

## **La bussola dell'economia italiana**

**Direzione Studi e Ricerche**  
Giugno 2019

**Indice**

**L'evoluzione dello scenario congiunturale**

Prevalgono i rischi al ribasso, più domestici che esogeni  
 Sintesi della previsione macroeconomica  
 L'industria torna a frenare l'attività economica  
 In lieve recupero la fiducia delle imprese manifatturiere  
 I servizi sono in una fase di sostanziale stagnazione  
 Prosegue la ripresa nelle costruzioni  
 I consumi mantengono un ritmo di crescita moderato  
 Disoccupazione stabile, ma la creazione di posti di lavoro perde slancio  
 Commercio estero in moderata ripresa  
 Inflazione in calo, almeno sino all'estate

**Tendenze del settore bancario italiano**

Ancora in aumento i tassi sulle scadenze più lunghe dei depositi a tempo delle famiglie  
 Prosegue il ritmo rallentato dei prestiti al settore privato  
 Crescita robusta dei conti correnti e flussi positivi verso i depositi a tempo

2  
2  
7  
8  
9  
10  
11  
12  
13  
14  
15  
**16**  
16  
20  
23

24 giugno 2019

Nota mensile

**Intesa Sanpaolo**  
 Direzione Studi e Ricerche

**Elisa Coletti**  
 Economista Banche

**Paolo Mameli**  
 Economista Macro Italia



## L'evoluzione dello scenario congiunturale

### Prevalgono i rischi al ribasso, più domestici che esogeni

Rivediamo al ribasso la stima sulla crescita del PIL italiano nel 2020, da 0,7% a 0,5%. I rischi vengono da una possibile *escalation* della guerra commerciale, ma soprattutto dall'evoluzione del quadro politico e fiscale domestico.

Paolo Mameli

Dopo un inizio d'anno incoraggiante, l'attività economica in Italia dovrebbe risultare più fiacca nei mesi primaverili (nella migliore delle ipotesi stagnante). Per il prosieguo dell'anno, manteniamo per ora una previsione di riaccelerazione del PIL, su ritmi di 0,1-0,2% t/t nel 2° semestre, ma nel periodo più recente sembrano aumentati i rischi al ribasso su tale scenario. È vero che le indagini di fiducia hanno evidenziato un piccolo rimbalzo nei mesi più recenti, tuttavia i livelli degli indici anticipatori ancora non appaiono coerenti con una significativa espansione, ma semmai con una stagnazione dell'attività. In effetti, il dato incoraggiante sul PIL a inizio anno (peraltro rivisto al ribasso in seconda battuta, da +0,2% a +0,1% t/t) appare più positivo rispetto alle indicazioni dalle *survey*, e potrebbe essere dovuto a fattori transitori (di calendario e meteorologici), che sembrano aver in qualche modo "spostato crescita" dal 2° al 1° trimestre 2019. Al di là della variabilità su base trimestrale, probabilmente come detto dovuta a fattori *una tantum*, il trend resta quello di un'attività economica sostanzialmente stagnante.

Dopo un inizio d'anno incoraggiante, il trimestre primaverile sarà più fiacco

Per il 2019, manteniamo per ora la previsione di una crescita del PIL di 0,2%, con rischi al ribasso dell'ordine di uno-due decimi, specie se il dato sul 2° trimestre dovesse risultare negativo e se il trimestre estivo non dovesse vedere una significativa riaccelerazione. Ci aspettiamo comunque quest'anno una dinamica positiva sia per la domanda interna che per quella estera (dell'ordine di circa mezzo punto in entrambi i casi), a fronte di un contributo significativamente negativo dalle scorte (il cui assottigliamento potrebbe essere dovuto alla rilevante incertezza che incombe sullo scenario sia internazionale che domestico, che spinge le imprese a sottodimensionare i magazzini). Stimiamo nell'anno corrente un contributo negativo dalle scorte di -0,8%: solo nel 2009 e nel 2012, anni di profonda recessione, si è avuto un apporto più negativo dai magazzini.

Sono aumentati i rischi al ribasso sulla previsione di crescita allo 0,2% nel 2019

Rivediamo al ribasso la stima di crescita per il 2020, da 0,7% a 0,5%, in considerazione dei rischi di natura sia internazionale, sia soprattutto domestica (vedi *infra*). Confermiamo una sostanziale stagnazione degli **investimenti** nel biennio in corso, per via dell'incertezza ancora gravante sullo scenario. Rivediamo invece al ribasso la stima sui **consumi**, che ora stimiamo crescere nel 2020 allo stesso ritmo (moderato) dell'anno in corso (0,5%). Infatti, l'impatto sul potere d'acquisto delle famiglie del Reddito di Cittadinanza sarà inferiore al previsto, data la minore adesione al programma rispetto alle attese. Inoltre, l'occupazione sta perdendo slancio: la stimiamo in crescita di 0,2% nel biennio in corso, dopo l'1% medio dei 4 anni precedenti. L'**export netto** potrebbe anche l'anno prossimo sostenere la crescita in forza di un differenziale di crescita sfavorevole rispetto alla media dei partner commerciali, anche se il contributo sarà inferiore rispetto a quello di quest'anno (stimiamo di un decimo nel 2020 dopo il mezzo punto del 2019). Vediamo un rallentamento dell'export (da 2,7% a 2,3%), a fronte di un'accelerazione per l'import (da 1,1% a 2,3%). Infine, dalle **scorte** potrebbe venire l'anno prossimo un contributo marginalmente positivo, dopo l'apporto fortemente negativo di quest'anno.

Rivediamo al ribasso la stima di crescita per il 2020, da 0,7% a 0,5%

Il principale rischio esogeno deriva dalle persistenti tensioni commerciali su scala mondiale, con la possibilità di una nuova *escalation* sul fronte dei dazi anche verso la UE, in particolare sul settore auto. Abbiamo simulato due possibili scenari nel modello *Oxford Economics Forecasting*: un primo scenario prevede che le misure restrittive riguardino solo il fronte USA-Cina, con l'estensione dei dazi punitivi a tutto l'import americano da Pechino, seguito da analoga ritorsione da parte del gigante asiatico. Il secondo scenario prevede invece che la guerra commerciale si allarghi al fronte con la UE, prevedendo dazi punitivi del 25% su auto e componentistica a partire dal 1° trimestre del 2020 (i dazi sulle auto colpirebbero, oltre ai Paesi

L'impatto della guerra commerciale è significativo solo in caso di dazi sulle auto

UE, anche Giappone e Corea, ma non Canada e Messico). La rappresaglia da parte dei Paesi colpiti sarebbe della stessa entità. Le simulazioni non prevedono una risposta anti-ciclica da parte della politica fiscale o monetaria. Il risultato è che l'impatto del primo scenario sulla crescita del PIL italiano è relativamente modesto (inferiore al decimo di punto percentuale per tutto il triennio), mentre **l'effetto negativo del secondo scenario è più tangibile, pari a due decimi di punto in media nel biennio 2020-21** (v. Figura 9).

**Il maggiore rischio che ancora incombe sullo scenario congiunturale resta però quello squisitamente domestico, legato all'evoluzione della politica fiscale.** Il cammino del Governo sul tema della finanza pubblica si presenta irto di ostacoli. Un primo scoglio è rappresentato dal **rischio di avvio ufficiale di una procedura d'infrazione europea per debito eccessivo**, che potrebbe materializzarsi alla riunione Eurogruppo-Ecofin del prossimo 8-9 luglio. L'esecutivo italiano ha manifestato la volontà di evitare la procedura, ribadendo però al contempo di non vedere necessità di una manovra correttiva e di avere tra le priorità un taglio della pressione fiscale. Nella lettera inviata il 19 giugno dal Governo all'Unione Europea non sono state fornite indicazioni riguardo a come riconciliare i due elementi, che per ora spingono in direzione contraria. La lettera si limita a citare un vago "programma complessivo di revisione della spesa corrente comprimibile e delle entrate, anche non tributarie" ancora in via di elaborazione. Secondo fonti di stampa, l'"assestamento" di bilancio proposto dal governo a Bruxelles comprenderebbe, oltre ai 2 miliardi di "congelamento" delle spese dei ministeri già pattuiti nell'accordo dello scorso dicembre, circa 3 miliardi di maggiori entrate tributarie (da dividendi di Bankitalia e partecipate, e da riscossione fiscale, presumibilmente grazie alla buona dinamica del gettito IVA, che sembrerebbe legata all'introduzione della fatturazione elettronica, e alle entrate superiori al previsto provenienti da condoni fiscali); a ciò si aggiungerebbero 2-3 miliardi derivanti da un'adesione inferiore alle attese al programma sul reddito di cittadinanza e alle misure di pensionamento anticipato. Tale "assestamento" consentirebbe di evitare una vera e propria manovra correttiva e porterebbe il deficit 2019 intorno al 2,1% (rispetto al 2,4% inserito nel DEF). Tuttavia, **il nodo principale resta quello del debito**, la cui discesa quest'anno nei piani del governo era legata a un massiccio piano di privatizzazioni (per un punto di PIL), di cui finora non c'è traccia. In assenza di ciò, il rapporto debito/PIL, dopo essere salito di otto decimi l'anno scorso, aumenterebbe nelle nostre stime di oltre un punto quest'anno, un'evoluzione evidentemente non in linea con le regole UE.

In ogni caso, anche se il Governo riuscisse a superare questo primo scoglio, **i nodi verrebbero comunque al pettine nella prossima sessione di bilancio.** Come noto (v. Tabella 1), le risorse necessarie solo per tenere fede al quadro programmatico descritto nel DEF ammontano a circa 30 miliardi per l'anno prossimo. Se a queste si aggiungesse la cosiddetta "flat tax" proposta dalla Lega, stimata costare 12-15 miliardi, si supererebbero i 40 miliardi. Nelle stime della Commissione, poiché il saldo strutturale è visto peggiorare di ben 1,2% nel 2020, e poiché l'aggiustamento richiesto in teoria è pari a 0,6%, la correzione necessaria sarebbe dell'ordine di ben l'1,8% del PIL (senza nuove misure aggiuntive).

In questo quadro, **non è ad oggi noto a quali misure di copertura il Governo intenda fare ricorso.** L'esecutivo ha più volte escluso di voler attivare l'aumento delle imposte indirette incluso nelle clausole di salvaguardia (supportato in tale proposito da una mozione parlamentare). Il DEF cita genericamente riduzioni di spesa causate da un "programma di revisione organica della spesa pubblica", e aumenti di entrate "che deriverebbero principalmente da misure volte a rafforzare il contrasto all'evasione fiscale". Si è più volte accennato anche al riordino delle *tax expenditures*, o a un taglio del cosiddetto "bonus Renzi", che però appaiono probabili solo in un quadro di rimodulazione in senso espansivo dell'Irpef.

Peraltro, **le scelte di politica fiscale dipenderanno evidentemente dall'evoluzione del quadro politico:** i rapporti di forza tra i due partiti di governo si sono ribaltati dopo le elezioni europee, a favore della Lega e a discapito del Movimento 5 Stelle. La Lega potrebbe essere dunque tentata

Si avvicina il momento della verità sul fronte della finanza pubblica...

... che si incrocia all'evoluzione del quadro politico

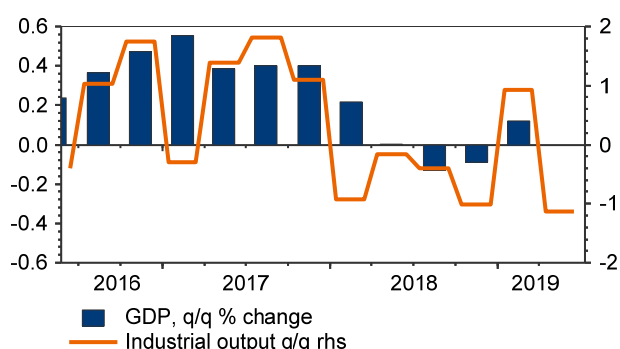
di causare una crisi di governo, in quanto, in caso di nuove elezioni, avrebbe una ragionevole probabilità di ottenere la maggioranza dei seggi, con una coalizione di centro-destra (con Fratelli d'Italia e Forza Italia) o anche solo di destra (con Fratelli d'Italia). **Due sono gli scenari più probabili**, a nostro avviso:

- 1) **la Lega, forte del recente risultato elettorale, detta l'agenda di governo**, forzando la mano sulla "flat tax" e imponendo un *budget espansivo* (con ogni probabilità non rispettoso delle regole europee);
- 2) **in caso di resistenze, il risultato potrebbe essere una crisi di Governo con elezioni anticipate**. Praticamente l'unica finestra elettorale possibile nell'anno in corso appare la fine di settembre: un voto il 22 o il 29 settembre consentirebbe da un lato di evitare una campagna elettorale interamente "agostana", dall'altro di non interferire troppo con il processo di bilancio (la prima riunione del parlamento si terrebbe in quel caso entro il 12 o 19 ottobre). In quell'ipotesi, le camere dovrebbero essere sciolte in una data a partire dal 14 luglio. Considerato che in caso di caduta dell'esecutivo il Presidente della Repubblica, come da sue prerogative costituzionali, sonderà la possibilità di prolungare la legislatura, il *timing* più appropriato per una eventuale crisi di governo sarebbe inizio luglio. In altri termini, a nostro avviso, se uno dei due partiti di governo intende causare una crisi, lo farà nel giro delle prossime due-tre settimane, trascorse le quali la finestra successiva per eventuali elezioni anticipate si sposta alla prossima primavera. In ogni caso, dopo il risultato delle consultazioni europee, la probabilità che il Governo porti al termine la legislatura appare essersi ridotta.

In entrambi gli scenari delineati c'è il rischio concreto di un ritorno di momenti di tensione sui mercati finanziari, analoghi a quelli dello scorso autunno (ma in un contesto ciclico internazionale più debole e caratterizzato da maggiore incertezza). Tali tensioni potrebbero pesare sulla crescita. Di più, anche nel caso (che ad oggi appare, almeno sulla base delle dichiarazioni dei membri dell'esecutivo, meno probabile) in cui il governo accettasse di implementare una Legge di Bilancio restrittiva in ottemperanza almeno parziale alle prescrizioni della UE, **la stretta avrebbe anch'essa ripercussioni negative sulla crescita** (che pure potrebbero essere inferiori a quelle di un budget in deficit, specie se il mix di misure dovesse essere "virtuoso"). In ogni caso, l'evoluzione del quadro fiscale e politico resta la principale incognita gravante sullo scenario congiunturale italiano, e configura, pressoché in tutti gli scenari, significativi rischi al ribasso sulla crescita, verosimilmente a partire dalla parte finale del 2019 e con effetti anche sul 2020.

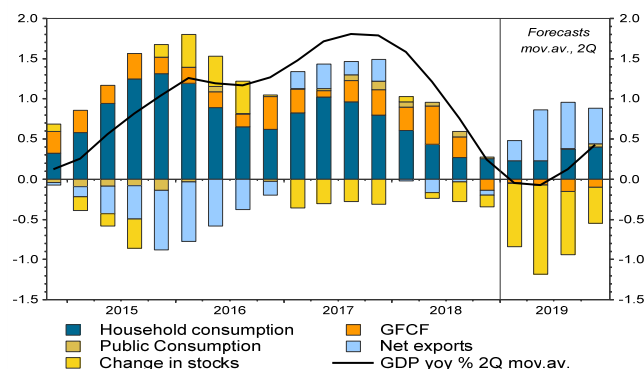
Pressoché in tutti gli scenari si configurano rischi sulla crescita, relativi sia alla seconda metà del 2019 che al 2020

Fig. 1 – L'industria, che aveva spinto il PIL a inizio anno, dovrebbe tornare a frenare l'attività economica nel 2° trimestre



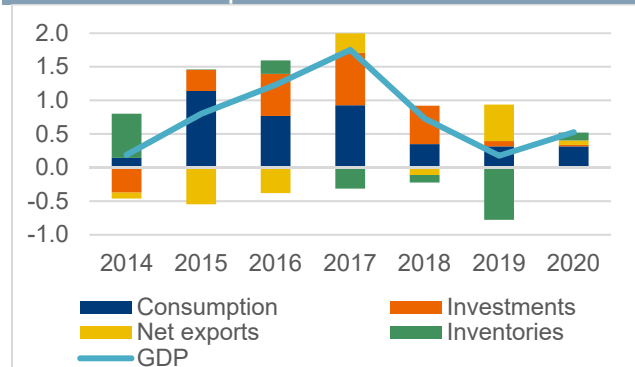
Nota: PIL e contributi al PIL, variazioni % medie annue, dati annui. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 2 – Il profilo della crescita tendenziale dovrebbe comunque vedere un graduale miglioramento in corso d'anno



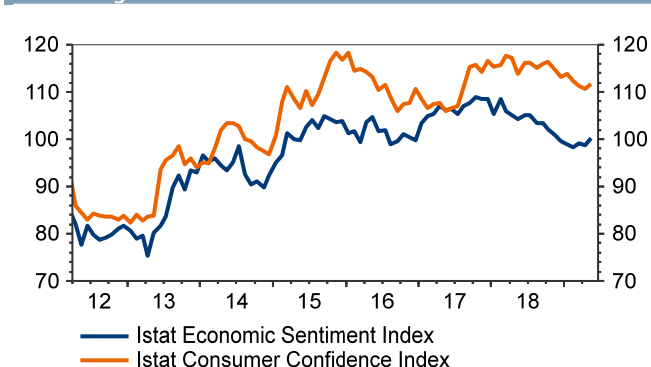
Nota: PIL e contributi al PIL, variazioni % annue, medie a 2 trimestri, dati trimestrali. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 3 – Nel 2020 ci aspettiamo una crescita della domanda interna ed estera circa in linea con il 2019. Solo il venir meno del freno dalle scorte potrebbe consentire un'accelerazione**



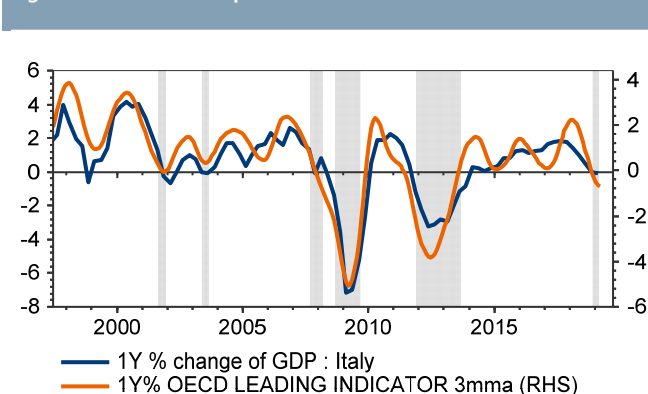
Nota: PIL e contributi al PIL, variazioni % medie annue, dati annui. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 4 – La fiducia di consumatori e imprese ha mostrato un marginale recupero negli ultimi mesi, ma ancora non coerente con una significativa accelerazione dell'attività**



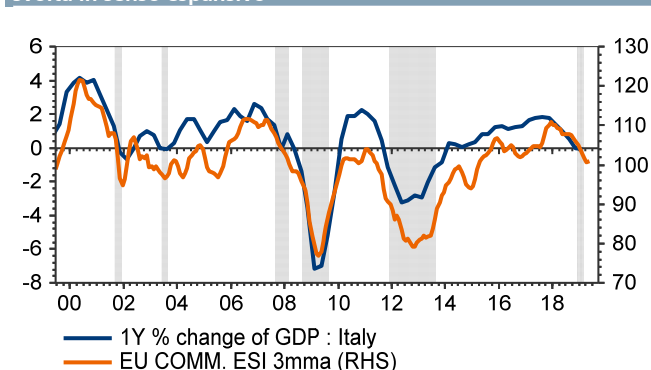
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

**Fig. 5 – Gli indici anticipatori sia dell'OCSE...**



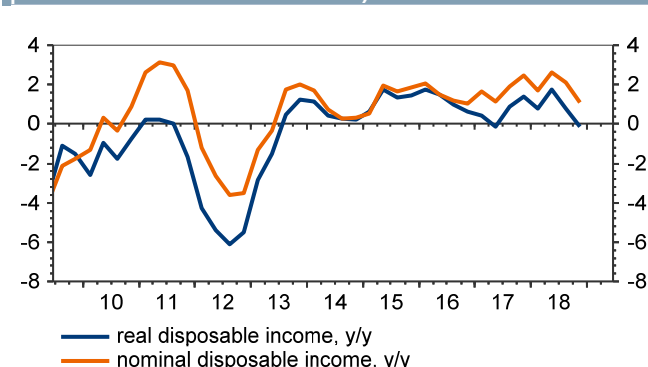
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 6 – ...che della Commissione UE ancora non segnalano una svolta in senso espansivo**



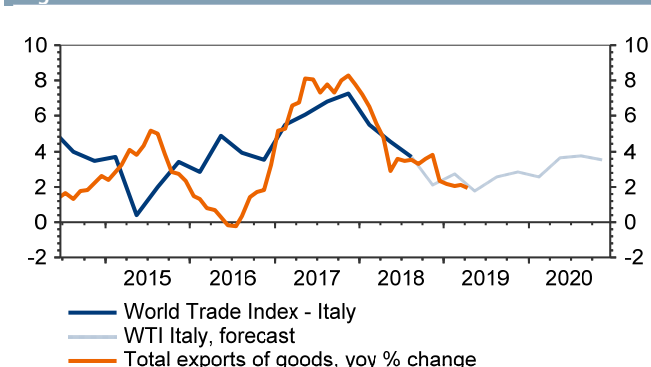
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 7 – La minore crescita occupazionale sta frenando il reddito disponibile delle famiglie (da cui verrà un impatto inferiore al previsto dal reddito di cittadinanza)**



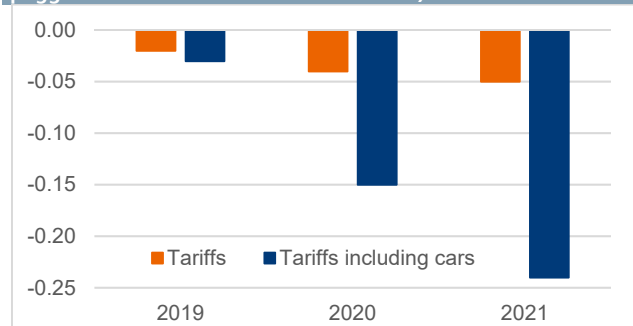
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

**Fig. 8 – L'export rimarrà uno di motori di crescita, in quanto la domanda mondiale rivolta verso l'Italia è attesa in graduale miglioramento**



Fonte: Oxford Economics Forecasting, Thomson Reuters-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – Impatto sul PIL italiano di una *escalation* della guerra sui dazi (scenario base con dazi USA-Cina e scenario peggiorativo con dazi estesi alle auto UE)



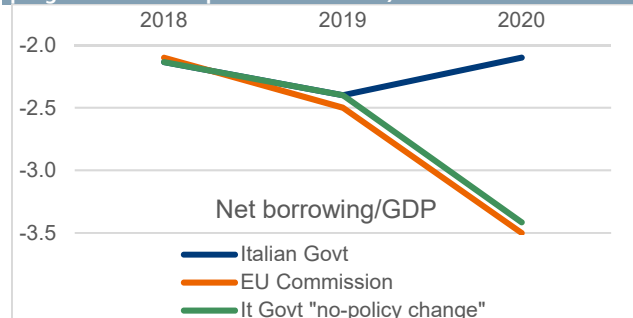
Fonte: simulazioni Intesa Sanpaolo su modello Oxford Economics

Tab. 1 – Risorse necessarie per ottenere la discesa progressiva del disavanzo programmata nel DEF (in miliardi di euro e in % del PIL)

	In miliardi			In % PIL		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Clauseole	23.1	28.8	28.8	1.3	1.5	1.5
Spese a politiche invariate	2.7	5.2	7.8	0.1	0.3	0.4
Investimenti pubblici	2.0	2.0	2.0	0.1	0.1	0.1
Correzione del disavanzo	2.0	7.0	16.0	0.1	0.4	0.8
<b>TOTALE</b>	<b>29.8</b>	<b>43.0</b>	<b>54.6</b>	<b>1.6</b>	<b>2.3</b>	<b>2.8</b>

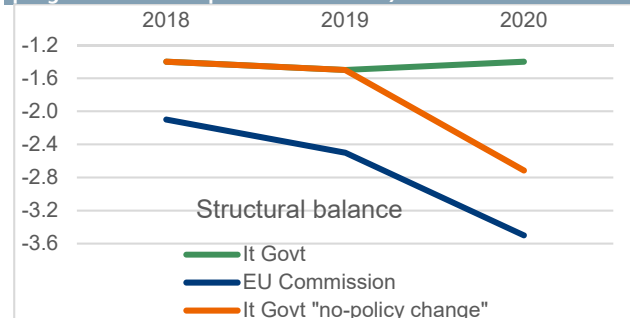
Fonte: Ufficio Parlamentare di Bilancio, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – Previsioni sul rapporto deficit/PIL: Governo (quadro programmatico e a politiche invariate) vs Commissione UE



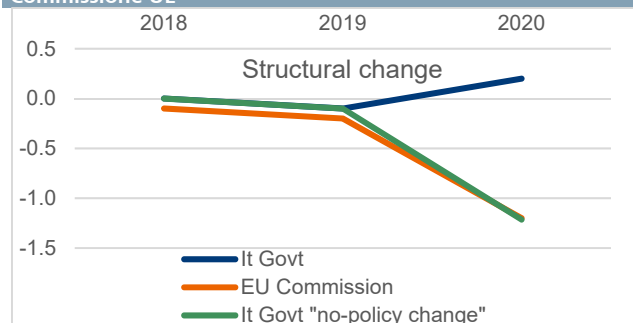
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF, Commissione UE

Fig. 11 – Previsioni sul saldo strutturale: Governo (quadro programmatico e a politiche invariate) vs Commissione UE



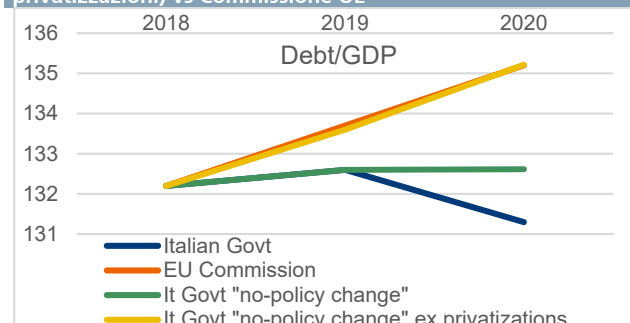
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF, Commissione UE

Fig. 12 – 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

Fig. 13 – 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
<b>PIL (a prezzi costanti, a/a)</b>	<b>0.7</b>	0.2	0.5	<b>0.5</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.1</b>	-0.1	0.3	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
- Variazione % t/t				<b>-0.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.1</b>	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
Consumi delle famiglie	<b>0.6</b>	0.5	0.5	<b>0.0</b>	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
Consumi pubblici	<b>0.2</b>	0.1	0.0	<b>-0.2</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.2</b>	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investimenti fissi	<b>3.2</b>	0.4	0.1	<b>-1.2</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	-0.7	-0.2	-0.1	0.1	0.2	0.3	0.4
- Investimenti in macchinari	<b>2.0</b>	-1.0	-0.3	<b>-2.8</b>	<b>0.6</b>	<b>-0.2</b>	-0.5	-0.5	-0.5	0.0	0.2	0.4	0.4
- Investimenti in mezzi di trasporto	<b>14.5</b>	-4.9	0.2	<b>-3.0</b>	<b>1.4</b>	<b>-5.0</b>	0.0	-0.5	0.0	0.0	0.2	0.4	0.4
- Investimenti in costruzioni	<b>2.2</b>	3.1	0.5	<b>0.9</b>	<b>0.4</b>	<b>2.6</b>	-1.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
Esportazioni	<b>1.4</b>	2.7	2.3	<b>1.1</b>	<b>1.4</b>	<b>0.2</b>	0.3	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
Importazioni	<b>1.8</b>	1.1	2.3	<b>0.4</b>	<b>1.3</b>	<b>-1.5</b>	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
<b>Contributo % PIL</b>													
Commercio estero	<b>-0.1</b>	0.5	0.1	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.5</b>	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Domanda finale interna	<b>1.0</b>	0.4	0.3	<b>-0.3</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
Variazione scorte	<b>-0.1</b>	-0.8	0.1	<b>-0.1</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.7</b>	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Attività produttiva</b>													
Produzione industriale	<b>0.5</b>	-0.6	1.1	<b>-0.4</b>	<b>-1.0</b>	<b>0.9</b>	-1.1	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.0
<b>Prezzi, salari e redditi</b>													
Prezzi al consumo (a/a)	<b>1.1</b>	0.8	1.3	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.0</b>	0.8	0.5	0.8	1.1	1.2	1.4	1.6
- escluso alimentari, energia (a/a)	<b>0.7</b>	0.5	1.2	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.4</b>	0.4	0.3	1.0	1.3	1.0	1.2	1.5
PPI (a/a)	<b>3.3</b>	0.9	0.8	<b>4.5</b>	<b>4.8</b>	<b>3.2</b>	1.7	0.0	-1.1	-0.2	1.2	1.2	1.2
Disoccupazione (%)	<b>10.6</b>	10.3	10.4	<b>10.3</b>	<b>10.6</b>	<b>10.4</b>	10.2	10.3	10.4	10.5	10.5	10.4	10.3
Occupati totali	<b>0.9</b>	0.2	0.2	<b>-0.2</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.1</b>	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
Salari contrattuali	<b>1.5</b>	1.2	1.2										
Reddito disponibile reale	<b>0.8</b>	0.4	1.0										
Tasso di risparmio (%)	<b>8.0</b>	8.3	8.3										
<b>Bilancia dei pagamenti</b>													
Partite correnti (% PIL)	<b>2.5</b>	2.9	2.9										
<b>Finanza pubblica*</b>													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	<b>-2.1</b>	-2.1	-3.1										
Debito (% PIL)	<b>132.2</b>	133.3	134.4										
<b>Variabili finanziarie</b>													
3-mesi Euribor (%)	<b>-0.31</b>	-0.32	-0.33	<b>-0.32</b>	<b>-0.31</b>	<b>-0.31</b>	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33
BTP 10 anni (%)	<b>2.95</b>	2.82	2.97	<b>2.80</b>	<b>2.95</b>	<b>2.54</b>	2.45	2.65	2.82	2.99	2.99	3.01	2.97
Spread BTP/Bund (%)	<b>2.15</b>	2.74	3.20	<b>2.50</b>	<b>2.92</b>	<b>2.61</b>	2.57	2.78	3.01	3.19	3.21	3.20	3.18

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

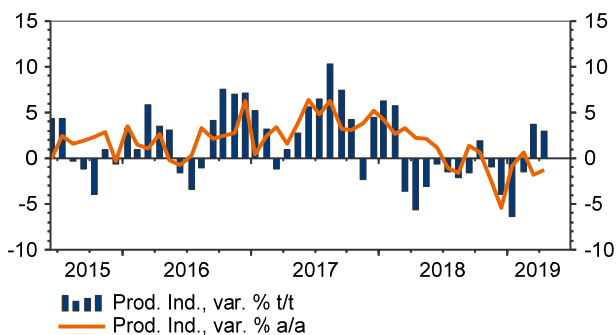


## L'industria torna a frenare l'attività economica

In aprile la produzione industriale è diminuita del **-0,7% m/m** e di **-1,5% a/a**. Il dato di marzo è stato rivisto al ribasso da -0,9% a -1,0% m/m. La previsione di consenso era +0,1% m/m. La produzione è diminuita per 4 mesi consecutivi tra settembre e dicembre 2018, poi è rimbalzata bruscamente a gennaio e febbraio prima di ridiscendere a marzo e aprile: quindi, fino ad oggi, ci sono poche prove che sia stata avviata una ripresa. Lo spaccato dei dati non è incoraggiante. A livello di utilizzo finale, solo l'energia è cresciuta (+3,6% m/m), mentre forti flessioni hanno riguardato sia i beni intermedi (-2,6%), sia i beni di investimento (-3,8%). Anche la produzione di beni di consumo è diminuita (-0,6%), più o meno in linea con la media per l'industria. Per il settore, l'Istat osserva che le flessioni tendenziali sono molto diffuse, con solo l'industria alimentare e l'energia che mostrano una crescita positiva su base annua. **La variazione 3m/3m è stata dello 0,7% ad aprile**, in calo rispetto allo 0,9% di marzo. Supponendo che l'indice rimanga invariato sia a maggio che a giugno, il 2° trimestre 2019 potrebbe mostrare un calo di -1,1% t/t. Pensiamo che un rimbalzo sia più probabile a giugno che a maggio, per via di fattori di calendario e climatici.

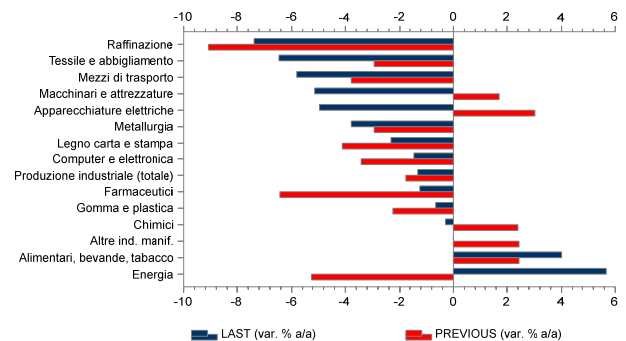
In sintesi, l'industria dovrebbe tornare a dare un contributo negativo al valore aggiunto nel trimestre corrente, il che peserà sull'attività economica nel suo complesso. **Il trimestre, per il PIL, sarà con ogni probabilità più fiacco del precedente.** Nella migliore delle ipotesi si avrà una stagnazione, ma appare probabile un numero negativo.

### La produzione industriale resta in diminuzione su base annua



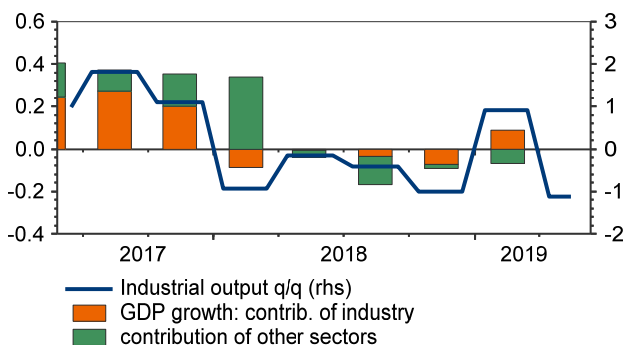
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### Solo alimentari ed energia si salvano dal calo tendenziale



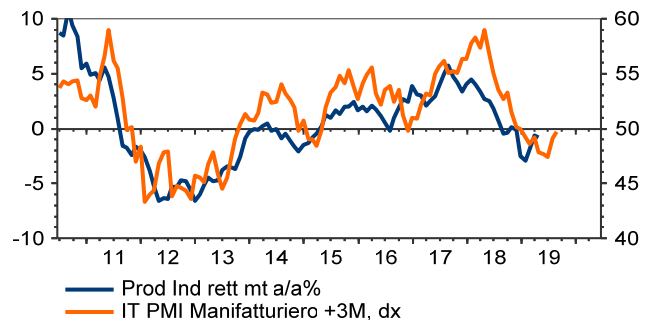
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### 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



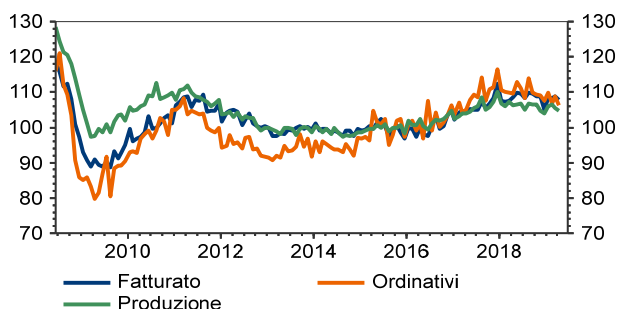
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

## In lieve recupero la fiducia delle imprese manifatturiere

Ad aprile, oltre che la produzione industriale, anche i dati degli **ordinativi** hanno registrato un netto calo (-2,4% m/m e -1,4% 3m/3m), con una flessione più pesante per la domanda estera (-4,1% m/m) che per quella interna (-1,0%). Il **fatturato** presenta variazioni meno negative (-1,0% m/m e +0,8% 3m/3m), ma in peggioramento. **Si rafforza, quindi, l'aspettativa di un contributo negativo dell'industria al valore aggiunto nel 2° trimestre, e che la crescita del PIL possa essere nulla o negativa.**

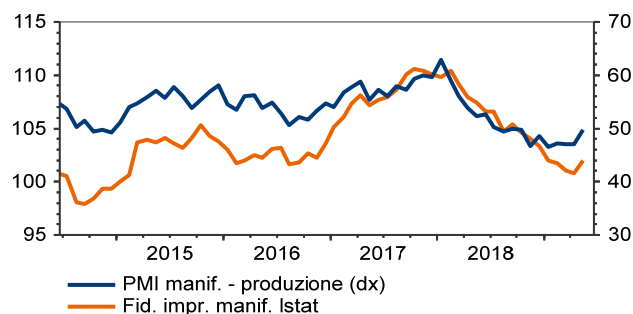
Nel frattempo, le indagini di fiducia nel manifatturiere hanno mostrato segnali di lieve schiarita. L'indice Istat ha registrato un aumento da 100,8 a 102 a maggio, più marcato per i produttori di beni intermedi. Il miglioramento si riscontra soprattutto nelle attese sulla produzione futura (salite da +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. **Pure il PMI manifatturiere è salito ancora a maggio, da 49,1 a 49,7.** Il dato è stato superiore alle attese. Il dettaglio mostra un aumento dei nuovi ordini da 47,8 a 49,6, nonostante la debolezza degli ordini dall'estero (49,5, dopo un rimbalzo effimero a 52 a marzo, forse dovuto ad anticipi di consegne legati a Brexit). La componente produzione è salita da 47 a 49,7, l'occupazione è aumentata ma in misura più modesta (a 50,2). Sia i prezzi all'input che quelli finali stanno salendo, ma in un quadro di riduzione dei margini. In sintesi, **la ripresa degli indici di fiducia delle imprese manifatturiere negli ultimi mesi è confortante, ma il livello delle indagini rimane coerente con una sostanziale stagnazione dell'attività industriale.**

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



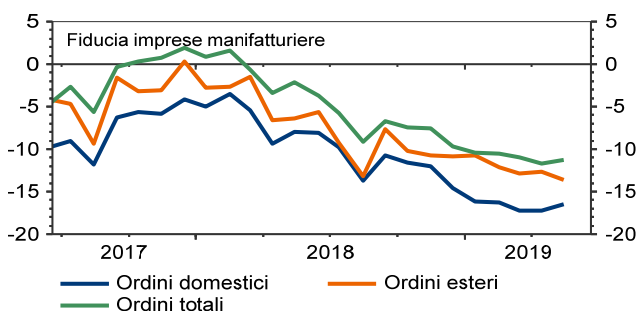
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Il trend recente per le indagini nel manifatturiere mostra un lieve recupero, ma di entità modesta



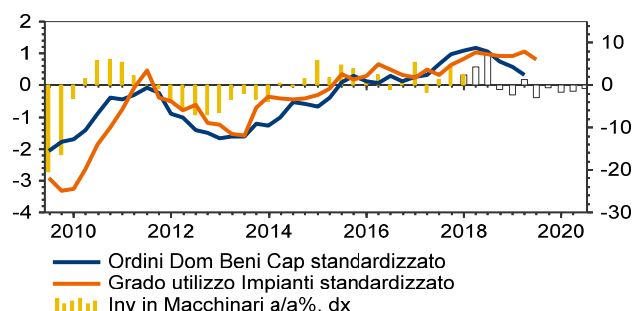
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

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



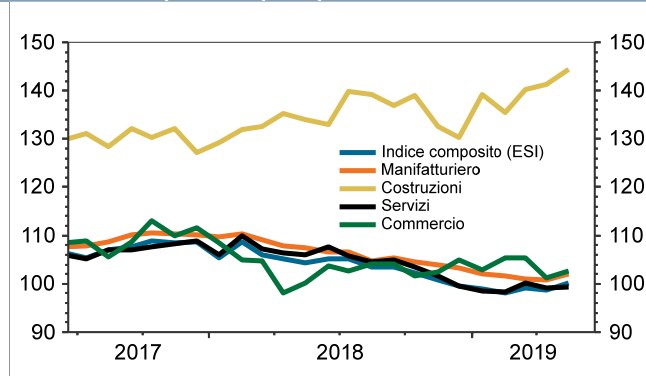
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

## I servizi sono in una fase di sostanziale stagnazione

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

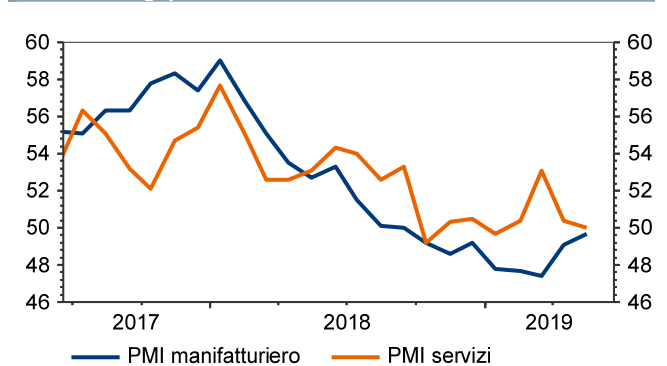
I servizi nell'ultimo anno hanno frenato il PIL, avendo registrato una flessione del valore aggiunto in media di -0,1% a trimestre. Solo il rimbalzo nell'industria ha consentito il ritorno alla crescita del PIL a inizio anno. Nel trimestre corrente l'industria tornerà con ogni probabilità a dare un apporto negativo, che difficilmente sarà compensato dai servizi, visto che i livelli delle indagini nel settore restano coerenti al più con una stagnazione del comparto: 1) a maggio, il PMI dei servizi è calato a 50 da 50,4, frenato da una flessione dei nuovi ordini (49,2). Le aspettative restano orientate al miglioramento, ma le imprese nel campione non hanno dimostrato negli ultimi anni alcuna capacità di anticipare le fasi di rallentamento, dimostrandosi sistematicamente troppo positive. Il PMI composito è risalito a 49,9; la media del 2° trimestre scende a 50,0 da 51,2 del 1°. Il PMI suggerisce che la crescita del PIL italiano nel 2° trimestre potrebbe essere ancora marginalmente negativa; 2) 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.

Fiducia delle imprese nei principali settori



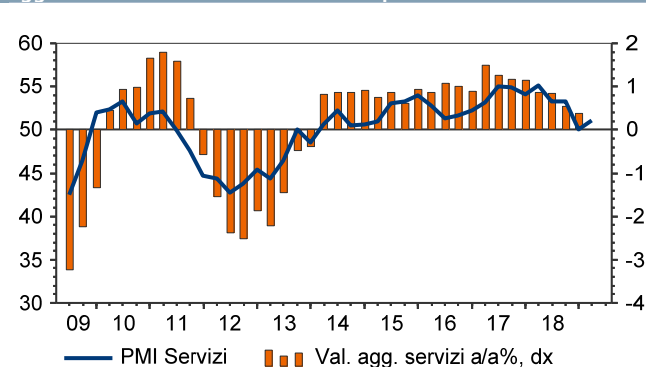
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Si è chiuso il gap tra fiducia nel manifatturiero e nei servizi



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 magazzino



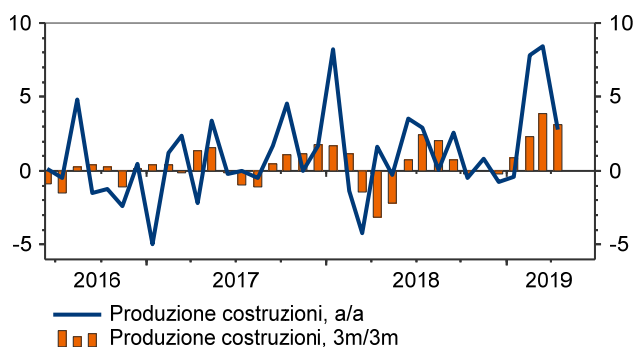
Nota: medie mobili a 3 mesi. Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

## Prosegue la ripresa nelle costruzioni

Le costruzioni sono state il principale motore di crescita dell'economia nel 1° trimestre, con un aumento del valore aggiunto di +2,4% t/t e +4,3% a/a. Il dato è stato favorito dalle condizioni meteorologiche, visto l'inverno mite e asciutto. Nel 2° trimestre ci aspettiamo che anche le costruzioni, come l'industria in senso stretto, possano tornare a frenare l'attività economica. Infatti, la produzione nel settore è calata per il secondo mese ad aprile (-3,1% dopo il -0,6% m/m di marzo). La variazione annua è rallentata sensibilmente a 2,7% (corretto per gli effetti di calendario), da 8,6% precedente (che rappresentava un massimo da quasi 12 anni). Dopo il balzo del 1° trimestre (+3,9% t/t), l'output è in rotta per una correzione di -2,3% t/t nel trimestre corrente. Ciò significa che le costruzioni, che hanno dato un contributo significativamente positivo al valore aggiunto a inizio anno, potrebbero tornare a frenare il PIL nei mesi primaverili, il che aggiunge evidenza a una possibile frenata dell'attività economica nel 2° trimestre. L'andamento congiunturale nel 2019, sinora, appare distorto dalle condizioni meteorologiche, che sono state molto favorevoli nei primi mesi dell'anno e poi di segno opposto fino a maggio.

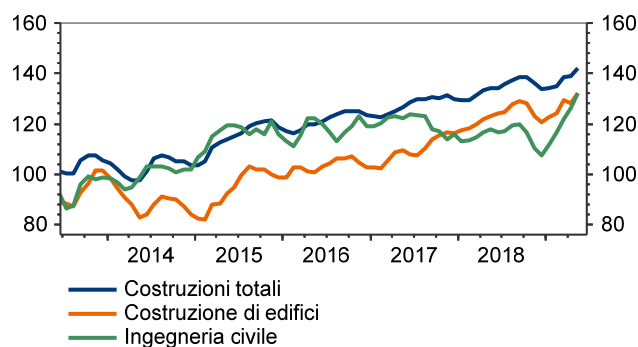
Tuttavia, al di là della variabilità su base congiunturale, condizionata come detto dai fattori climatici, la tendenza di medio periodo del settore resta positiva, vista l'ottima impostazione del morale delle imprese nel settore: a maggio, l'indice di fiducia delle imprese di costruzione è salito ancora, 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.

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



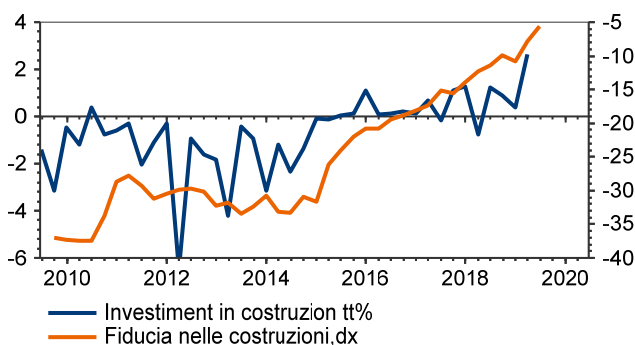
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### ... in particolare nell'ingegneria civile



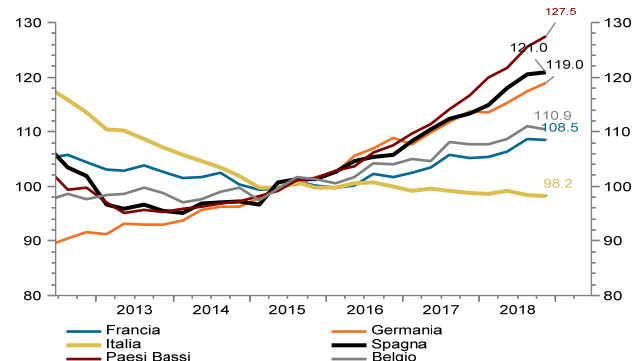
Nota: medie mobile a 3 mesi. Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

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



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

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



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

## I consumi mantengono un ritmo di crescita moderato

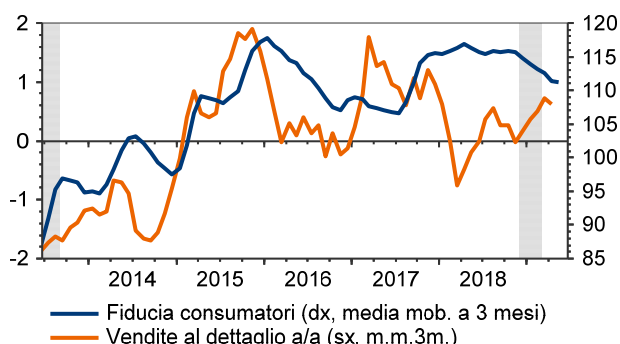
La fiducia dei consumatori è tornata a salire a maggio, da 110,6 a 111,8, dopo essere calata nei tre mesi precedenti. Il miglioramento non riflette né un giudizio più positivo sulla situazione economica personale, che invece peggiora verso un nuovo minimo (-24,0), né le attese sull'andamento futuro della 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**.

Ad aprile, le vendite al dettaglio sono risultate stabili rispetto al mese precedente e in crescita di **4,2% rispetto ad un anno prima**. Trainanti i beni alimentari (+1% m/m, +8,8% a/a), il che suggerisce come il dato tendenziale possa essere stato condizionato dalla Pasqua (caduta il 21 del mese, contro il 1° aprile l'anno scorso). È possibile dunque una correzione nel mese di maggio.

Le immatricolazioni di auto sono tornate a calare a maggio, a -1,2% a/a da +1,7% a/a di aprile. La fase più negativa per le vendite di auto sembra passata (il minimo è stato toccato a settembre scorso con un -25,1% a/a), tuttavia ancora non si può parlare di vera e propria ripresa.

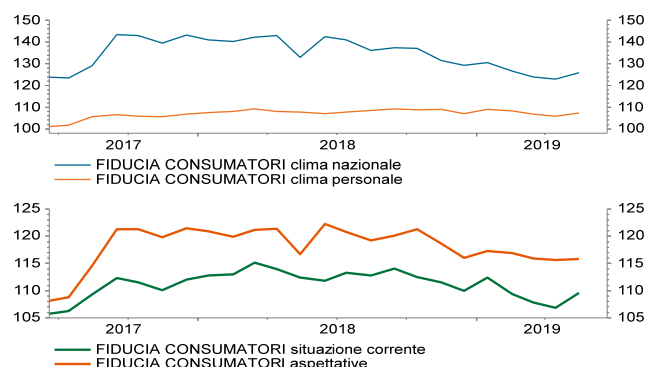
In sintesi, **pensiamo che i consumi anche nei prossimi trimestri possano mantenere un ritmo di crescita moderato**, circa in linea con quello registrato nell'ultimo anno (+0,1% t/t). **Non vediamo una significativa accelerazione l'anno prossimo**, perché l'occupazione sta rallentando e l'impatto del reddito di cittadinanza sarà inferiore al previsto.

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



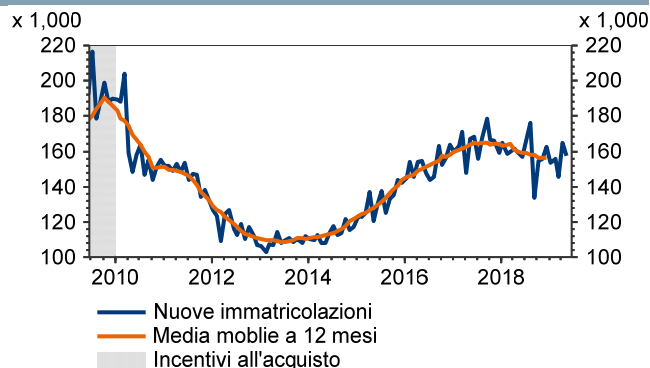
Nota: area ombreggiata=recessione. Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

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



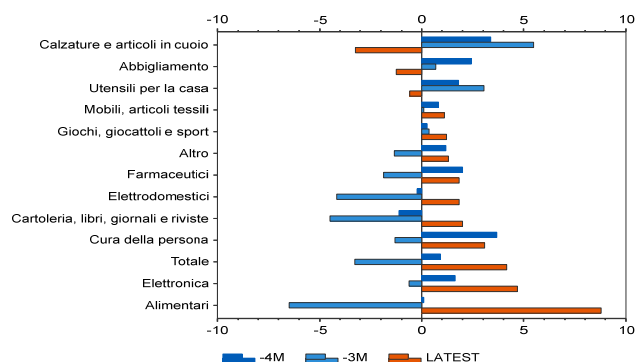
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Resta negativa la tendenza per le immatricolazioni di automobili



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

La tendenza annua per le vendite al dettaglio è espansiva per quasi tutti i settori. Trainanti gli alimentari



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

## Disoccupazione stabile, ma la creazione di posti di lavoro perde slancio

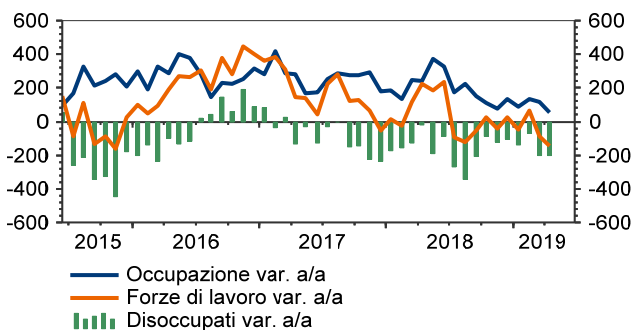
In aprile, gli **occupati** totali sono **invariati su base congiunturale** e in aumento di **0,2% a/a**. In crescita di 5 mila unità i disoccupati, variazione interamente spiegata dall'incremento della popolazione attiva, determinata dalle donne e concentrata tra i 15-24enni. L'aumento dell'occupazione riguarda unicamente la fascia di età 50-64 anni (+232 mila su base annua, a fronte di un calo pari a -215 mila fra 25 e 49 anni e un incremento di 39 mila fra 15 e 24 anni); ciò riflette fattori demografici e l'aumento dell'età lavorativa.

**Il tasso di disoccupazione è rimasto fermo al 10,2%**: negli ultimi sette anni, solo nell'agosto scorso si è raggiunto un livello più basso (di un decimo). Tasso di occupazione e tasso di attività rimangono vicini ai massimi da oltre 15 anni.

Ribadiamo la nostra idea 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).

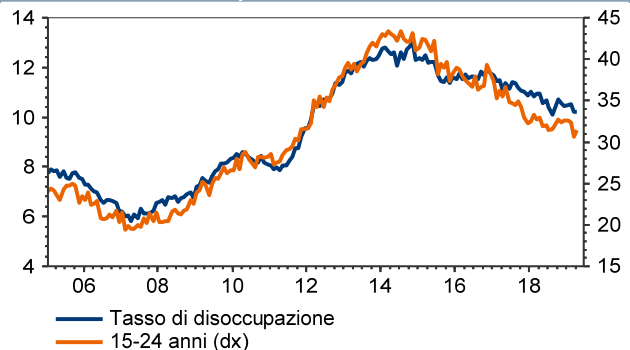
**Vediamo il tasso dei senza-lavoro sostanzialmente stabile** nel biennio in corso (al 10,3% in media nel triennio 2019-21). **L'occupazione sta però perdendo slancio**: la vediamo crescere di appena 0,2% sia nel 2019 che nel 2020, dopo l'incremento dell'1% medio nei precedenti quattro anni.

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



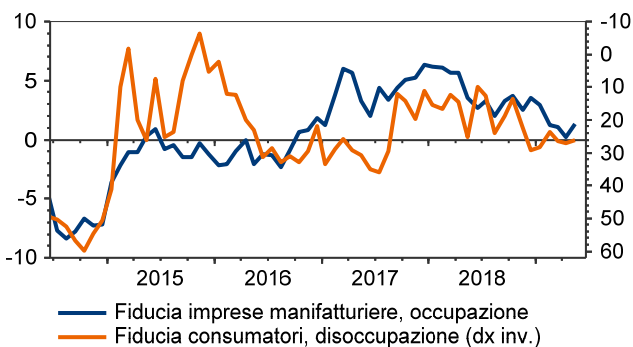
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

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



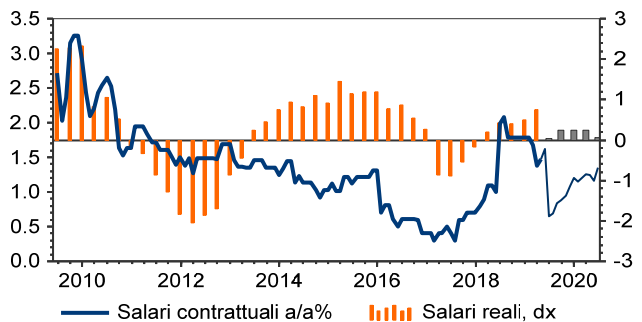
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Neutrali le indicazioni di famiglie e imprese sull'occupazione



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Il picco per le retribuzioni potrebbe essere alle spalle



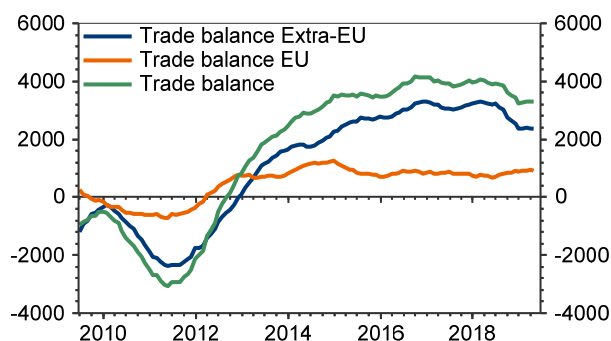
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

## Commercio estero in moderata ripresa

Esportazioni e importazioni sono cresciute rispettivamente di 0,3% m/m e 0,9% m/m in aprile. Entrambi i flussi sono tornati a crescere su base annua (dopo la stagnazione di marzo), a 5,8% e 6,7% rispettivamente. La dinamica positiva riguarda sia il commercio intra-UE, sia quello esterno. L'avanzo commerciale è in lieve calo, da 2,99 mld dell'aprile 2018 a 2,89 mld. Sempre su base tendenziale, accelerano farmaceutici (+39,1%, soprattutto verso Stati Uniti e Belgio), alimentari (+13,3%) e macchinari (+4,8%, specie verso Stati Uniti e Paesi ASEAN), mentre restano in calo gli autoveicoli (-10,2%) e i prodotti petroliferi raffinati (-12,5%). I Paesi maggiormente trainanti per l'export sono la Svizzera (+24,8%) e gli Stati Uniti (+6,1%), mentre rimangono in rosso la Turchia (-15,5%) e i Paesi OPEC (-5,1%). Da notare l'“**anomalo**” **balzo delle vendite verso la Svizzera (+24,8% a/a)**, legato in particolare a un *boom* delle vendite di pelletteria (che spiega il 63% della variazione), abbigliamento (22% dell'incremento), prodotti farmaceutici e metalli di base. All'inizio di aprile, il cambio EUR/CHF risultava del 5% più debole rispetto a un anno prima, ma nella prima quindicina del mese recuperò velocemente il 2%, salvo tornare a calare in maggio.

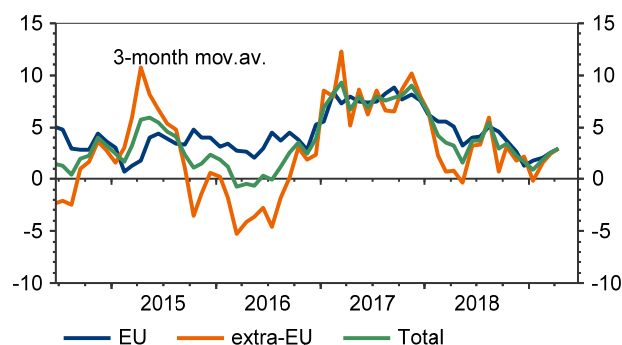
In sintesi, **il commercio estero è in una fase di moderata ripresa**. Se il punto di minimo appare superato, il recupero non è ancora marcato, in quanto continuano a pesare le perduranti incertezze riguardanti l'*escalation* della guerra commerciale USA-Cina e la Brexit. Per quanto riguarda il contributo al PIL, **nel 2° trimestre gli scambi con l'estero potrebbero tornare a frenare l'attività economica**, dopo tre trimestri di contributo positivo, vista la crescita dell'import superiore a quella dell'export. Ciò aggiunge rischi verso il basso al dato sul PIL che sarà comunicato dall'Istat il prossimo 31 luglio.

### Saldo commerciale in ripiegamento dai massimi



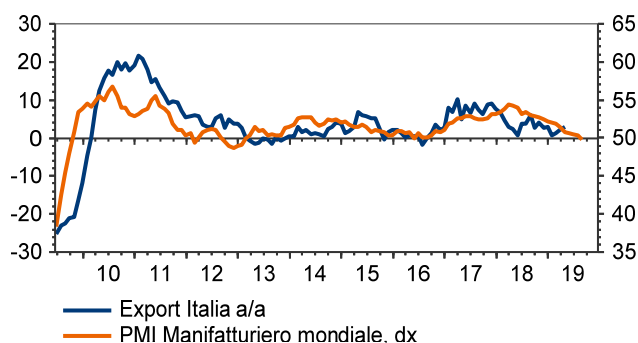
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### Export in moderato recupero



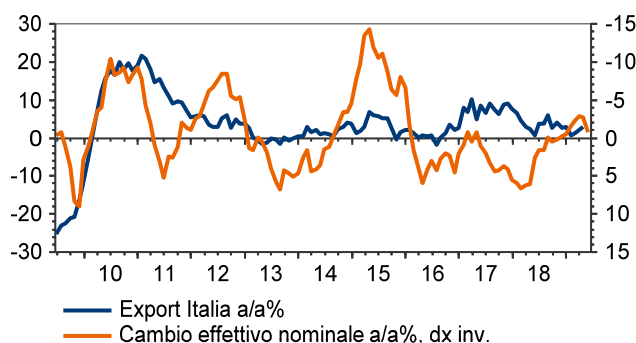
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### 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 in calo, almeno sino all'estate

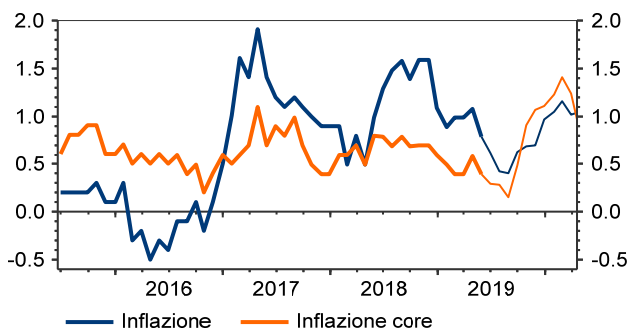
I **prezzi al consumo** sono risultati invariati su base mensile in maggio, e hanno registrato una variazione tendenziale di 0,8% a/a, in diminuzione da 1,1% ad aprile. **Il calo conferma che il balzo di aprile era legato a fattori di calendario.** L'incremento di energia ed alimentari è stato compensato dal calo dei prezzi *core*, servizi in particolare. L'“**inflazione di fondo**”, al netto degli energetici e degli alimentari freschi, è calata di due decimi di punto, da 0,6% a 0,4%.

Nel mese, i listini sono rimasti stabili rispetto al mese precedente, per effetto, da un lato, della crescita di alimentari non lavorati (+1,8%) e beni energetici non regolamentati (+0,8%), dall'altro del calo dei prezzi dei servizi di trasporto (-0,9%) e dei servizi relativi alle comunicazioni (-0,5%).

L'**inflazione è attesa calare ancora a giugno**, a 0,7% secondo entrambi gli indici (da 0,8% precedente secondo il NIC e 0,9% in base all'IPCA). I prezzi nel mese sarebbero cresciuti di un decimo. L'energia dovrebbe aver dato un contributo negativo visto il rientro dei prezzi dei carburanti. Si dovrebbe vedere viceversa un rialzo dei servizi di trasporto e delle spese per il tempo libero.

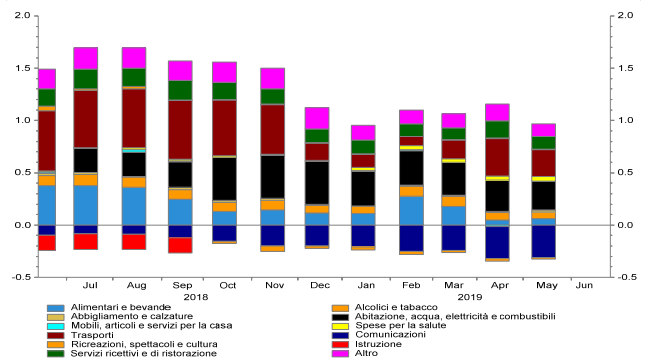
In prospettiva, l'**inflazione potrebbe scendere ancora lievemente nei prossimi due mesi, per tornare ai livelli di giugno nei mesi autunnali.** Una risalita intorno all'1% si avrà a nostro avviso solo da dicembre.

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



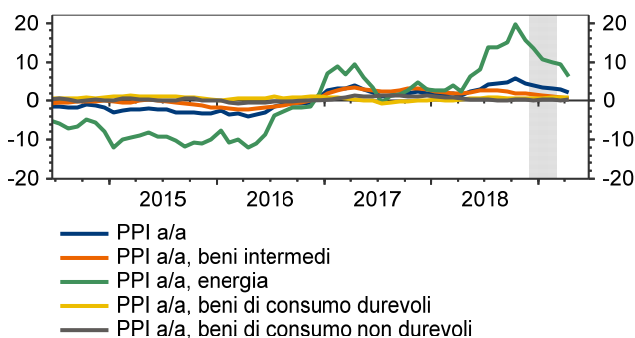
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

La decelerazione recente è spiegata soprattutto dai trasporti



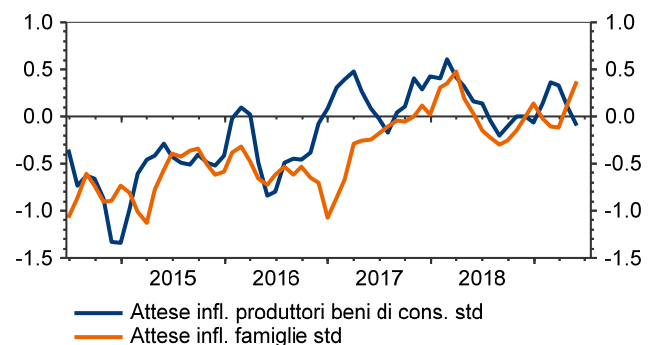
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Il PPI (+2,1% a/a ad aprile) 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



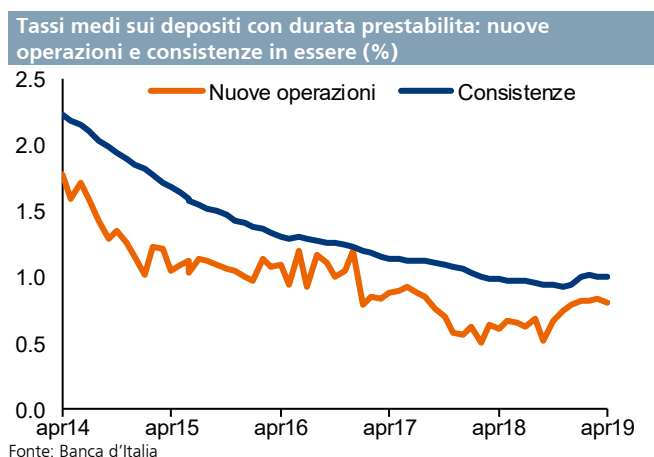
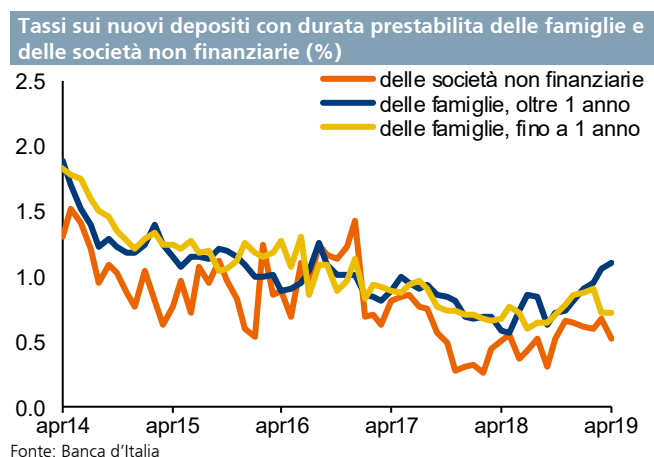
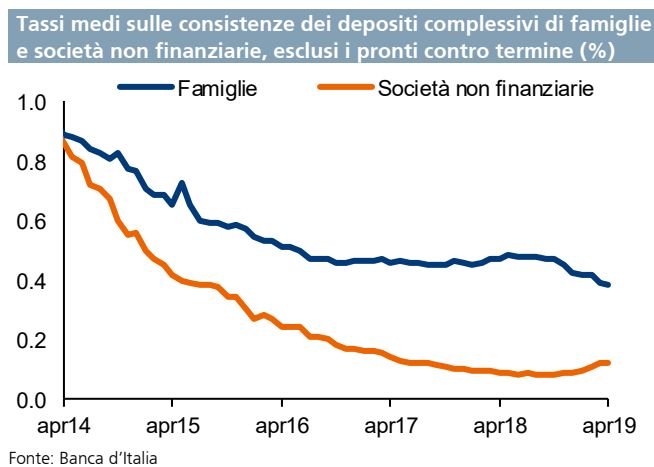
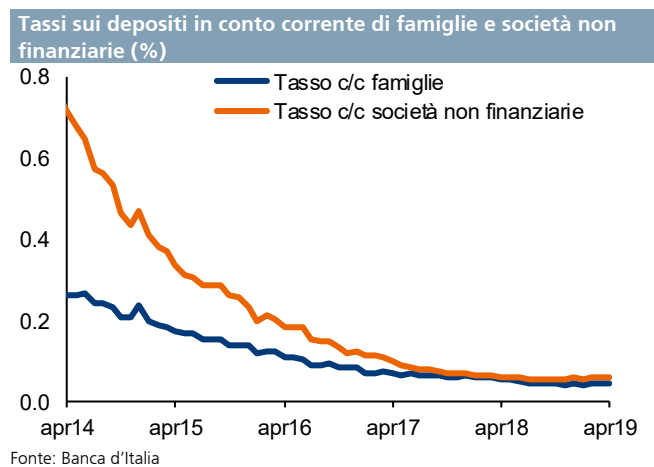
## Tendenze del settore bancario italiano

### Ancora in aumento i tassi sulle scadenze più lunghe dei depositi a tempo delle famiglie

Ad aprile il costo medio dello stock di raccolta da clientela è rimasto stabile, nonostante sia emerso un aumento del tasso sullo stock di obbligazioni. Inoltre, si è confermata la ripresa dei tassi sui nuovi depositi con durata prestabilita offerti alle famiglie sulle durate più lunghe, mentre quelli alle imprese si sono ridotti. Dal lato dei tassi sui nuovi prestiti, sono ripresi i movimenti al rialzo, sebbene non diffusi. Ad aprile il tasso medio sulle erogazioni alle società non-finanziarie è risultato di nuovo in aumento, trainato dal rialzo di quello sulle erogazioni di maggior importo mentre il tasso sui prestiti fino a 1 milione è rimasto invariato. Stabile è risultato anche il tasso sui mutui a tasso variabile, mentre il tasso fisso è salito. Per maggio, le stime ABI vedono una stabilità sui livelli di aprile del tasso sui nuovi prestiti alle imprese e un lieve calo di quello sulle erogazioni alle famiglie per acquisto abitazioni.

Elisa Coletti

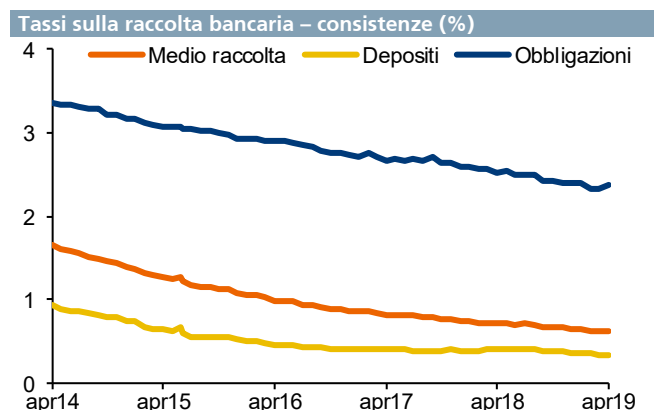
**Il tasso medio sullo stock dei depositi è sceso ancora a un nuovo minimo storico, pari a 0,33% ad aprile**, dallo 0,34% di marzo (0,36% nei tre mesi precedenti), ed è visto stabile a maggio, secondo le anticipazioni ABI. Va evidenziato che il calo è dovuto alla riduzione del tasso sullo stock di depositi delle famiglie in atto dal novembre 2018 (-9pb in sei mesi), a sua volta determinata dalla discesa del tasso sui depositi rimborsabili con preavviso per un totale di -31pb in 6 mesi (questi includono le forme di raccolta postale della Cassa Depositi e Prestiti). All'opposto, nello stesso periodo il tasso medio sullo stock di depositi con durata prestabilita è aumentato di 7pb in particolare per il rialzo di quello corrisposto alle società non-finanziarie (+26pb in sei mesi). Con riguardo al tasso medio sui conti correnti, è proseguita la stabilità sul livello di 0,05%, confermato per maggio secondo le anticipazioni ABI.



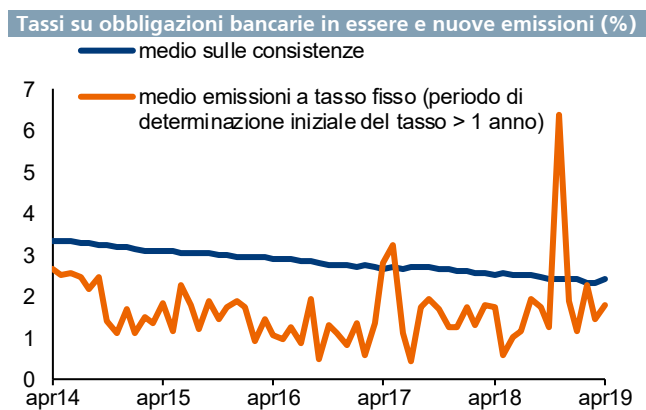
Per quanto riguarda i tassi sui nuovi depositi con durata prestabilita, ad aprile, **per il settimo mese consecutivo, è proseguita la risalita dei tassi corrisposti alle famiglie sulle scadenze più lunghe**. In dettaglio, il medio sulle durate superiori a 1 anno è aumentato di altri 5pb m/m a 1,10%, per un totale di +48pb in sette mesi. Il tasso ha così raggiunto il massimo da agosto 2016. Diversamente, ad aprile il tasso offerto alle famiglie sulle scadenze più brevi (quelle fino a 1 anno) è rimasto circa stabile a 0,72% mentre quello sui depositi con durata prestabilita delle imprese è sceso di ben 15pb a 0,53%. Il risultato di questi movimenti è un leggero calo del tasso complessivo sui nuovi depositi con durata prestabilita di famiglie e imprese, di -3pb m/m a 0,80%, che resta ben superiore ai livelli dello scorso anno. La media dei primi quattro mesi del 2019 è pari a 0,82%, contro 0,64% dell'intero 2018.

Segni di aumento cominciano a emergere anche per il tasso medio sullo stock di obbligazioni che ad aprile ha registrato un rimbalzo di 6pb m/m a **2,38%**, ed è visto poco variato a maggio a 2,37% secondo le stime ABI.

Tutto ciò considerato, il costo complessivo della raccolta da clientela è rimasto stabile ad aprile a 0,61%, mentre dovrebbe tornare lievemente in calo a maggio, di 1pb m/m sulla base delle stime ABI.

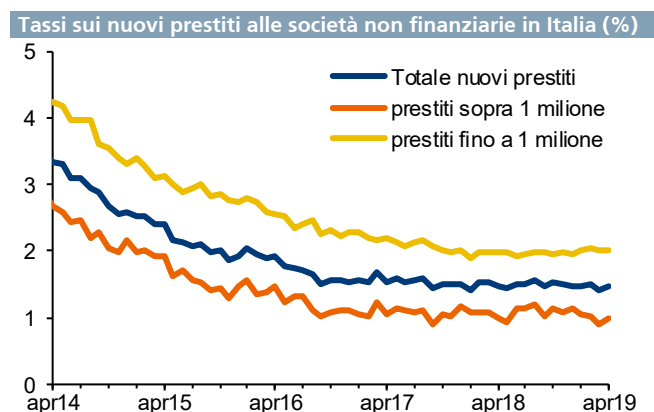


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

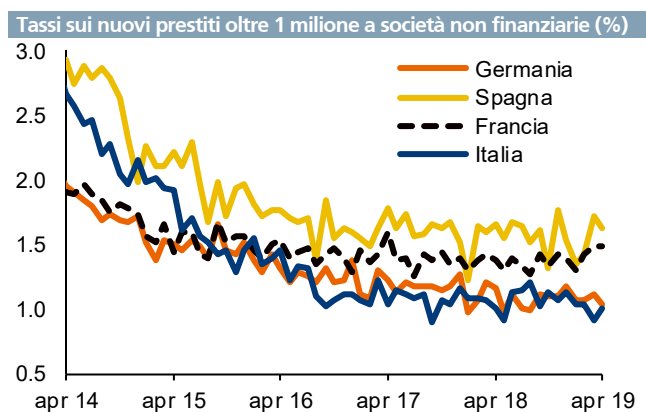


Fonte: Banca d'Italia

Dal lato dei tassi sui nuovi prestiti, sono tornati segni di aumento, sebbene non diffusi. Ad aprile **il tasso medio sulle erogazioni alle società non-finanziarie è risultato nuovamente in aumento**, di +4pb rispetto al mese precedente a 1,46%, un livello che sarebbe confermato anche per maggio, secondo le stime ABI. Guardando alle componenti, come di consueto, determinante è stato l'andamento del tasso sui nuovi prestiti di maggiore entità, risalito ad aprile di 9pb m/m a 1,0%, mentre quello sulle erogazioni inferiori a 1 milione si è stabilizzato a 2,02%. Quest'ultimo è rimasto quindi più elevato rispetto ai valori segnati nell'arco del 2018, sempre inferiori al 2%.

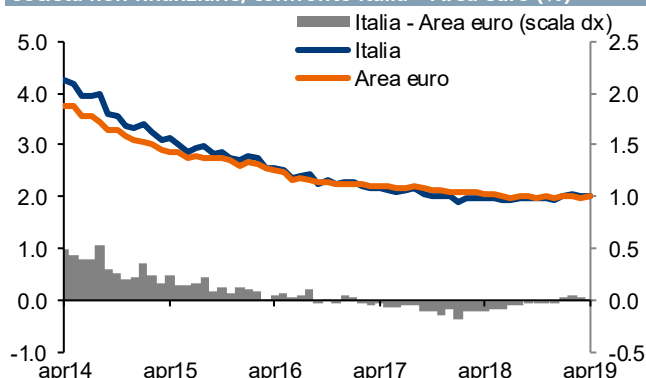


Fonte: Banca d'Italia



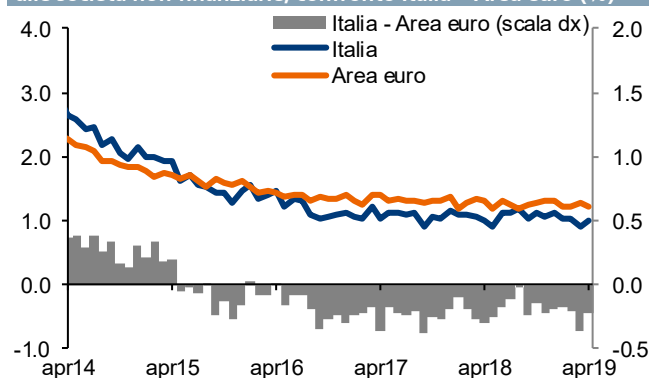
Fonte: BCE

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 (%)

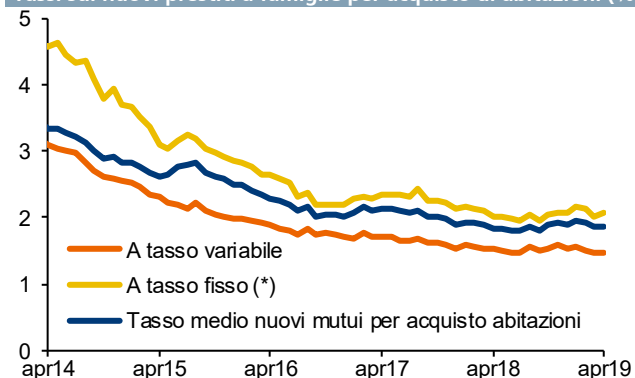


Fonte: Banca d'Italia, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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 4° mese consecutivo, pari a 2pb. Per il tasso sui nuovi prestiti oltre 1 milione, il differenziale negativo con l'Eurozona è rimasto ampio, pari a -22pb.

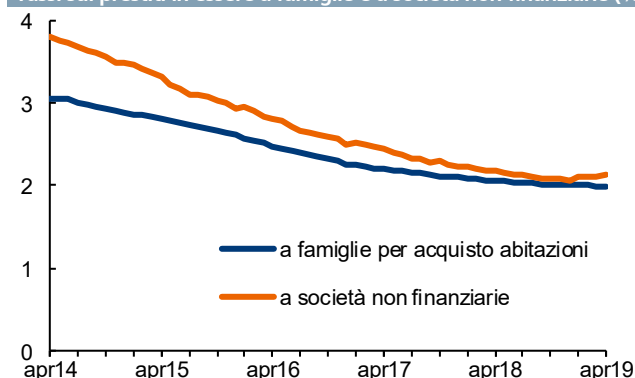
Per i tassi sui nuovi prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni, dopo l'aumento di gennaio 2019 e il riaggiustamento verso il basso dei mesi successivi, ad aprile il tasso medio è rimasto stabile a 1,86%, mentre a maggio è visto in calo di 2pb m/m, secondo le anticipazioni ABI. Con riguardo alle componenti, ad aprile il tasso variabile è risultato invariato a 1,47% mentre il fisso è salito di 6pb m/m a 2,08%.

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 (%)



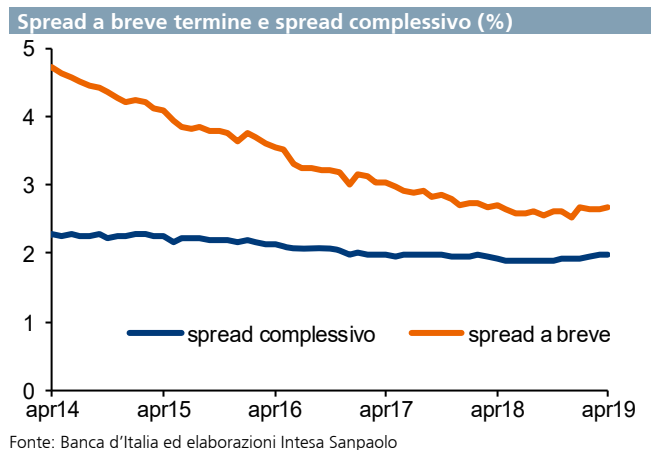
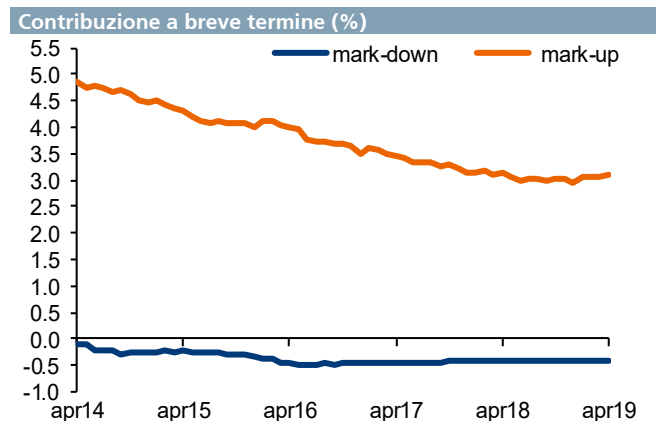
Fonte: Banca d'Italia

Quanto al tasso medio sullo stock dei prestiti, dopo la risalita di gennaio a 2,58%, il livello è stato essenzialmente confermato nei mesi successivi, poco mosso tra il 2,59% visto anche ad aprile (+1pb m/m), e di nuovo il 2,58% stimato per maggio secondo le stime ABI.

Ad aprile si è quindi avuto un ulteriore lieve miglioramento della forbice tra tassi attivi e passivi, da 1,97% a 1,98%, seguito da una stabilizzazione a maggio, sulla base delle stime ABI. La contribuzione dei depositi a vista è risultata poco variata anche ad aprile, col mark-down<sup>1</sup> pari a

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

-0,41%, in linea con i tre mesi precedenti e con la media del 2018. Il mark-up sui tassi attivi a breve è rimasto sopra il 3%, risalendo da 3,04% a 3,10%.



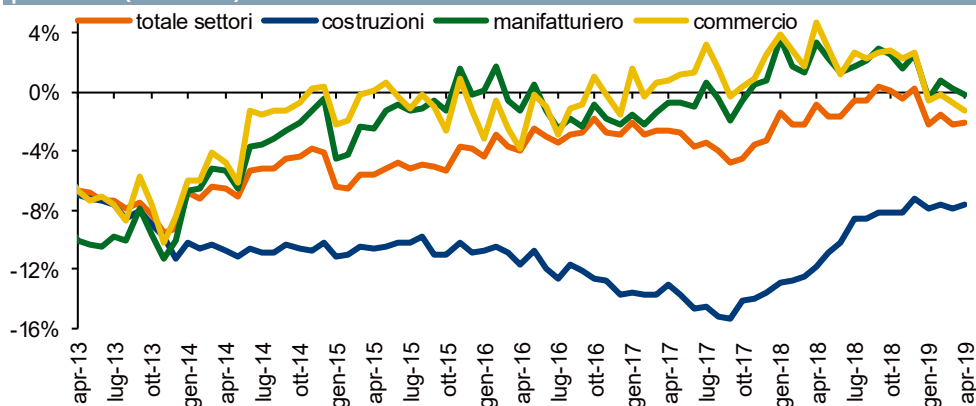
## Prosegue il ritmo rallentato dei prestiti al settore privato

Elisa Coletti

Aprile non ha portato novità dal lato dell'andamento dei prestiti bancari. E' proseguito il calo di quelli alle imprese, analogo a quanto visto a marzo. La crescita dello stock di prestiti alle famiglie si è confermata solida, pari a +2,6% a/a per il quinto mese consecutivo. Per i mutui, le erogazioni sono tornate in calo, risultato di andamenti negativi sia per le rinegoziazioni sia per i nuovi contratti. Allo stesso modo, sono risultati in calo sia i mutui a tasso fisso come anche quelli a tasso variabile. Nel complesso, l'aumento dello stock di prestiti al settore privato è sceso a +0,8% a/a, il più basso da settembre 2017. Con una crescita stimata pari a 1,1% a/a per maggio, le anticipazioni ABI delineano la prosecuzione del ritmo rallentato rispetto al 2018.

I prestiti alle società non finanziarie sono rimasti in calo ad aprile per il 4° mese consecutivo, pari a -0,6% a/a come a marzo (dati corretti per le cartolarizzazioni). Escludendo le sofferenze (prestiti vivi), la riduzione è stata del 2,1% a/a (questi dati includono le famiglie produttrici) e nel mese in esame anche i prestiti vivi al settore manifatturiero sono tornati in calo, sebbene marginalmente, del -0,2% a/a dal +0,3% di marzo. Similmente, l'andamento dei prestiti vivi al commercio è peggiorato, con una flessione che si è fatta leggermente più intensa, pari a -1,3% a/a da -0,7% di marzo, mentre quelli alle costruzioni hanno confermato il calo dei mesi precedenti, pari a -7,7% a/a ad aprile dal -7,9% di marzo.

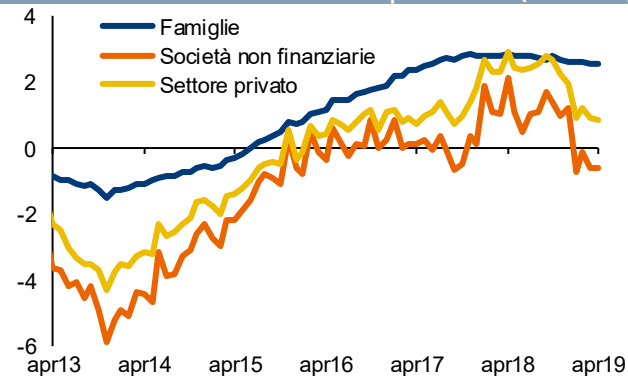
Prestiti vivi per i principali settori di attività economica, società non-finanziarie e famiglie produttrici (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

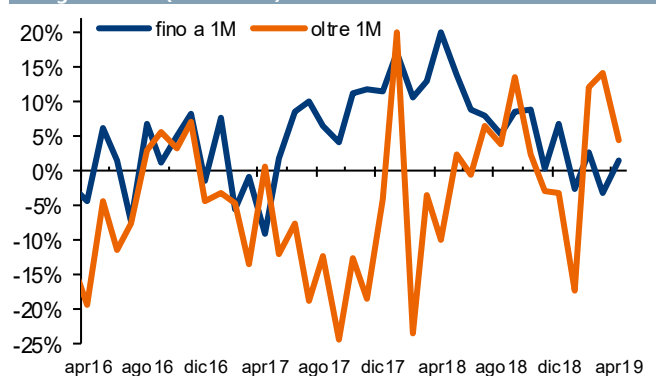
Quanto ai flussi mensili di prestiti alle società non-finanziarie, anche ad aprile si è registrato un aumento, per il terzo mese consecutivo, dopo il calo di gennaio. Nel complesso, **le erogazioni lorde a società non finanziarie sono cresciute del 3,1% nel mese mentre il flusso cumulato da inizio anno è risultato poco variato (+0,4% a/a; si ricorda che questi dati non comprendono i finanziamenti in conto corrente; inoltre, sono al netto delle rinegoziazioni)**. Le componenti dell'aggregato complessivo continuano a mostrare ampie oscillazioni dei flussi oltre 1 milione, in rallentamento a +4,6% a/a dopo la crescita a due cifre del bimestre febbraio-marzo, portando il flusso cumulato in aumento dell'1,2% a/a. Diversamente, **le erogazioni fino a 1 milione sono rimaste in riduzione da inizio anno (-0,5% a/a), nonostante il leggero incremento registrato ad aprile (+1,5%)**.

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



Fonte: Banca d'Italia

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



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

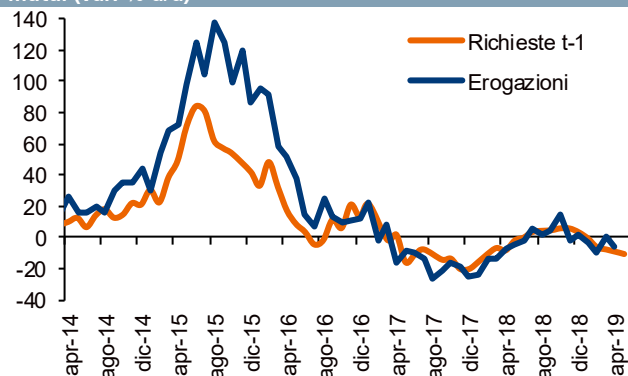
Il ritmo di crescita dei prestiti alle famiglie si è confermato pari a 2,6% a/a per il quinto mese consecutivo (dati corretti per le cartolarizzazioni). Il credito al consumo erogato dalle banche continua a essere molto vivace, con volumi di nuove operazioni mensili in crescita di nuovo a due cifre, del 16% a/a. Lo stock di credito al consumo ha mantenuto un passo sostenuto, accelerando leggermente a +9% a/a da una media di +8,7% a/a nel 1° trimestre.

Diversamente, i prestiti per l'acquisto dell'abitazione hanno visto erogazioni di nuovo in calo anno su anno, dopo l'invarianza di marzo e la flessione del 1° bimestre (-5,8% a/a ad aprile). Ciò risulta in linea con le indicazioni pervenute dalla domanda, fortemente negative nei primi quattro mesi del 2019.

La scomposizione delle erogazioni di mutui per tipo di contratto mostra rinegozziazioni di nuovo in calo, dopo il temporaneo ritorno in positivo osservato a marzo. Infatti, il calo del flusso complessivo è stato determinato da entrambe le componenti, in particolare dal -20,2% a/a delle rinegozziazioni, unito al -1% dei nuovi contratti. In termini di quota sul totale erogazioni, le rinegozziazioni sono tornate a circa un quinto (21%, circa in linea col 20% del 1° bimestre, dal 33% di marzo).

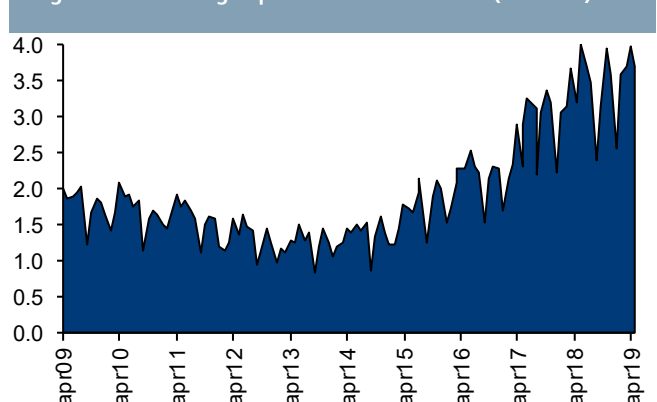
Coerentemente, ad aprile le erogazioni a tasso fisso sono tornate in calo, del -7% a/a dal +12% di marzo, evidenziando un andamento altalenante. Al contempo, si è confermata la flessione delle erogazioni a tasso variabile, in negativo per l'undicesimo mese consecutivo anche se più moderata dei mesi precedenti (-3,5% a/a dal -18% medio dei cinque mesi precedenti).

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



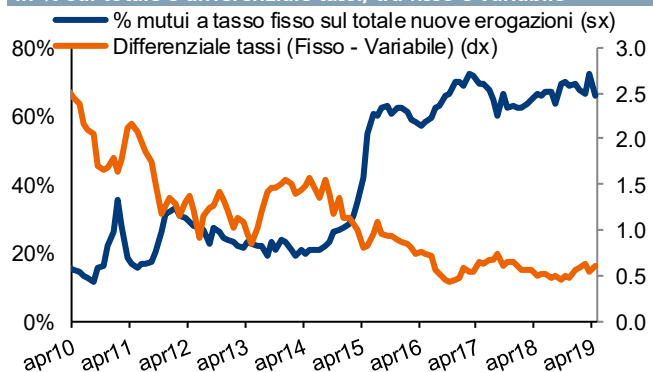
Fonte: Banca d'Italia, CRIF ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Erogazioni alle famiglie per credito al consumo (EUR mld)



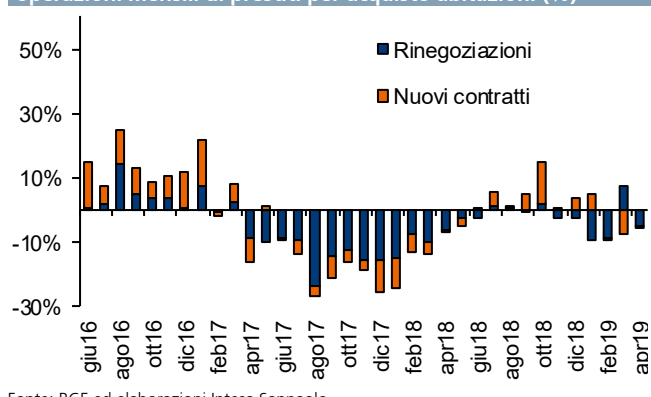
Fonte: Banca d'Italia

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



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

In conclusione, ad aprile l'aumento dei prestiti al settore privato è sceso a **+0,8%**, dal **+0,9%** di marzo e **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 a +1,1% a/a per maggio**, le anticipazioni ABI delineano la prosecuzione del ritmo rallentato rispetto al 2018 e in linea con febbraio 2019.

## Crescita robusta dei conti correnti e flussi positivi verso i depositi a tempo

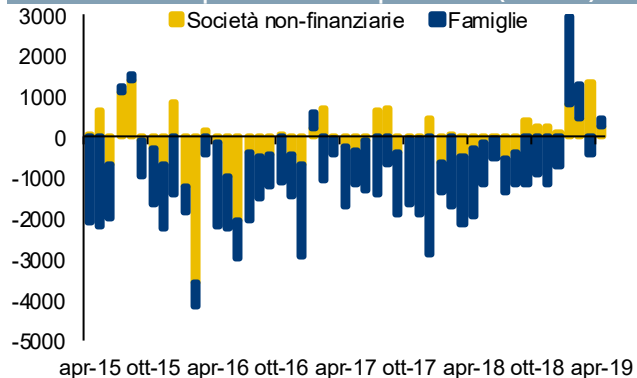
Prosegue la crescita robusta dei conti correnti, anche se più moderata rispetto al 2018 per effetto della frenata di quelli delle società non-finanziarie. Al contempo, continua il recupero dei depositi con durata prestabilita delle società non finanziarie che hanno registrato un flusso netto positivo per l'8° mese consecutivo. I depositi totali sono quindi rimasti in crescita, passando dal 3,3% di marzo al 3,5% a/a di aprile, un ritmo che dovrebbe essere proseguito anche a maggio, secondo le anticipazioni ABI. Inoltre, le obbligazioni hanno confermato il calo più moderato. Questo trend contribuisce a sostenere la crescita della raccolta complessiva da clientela, pari a +1,8% a/a ad aprile, dopo il +1,7% di marzo, in graduale ripresa dallo 0,2% di fine 2018. Il rafforzamento della dinamica sarebbe confermato per maggio, sulla base delle stime ABI.

Elisa Coletti

Ad aprile la raccolta da clientela ha confermato le dinamiche osservate nei mesi precedenti. I conti correnti hanno proseguito al ritmo osservato dallo scorso dicembre, più moderato rispetto alla prima metà del 2018 **ma comunque robusto**, pari a +4,7% a/a, come a marzo. Come osservato dall'autunno 2018, l'andamento è **trainato dai conti correnti delle famiglie che ad aprile hanno registrato una crescita del 4,9% a/a**, sebbene leggermente più moderata rispetto al 1° trimestre (+5,6%) e alla media 2018. I conti correnti delle società non-finanziarie appaiono in **ripresa**, con un tasso di variazione del +2,1% a/a, dopo la brusca frenata di inizio anno.

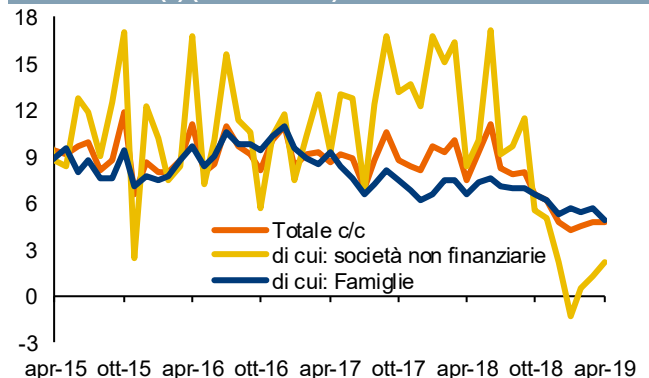
Come nei mesi precedenti, è **proseguito il recupero dei depositi con durata prestabilita delle società non finanziarie che hanno registrato un flusso netto positivo per l'8° mese consecutivo**, sebbene più contenuto ad aprile rispetto ai tre mesi precedenti, con un tasso di variazione rafforzatosi ulteriormente e a doppia cifra (+21,6% a/a dal +16,9% di marzo). Per i depositi con durata prestabilita delle famiglie il tasso di variazione è rimasto in calo ma in continuo miglioramento rispetto ai mesi precedenti (-6,7% a/a dal -9,2% di marzo, a sua volta dimezzato rispetto al -18% di fine 2018), grazie a un flusso netto di nuovo positivo ad aprile.

Flussi mensili di depositi con durata prestabilita (EUR mld)



Fonte: BCE

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



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

Fonte: BCE

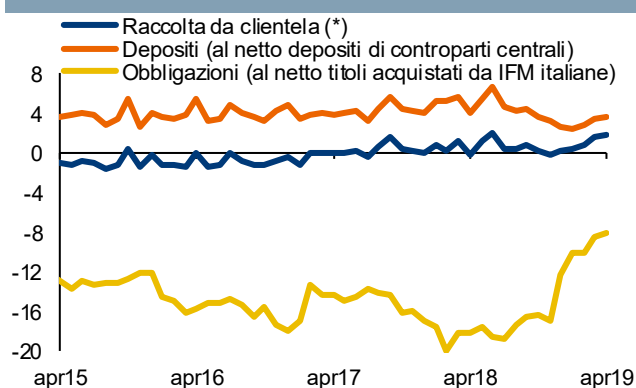
Grazie alla dinamica dei conti correnti, i **depositi delle famiglie hanno mantenuto un buon tasso di crescita, pari a 3,2% a/a ad aprile, in linea col 1° trimestre** e leggermente più robusto rispetto al 3% medio del 2018. Anche i depositi delle società non finanziarie sono risultati in miglioramento, a +2,9% a/a dal +1,9% di marzo, per effetto della 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 3,3% di marzo al 3,5% a/a di aprile, un ritmo che dovrebbe essere proseguito anche a maggio, secondo le anticipazioni ABI.

Per le obbligazioni, il calo si è confermato in fase di **attenuazione**, a -8,1% a/a dal -8,4% di marzo e -10,1% del bimestre precedente. Le stime ABI delineano un ulteriore miglioramento a maggio, a -7,4%. Questo trend contribuisce a sostenere la **crescita della raccolta complessiva da**



**clientela**, pari a +1,8% a/a ad aprile, dopo il +1,7% di marzo, in graduale ripresa dallo 0,2% di fine 2018. Il rafforzamento della dinamica sarebbe confermato per maggio, sulla base delle stime ABI. Per l'aggregato della raccolta totale, che include il rifinanziamento BCE e i depositi dall'estero, il trend si conferma in crescita, dell'1,6% a/a a maggio, dopo il balzo di marzo al 2,9% a/a dal 2,2% di febbraio. Queste oscillazioni del tasso di variazione sono dovute all'andamento dei **depositi di non residenti – comprensivi dell'interbancario – che da circa un anno risultano in crescita**, a un ritmo in accelerazione fino al 12,6% a/a di marzo e più contenuto ad aprile, quando è risultato pari a +7,4% a/a. Al contempo, il rifinanziamento BCE resta stabile di mese in mese e in calo del 3% anno su anno.

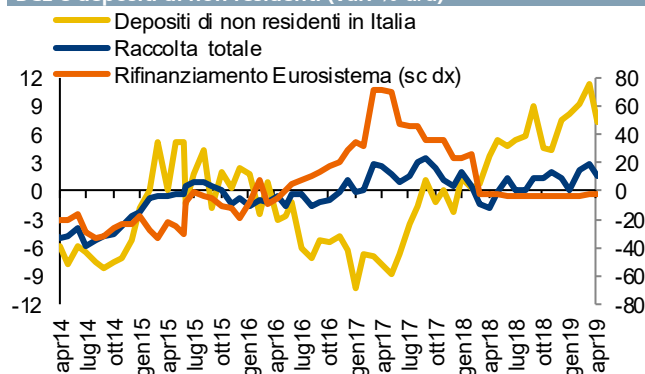
Raccolta da clientela delle banche italiane (var. % a/a) (\*)



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@intesasanpaolo.com

Servizio Industry & Banking

Ufficio Banking

Elisa Coletti – Economista Banche

02 87962097

elisa.coletti@intesasanpaolo.com

Valentina Dal Maso

0444339871

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 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](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 separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo [https://www.group.intesasnpaolo.com/script/sir0/si09/studi/ita\\_doc\\_governance.jsp](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](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.