Tenuto conto del deteriorarsi del quadro di crescita (che era attesa a 1,2% dalla Commissione a novembre), ci si sarebbe potuti anzi aspettare un numero peggiore (la stima della Commissione è di appena un decimo superiore al target governativo). Inoltre, il peggioramento rispetto al 2018 è dovuto quasi interamente al ciclo, infatti il disavanzo strutturale peggiora di appena due decimi, come previsto dall'accordo UE-Governo dello scorso dicembre (ovvero è invariato tenuto conto della flessibilità di due decimi concessa per circostanze eccezionali). Insomma, **l'andamento del disavanzo sia nominale che strutturale quest'anno non sembra giustificare la richiesta di una manovra correttiva.**

Le maggiori criticità vengono dall'evoluzione del debito (già quest'anno) e del deficit l'anno prossimo. Quest'ultimo è atteso peggiorare a 3,5% in termini nominali e di ben 1,2% in termini strutturali. La differenza rispetto alle stime del Governo è spiegata dalle clausole di salvaguardia (e dalle spese a politiche invariate). In altri termini, **solo per ottenere un disavanzo strutturale invariato l'anno prossimo, il Governo dovrebbe coprire interamente le clausole**, il che appare **condizione necessaria per evitare che possa materializzarsi il rischio di una procedura per deficit eccessivo.** Ma potrebbe essere non sufficiente, in quanto per un pieno rispetto della regola sul saldo strutturale sarebbe richiesto un aggiustamento di +0,6%, ovvero una manovra netta pari all'1,8% del PIL (circa 33 miliardi).

Ancora più preoccupante la dinamica del debito, che la Commissione ha rivisto al rialzo a 133,7% per quest'anno, e a 135,2% per l'anno prossimo (a novembre il debito era visto poco variato al 131% del PIL nel biennio). In questo caso, le ragioni degli scostamenti rispetto alle previsioni governative sono due: non solo le clausole, che agiscono dal 2020, ma anche le **ipotesi in merito all'ambizioso programma di privatizzazioni** (che vale un punto di PIL quest'anno e tre decimi l'anno prossimo). La Commissione non sembra incorporare proventi da tale programma (il che sarebbe giustificato dal fatto che il Governo non ha sinora fornito alcun dettaglio in merito).

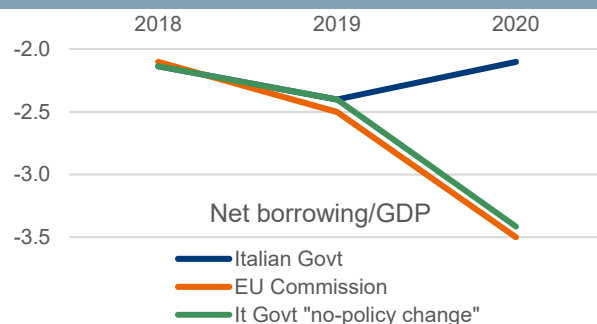
In sintesi, le nuove previsioni di crescita del PIL della Commissione ci sembrano non aggiornate e forse (lievemente) pessimistiche, le proiezioni sulla finanza pubblica delineano un **quadro tendenziale non compatibile con il rispetto delle regole UE** e del tutto coerente con le stime inserite dallo stesso Governo nel DEF, con la differenza data da una diversa valutazione della probabilità che vengano attuate privatizzazioni e aumento dell'IVA.

Previsioni sulla crescita del PIL reale: Governo vs Commissione UE (con dato 1° trimestre aggiornato e mantenendo lo stesso profilo per i trimestri seguenti)



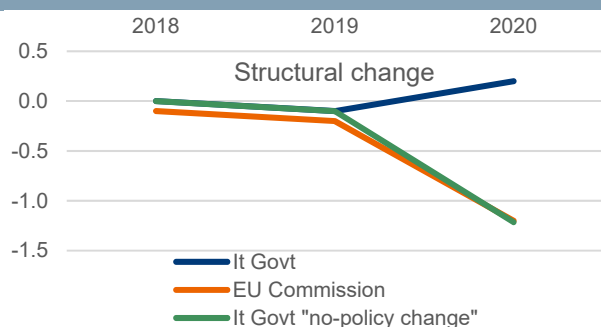
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF, Commissione UE

Previsioni sul rapporto deficit/PIL: Governo (quadro programmatico e a politiche invariate) vs Commissione UE



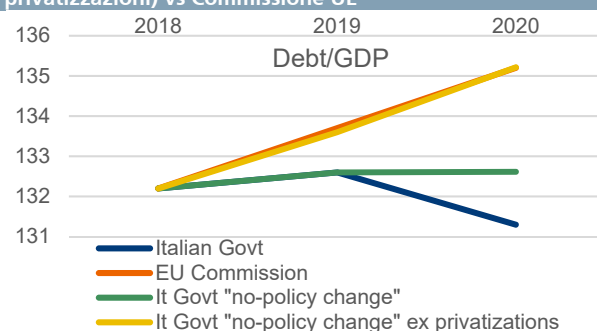
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF, Commissione UE

Previsioni sulla variazione del saldo strutturale: Governo (quadro programmatico e a politiche invariate) vs Commissione UE



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF, Commissione UE

Previsioni sul rapporto debito/PIL: Governo (quadro programmatico, a politiche invariate e al netto delle privatizzazioni) vs Commissione UE



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF, Commissione UE

Sintesi della previsione macroeconomica

Previsioni macroeconomiche													
	2018	2019p	2020p	2018		2019				2020			
				T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
PIL (a prezzi costanti, a/a)	0.7	0.2	0.7	0.5	0.0	0.1	-0.1	0.2	0.5	0.5	0.8	0.7	0.7
- Variazione % t/t				-0.1	-0.1	0.2	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Consumi delle famiglie	0.6	0.7	0.9	0.0	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Consumi pubblici	0.2	-0.2	0.0	-0.2	-0.2	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investimenti fissi	3.2	0.5	0.2	-1.3	0.3	0.6	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.2	0.3	0.4
- Investimenti in macchinari	2.0	-0.5	-0.3	-3.0	0.5	0.5	-0.5	-0.5	-0.5	0.0	0.2	0.4	0.5
- Investimenti in mezzi di trasporto	14.5	-0.6	0.1	-2.7	1.2	-0.5	-0.5	-0.5	0.0	0.0	0.2	0.4	0.6
- Investimenti in costruzioni	2.2	1.7	0.7	0.6	0.0	1.0	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3
Esportazioni	1.4	3.6	2.3	1.0	1.3	1.2	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
Importazioni	1.8	2.1	2.3	0.4	0.7	0.0	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
Contributo % PIL													
Commercio estero	-0.1	0.5	0.1	0.2	0.2	0.4	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Domanda finale interna	1.0	0.4	0.6	-0.3	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Variazione scorte	-0.1	-0.8	0.0	-0.1	-0.4	-0.4	-0.2	0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.0
Attività produttiva													
Produzione industriale	0.5	-0.3	1.0	-0.3	-0.9	1.0	-0.8	0.3	0.2	0.4	0.4	0.3	0.0
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	1.1	0.9	1.4	1.5	1.4	1.0	1.0	0.8	1.0	1.3	1.2	1.4	1.6
- escluso alimentari, energia (a/a)	0.7	0.7	1.4	0.7	0.7	0.4	0.6	0.6	1.3	1.6	1.1	1.3	1.5
PPI (a/a)	3.3	1.9	1.3	4.5	4.8	3.2	3.0	1.3	0.1	1.1	1.3	1.4	1.4
Disoccupazione (%)	10.6	10.6	10.6	10.3	10.6	10.4	10.6	10.7	10.7	10.7	10.7	10.6	10.5
Occupati totali	0.9	0.2	0.3	-0.2	-0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Salari contrattuali	1.5	1.2	1.2										
Reddito disponibile reale	0.8	0.7	1.0										
Tasso di risparmio (%)	8.0	8.5	8.6										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	2.5	2.6	2.7										
Finanza pubblica*													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-2.1	-2.4	-3.3										
Debito (% PIL)	132.1	133.8	134.9										
Variabili finanziarie													
3-mesi Euribor (%)	-0.31	-0.34	0.04	-0.32	-0.31	-0.31	-0.33	-0.33	-0.34	-0.32	-0.22	-0.05	0.04
BTP 10 anni (%)	2.95	3.20	3.80	2.80	2.95	2.54	2.68	3.03	3.20	3.40	3.62	3.79	3.80
Spread BTP/Bund (%)	2.15	2.69	3.19	2.50	2.92	2.61	2.53	2.70	2.91	3.15	3.21	3.21	3.18

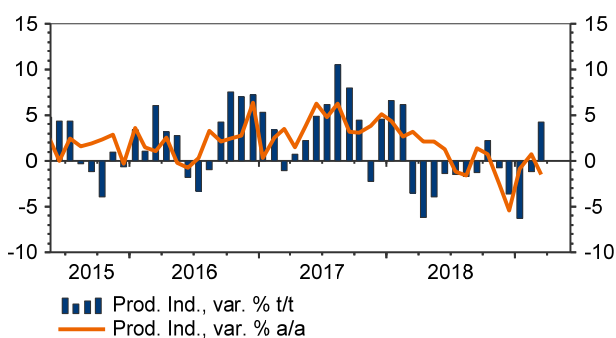
Nota: (*) proiezioni 2020 a legislazione invariata ovvero senza aumento IVA e privatizzazioni. Fonte: Istat, Thomson Reuters-Datastream, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Corregge la produzione industriale a marzo

La produzione industriale è calata di **-0,9% m/m a marzo**, in pratica annullando l'incremento di febbraio (+0,8% m/m). E' il calo congiunturale più marcato dallo scorso novembre. Il dato è circa in linea con le attese. **La tendenza annua è tornata in territorio negativo**, a -1,4% da +0,9% precedente (dati corretti per i giorni lavorativi, che sono stati a marzo uno in meno rispetto allo scorso anno). **Il calo su base mensile è dovuto soprattutto ai beni di consumo non durevoli** ovvero proprio la componente che aveva trainato l'output nel primo bimestre (-2,8% m/m a marzo dopo un +3,3% in media nei primi due mesi). **I beni strumentali sono l'unico gruppo a evitare una flessione** sia nel mese che sull'anno (+0,1% m/m, +1,2% a/a). Il dettaglio per settore mostra che **la caduta dell'indice generale è accentuata dalla sensibile contrazione del volatile comparto farmaceutico** (-7,7% m/m, -6,7% a/a). In netto calo anche tessile, computer/elettronica e mezzi di trasporto, mentre **si salvano chimica** (+1,4% m/m, +2,3% a/a) e **meccanica** (+1,2% m/m, +2,4% a/a).

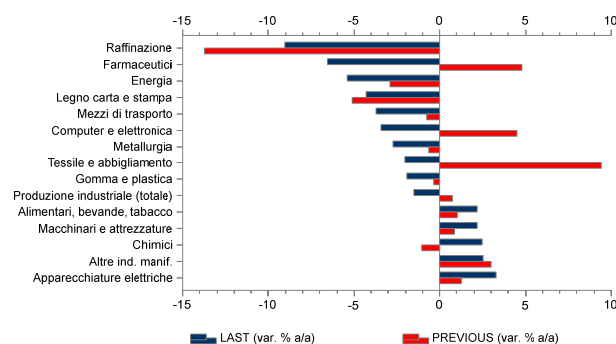
Il dato è in linea con le attese, quindi non cambia di molto lo scenario prospettico. Il 1° trimestre si è chiuso con un incremento dell'1% per l'output, un record dal 2017. Tuttavia, la flessione a fine trimestre fa sì che la "crescita acquisita" nel 2° trimestre sia pari a -0,4% t/t. Inoltre, **pensiamo che l'andamento congiunturale possa essere negativo in aprile-maggio**, anche per via dei ponti festivi a cavallo dei due mesi. Ciò fa sì che a nostro avviso la flessione della produzione nel trimestre corrente possa essere vicina al punto percentuale, ovvero speculare all'incremento visto a inizio anno. In altri termini, **c'è il fondato sospetto che effetti di calendario abbiano contribuito a "spostare crescita" dal 2° al 1° trimestre**, con un trend di sostanziale stagnazione al netto della volatilità su base trimestrale. In sintesi, l'industria potrebbe a nostro avviso tornare a dare un contributo negativo al valore aggiunto nel trimestre corrente, il che peserà sull'attività economica nel suo complesso. **Il trimestre, per il PIL, sarà con ogni probabilità più fiacco del precedente** (è possibile un numero negativo).

Torna a calare la produzione industriale a marzo dopo il recupero di primi due mesi dell'anno



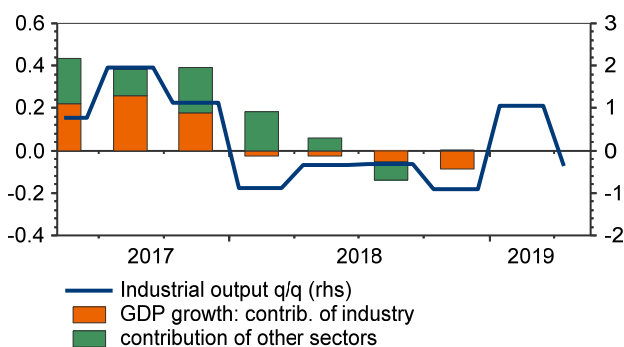
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Italia – Il dettaglio per settore è piuttosto variegato



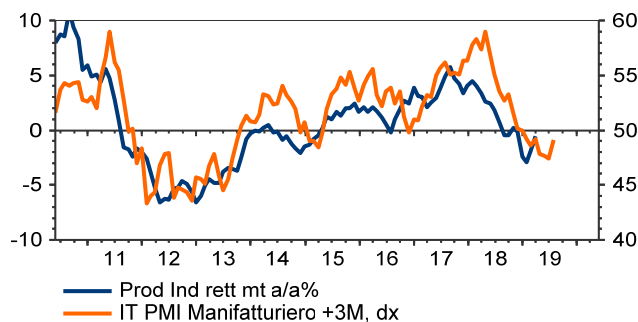
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

L'industria potrebbe tornare a frenare il PIL nel trimestre corrente



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Le indagini, almeno per ora, non segnalano una stabile tendenza espansiva

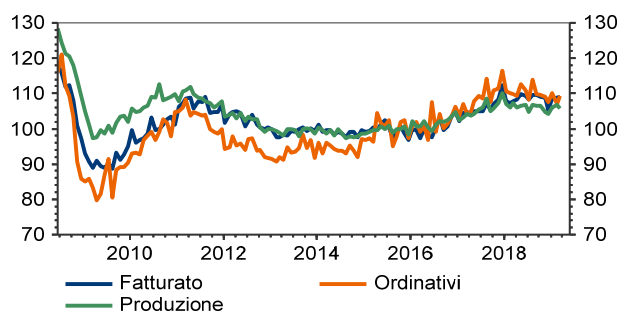


Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fatturato, ordini e fiducia mostrano qualche segnale di schiarita

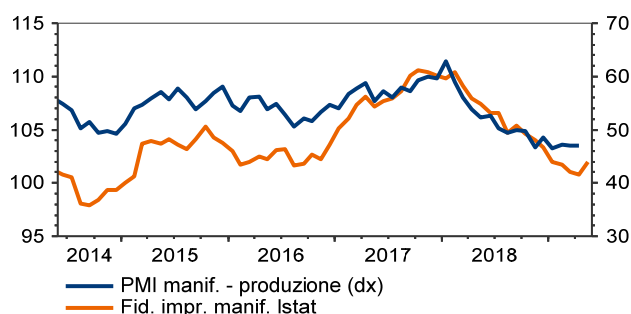
A marzo, in controtendenza rispetto alla produzione industriale, **sono aumentati sia il fatturato che gli ordini all'industria** (+0,3% e +2,2% m/m, rispettivamente). Trainante il mercato estero. Su base annua, entrambi gli indicatori sono rimasti in territorio negativo in termini grezzi (-1,9% e -3,6%), ma il fatturato corretto per i giorni lavorativi (uno in meno dell'anno scorso) è salito a +1,3%. Nel confronto tendenziale, bene il comparto tessile/pelletteria e computer/elettronica, mentre farmaceutici e mezzi di trasporto sono i settori maggiormente in rosso; la meccanica mostra un progresso per il fatturato ma un calo degli ordinativi. Il dato è misto e non indica una chiara direzione di marcia per l'attività manifatturiera nei prossimi mesi, anche se si nota un miglioramento degli ordini dall'estero. **Nel frattempo, le indagini di fiducia nel manifatturiero hanno mostrato segnali di lieve schiarita. L'indice Istat ha registrato un aumento da 100,8 a 102,0, più marcato per i produttori di beni intermedi. Il miglioramento si riscontra soprattutto nelle attese sulla produzione futura** (salite da +3,6 a +5,9), ma anche il giudizio sul livello corrente degli ordini, sebbene ancora negativo, è un po' migliorato (-11,3 da -11,7). Sarebbe interessante capire se le risposte sono state raccolte prima o dopo le notizie sulla nuova *escalation* della guerra commerciale fra Stati Uniti e Cina, che ha nuovamente peggiorato le prospettive. Comunque, il miglioramento degli ordinativi riguarda soltanto quelli domestici, non quelli esteri. Anche l'indagine congiunturale della Commissione Europea aveva segnalato un miglioramento del clima di fiducia in Italia rispetto ai minimi di aprile. **Anche il PMI manifatturiero è salito più del previsto ad aprile, pur rimanendo in territorio recessivo**, a 49,1 da 47,4 precedente. Si tratta di un massimo nell'anno. Nonostante un'ulteriore lieve flessione della componente produzione, il recupero è avvenuto soprattutto grazie ai nuovi ordini, che avevano toccato a marzo un minimo dal 2013; in particolare tornano in territorio espansivo le commesse dall'estero, a 52 da 47,9, un massimo da giugno dell'anno scorso. Il dato è confortante, ma il livello dell'indice rimane coerente con una sostanziale stagnazione dell'attività industriale, che nel trimestre primaverile potrebbe tornare a frenare il PIL.

La tendenza recente per produzione, ordini e fatturato nell'industria resta sostanzialmente stagnante



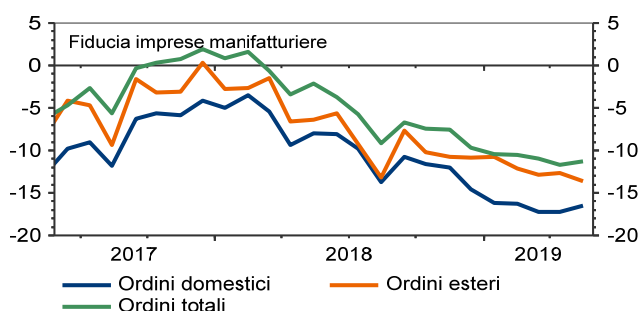
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Il trend recente per le indagini nel manifatturiero resta in rallentamento, ma con un piccolo rimbalzo recente



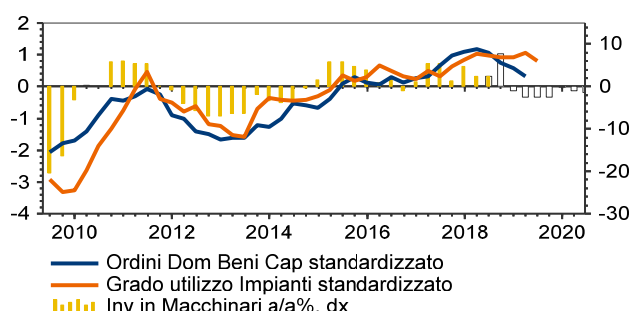
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Migliora il giudizio delle imprese manifatturiere sugli ordini domestici, non su quelli esteri



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Il ciclo degli investimenti va indebolendosi, comincia a calare anche il grado di utilizzo degli impianti



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Indicazioni contrastanti sui servizi

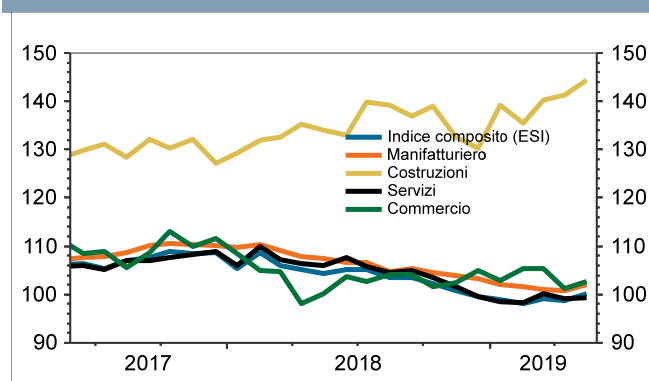
La fiducia delle imprese nel settore dei servizi secondo l'indagine Istat ha registrato un lieve incremento a maggio, da 99,1 a 99,3. Il miglioramento dell'indice è trainato dalle attese sugli ordini, mentre tutte le altre componenti risultano in calo.

Viceversa, il PMI servizi è tornato a calare ad aprile, da 53,1 a 50,4, in sostanza tornando sui livelli di febbraio. Si registra un peggioramento di tutte le componenti, soprattutto dei nuovi affari, mentre l'occupazione tiene ed è poco variata.

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.

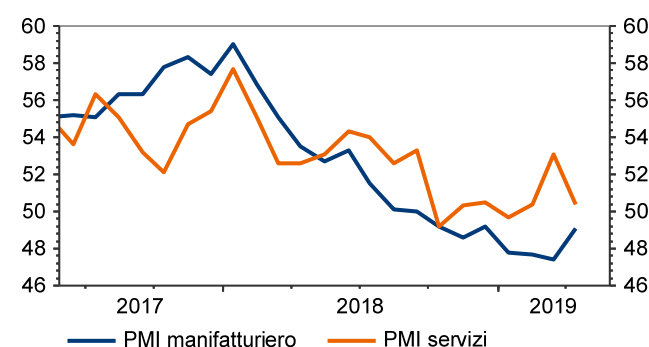
In sintesi, i servizi non dovrebbero aver dato un contributo significativamente positivo al PIL a inizio anno, ma la ripresa degli indici di fiducia registrata tra aprile e maggio segnala la possibilità di un apporto positivo nel trimestre corrente. In ogni caso, **le indicazioni sul settore dei servizi restano contrastanti e non univoche.**

Fiducia delle imprese nei principali settori



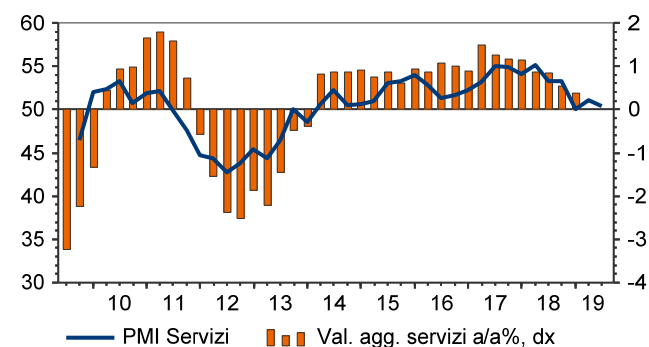
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

La fiducia delle imprese nel settore dei servizi mostra nei primi mesi del 2019 un andamento migliore che nell'industria, ma il gap si è ridotto nel periodo più recente



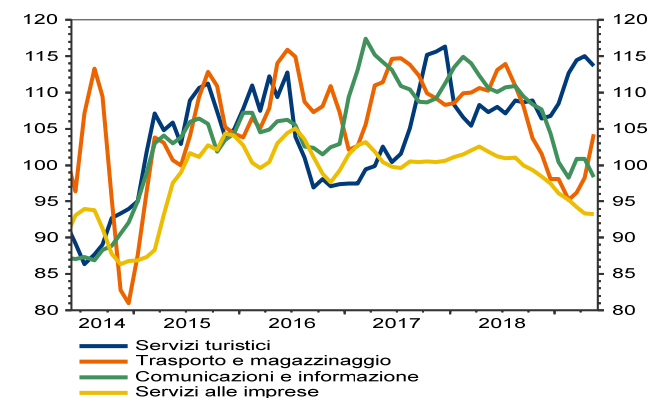
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

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



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Segnali di ripresa dal morale delle aziende del trasporto e magazzinaggio



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

Prosegue la ripresa nelle costruzioni

A maggio, l'indice di fiducia delle imprese di costruzione è salito ancora, da 141,2 a 144,3, nuovo massimo da oltre 12 anni. La dinamica positiva riflette il miglioramento sia dei giudizi sul livello degli ordini sia delle aspettative sull'occupazione presso l'azienda. Il morale è aumentato in tutti i settori (costruzioni di edifici e ingegneria civile), con l'eccezione dei lavori di costruzione specializzati, dove l'indice è poco variato.

La produzione nelle costruzioni è tornata a calare a marzo (-0,9% m/m), dopo essere aumentata nei quattro mesi precedenti (+3,8% m/m a febbraio). La variazione annua è rimasta sostenuta, all'incirca invariata rispetto al mese scorso se corretta per gli effetti di calendario (+8,1% a/a): bisogna tornare al 2007 per trovare due mesi consecutivi di espansione su questi ritmi. Nel 1° trimestre l'output è cresciuto del 3,9% t/t, un massimo da 11 anni, il che conferma la nostra idea che il settore abbia dato un contributo significativamente positivo al PIL.

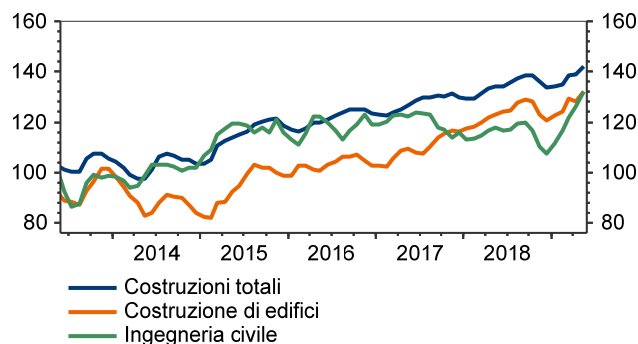
I dati dei primi mesi dell'anno sono stati favoriti dalle condizioni atmosferiche: in tal senso, è possibile che effetti di calendario e climatici causino una **correzione su base congiunturale ad aprile e maggio**, e che pertanto il comparto non contribuisca al valore aggiunto nel trimestre in corso. In ogni caso, il livello della fiducia dei costruttori è coerente con il **prosiegua della tendenza espansiva nel settore**.

Accelera la ripresa nelle costruzioni...



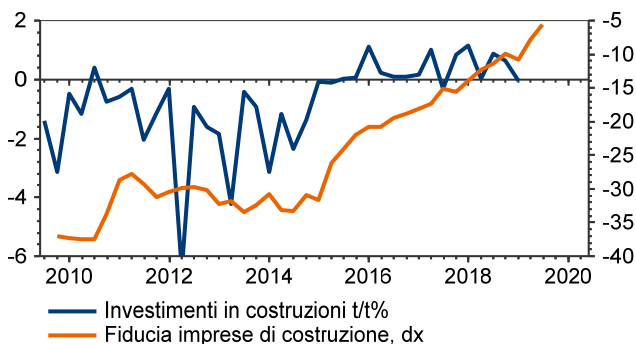
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

...in particolare nell'ingegneria civile



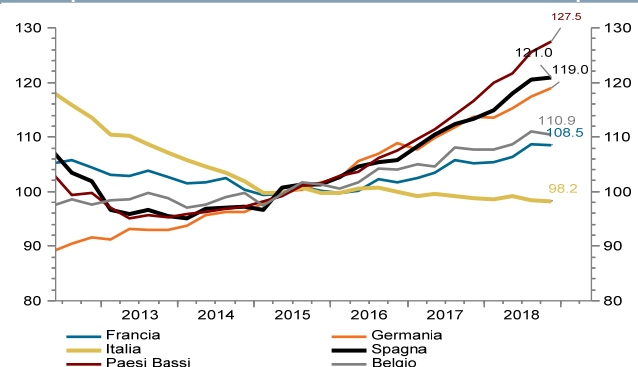
Nota: medie mobile a 3 mesi. Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

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



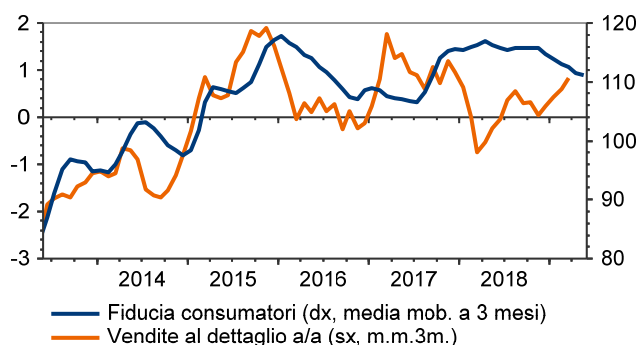
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Torna a migliorare la fiducia dei consumatori

La fiducia dei consumatori è tornata a salire a maggio, da 110,6 a 111,8, dopo essere calata nei tre mesi precedenti. Il miglioramento non riflette né un giudizio più positivo sulla situazione economica personale, che invece peggiora verso un nuovo minimo (-24,0), né le attese sull'andamento futuro della situazione familiare (pressoché stabili a -6,7). Il miglioramento dipende invece da una **valutazione meno pessimistica della situazione economica generale** del Paese, che passa da -66,7 a -57,4. In sostanza, **le indicazioni dell'indagine sono miste e non univocamente positive**.

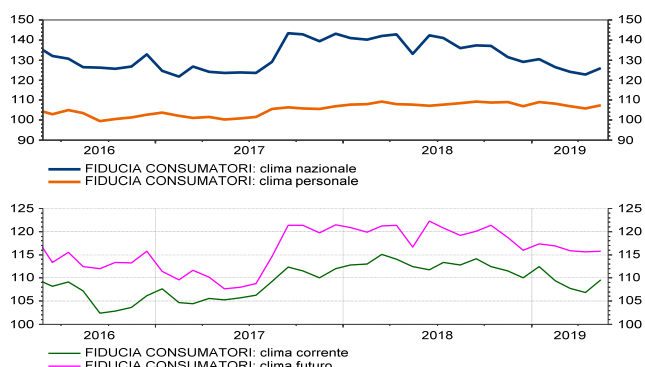
Un elemento di supporto per le famiglie resta la ricchezza. Banca d'Italia e Istat hanno diffuso per la prima volta una pubblicazione congiunta, a frequenza annuale, sulla ricchezza delle famiglie e delle società non finanziarie italiane. A fine 2017 la ricchezza netta delle famiglie è stata pari a 9.743 miliardi di euro, pari a 8,4 volte il reddito disponibile: si tratta del massimo tra i G7, sebbene il gap rispetto agli altri Paesi si sia ridotto negli ultimi anni e per quanto la ricchezza netta pro-capite in migliaia di euro sia la più bassa tra i principali Paesi dopo la Germania (160.600 euro). Nel confronto internazionale, le famiglie italiane spiccano rispetto agli altri Paesi per un più alto livello di attività non finanziarie (59% della ricchezza lorda) e per un più basso livello di passività. La ricchezza netta delle famiglie è tornata ad aumentare nel 2017 (+1%), per la prima volta dopo tre anni di calo; l'incremento è dovuto alle attività finanziarie, in particolare ai guadagni in conto capitale sugli strumenti azionari, mentre è calato il valore delle attività reali (in diminuzione dal 2012).

Il ritmo attuale di crescita delle vendite al dettaglio è più coerente con il livello della fiducia dei consumatori



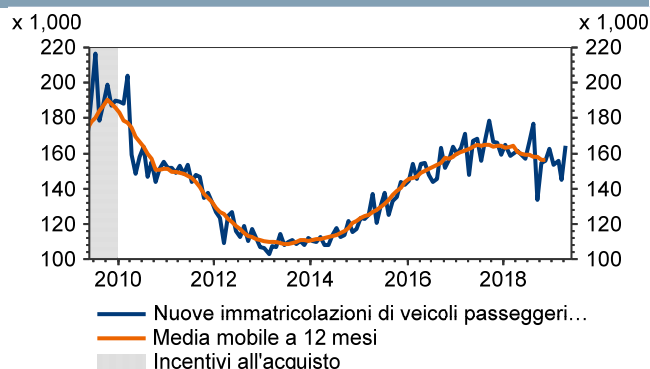
Nota: area ombreggiata=recessione. Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Il rimbalzo di maggio della fiducia dei consumatori è dovuto soprattutto a situazione corrente e clima nazionale



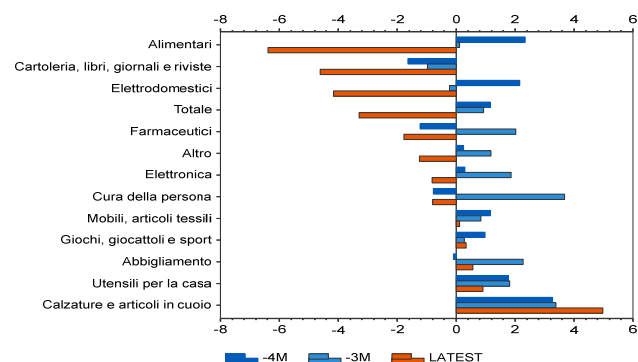
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Resta negativa la tendenza per le immatricolazioni di automobili



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Il dettaglio settoriale delle vendite al dettaglio è misto: la maggior parte dei settori sono tornati in negativo dopo gli incrementi dei due mesi precedenti

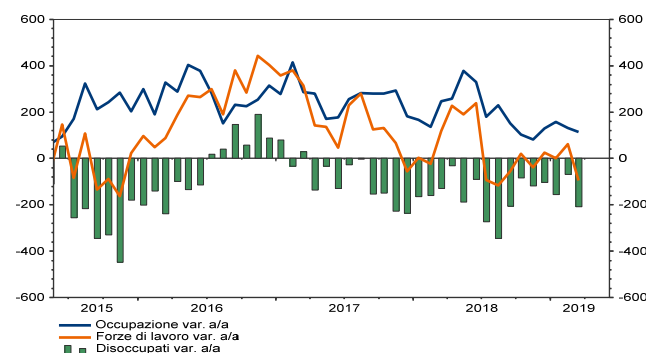


Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

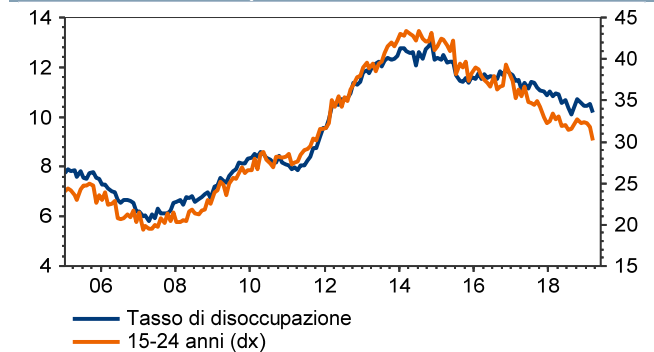
Riprende a calare la disoccupazione

La disoccupazione è calata a sorpresa a 10,2% da 10,5% di febbraio (rivisto al ribasso da una prima stima a 10,7%). Anche il dettaglio è piuttosto confortante, in quanto il calo del tasso dei senza-lavoro è dovuto interamente alla crescita degli occupati (+60 mila unità, un massimo nell'ultimo anno), in particolare dipendenti permanenti (+44 mila). Di conseguenza il tasso di occupazione è salito al 58,9%, un record da quando sono disponibili le serie mensili ovvero almeno dal 2004 (mentre il tasso di attività è rimasto fermo al 65,7%, solo di due decimi inferiore al massimo storico toccato lo scorso giugno). Ancora più evidente il calo del tasso di disoccupazione giovanile, che pur rimanendo tra i più alti nell'Eurozona (dietro a Grecia e Spagna), è sceso ai minimi da agosto 2011 (a 30,2% da 31,8% di febbraio). Il dato attenua le preoccupazioni circa un possibile esaurirsi del ciclo espansivo del mercato del lavoro. Se il punto di minimo per il PIL fosse confermato nella seconda metà del 2018, un'inversione del trend per la disoccupazione potrebbe essere evitata (ma il tasso dei senza-lavoro è atteso rimanere a due cifre sia quest'anno che il prossimo). In ogni caso, pensiamo che le stime contenute nel DEF sul tasso di disoccupazione, visto in salita all'11% quest'anno e all'11,1% nel 2020, siano eccessivamente pessimistiche (anche perché, rispetto al governo, ci aspettiamo un impatto inferiore alle attese del reddito di cittadinanza sul tasso di attività). Le retribuzioni contrattuali sono rimaste invariate a marzo, e risultano in aumento di 1,4% rispetto allo stesso mese dell'anno scorso: si tratta di un minimo dallo scorso maggio (il picco è stato toccato a 2,1% a luglio). Nel 1° trimestre, sono stati recepiti solo due accordi (editoria e giornali e Fiat) mentre ben 27 sono scaduti (15 della pubblica amministrazione, quattro nell'industria e otto nei servizi privati), sommandosi ai 14 ancora in attesa di rinnovo. Di conseguenza la quota dei dipendenti con il contratto scaduto torna ad eccedere il 50% (52,8%): non accadeva dal 2016. Sulla base dei contratti in vigore a fine marzo, le retribuzioni contrattuali dovrebbero accelerare lievemente nei prossimi due mesi (fino a 1,6% a maggio), per poi rallentare sensibilmente (a 0,6% tra giugno e settembre). Insomma, le retribuzioni contrattuali, dopo il recupero che aveva caratterizzato la prima metà dello scorso anno, sono tornate su un trend discendente.

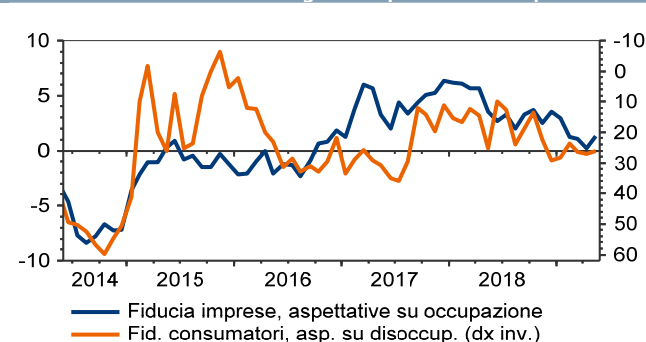
La creazione di occupazione ha perso slancio negli ultimi mesi...



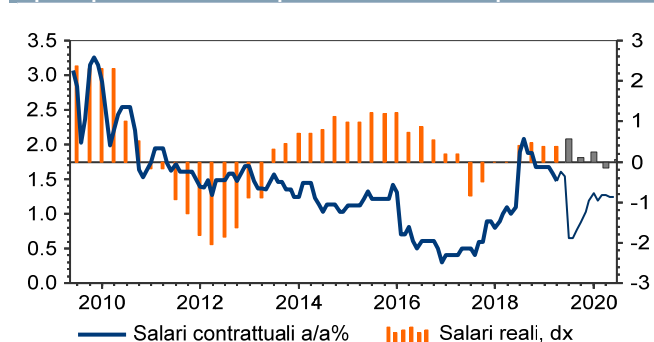
...ma il tasso di disoccupazione mantiene un trend al ribasso



Neutrali le indicazioni di famiglie e imprese sull'occupazione



Il picco per le retribuzioni potrebbe essere alle spalle

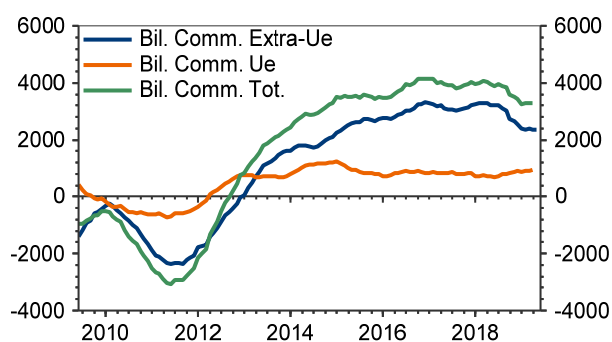


Il commercio estero resta debole, ma per ora contribuisce al PIL

A marzo si è registrato un moderato aumento sia per le esportazioni (+0,3% m/m, trainate dai Paesi UE) che per le importazioni (+0,9% m/m). Entrambi i flussi sono poco variati su base annua (in rallentamento rispetto al mese precedente). Sempre su base tendenziale, si nota il deciso aumento dei farmaceutici (+17,2%), a fronte del netto calo dei mezzi di trasporto (-15,4%); in flessione, tra gli altri, anche i macchinari (-1,7%) e gli autoveicoli (-5,4%). Tra i Paesi, gli incrementi a due cifre riguardano Regno Unito (+23%, su farmaceutici, abbigliamento e mezzi di trasporto, per via dell'incertezza legata a Brexit) e Svizzera (+17,3%), mentre in deciso calo risultano Stati Uniti (-11,1%) e Turchia (-15%). Nel 1° trimestre, si è avuta una crescita moderata delle esportazioni (+0,5%), a fronte di una riduzione delle importazioni (-3,4%), il che conferma come gli scambi con l'estero abbiano dato un contributo positivo al PIL anche a inizio 2019, come già accaduto nella seconda metà del 2018.

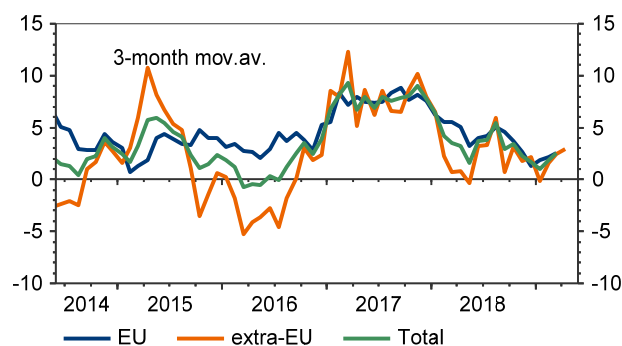
I dati di aprile, relativi al solo commercio extra-UE, hanno mostrato un aumento per entrambi i flussi, ma più marcato per le importazioni (+0,9% m/m) che per le esportazioni (+0,5% m/m). Sale l'export solo di beni di consumo non durevoli ed energia, mentre gli altri gruppi mostrano un calo. Su base annua, entrambi i flussi tornano in positivo (export +6,7%, import +7,4%), anche per l'effetto del diverso numero di giorni lavorativi rispetto ad aprile 2018. Si nota un deciso aumento delle vendite verso Giappone (+25,6%), Svizzera (+24,8%) e Paesi ASEAN (+19,4%), mentre restano in rosso Turchia (-15,5%), Paesi OPEC (-5,0%) e Paesi MERCOSUR (-2,7%). In sintesi, il commercio estero resta debole, appesantito dalle perduranti incertezze riguardanti l'escalation della guerra commerciale Usa-Cina e la Brexit.

Saldo commerciale in ripiegamento dai massimi



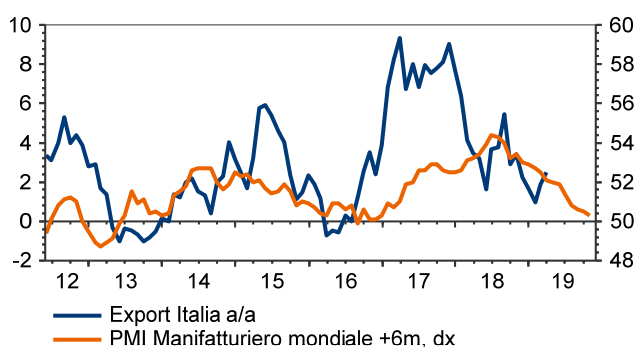
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Export in moderato recupero



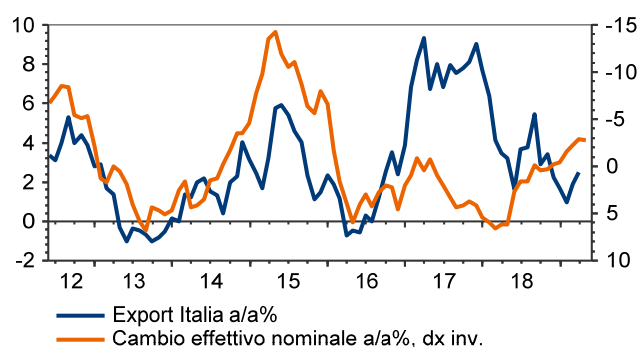
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

La domanda mondiale resta in rallentamento...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

...ma il tasso di cambio è più favorevole rispetto a un anno fa



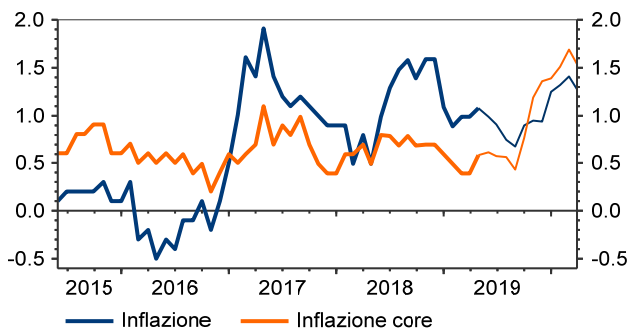
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Inflazione superiore alle attese ad aprile, ma solo per fattori transitori

L'inflazione è risalita lievemente ad aprile sull'indice nazionale, di un decimo a 1,1%; sull'armonizzato è rimasta stabile, sempre a 1,1%. Nel mese i prezzi sono aumentati di due decimi sul NIC e di 0,5% m/m sull'IPCA. I dati sono stati marginalmente superiori alle nostre attese, ma i rincari appaiono legati a fattori stagionali e di calendario, visto che la prossimità della Pasqua con la festa della Liberazione ha favorito una crescita congiunturale marcata in particolare nei servizi ricettivi e di ristorazione (+2,3% m/m) e nei trasporti (+1,7% m/m, anche per via degli aumenti dei carburanti). Viceversa, pressioni al ribasso sono arrivate dalle spese per la casa (-2,5%, visto il taglio delle tariffe di elettricità e gas) e dalle comunicazioni (-2,3% m/m). L'inflazione di fondo è aumentata da 0,4% a 0,6%. Pensiamo che il lieve aumento di aprile sia dovuto come detto a fattori transitori, e che l'inflazione possa tornare a calare nei prossimi mesi (toccando un minimo attorno a 0,6% nei mesi estivi), per poi risalire sopra l'1% nella parte finale dell'anno. La nostra previsione per il tasso di inflazione è inferiore ai valori correnti per la media di quest'anno (0,9%) e superiore per la media dell'anno prossimo (1,4%). In ogni caso, la (limitata) variabilità recente dell'inflazione appare spiegata assai più dai prezzi esogeni dell'energia che non da fattori di domanda.

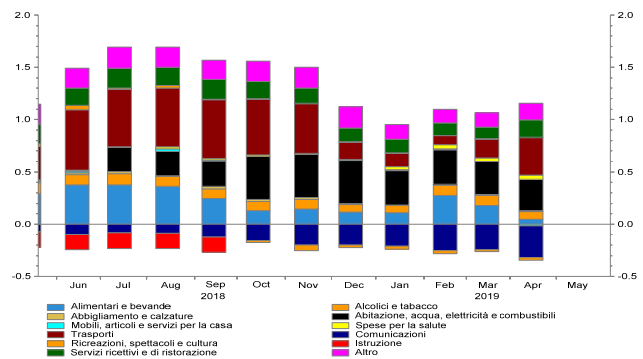
I prezzi alla produzione nell'industria sono rimasti stabili a marzo, dopo il calo di un decimo a febbraio, pur crescendo di 0,2% m/m sul mercato estero (principalmente dall'area euro). Nel mese sono calati marginalmente i prezzi di energia e beni di consumo, mentre sono saliti quelli dei beni durevoli. La tendenza annua è rallentata ulteriormente da 3,1% a 2,9% (3,7% sul mercato interno), dopo il picco di 5,8% toccato lo scorso ottobre. Al netto dell'energia, i prezzi alla produzione risultano poco più che stagnanti (0,6% a/a sul mercato domestico). Il dato conferma che non si registrano pressioni core a monte della catena produttiva.

La tendenza per l'inflazione dovrebbe essere al ribasso fino all'estate e in risalita successivamente



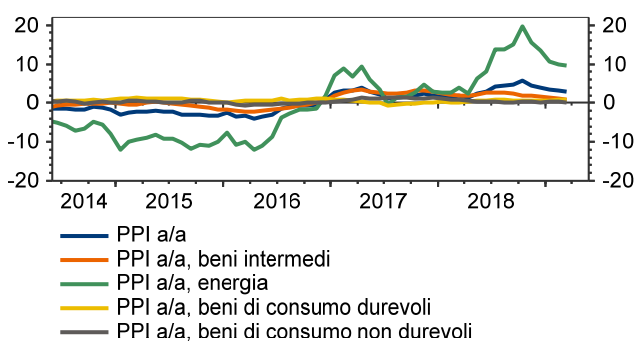
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Di recente, la frenata di alimentari e comunicazioni è stata compensata dall'accelerazione dei trasporti



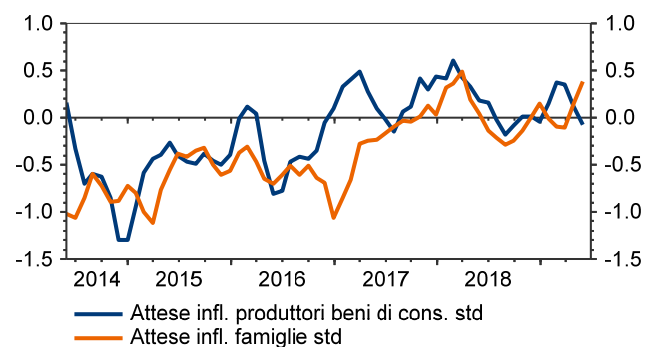
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Il PPI (+2,9% a/a a marzo) segnala un rientro delle pressioni a monte della catena produttiva, specie sull'energia



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Le attese inflazionistiche di famiglie e imprese rimangono in un'area di neutralità



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

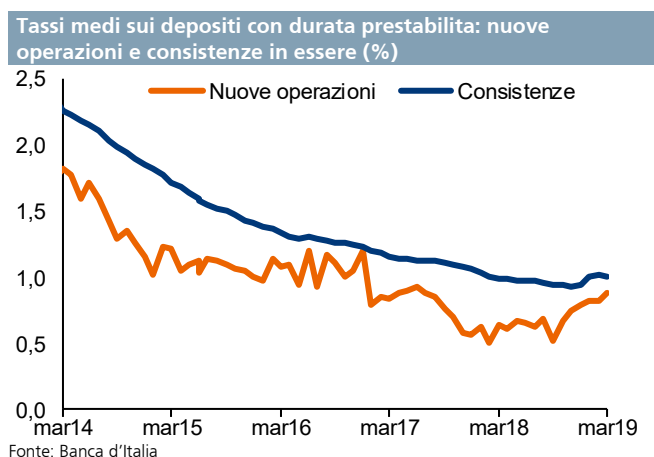
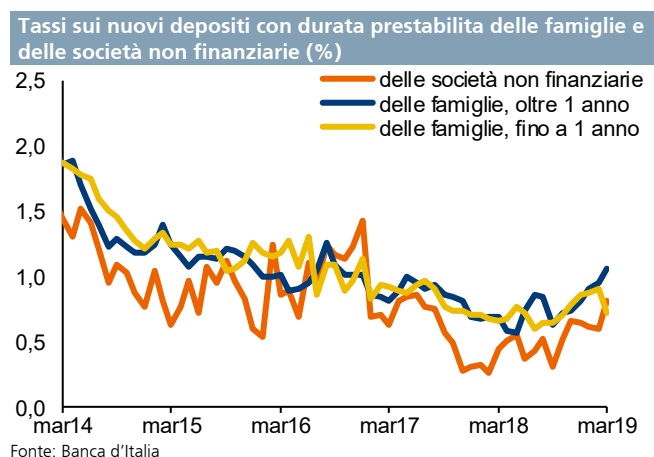
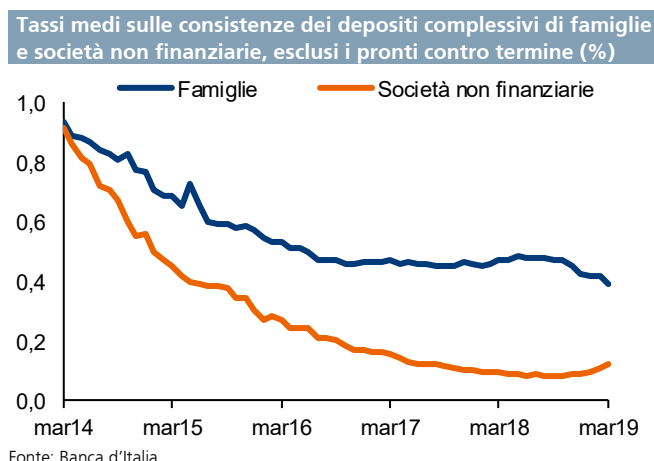
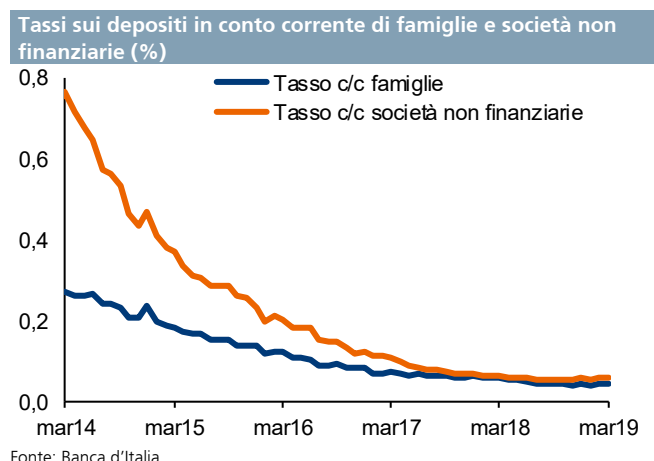
Tendenze del settore bancario italiano

Si è fermata la risalita dei tassi sui nuovi prestiti

A marzo è proseguito il calo del costo medio dello stock di raccolta da clientela, grazie alla riduzione del tasso complessivo sui depositi e di quello sulle obbligazioni in essere. D'altro canto, si è confermata la ripresa dei tassi sui nuovi depositi con durata prestabilita, in particolare di quelli offerti alle imprese e alle famiglie sulle durate più lunghe. Dal lato dei tassi sui nuovi prestiti, sembra essersi arrestata la fase di rialzi. A marzo il tasso medio sulle erogazioni alle società non-finanziarie è risultato di nuovo in calo e anche i tassi sui mutui alle famiglie si sono aggiustati verso il basso. Per aprile, le stime ABI vedono una stabilità sui livelli di marzo, sia per i tassi sui nuovi prestiti alle imprese, sia per quelli sulle erogazioni alle famiglie.

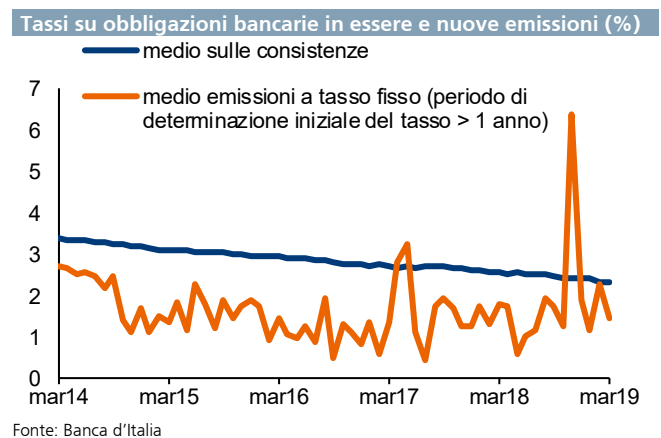
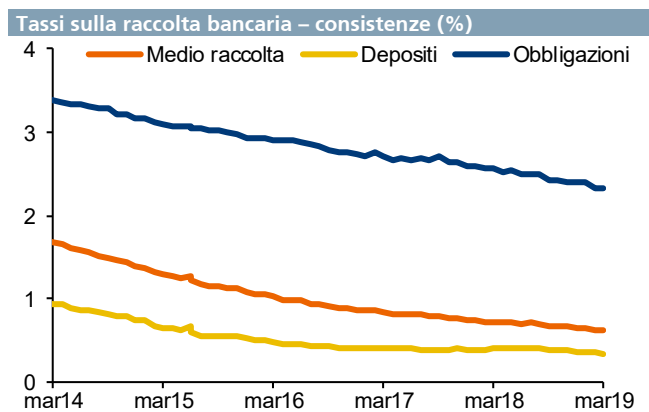
Elisa Coletti

Il tasso medio sullo stock dei depositi è sceso a marzo al nuovo minimo storico di 0,34%, dallo 0,36% dei tre mesi precedenti, ed è visto allo stesso livello ad aprile, secondo le anticipazioni ABI. Analogamente, il tasso medio sui conti correnti è stimato stabile ad aprile, allo 0,05% registrato nel bimestre febbraio-marzo. In merito all'andamento del tasso complessivo sui depositi, va notata la riduzione del tasso sullo stock di depositi delle famiglie in corso dallo scorso novembre 2018, che risulta determinata dalla discesa del tasso sui depositi rimborsabili con preavviso (questi includono le forme di raccolta postale della Cassa Depositi e Prestiti). All'opposto, il tasso medio sullo stock di depositi delle società non-finanziarie è in aumento.

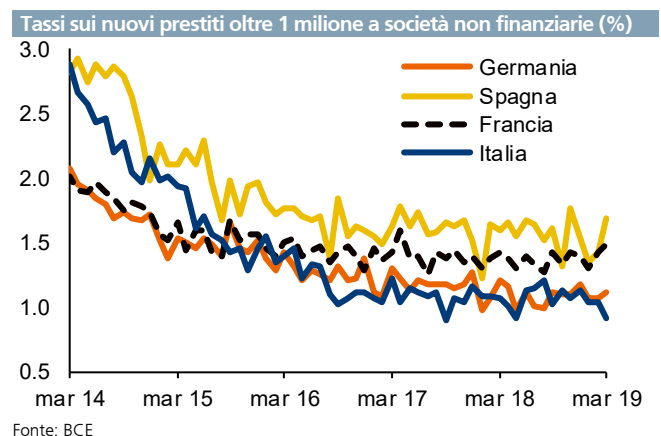
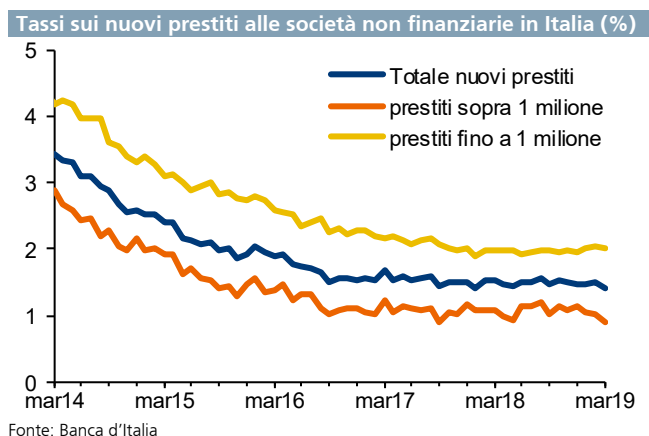


Per quanto riguarda i tassi sui nuovi depositi con durata prestabilita, a marzo, **per il sesto mese consecutivo, è proseguita la risalita dei tassi corrisposti alle famiglie sulle scadenze più lunghe.** In dettaglio, il medio sulle durate superiori a 1 anno è aumentato di 10pb m/m a 1,06%, per un totale di +43pb in sei mesi. Il tasso ha così raggiunto il massimo da settembre 2016. All'opposto, a marzo il tasso sulle scadenze più brevi (quelle fino a 1 anno) è sceso di ben 18pb m/m a 0,72%, annullando gran parte del rialzo registrato nei mesi precedenti. Anche il tasso sui depositi con durata prestabilita delle imprese è tornato a salire, di ben 21pb m/m a 0,81%, dopo essersi aggiustato lievemente al ribasso nei tre mesi precedenti. Il risultato di questi movimenti è un aumento del tasso complessivo sui nuovi depositi con durata prestabilita di famiglie e imprese, di 6pb m/m al livello di 0,87%, massimo da luglio 2017.

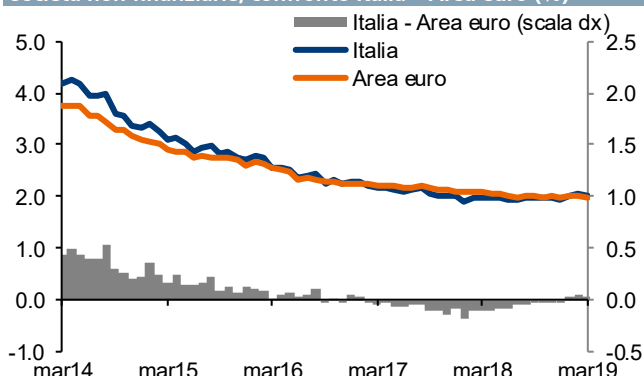
Il tasso medio sullo stock di obbligazioni a marzo è risultato ancora in lieve calo dal 2,33% al 2,32%, ma è visto in risalita ad aprile a 2,38% secondo le stime ABI. Tutto ciò considerato, **il costo complessivo della raccolta da clientela si ridotto ulteriormente a marzo, di 2pb m/m a 0,61%, mentre dovrebbe salire lievemente ad aprile, di 1pb m/m sulla base delle stime ABI.**



Dal lato dei tassi sui nuovi prestiti, sembra essersi arrestata la fase di rialzi. A marzo **il tasso medio sulle erogazioni alle società non-finanziarie è risultato di nuovo in calo**, a 1,42%, 9pb in meno rispetto al mese precedente, tornando al minimo storico registrato a gennaio 2018, un livello che sarebbe confermato anche per aprile, secondo le stime ABI. Guardando alle componenti, determinante è stato il calo del tasso sui nuovi prestiti di maggiore entità, sceso a marzo di 12pb m/m a 0,91%, ma anche quello sulle erogazioni inferiori a 1 milione si è ridotto nel mese, sebbene in misura più contenuta, pari a -3pb m/m a 2,02%. Quest'ultimo è rimasto quindi più elevato rispetto ai valori segnati nell'arco del 2018, sempre inferiori al 2%.

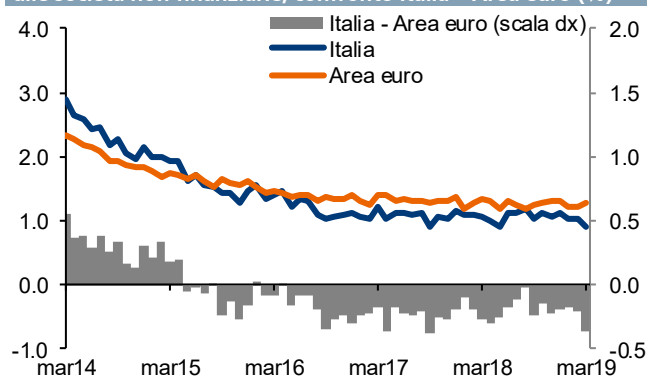


Tasso medio sui nuovi prestiti di importo fino a 1 milione alle società non finanziarie, confronto Italia - Area euro (%)



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 (%)

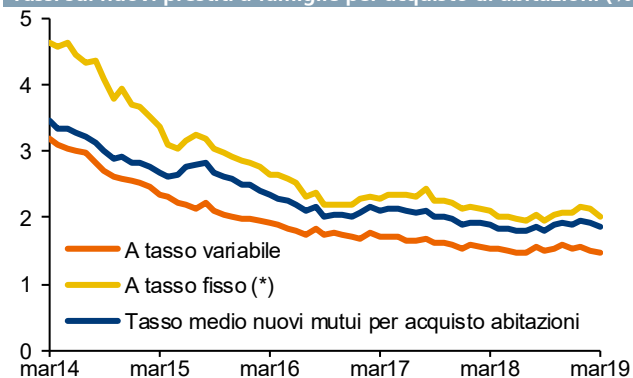


Fonte: Banca d'Italia, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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 3° mese consecutivo, pari a 3pb. Per il tasso sui nuovi prestiti oltre 1 milione, a seguito della notevole riduzione registrata a marzo, il differenziale negativo con l'Eurozona si è addirittura ampliato a -36pb, rispetto ai -20pb del mese precedente.

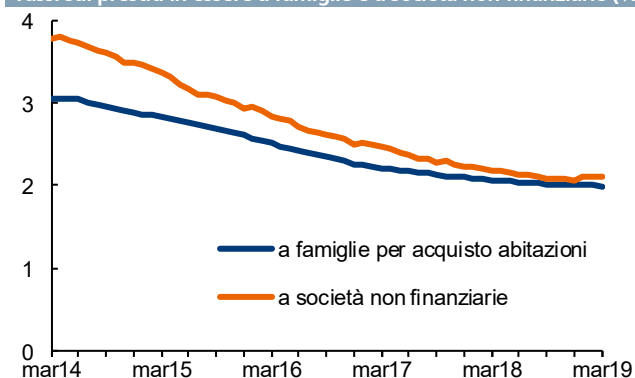
Per i tassi sui nuovi prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni, dopo l'aumento di gennaio 2019, a marzo è proseguito il riaggiustamento verso il basso, a 1,85% per il tasso medio (-6pb m/m), livello che dovrebbe essere confermato per aprile, secondo le anticipazioni ABI. Diversamente da quanto visto a febbraio, quanto il tasso fisso era risultato vischioso, il calo di marzo è stato più marcato proprio per questa categoria di mutui, che hanno visto il tasso ridursi di 12pb m/m a 2,02%. In parallelo, anche il tasso variabile si è ridotto, di 3pb m/m a 1,47%, livello prossimo al minimo storico di giugno 2018.

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



Nota: (*) Periodo di determinazione iniziale del tasso oltre 10 anni
Fonte: Banca d'Italia

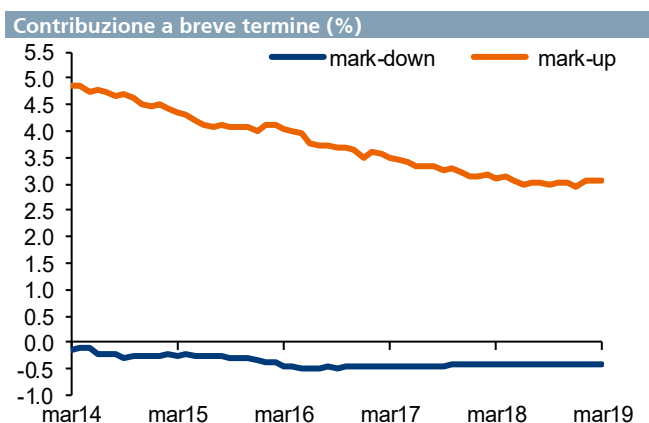
Tassi sui prestiti in essere a famiglie e a società non finanziarie (%)



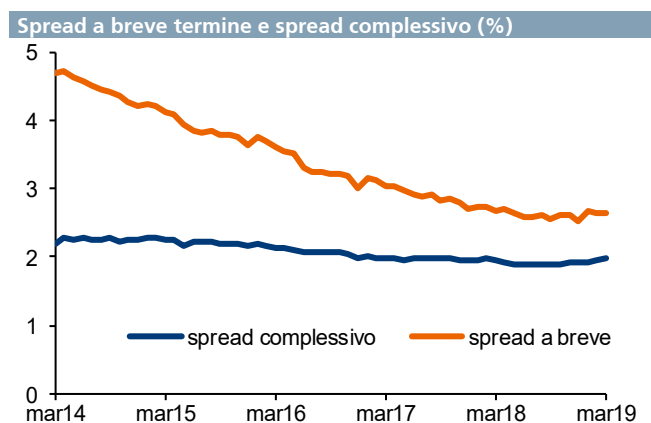
Fonte: Banca d'Italia

Quanto al tasso medio sullo stock dei prestiti, dopo la risalita di gennaio a 2,58%, il livello è stato confermato a marzo, come anche ad aprile secondo le stime ABI.

A marzo si è quindi avuto un **ulteriore lieve miglioramento della forbice tra tassi attivi e passivi, da 1,96% a 1,97%, che dovrebbe essere seguito da una piccola riduzione ad aprile, di -1pb m/m** sulla base delle stime ABI. La contribuzione dei depositi a vista è risultata poco variata a marzo, col mark-down¹ a breve pari a -0,42%, solo marginalmente inferiore al -0,41% dei quattro mesi precedenti e in linea con la media del 2018. Il mark-up sui tassi attivi a breve è rimasto sopra il 3%, a 3,04%, leggermente inferiore al 3,07% del primo bimestre.



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



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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

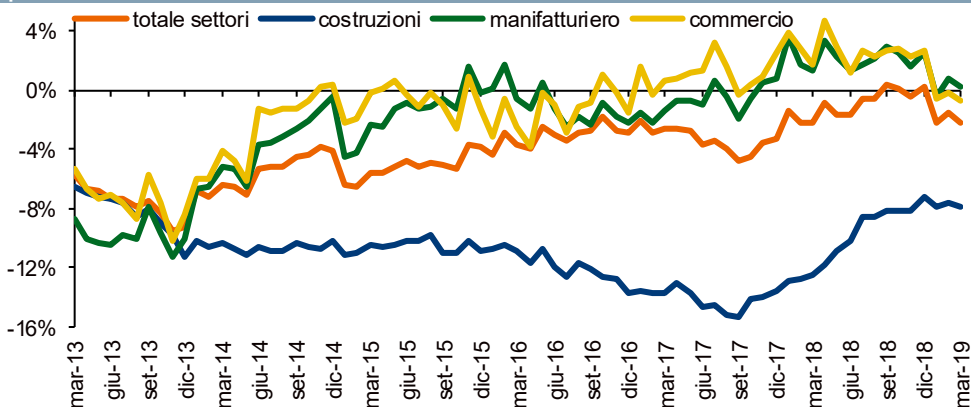
Prestiti alle imprese ancora in calo

Elisa Coletti

I prestiti alle società non-finanziarie sono risultati in calo anche a marzo e ad aprile. I dati di marzo sui prestiti vivi mostrano che mentre i finanziamenti alle imprese manifatturiere sono risultati ancora in lieve crescita, quelli alle costruzioni e al commercio sono tornati al calo di gennaio. Quanto ai flussi lordi mensili, le erogazioni fino a 1 milione si sono ridotte a marzo e nel 1° trimestre, mentre quelle di dimensione superiore sono rimaste stabili nel trimestre, pur con forti oscillazioni mensili. La crescita dello stock di prestiti alle famiglie si è confermata solida. Per i mutui, le erogazioni sono rimaste invariate anno su anno, risultato di un rimbalzo delle rinegoziazioni a fronte del calo dei nuovi contratti. Inoltre, la domanda è peggiorata ulteriormente, con un calo accentuato delle richieste di nuovi mutui e surroghe, del -10,8% a/a ad aprile. Nel complesso, l'aumento dello stock di prestiti al settore privato è sceso a +0,8% a/a a marzo, il più basso da settembre 2017. Con una crescita stimata dello 0,7% a/a per aprile, le anticipazioni ABI delinea la prosecuzione del ritmo rallentato.

I prestiti alle società non finanziarie restano sottotono, in calo a marzo di nuovo del -0,7% a/a come già visto a inizio anno, dal -0,2% di febbraio, mentre i primi dati di aprile di fonte BCE riportano una riduzione pari a -0,5% a/a (dati corretti per le cartolarizzazioni). L'andamento è confermato a livello di attività economiche, secondo i dati di marzo dei prestiti al netto delle sofferenze (prestiti vivi), che nel complesso hanno segnato un calo del 2,2% a/a, analogo a quello di gennaio (questi dati includono le famiglie produttrici). Tra i grandi comparti di attività, solo i prestiti vivi al settore manifatturiero hanno mantenuto una variazione migliore rispetto a inizio anno e lievemente positiva, pari a +0,3% a/a dal +0,7% di febbraio. Diversamente, i prestiti vivi al commercio e quelli alle costruzioni sono tornati a ridursi come a inizio anno, i primi del -0,7% a/a, i secondi del -7,9%. Per i prestiti alle costruzioni si osserva che, in buona sostanza, nei mesi più recenti l'attenuazione del calo si è arrestata.

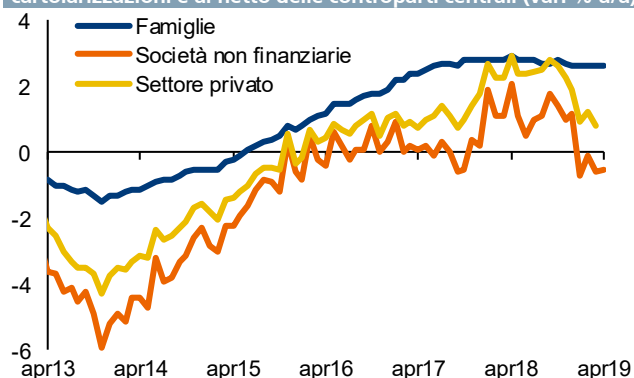
Prestiti vivi per i principali settori di attività economica, società non-finanziarie e famiglie produttrici (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Con riguardo ai flussi mensili di prestiti alle società non-finanziarie, marzo ha registrato un aumento che, insieme a quello segnato a febbraio, ha consentito di compensare il calo di inizio anno. Nel complesso, **le erogazioni lorde a società non finanziarie sono cresciute del 5,2% a marzo e il flusso cumulato nei tre mesi è risultato essenzialmente invariato (-0,4% a/a; si ricorda che questi dati non comprendono i finanziamenti in conto corrente; inoltre, sono al netto delle rinegoziazioni)**. Tale evoluzione è legata alle ampie oscillazioni dei flussi oltre 1 milione, in aumento a due cifre nel bimestre febbraio-marzo dopo il forte calo di gennaio, tanto che nel trimestre il flusso cumulato è stabile (+0,2% a/a). Diversamente, **le erogazioni fino a 1 milione sono risultate in riduzione a marzo e nel 1° trimestre**. Sebbene il calo dei flussi fino a 1 milione sia moderato (-3,2% nel mese e -1,1% nel trimestre), esso rappresenta comunque un'inversione di tendenza rispetto al 2018, quando i flussi mensili di prestiti fino a 1 milione erano stati costantemente in crescita.

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



Fonte: Banca d'Italia

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



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

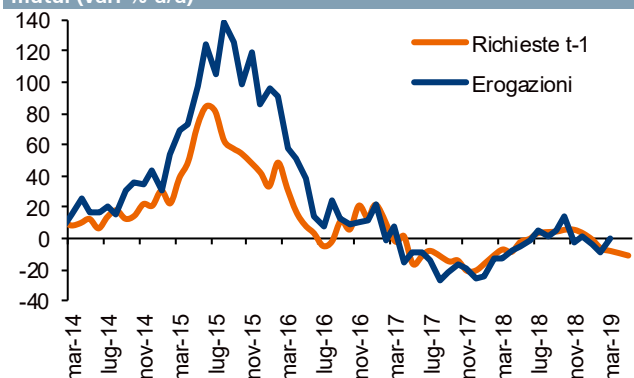
Il ritmo di crescita dei prestiti alle famiglie si è confermato solido, pari a 2,6% a/a ad aprile, in linea con i quattro mesi precedenti (dati corretti per le cartolarizzazioni). Il credito al consumo concesso dalle banche continua a essere vivace, registrando volumi di nuove operazioni mensili in crescita dell'8% a/a a marzo, sebbene meno brillante del +17% a/a del 1° bimestre. Lo stock di credito al consumo ha mantenuto un passo sostenuto, del +8,6% a/a a marzo e in rafforzamento al 9% ad aprile.

Al contempo, a marzo i prestiti per acquisto dell'abitazione hanno visto erogazioni invariate anno su anno, dopo la flessione dei due mesi precedenti (-9,3% a/a a febbraio e -3,9% a gennaio). Tuttavia, le indicazioni provenienti dalla domanda restano negative e in peggioramento, con le rilevazioni CRIF che riportano un calo sempre più marcato delle richieste di nuovi mutui e surroghe, pari a -10,8% a/a ad aprile dal -9,2% di marzo e un cumulato del 1° quadrimestre in flessione dell'8,6%.

La scomposizione delle erogazioni di mutui per tipo di contratto mostra un quadro opposto rispetto ai mesi precedenti e al 2018. Infatti, la stabilità del flusso è il risultato di un ritorno alla crescita delle rinegozziazioni (+30,6% a/a dal -32% del 1° bimestre) e, all'opposto, di un calo dei nuovi contratti, del -10%. In termini di quota sul totale erogazioni, le rinegozziazioni sono salite a quasi un terzo (32,8%, dal 20% circa del 1° bimestre e della media del 4° trimestre 2018).

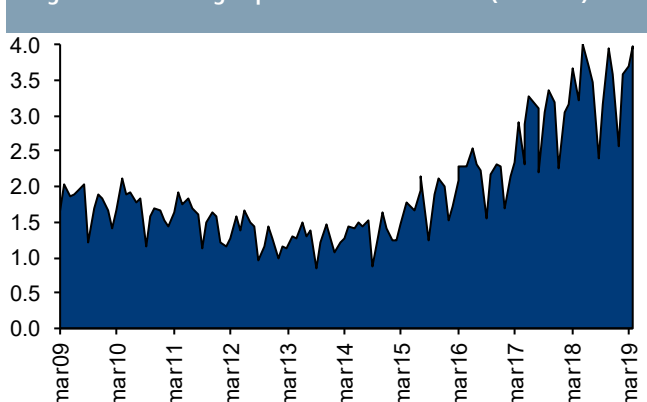
Coerentemente, a marzo le erogazioni a tasso fisso sono tornate in aumento, a +12% a/a, dopo un calo a febbraio, che per ora rimane isolato. Al contempo, si è intensificata la flessione delle erogazioni a tasso variabile, in negativo per il decimo mese consecutivo (-21,2% a/a a marzo dal -17% circa dei due mesi precedenti e -18% dell'ultimo bimestre 2018).

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



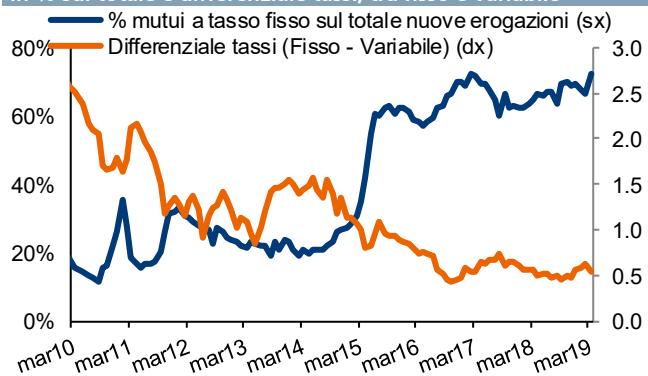
Fonte: Banca d'Italia, CRIF ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Erogazioni alle famiglie per credito al consumo (EUR mld)



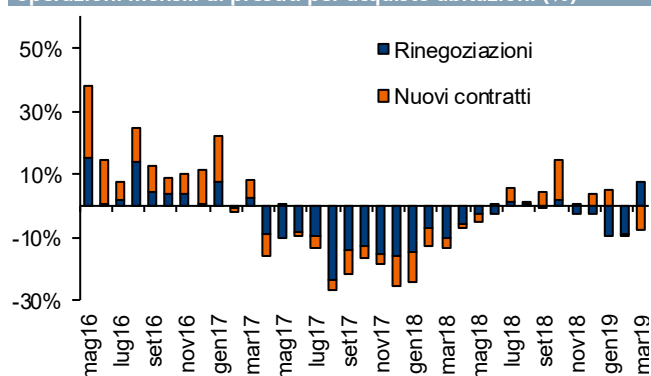
Fonte: Banca d'Italia

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

Nel complesso, a marzo l'aumento dei prestiti al settore privato è sceso a **+0,8%**, dall'**1,2%** a/a di febbraio, toccando il **tasso di sviluppo più basso da settembre 2017** (dati al netto delle controparti centrali e corretti per le cartolarizzazioni). Con una **crescita stimata pari allo 0,7% a/a per aprile**, le anticipazioni ABI delineano la prosecuzione del ritmo rallentato.

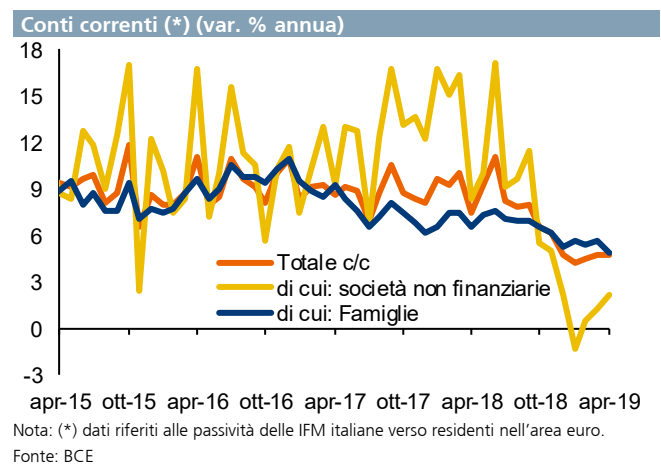
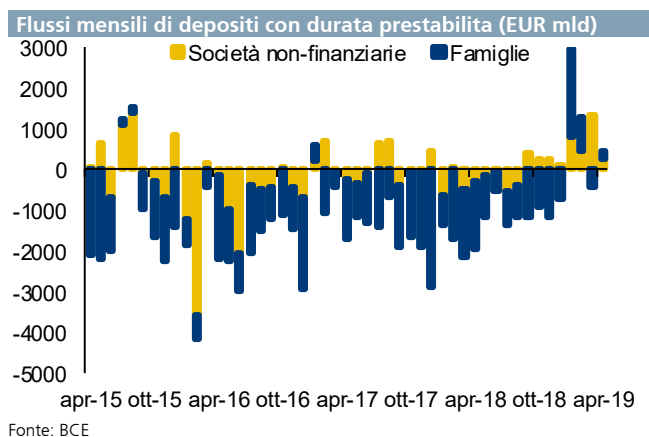
A marzo, tornano positive le emissioni nette di obbligazioni bancarie

I conti correnti hanno proseguito nel trend più moderato. Si è confermato il passo rallentato di quelli delle società non finanziarie, mentre i conti correnti delle famiglie hanno mantenuto una dinamica robusta. Inoltre, è proseguito il recupero dei depositi con durata prestabilita delle società non finanziarie che continuano a registrare flussi netti mensili positivi. I depositi complessivi sono quindi rimasti in crescita, del 3,5% a marzo per le famiglie e del 3,3% per l'aggregato totale, un ritmo che dovrebbe essere proseguito ad aprile secondo le anticipazioni ABI. Inoltre, le obbligazioni hanno confermato il calo più moderato. Come già osservato a fine 2018, il miglioramento del trend coincide col ritorno in positivo del saldo tra emissioni lorde e rimborsi, pari a 3,1 miliardi a marzo. Nel complesso, la raccolta da clientela è risultata in crescita sia a marzo, sia ad aprile secondo le stime ABI.

Elisa Coletti

Di recente, **non sono emerse particolari novità sulle dinamiche della raccolta da clientela**, che ha confermato quanto osservato nei mesi precedenti. **I conti correnti hanno proseguito nel trend più moderato** rispetto alla prima metà del 2018 quando la crescita era circa doppia dell'attuale, pari al 4,8% a/a, sia a marzo sia ad aprile, in linea con fine 2018. Tra le componenti, è proseguito il **passo rallentato dei conti correnti delle società non-finanziarie** che hanno mantenuto una crescita contenuta, dell'1,5% a marzo e del 2,1% a/a ad aprile. Al contempo, **i conti correnti delle famiglie hanno confermato una dinamica robusta, pari a +5,7% a marzo e +4,9% ad aprile**, in linea con i tre mesi precedenti (+5,7% a/a a gennaio e 5,4% a fine 2018), ma anch'essa più moderata della media 2018.

Come nei mesi precedenti, è **proseguito il recupero dei depositi con durata prestabilita delle società non finanziarie che hanno continuato a registrare un flusso netto positivo**, rimbalzato a marzo a 1,4 miliardi, un importo che non si vedeva dal 2015, con un tasso di variazione rafforzatosi ulteriormente e addirittura a doppia cifra (+17,7% a/a a marzo e +21,6% ad aprile). Per i depositi con durata prestabilita delle famiglie il tasso di variazione è rimasto in calo ma in ulteriore miglioramento rispetto ai mesi precedenti (-9,2% a/a a marzo e -6,7% ad aprile, più che dimezzato rispetto al -18% di fine 2018). **Tale ripresa è coerente con i tassi di interesse più elevati** offerti sui nuovi depositi con durata prestabilita.



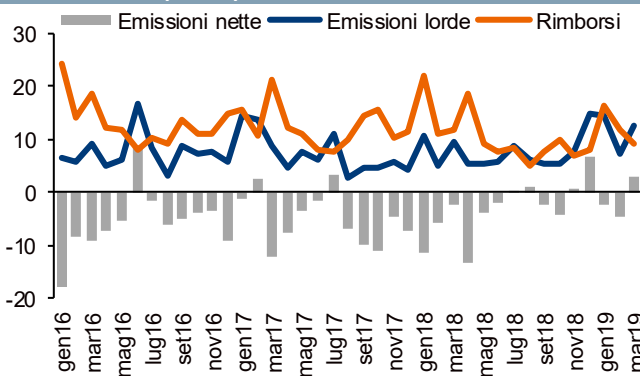
Grazie alla dinamica dei conti correnti, i **depositi delle famiglie hanno mantenuto un buon ritmo di crescita**, pari a 3,5% a/a a marzo e 3,2% ad aprile, in leggero rafforzamento rispetto al 3% medio del 2018. Anche i depositi delle società non finanziarie sono risultati in miglioramento, a +1,9% a/a a marzo e +2,9% ad aprile (da +0,5% a/a a febbraio e -1,3% a gennaio), per effetto della leggera ripresa dei conti correnti e del flusso significativo dei depositi con durata prestabilita. Complessivamente, la crescita dei depositi da clientela residente si è rafforzata

ulteriormente, passando dal 2,8% di febbraio al 3,3% a/a di marzo, un ritmo che dovrebbe essere proseguito anche ad aprile, secondo le anticipazioni ABI.

Per le obbligazioni, il calo si è confermato in fase di attenuazione, pari a -8,4% a/a a marzo dal -10,1% del bimestre precedente. Come già osservato a fine 2018, il miglioramento del trend coincide con il ritorno in positivo del saldo tra emissioni lorde e rimborsi, pari a 3,1 miliardi a marzo dopo i 6,8 miliardi di dicembre, quando si era registrato il primo aumento significativo dello stock di obbligazioni dopo oltre un anno di riduzioni o aumenti marginali.

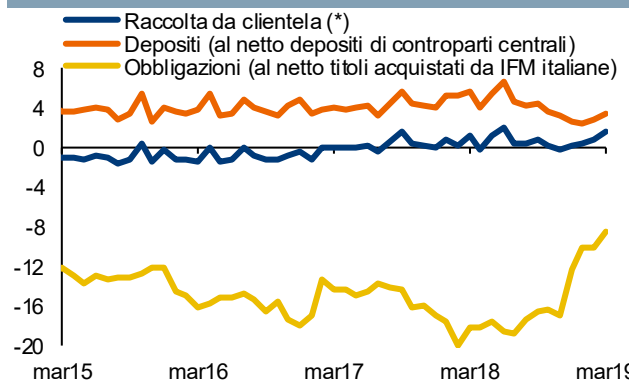
Benché ancora negativo, il rapido miglioramento del tasso di variazione delle obbligazioni sta sostenendo la **crescita della raccolta complessiva da clientela**, pari a +1,7% a/a a marzo, dopo lo 0,8% di febbraio e in graduale ripresa dallo 0,2% di fine 2018. Il rafforzamento del trend sarebbe confermato per aprile, sulla base delle stime ABI. Per l'aggregato della raccolta totale, che include il rifinanziamento BCE e i depositi dall'estero, la crescita è balzata a marzo al 3,1% a/a dal 2,2% di febbraio. Va in proposito osservato che, mentre il rifinanziamento BCE resta in calo del 3%, **da circa un anno i depositi di non residenti – comprensivi dell'interbancario – risultano in crescita, a un ritmo in accelerazione** più di recente, fino al 12,6% a/a di marzo dal 9,0% di febbraio.

Obbligazioni emesse da banche: emissioni lorde, rimborsi ed emissioni nette (EUR M)



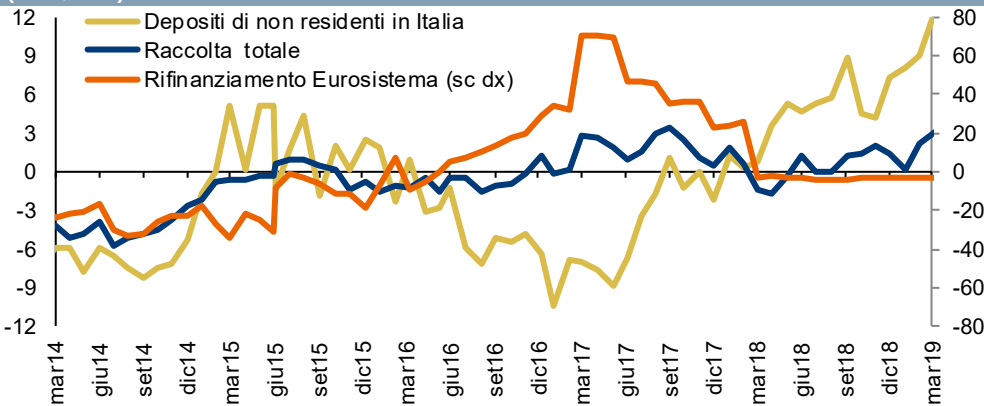
Fonte: Banca d'Italia

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



Nota: (*) al netto di depositi con controparti centrali e obbligazioni acquistate da IFM italiane. Il totale dei depositi e la raccolta escludono le passività in contropartita dei prestiti ceduti e non cancellati.
Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tasso di variazione della raccolta totale, 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

044 4339871

valentina.dalmaso@intesasnpaolo.com

Federico Desperati

02 72652040

federico.desperati@intesasnpaolo.com

Clarissa Simone

02 72651979

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.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.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/chisiamo/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.intesasnpaolo.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.