

La bussola dell'economia italiana

Direzione Studi e Ricerche
Giugno 2016

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

La ripresa continua, ma i rischi sono verso il basso	2
Focus – L'impatto di Brexit sull'economia italiana	2
Sintesi della previsione macroeconomica	6
Torna a crescere la produzione industriale	8
Segnali di rallentamento dai servizi	9
Disoccupazione in risalita, ma solo a causa del calo degli inattivi	10
Qualche indizio di minor vigore dal lato dei consumatori	11
Commercio estero: un rimbalzo non fa primavera	12
Inflazione ancora negativa, ma il punto di minimo sembra alle spalle	13
	14

Tendenze del settore bancario italiano

Il costo della raccolta da clientela scende sotto l'1%, nuovo minimo storico	15
Non solo mutui: aumenta anche il credito al consumo	15
Depositi in conto corrente nuovamente in crescita a due cifre	19
	22

24 giugno 2016

Nota mensile

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Elisa Coletti
Economista Banche

Paolo Mameli
Economista Area euro

L'evoluzione dello scenario congiunturale La ripresa continua, ma i rischi sono verso il basso

Per l'orizzonte prevedibile, stimiamo che il PIL italiano possa mantenere il (modesto) ritmo di crescita medio visto sinora nell'attuale fase di ripresa (0,3% t/t). Il recupero resterà guidato dalla domanda interna. I rischi sulla previsione di crescita all'1,2% nel 2016 sono verso il basso e vengono, oltre che dall'export, dalle incognite di natura politica (internazionali ma non solo). Il referendum costituzionale di ottobre potrebbe far salire il rischio politico domestico, sinora contenuto al confronto con altri Paesi.

Paolo Mameli

Il PIL italiano ha moderatamente riaccelerato a inizio 2016 (0,3% dopo lo 0,2% t/t della seconda metà del 2015). Il principale contributo (due terzi del totale) è venuto dall'industria in senso stretto. Tuttavia, sembra esserci stato un effetto legato ai giorni lavorativi che potrebbe aver spostato crescita da fine 2015 a inizio 2016 (visibile dalla volatilità a cavallo d'anno della produzione industriale). **Per il prosieguo del 2016 ci attendiamo in media una crescita alla stessa velocità di crociera, anche se per il trimestre primaverile la nostra stima è nella forchetta 0,2-0,3% t/t ovvero non si può escludere un rallentamento congiunturale** rispetto a inizio anno, principalmente sulla scia del minor apporto dall'industria (per il secondo trimestre ci aspettiamo un contributo di 0,1% ovvero la metà che nei tre mesi precedenti).

Non vediamo motivi né per un'accelerazione né per un significativo rallentamento dell'attività economica

In effetti, **gli indicatori sull'industria** (fiducia delle imprese, produzione, ordini e fatturato) **hanno mostrato di recente una tendenza al rallentamento**, dopo un picco che era stato toccato mediamente nell'estate del 2015: l'indice PMI manifatturiero ha raggiunto un massimo a dicembre 2015, la fiducia delle imprese manifatturiere secondo l'indagine Istat a ottobre, il fatturato a giugno e gli ordini addirittura ad aprile del 2015. Sebbene la produzione sia rimbalzata ad aprile, ciò indica che per i prossimi mesi la tendenza resterà moderata.

In generale, gli indici anticipatori hanno toccato un picco mediamente tra i 6 e gli 8 mesi fa: **per la fiducia dei consumatori era lecito aspettarsi una correzione fisiologica** dopo che a gennaio 2016 era stato toccato un massimo storico (il livello del morale delle famiglie resta superiore alla media storica e coerente con una prosecuzione della ripresa dei consumi, anche se non segnala una accelerazione), più sorprendente è stata l'inversione di tendenza per fiducia delle imprese (dal picco toccato a ottobre).

Di sicuro ha inciso la tendenza al **rallentamento del commercio estero**: sebbene entrambi i flussi commerciali siano rimbalzati ad aprile (export +2,7% import +3,9% m/m), in particolare da e verso i Paesi extra-UE, tuttavia il contesto globale non sembra coerente con un significativo rimbalzo delle vendite all'estero. Inoltre, si rileva nel periodo più recente una sottoperformance dell'export italiano rispetto ai principali Paesi europei.

Il fatto è che **la ripresa dell'attività produttiva, che si è verificata a partire dall'inizio dello scorso anno, non sembra essersi consolidata a tal punto da risultare sufficientemente diffusa**. In effetti, la crescita dei principali indici di attività industriale nonché dell'export risultava molto concentrata su alcuni comparti (in particolare mezzi di trasporto, farmaceutici e prodotti petroliferi raffinati). Nel momento in cui si è avuto un rallentamento "fisiologico" della velocità di espansione di tali comparti, tale frenata non è stata compensata dal recupero degli altri. Inoltre, attualmente non solo l'industria mostra una tendenza alla decelerazione, ma anzi l'indicatore di diffusione della ripresa elaborato dall'Istat mostra per la prima volta negli ultimi 15 anni un'indicazione in peggioramento nei servizi in controtendenza rispetto all'industria.

Inoltre, **almeno in parte la ripresa vista nella parte iniziale dello scorso anno veniva dagli shock esogeni su prezzo del petrolio e tasso di cambio, che sono poi parzialmente rientrati**. Positivo (dal punto di vista della crescita) è il fatto che sia stato confermato l'orientamento moderatamente espansivo della politica fiscale, grazie alla flessibilità concessa quasi interamente dall'UE per l'anno in corso, anche se è ancora incerta l'evoluzione per il 2017: quantomeno, per l'anno prossimo non occorre aspettare un contributo positivo dalla politica fiscale come per il

2016 (ed è possibile visto l'evolversi dei rischi politici in Europa che prevalga un orientamento "flessibile" anche per l'anno prossimo).

Il settore immobiliare sta confermando almeno in parte gli indizi di recupero visti a fine 2015. I segnali di ripresa sono evidenti sul mercato secondario (le compravendite di unità immobiliari sono cresciute del 17,3% a/a nel 1° trimestre 2016), mentre appaiono decisamente più labili per quanto concerne le nuove costruzioni: la produzione nel settore, dopo essere cresciuta di 1,2% t/t nel 4° trimestre 2015, è poi tornata a calare nel 1° trimestre (-0,9% t/t), pertanto il comparto è tornato a frenare l'attività economica nel suo complesso. È vero che la fiducia dei costruttori appare su livelli più confortanti di quelli del morale delle imprese negli altri comparti (è superiore di oltre il 20% ai livelli del 2010, contro il 7% dei servizi, il 2% dell'industria e meno dell'1% del commercio); tuttavia, il confronto è "distorto" dal fatto che l'anno-base è assai più sfavorevole per le costruzioni che non per gli altri comparti. Tuttavia, la ripresa del mercato immobiliare, specie sul comparto residenziale delle abitazioni esistenti, sembra poter continuare nei prossimi trimestri.

Elementi positivi dello scenario sono la tenuta dei consumi e dell'occupazione e la ripresa incipiente del mercato immobiliare

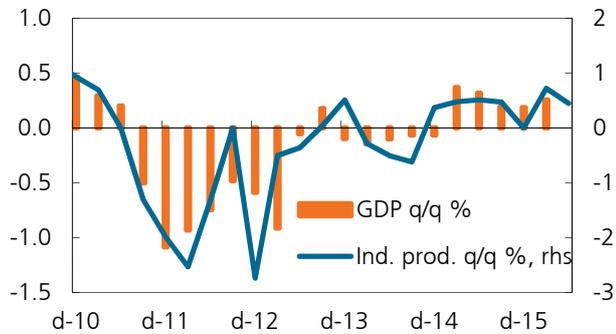
Un elemento positivo dello scenario è rappresentato dalla tenuta dell'occupazione. In effetti, nonostante i timori legati al ridursi degli incentivi sulle nuove assunzioni, anche a inizio 2016 è proseguita la ripresa degli occupati (+1% ovvero +215 mila unità a/a), trainata dai lavoratori dipendenti permanenti. Ciò non si è riflesso in una discesa del tasso di disoccupazione, che sembra essersi interrotta a partire dalla scorsa estate. Ma il motivo principale risiede nel calo degli inattivi (-2,1% ovvero -292 mila a/a ad aprile), su cui ha inciso la diminuzione degli scoraggiati (-210 mila unità rispetto a un anno prima). In sintesi, il miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro (visibile anche da altri indicatori come il calo dei disoccupati di lunga durata e del part-time involontario) non sembra essere terminato.

In prospettiva, **riteniamo che per l'orizzonte prevedibile l'economia possa mantenere la velocità di crociera di 0,3% t/t** vista in media nell'ultimo anno e mezzo. In effetti, se non riteniamo che i rischi all'orizzonte siano tali da far deragliare il trend di recupero congiunturale, nemmeno vediamo motivi significativi per una accelerazione. In questo scenario, i rischi rispetto allo scenario base di crescita media dell'1,2% nel 2016 (e di 1,4% nel 2017) restano verso il basso.

L'incertezza viene, oltre che da una possibile mancata riaccelerazione del commercio mondiale, anche dalle **incognite di natura politica e geopolitica**. A quelle di carattere internazionale (il post-referendum britannico sull'UE e un calendario elettorale molto fitto in diversi Paesi europei tra metà 2016 e 2017, senza dimenticare le elezioni presidenziali americane a fine anno e le persistenti difficoltà dell'istituzione europea nella gestione del fenomeno migratorio) si aggiungono i possibili rischi per la governabilità derivanti dall'eventuale fallimento del referendum costituzionale di ottobre (che si innesca su una tendenza alla perdita di consensi da parte del governo come dimostrato dalle recenti elezioni comunali). Nel caso invece (che assumiamo come scenario-base) in cui la consultazione confermi la riforma, potrebbe derivarne un miglioramento delle prospettive per la governabilità e dunque per la prosecuzione dell'agenda sulle riforme, anche se il risultato delle successive elezioni con il nuovo sistema elettorale non sarebbe comunque scontato ex ante. Assumiamo come scenario di base che il governo poi resti in carica fino al completamento della legislatura nel 2018.

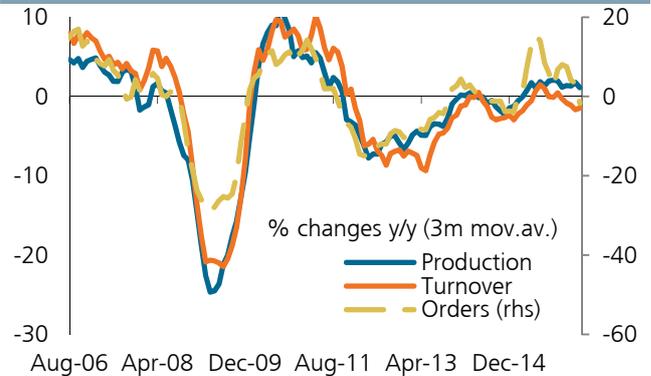
I rischi vengono, oltre che dall'export, dalle incognite di natura politica

Fig. 1 – Il PIL è rimbalzato nel 1° trimestre, grazie principalmente al contributo dell'industria, che però è stato meno vigoroso in primavera



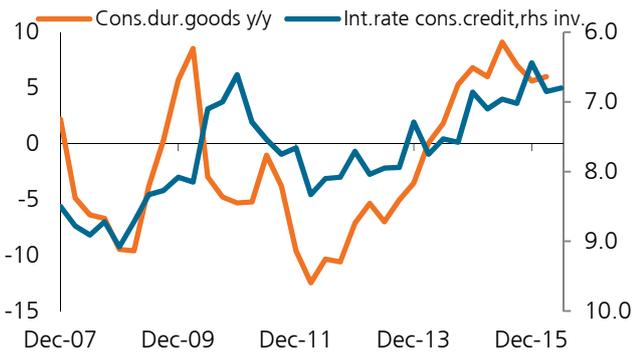
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Gli indicatori sull'industria (produzione, ordini e fatturato), dopo un punto di massimo a metà 2015, segnalano un rallentamento



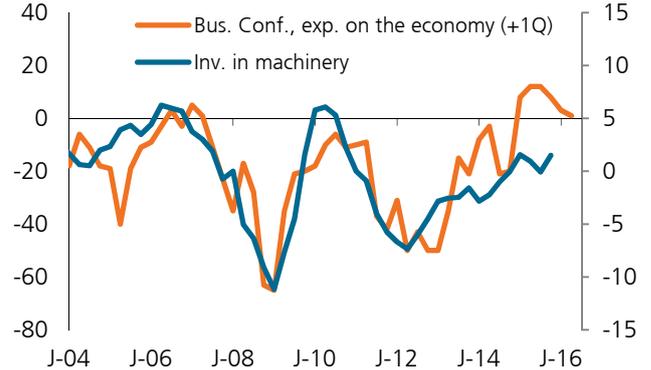
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – A trainare la ripresa sempre i consumi, in particolare di beni durevoli (favoriti dal miglioramento delle condizioni del credito)...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, BCE

Fig. 4 – ...ma vi sono segnali di ripartenza anche per gli investimenti in macchinari (trainati da aspettative sul ciclo che, pur in ripiegamento dai massimi, restano ottimistiche)



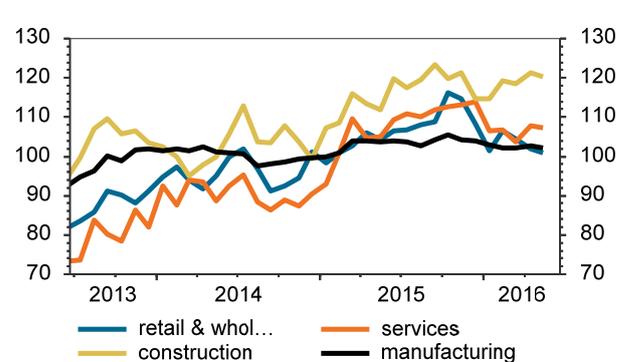
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 5 – Sia la fiducia dei consumatori che quella delle imprese (manifatturiere) evidenziano un rallentamento negli ultimi mesi, ma, specie nel primo caso, il livello resta espansivo



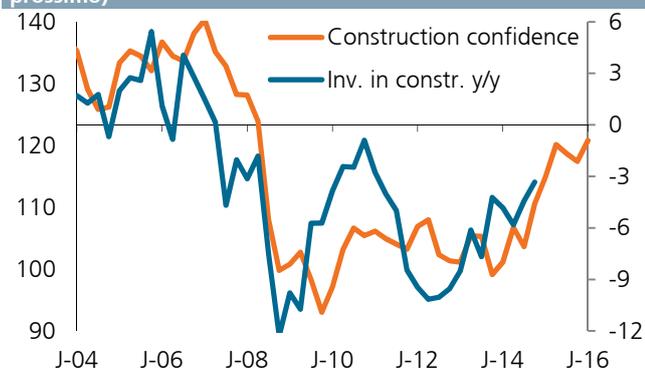
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Ministero del Lavoro

Fig. 6 – Il settore in cui la fiducia delle imprese appare più resiliente è quello delle costruzioni



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Ministero del Lavoro

Fig. 7 – Il livello della fiducia dei costruttori anticipa un'ulteriore ripresa per gli investimenti in costruzioni (ma un ritorno stabile a una crescita positiva è rimandato all'anno prossimo)



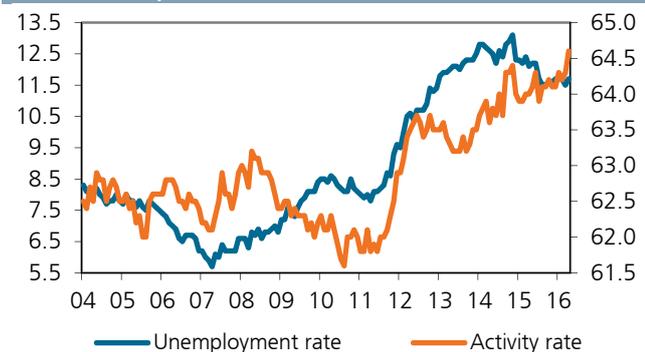
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 8 – La ripresa del numero di compravendite sul mercato immobiliare è sostenibile perché dipende dal miglioramento della capacità di accesso al mercato da parte delle famiglie (che dovrebbe accentuarsi ulteriormente nel corso del 2016-17)



Nota: l'indicatore sulla "capacità di accesso" al mercato immobiliare è dato dal rapporto tra il servizio dei nuovi mutui ipotecari (approssimato dal prodotto tra quotazioni e tassi di interesse) e il reddito disponibile delle famiglie; un calo segnala un miglioramento della capacità di accesso al mercato delle abitazioni da parte delle famiglie. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Banca d'Italia

Fig. 9 – La discesa del tasso di disoccupazione è e continuerà ad essere lenta, frenata dall'aumento del tasso di attività (ai massimi storici)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Ministero del Lavoro

Fig. 10 – Ma l'occupazione continua a crescere, in particolare tra i lavoratori dipendenti permanenti



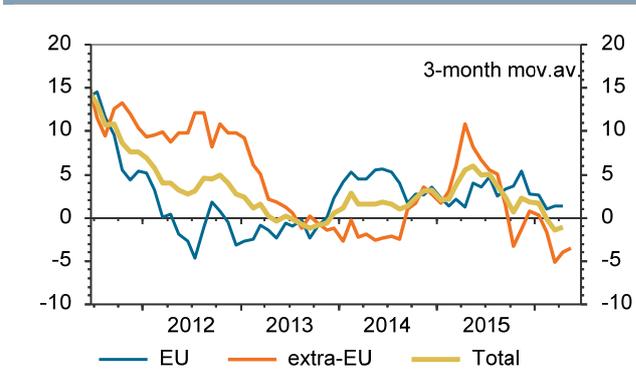
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Ministero del Lavoro

Fig. 11 – La recente performance dell'export è stata parzialmente deludente rispetto alla domanda potenziale rivolta verso l'Italia



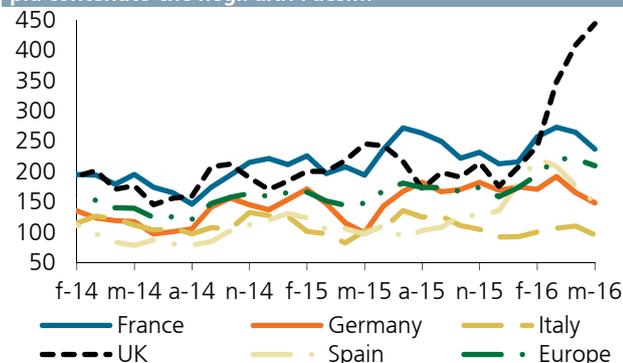
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 12 – Hanno pesato in particolare (e continueranno a farlo nei prossimi mesi) le vendite verso i Paesi extra-UE



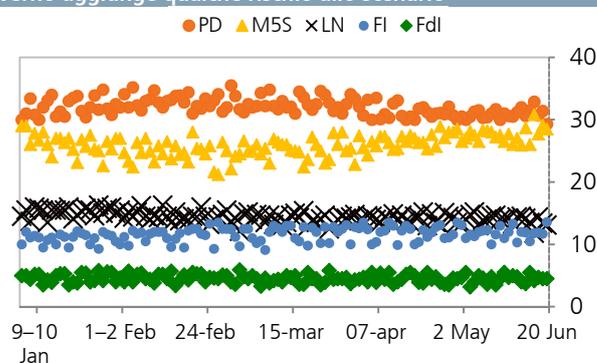
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 13 – Sinora il rischio di incertezza politica in Italia è stato più contenuto che negli altri Paesi...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Ministero del Lavoro

Fig. 14 – ...ma la perdita di consenso del maggior partito di governo aggiunge qualche rischio allo scenario



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Ministero del Lavoro

Focus – L'impatto di Brexit sull'economia italiana

Il principale rischio per l'economia italiana da Brexit viene non tanto dal canale commerciale diretto ma dal possibile effetto sugli indici di rischio-Paese. In ogni caso, sia l'entità della salita dello spread che la sua trasmissione all'economia reale sembrano poter essere assai meno preoccupanti che nel 2011.

Paolo Mameli

Quali sono le dimensioni per valutare la vulnerabilità dell'economia italiana all'impatto di Brexit?

1) IL CANALE COMMERCIALE DIRETTO. In base ai dati dei primi 4 mesi del 2016, il 5,2% dell'export italiano è diretto verso il Regno Unito (1,8 mld da gennaio ad aprile, erano 22,5 mld nel 2015). Nel 2015 si è registrata una crescita del 7,3%, poi rallentata all'1,1% nella parte iniziale del 2016. Il contributo attuale delle vendite verso il Regno Unito alla crescita dell'export totale è di 0,3% (lo 0,1% del PIL). I quattro settori più rappresentati (in base ai dati disponibili sinora per l'anno in corso) sono: mezzi di trasporto (il 15,4% del totale, per il 7,6% si tratta di autoveicoli), macchinari (15,1%), alimentari e bevande (12,2%) e prodotti tessili (12,1%). In ogni caso, l'Italia presenta un saldo commerciale positivo nei confronti del Regno Unito (pari a 11,9 mld sui 45,2 mld totali nel 2015, e 898 milioni su 4,5 miliardi totali nei primi 4 mesi del 2016). L'avanzo è particolarmente elevato per tre dei settori di cui sopra: alimentari (177 mln sinora nell'anno), meccanica (174 mln), tessile (133 mln). Anche i metalli e i prodotti delle altre attività manifatturiere (principalmente mobili) sono ben rappresentati.

L'impatto commerciale diretto appare limitato...

In sintesi, dal punto di vista del canale commerciale diretto, **l'Italia appare uno dei Paesi europei meno vulnerabili** in quanto l'export verso il Regno Unito è pari a circa l'1,6% del PIL (meno della metà della media dell'Eurozona). In pratica, occorrerebbe ipotizzare cali delle esportazioni molto pronunciati per avere un impatto apprezzabile sul PIL italiano. In effetti, nell'ipotesi (estrema, a nostro avviso) di un calo delle esportazioni italiane verso il Regno Unito del 10% nel 2017 (per via non solo del rallentamento del ciclo nel Regno Unito ma anche del verosimile deprezzamento della sterlina), e tenendo conto del contenuto di export dell'import, l'impatto sarebbe di circa 1,6 miliardi ovvero meno dello 0,1% del PIL. Ma verosimilmente l'impatto effettivo potrebbe essere minore in quanto in parte compensato dalle vendite verso altri Paesi. Inoltre, l'apprezzamento dell'euro nei confronti della sterlina dovrebbe essere più che compensato da un deprezzamento del cambio effettivo.

2) IL CANALE FINANZIARIO. Il rischio principale per l'Italia è che il referendum inneschi un aumento dell'avversione al rischio sui mercati e dunque un peggioramento degli indici di rischio sovrano dell'Italia. A nostro avviso, lo shock non ha il potenziale di far salire lo spread Btp-Bund sui livelli che raggiunse a fine 2011 (oltre 500 punti base), tuttavia **non è escluso che si possa arrivare attorno ai 200 punti base.**

...mentre non è da sottovalutare il rischio di aumento degli indicatori di rischio-Paese

Gli **altri canali di trasmissione** (esposizione del sistema bancario ad attività emesse nel Regno Unito, rilevanza degli investimenti diretti da e verso il Regno Unito) risultano in base a tutti i principali indicatori numericamente poco rilevanti e non in grado di avere effetti apprezzabili sull'attività economica in Italia (a differenza che in altri Paesi europei).

Abbiamo effettuato sul modello a equazioni simultanee *Oxford Economics Forecasting* una **simulazione sull'impatto dei fattori 1 e 2** di cui sopra (oltre agli altri effetti attesi come deprezzamento della sterlina, variazioni negative degli indici di borsa...), gli shock imputati nel modello sono due: uno shock sul PIL UK (-0,2% e -1,1% rispetto allo scenario base nel 2016 e 2017 rispettivamente), principalmente incentrato sugli investimenti, e uno sullo spread Btp-Bund, in media di quasi 80 punti base sia nella seconda metà di quest'anno che per la media dell'anno prossimo (lo shock sul livello assoluto dei rendimenti è inferiore e pari a circa 20 punti base in media).

Il risultato è un impatto negativo sul PIL italiano di -0,3% l'anno prossimo. Lo shock si trasmette non soltanto attraverso l'export (colpito simultaneamente da rallentamento nel Regno Unito e svalutazione della sterlina), colpito per -0,3% nel 2017, ma anche la domanda domestica, sia per investimenti che per consumi (più bassi che nello scenario base rispettivamente di -0,8% e -0,4% nel 2017), per via di un possibile impatto sulla fiducia e sulla volatilità sui mercati finanziari, anche se a nostro avviso tale impatto potrebbe essere sovrastimato dal modello (il che colloca un impatto credibile in una forchetta compresa tra -0,1% e -0,3% sul PIL 2017).

In ogni caso, **non ci sembra ripetibile uno scenario simile a quello del 2011**, per due motivi: a) la salita dello spread in questo caso sarà di entità inferiore, per i motivi di cui si è detto (e tenendo conto che a differenza di allora esiste un programma di acquisto di titoli da parte della BCE); b) allora la salita dello spread si trasmise all'economia reale in quanto implicò simultaneamente una restrizione del credito e una pesante stretta fiscale. Nessuna delle due condizioni sembra probabile nella situazione attuale (anzi le condizioni del credito appaiono le più espansive da anni e la politica fiscale sarà quest'anno lievemente accomodante per il terzo anno consecutivo).

L'impatto massimo sul PIL 2017 è di -0,3%

Non sembra plausibile che si ripeta lo scenario del 2011

Fig. 15 – Il contributo dell'export verso il Regno Unito sulla crescita delle esportazioni totali è oggi pari a tre decimi (un decimo il contributo al PIL)



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Tab. 1 – L'impatto di Brexit sull'economia italiana (simulazioni Intesa Sanpaolo sul modello OEF)

Deviazione crescita % annua vs scenario di base	2017
PIL UK	-1.1
PIL ITA	-0.3
Esportazioni Italia (reali)	-0.3
Consumi Italia (reali)	-0.5
Investimenti Italia (reali)	-0.8
Tasso Btp a 10 anni	0.14
Spread Btp-Bund	0.78

Nota: shock sugli investimenti nel Regno Unito, sui mercati azionari mondiali, sulla sterlina, sullo spread Btp-Bund. Fonte: simulazioni Intesa Sanpaolo su dati OEF

Sintesi della previsione macroeconomica

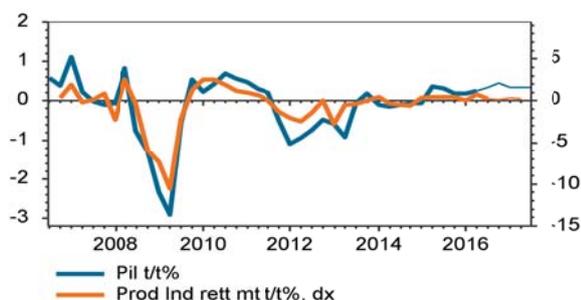
Previsioni macroeconomiche	2015	2016p	2017p	2015			2016			2017			
				T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
PIL (a prezzi costanti, a/a)	0.6	1.2	1.4	0.8	1.1	1.0	1.0	1.2	1.4	1.5	1.5	1.3	1.3
- Variazione % t/t				0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Consumi delle famiglie	0.9	1.3	1.2	0.5	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
Consumi pubblici	-0.7	0.6	0.3	0.2	0.6	0.2	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2
Investimenti fissi	0.6	2.0	2.2	0.6	0.8	0.2	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.4	0.4
- Investimenti in macchinari	0.6	2.2	3.3	-0.2	-0.1	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8	0.9	0.6	0.5
- Investimenti in mezzi di trasporto	19.7	12.6	3.1	8.7	7.1	2.4	0.8	0.7	1.0	0.9	0.7	0.5	0.4
- Investimenti in costruzioni	-0.9	0.7	1.1	0.5	1.0	-0.5	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3
Importazioni	5.8	1.2	3.6	-0.2	0.9	-0.9	0.7	0.8	0.9	1.0	0.9	0.8	0.8
Esportazioni	4.1	0.4	3.6	-1.4	1.2	-1.5	1.0	0.9	0.8	0.9	1.0	0.9	0.9
Contributo % PIL													
Commercio estero	-0.3	-0.2	0.1	-0.4	0.1	-0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
Domanda finale interna	0.5	1.2	1.2	0.4	0.5	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
Variazione scorte	0.5	0.1	0.1	0.1	-0.4	0.2	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Attività produttiva													
Produzione industriale	0.9	1.6	1.3	0.5	0.0	0.7	0.4	0.1	0.3	0.3	0.6	0.4	-0.1
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	0.0	-0.1	1.1	0.2	0.2	-0.1	-0.4	-0.2	0.3	1.0	1.2	1.1	1.0
- escluso alimentari, energia (a/a)	0.6	0.6	1.1	0.8	0.7	0.6	0.6	0.3	0.9	1.2	1.1	1.1	1.0
PPI (a/a)	-2.7	-3.1	-0.2	-3.1	-3.2	-3.4	-3.8	-2.5	-2.5	-1.0	0.0	0.3	0.6
Disoccupazione (%)	11.9	11.5	11.0	11.6	11.6	11.6	11.6	11.5	11.3	11.2	11.1	11.0	10.9
Occupati totali	0.8	0.7	0.8	0.6	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
Produttività	-0.2	0.5	0.6	-0.4	0.3	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
Salari contrattuali	1.1	0.7	1.2										
Reddito disponibile reale	0.8	1.7	1.6										
Tasso di risparmio (%)	8.3	8.3	8.6										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	2.1	2.3	1.9										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-2.6	-2.5	-1.9										
Debito (% PIL)	132.7	132.5	131.4										
Variabili finanziarie*													
3-mesi Euribor (%)	-0.02	-0.28	-0.33	-0.03	-0.09	-0.19	-0.26	-0.33	-0.34	-0.34	-0.33	-0.32	-0.33
BTP 10 anni (%)	1.71	1.55	1.70	1.91	1.62	1.49	1.49	1.59	1.63	1.58	1.66	1.76	1.80
Spread BTP/Bund (%)	1.19	1.29	0.99	1.23	1.06	1.21	1.34	1.37	1.26	1.20	1.11	1.01	0.97

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

Torna a crescere la produzione industriale

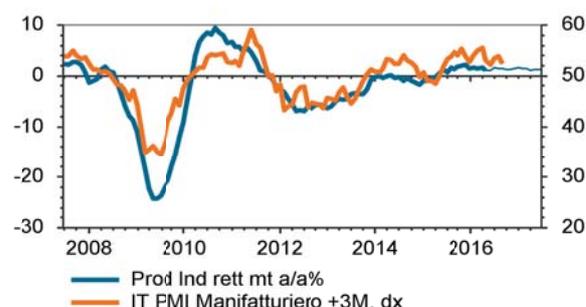
La **produzione industriale** è cresciuta di 0,5% m/m ad aprile dopo essere rimasta ferma a marzo. Il dato è risultato superiore alle aspettative nostre e di consenso (+0,3% m/m). Il livello dell'indice resta di oltre il 23% inferiore ai massimi storici, ma l'output è tornato a crescere per la prima volta da gennaio. Su base annua la produzione corretta per gli effetti di calendario (i giorni lavorativi ad aprile 2016 sono stati 20 contro i 21 di aprile 2015) accelera a +1,8% da +0,5% a/a del mese precedente. Il recupero è trainato dai beni intermedi (+2,2% dopo il -1,1% m/m di marzo) e dai beni di consumo non durevoli (+1,4% dopo il -1% dei due mesi precedenti). I beni strumentali sono risultati poco variati (-0,1% m/m) dopo essere calati di ben -1,5% m/m a marzo. I beni di consumo durevoli sono in flessione per il secondo mese consecutivo (-0,7% da -0,9% m/m precedente). L'energia ha corretto (-1,5% m/m) dopo il balzo del mese precedente (+1% m/m). La ripresa appare più diffusa, almeno all'interno del manifatturiero. Solo un settore risulta in calo su base annua (corretta per gli effetti di calendario): si tratta del tessile (abbigliamento, pelli e accessori), che, pur in recupero su base mensile, fa segnare un -3,3% nel confronto rispetto allo stesso mese dello scorso anno. I comparti più brillanti risultano la fabbricazione di coke e prodotti petroliferi raffinati (+6,3%), gli articoli in gomma e materie plastiche e altri prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi (+5,9%) e la chimica (+5,2%). Riaccelerano dopo la frenata del mese scorso anche i mezzi di trasporto (+4,6% a/a), trainati dalle auto (che riacquistano velocità a +8,8%). Meno confortante la situazione al di fuori del manifatturiero, dove restano depresse sia la fornitura di energia (-1,4% a/a) sia soprattutto l'attività estrattiva (che anzi sprofonda a -15,7% a/a). E' possibile che il ritorno alla crescita per la produzione industriale ad aprile sia legato al rimbalzo evidenziato dall'export. La crescita "acquisita" della produzione industriale nel trimestre corrente è pari a 0,3% t/t, ovvero la metà del ritmo evidenziato nel trimestre precedente. A nostro avviso a consuntivo l'aumento potrebbe essere leggermente più marcato (attorno a 0,4% t/t). Prevediamo infatti che nel bimestre maggio-giugno si possa vedere ancora un aumento dell'output, sebbene più modesto che ad aprile. In ogni caso, anche dopo il rimbalzo di aprile, i dati di produzione industriale sono coerenti con un minor contributo al valore aggiunto dall'industria nel trimestre primaverile, dopo che a inizio anno i due terzi della crescita dell'attività economica erano venuti proprio dall'industria in senso stretto.

In questa fase l'industria cresce meno del PIL



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Le indagini continuano a segnalare espansione dell'attività



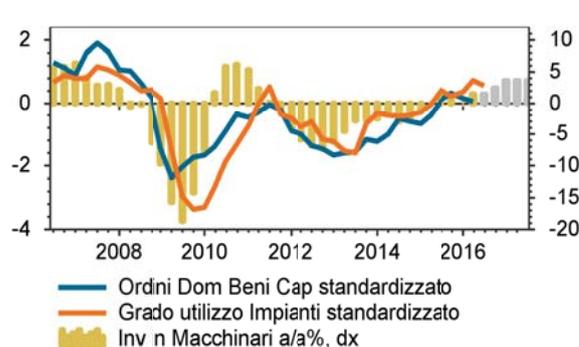
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Non vi è un'inversione di tendenza negli ordini all'industria



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Grado di utilizzo degli impianti su massimi pluriennali



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Segnali di rallentamento dai servizi

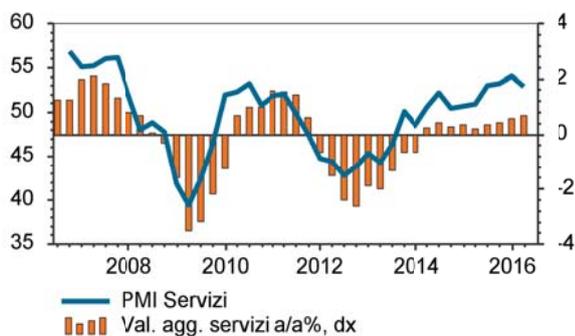
L'indice complessivo di **fiducia delle imprese** IESI è salito da 102,7 a 103,4, innalzando la media del secondo trimestre a 103,05. L'aumento dello IESI contrasta però con dinamiche settoriali tutte di segno opposto: la fiducia cala nella manifattura da 102,7 a 102,1, nei servizi da 107,4 a 107,9, nel commercio da 101,9 a 100,9 e nelle costruzioni da 121,2 a 120,4. L'anomalia è giustificata da Istat con l'approccio di aggregazione ora in uso.

Nei **servizi di mercato** si sono riscontrate dinamiche per comparto divergenti: il calo ha riguardato esclusivamente i servizi turistici, eccezionalmente volatili negli ultimi mesi, mentre sono saliti gli indici per trasporto e magazzinaggio, comunicazioni e informazione, servizi alle imprese. Servizi e costruzioni mostrano tendenze mediamente più positive rispetto alla manifattura nel passaggio fra il primo e il secondo trimestre.

Nel **commercio al dettaglio**, a un giudizio invariato sulle vendite correnti si contrappone una valutazione meno positiva sulle vendite future, in particolare nella grande distribuzione.

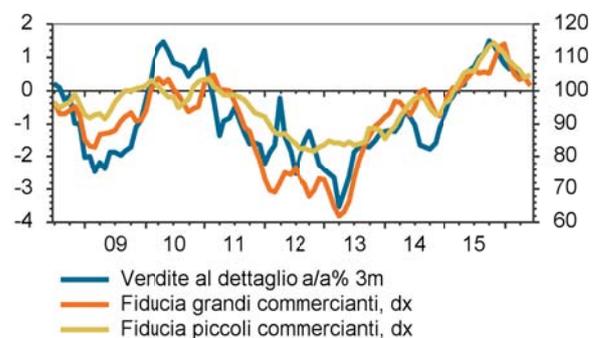
Nelle **costruzioni**, il calo dell'indice di fiducia risulta dal peggioramento nel comparto dell'ingegneria civile e dei lavori specializzati, solo in parte compensato dal miglioramento nella costruzione di edifici. Per quest'ultima, riteniamo che la situazione fondamentale sia in miglioramento. La produzione nel settore è aumentata di 2,5% m/m ad aprile: è l'aumento più pronunciato dallo scorso novembre. Su base annua l'indice è in calo di -0,6% in termini grezzi, ma accelera a +3% se corretto per i giorni lavorativi (uno in meno rispetto ad aprile 2015). La media mobile a 3 mesi della variazione annua è ai massimi dal 2008. Il dato segnala che il settore potrebbe tornare a contribuire positivamente al PIL nel trimestre in corso.

Il settore dei servizi dovrebbe continuare a contribuire positivamente al valore aggiunto



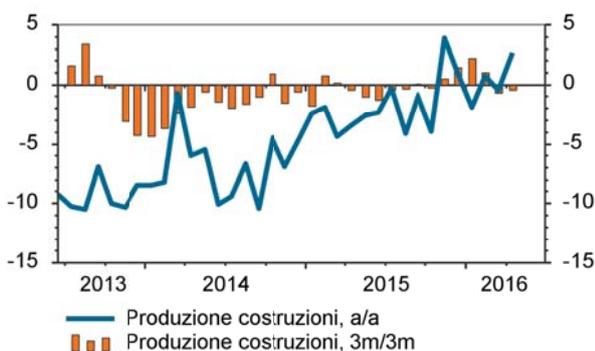
Fonte: Thomson Reuters Datastream

La fiducia dei commercianti resta su livelli espansivi, ma è in rallentamento negli ultimi mesi



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Per la prima volta da anni, la produzione nelle costruzioni mostra un trend al rialzo, sia pure con una certa erraticità



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Il livello della fiducia è coerente con un ulteriore recupero degli investimenti in costruzioni nei prossimi mesi



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Disoccupazione in risalita, ma solo a causa del calo degli inattivi

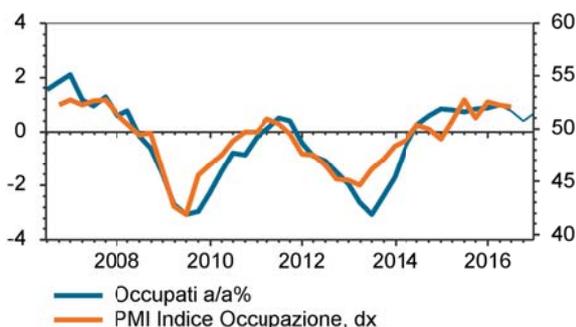
Il **tasso di disoccupazione** è salito a sorpresa all'11,7% ad aprile dall'11,5% di marzo. Tuttavia, l'aumento della disoccupazione è dovuto interamente al calo degli inattivi (-113 mila unità, un record da oltre due anni e mezzo). Viceversa, gli occupati sono aumentati per il secondo mese consecutivo (+51 mila unità). Come il mese scorso, sono aumentati in particolare gli occupati dipendenti (+35 mila), soprattutto permanenti (+35 mila). Viceversa, i dipendenti temporanei sono rimasti pressoché stabili. Continua anche la tendenza al recupero per i lavoratori indipendenti, cresciuti per il quarto mese consecutivo (+16 mila unità). Infine, la ripresa degli occupati è diffusa a tutte le principali classi di età, con l'unica eccezione dei 35-49enni (-5 mila). Anche il tasso di disoccupazione giovanile è salito (a 36,9% da 36,7%, che rappresentava un minimo da quasi tre anni e mezzo), ma anche in questo caso per via del calo degli inattivi. Su base annua, l'occupazione totale mantiene un buon ritmo di crescita (+1% ovvero +215 mila posti di lavoro), pur rallentando lievemente rispetto a marzo. I dati trimestrali relativi al 1° trimestre avevano mostrato alcuni segnali positivi: 1) un incoraggiante rimbalzo degli occupati nelle costruzioni (+1% t/t ovvero +15 mila unità); 2) un calo dei disoccupati di lunga durata (-127 mila unità su base annua); 3) una diminuzione, per il quarto trimestre consecutivo, degli scoraggiati (-210 mila unità in un anno); la tendenza riguarda in particolare le donne e le regioni meridionali. Peraltro, erano emerse anche alcune criticità: 1) tornano ad allargarsi i divari territoriali - il tasso di disoccupazione è calato al Nord (al 7,6% dal 7,8% precedente) mentre è salito al Centro (a 10,2% da 10,1%) e soprattutto al Sud (al 19,7% dal 19,3% di fine 2015); 2) l'aumento degli occupati nel trimestre è venuto unicamente dai lavoratori più anziani ovvero dagli ultracinquantenni (+116 mila unità), probabile conseguenza dell'aumento dell'età pensionabile, mentre gli occupati sono diminuiti nelle fasce centrali di età; 3) il recupero è più marcato per gli occupati a tempo parziale (+149 mila unità su base annua), anche se, a differenza di qualche trimestre fa, si tratta per la maggior parte di part-time volontario. In sintesi, il trend di calo del tasso di disoccupazione sembra essersi in qualche modo interrotto. Tuttavia, la ripresa dell'occupazione continua, e non sembra svanito l'effetto degli incentivi sulle assunzioni a tempo indeterminato. Inoltre, continua il calo degli inattivi, e in particolare degli scoraggiati. In sintesi, confermiamo la nostra idea che il trend di miglioramento del mercato del lavoro potrebbe riprendere in misura più evidente nella seconda metà dell'anno.

Il trend di calo per la disoccupazione dovrebbe continuare



Fonte: Thomson Reuters Datastream

La crescita dell'occupazione potrebbe rallentare



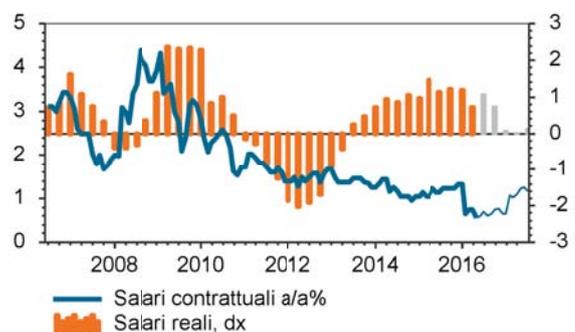
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Restano espansive le intenzioni di assunzione delle imprese



Fonte: Thomson Reuters Datastream

I salari reali sono attesi rimanere in territorio positivo



Fonte: Thomson Reuters Datastream

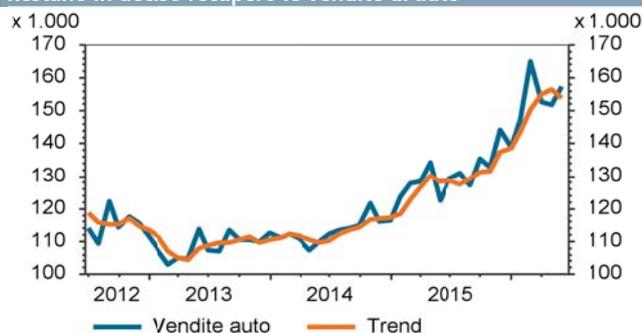
Qualche indizio di minor vigore dal lato dei consumatori

A maggio la **fiducia dei consumatori** è calata per il secondo mese consecutivo (il terzo degli ultimi quattro), a 112,7 da 114,1 di aprile. È un minimo dallo scorso mese di agosto, ma si tratta di un valore ancora superiore alla media degli ultimi vent'anni (102). Inoltre, il dettaglio non è interamente negativo, in quanto il deterioramento riguarda il giudizio sull'economia in generale, nettamente peggiorato in maggio, ma non quello sulla situazione personale, che anzi migliora da 104,8 a 105,4, e le aspettative per il futuro (per definizione assai più volatili) mentre la valutazione corrente risulta poco variata. Anche le valutazioni sul risparmio (corrente e futuro), sul bilancio familiare e sulle opportunità di acquisto di beni durevoli sono migliorate. In altri termini, la correzione in atto dal picco di gennaio appare come "fisiologica" e non sembra anticipare un rallentamento della dinamica dei consumi.

In marzo, le **vendite al dettaglio** sono calate di -0,6% m/m a prezzi correnti e di -0,8% m/m in volume. Il mese di marzo si conferma perciò negativo anche per il commercio al dettaglio, dopo i dati deludenti su fatturato e ordinativi. Il dato medio del 1° trimestre 2016 risulta invariato rispetto al periodo precedente in valore, e in aumento dello 0,1% in volume grazie alla crescita degli acquisti di beni alimentari. Su base tendenziale persistono incrementi cospicui, pari a 1,9% in volume e a 2,2% in valore, ma l'indice è sostanzialmente stazionario dal maggio scorso.

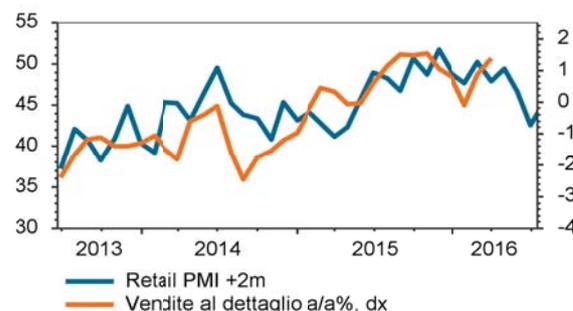
In sintesi, la dinamica dei consumi delle famiglie, pur mostrando qualche segnale di affievolimento, sembra poter rimanere pressoché l'unico motore di crescita dell'economia. I fondamentali in termini di recupero di potere d'acquisto e di occupazione nonché i livelli della fiducia delle famiglie appaiono coerenti con una prosecuzione della fase espansiva. Tuttavia non ci sono motivi per vedere una significativa accelerazione dai ritmi correnti.

Restano in deciso recupero le vendite di auto



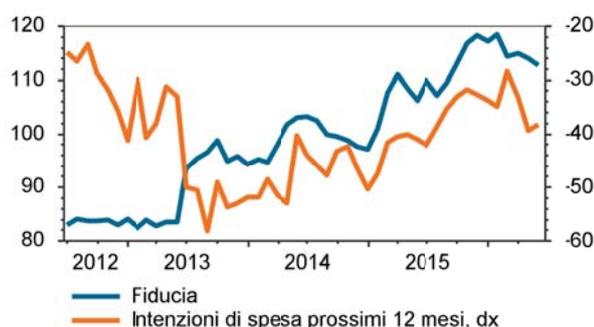
Fonte: ANFIA ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Qualche segnale di affievolimento per le vendite al dettaglio



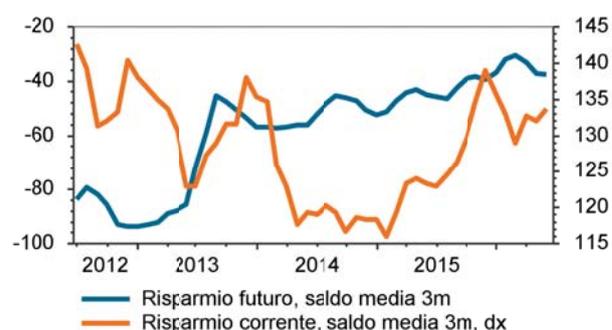
Fonte: Istat, Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Correggono dai massimi fiducia e intenzioni di spesa



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Permane un gap tra opportunità di risparmio future e correnti



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Commercio estero: un rimbalzo non fa primavera

L'**avanzo commerciale** è diminuito lievemente ad aprile, a 4,4 miliardi dai 4,6 di marzo. Sono rimbalzate sia le esportazioni (+2,7% da -1,3% m/m precedente) che le importazioni (+3,9% da -2,1% m/m). In entrambi i casi decisivo è stato il contributo dei Paesi extra-UE, ma il recupero ha riguardato anche la UE. Entrambi i flussi restano comunque in calo su base annua (-1% l'export e -4,3% l'import), anche se la diminuzione è dovuta ai valori medi unitari mentre i volumi risultano in aumento (+0,6% l'export, +4,4% l'import).

La crescita sia dell'export che dell'import nel mese riguarda tutti i raggruppamenti principali di industrie con l'unica eccezione dell'energia. Ancora una volta, sono risultati trainanti i mezzi di trasporto (+15,6% a/a), mentre alcuni tra i comparti che meglio si erano comportati nell'ultimo anno arretrano (prodotti petroliferi raffinati -29,7%, farmaceutici -8,2%). Anche computer ed elettronica sono in netta crescita (+8,1%).

Tra i Paesi, continuano a rappresentare un freno per l'export Mercosur (-31,4% a/a), OPEC (-16,3%) e Russia (-9,4%), mentre restano a due cifre le vendite verso gli USA (trainate dai mezzi di navigazione marittima) e avanzano i Paesi ASEAN e alcuni Paesi UE (Repubblica ceca, Austria, Spagna).

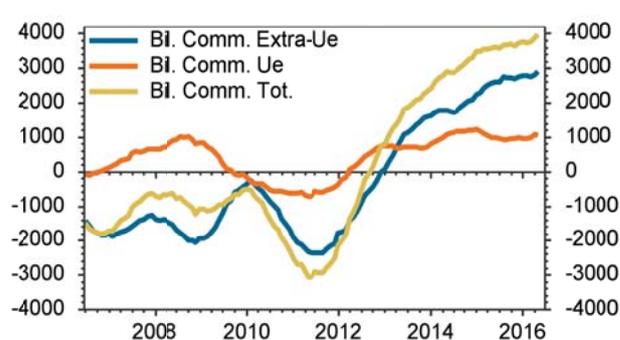
In sintesi, il dato è rassicurante circa la tenuta del commercio con l'estero; tuttavia, la tendenza resta negativa e difficilmente la crescita potrà poggiarsi su un contributo stabilmente positivo dalla domanda estera.

Le indicazioni delle imprese sugli ordini dall'estero segnalano un rallentamento ma non un crollo dell'export



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Il surplus commerciale resta sui massimi



Fonte: Thomson Reuters Datastream

L'export è frenato dalla semi-stagnazione della domanda mondiale...



Fonte: Thomson Reuters Datastream

...nonché dal venir meno del beneficio derivante dal cambio debole



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Inflazione ancora negativa, ma il punto di minimo sembra alle spalle

I **prezzi al consumo** sono cresciuti di 0,3% m/m a maggio, e l'inflazione annua è risalita lievemente a -0,3% (da -0,5% sul NIC e -0,4% sull'armonizzato ad aprile). Nel mese i rincari sono stati piuttosto diffusi. I maggiori contributi all'aumento dell'indice generale (nazionale) sono venuti da: 1) un aumento di 0,5% m/m dei prezzi dei trasporti (si tratta del terzo consecutivo dopo sei mesi di fila di calo), guidato dal rimbalzo in corso dei prezzi dei carburanti (benzina +1,9% m/m); 2) una crescita di 0,4% dei prezzi degli alimentari, e in particolare della frutta fresca (+6,2% m/m); 3) rincari dello 0,5% per i servizi ricettivi e di ristorazione (superiore alla media stagionale); 4) il balzo dell'1,6% dei listini di bevande alcoliche e tabacco, principalmente dovuto all'aumento dei prezzi delle sigarette; 5) infine, il rimbalzo dei prezzi delle comunicazioni (+0,9% m/m), dovuto soprattutto agli apparecchi di telefonia mobile. L'unico capitolo di spesa che ha mostrato un calo dei listini è stato quello del tempo libero e cultura (-0,3% m/m), peraltro mediamente in linea con la stagionalità di maggio.

Il numero dei capitoli di spesa che mantengono una tendenza deflattiva su base annua è sceso ulteriormente, a 2 dai 4 del mese scorso (su un totale di 12): i trasporti (-2,9%) e le spese per abitazione, acqua, elettricità e combustibili (-2,3%); entrambi sono poco variati rispetto ad aprile. Viceversa, il numero delle componenti che mostrano rincari superiori all'1% è aumentato a 3 (era solo 1 il mese scorso): si tratta delle comunicazioni (+1,9% da +0,4% precedente), delle bevande alcoliche e tabacco (+1,4% da -0,1%) e dell'istruzione (stabile a +1,3% a/a).

L'inflazione "di fondo" (al netto di energetici e alimentari) è risalita da 0,5% a 0,6% a/a (+0,2% m/m), quella al netto della sola energia da 0,3% a 0,5% a/a (+0,2% m/m). L'inflazione sui beni a più alta frequenza di acquisto (importante per le sue conseguenze sull'inflazione percepita e attesa dalle famiglie) è rimasta in territorio negativo (a -0,6% da -0,9% precedente), ma nel mese ha fatto segnare un +0,5% m/m (sulla scia dei rincari di carburanti, frutta e sigarette).

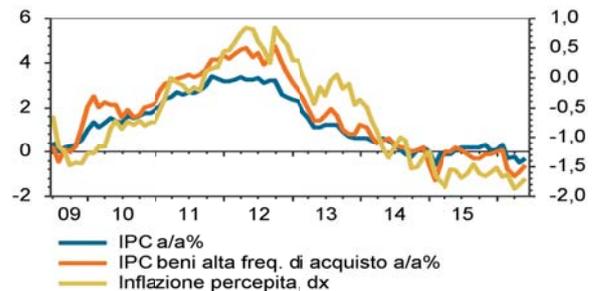
In prospettiva, confermiamo la nostra idea che il mese di aprile possa aver rappresentato un punto di minimo per l'inflazione italiana. D'altra parte, il CPI potrebbe rimanere in territorio lievemente negativo ancora per qualche mese (verosimilmente sino a settembre). Negli ultimi mesi del 2016 si dovrebbe poi vedere una risalita, che nelle nostre stime porterebbe il CPI a 0,6% per fine anno.

Il CPI potrebbe rimanere sotto zero sino a fine estate, ma il punto di minimo dovrebbe essere stato raggiunto ad aprile



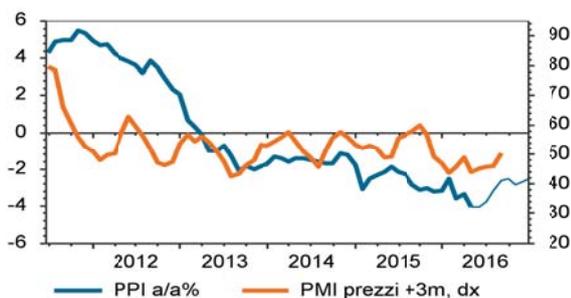
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Resta vicina ai minimi l'inflazione sui beni a più alta frequenza di acquisto e quella percepita dalle famiglie



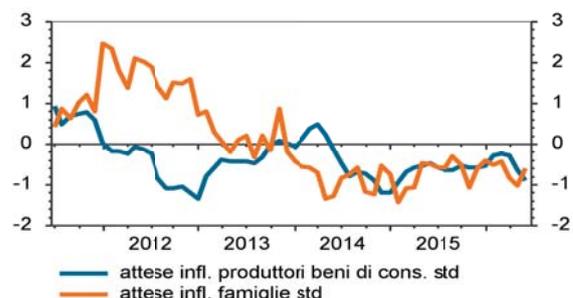
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Le indagini sui prezzi pagati dalle imprese non segnalano un ritorno in positivo del PPI



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Restano negative le aspettative inflazionistiche sia delle imprese che delle famiglie



Fonte: Thomson Reuters Datastream

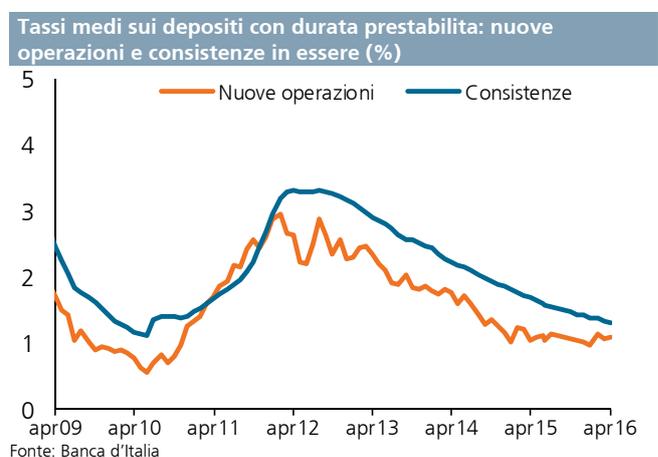
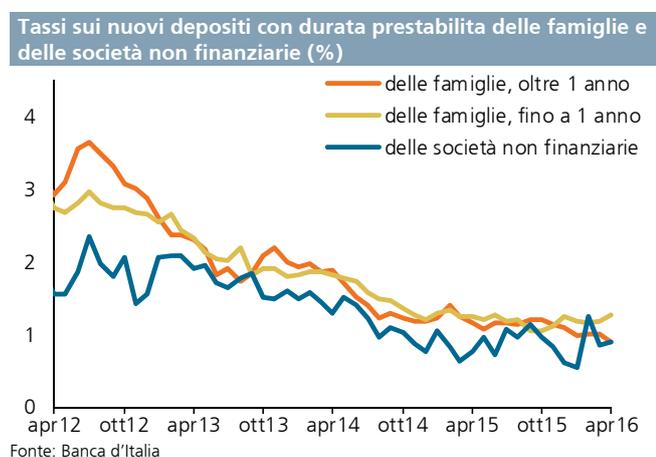
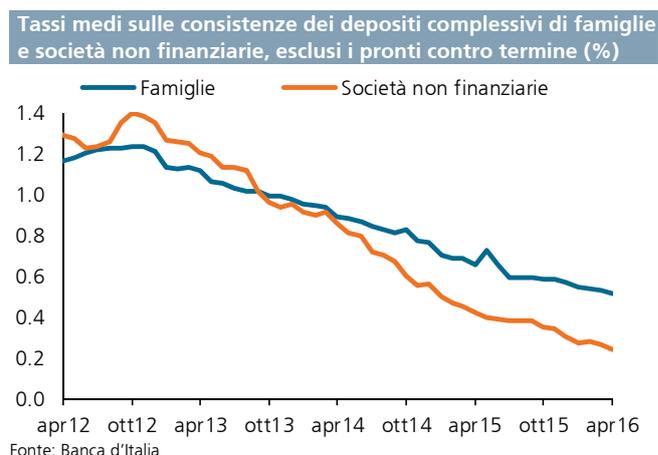
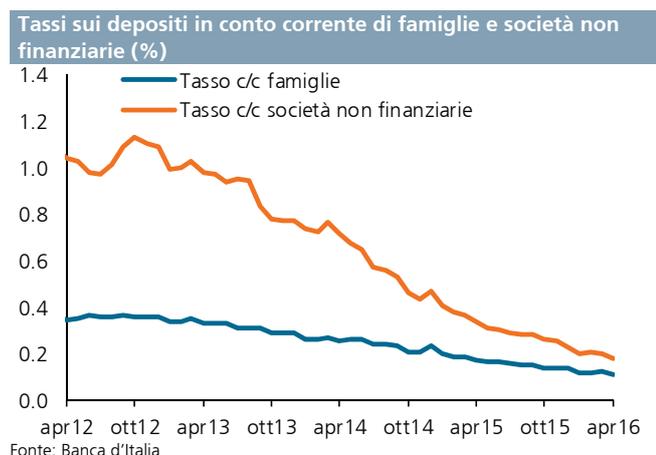
Tendenze del settore bancario italiano

Il costo della raccolta da clientela scende sotto l'1%, nuovo minimo storico

Tornano a ridursi i tassi sui depositi bancari, dopo la stabilità del 1° trimestre. La discesa sarebbe proseguita a maggio, secondo le stime ABI. Grazie al calo di tutte le componenti e al peso ridotto di quelle maggiormente onerose, il costo complessivo dello stock di raccolta da clientela è sceso sotto la soglia dell'1%, a 0,98%. A maggio, secondo le stime ABI, ha toccato un nuovo minimo, perdendo 1 centesimo m/m. Quanto ai tassi sui nuovi prestiti alle società non-finanziarie, si è confermato il sostanziale assestamento, con qualche segno di recupero del tasso sulle operazioni di importo maggiore. Diversamente, è proseguita con decisione la discesa dei tassi sui nuovi prestiti alle famiglie per acquisto abitazioni, confermata a maggio secondo le stime ABI. Per effetto di un calo del tasso sullo stock dei prestiti più marcato di quello del costo della raccolta, la forbice bancaria si è nuovamente ristretta.

Elisa Coletti

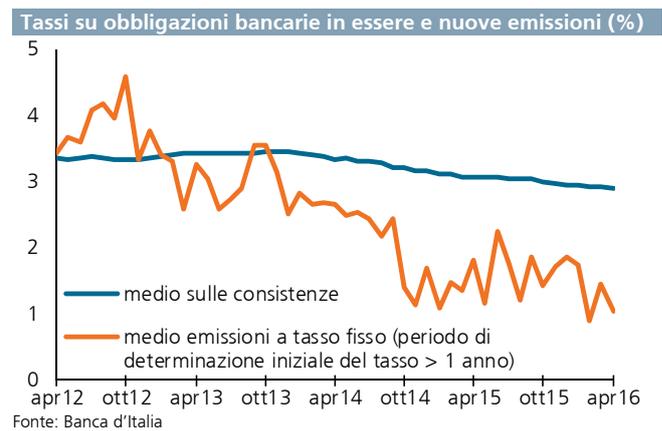
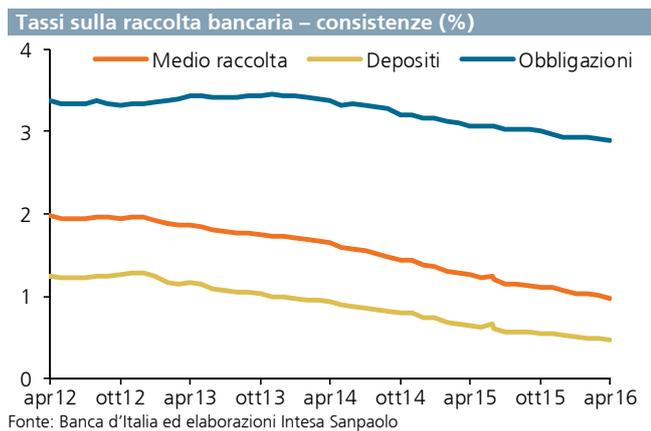
Dopo una sostanziale stabilità nel 1° trimestre, tornano in calo i tassi sui depositi bancari, scesi di 2pb m/m a 0,47%. Un piccolo ritocco verso il basso si è verificato anche per il tasso medio sui conti correnti, portatosi a 0,13% (-1pb m/m). Tra le componenti, un calo analogo ha interessato il tasso medio sui conti correnti delle famiglie, sceso a 0,11%, mentre quello alle società non-finanziarie si è ridotto di 2pb m/m a 0,18%. Le stime ABI per maggio delineano un altro piccolo calo per il tasso medio sui depositi, a 0,46%, e una stabilità nel caso dei conti correnti.



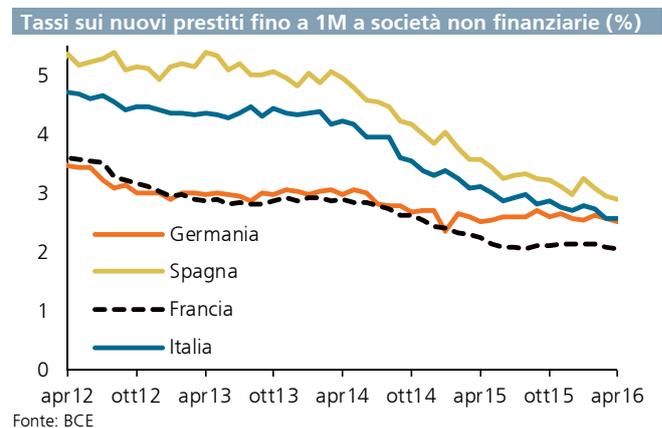
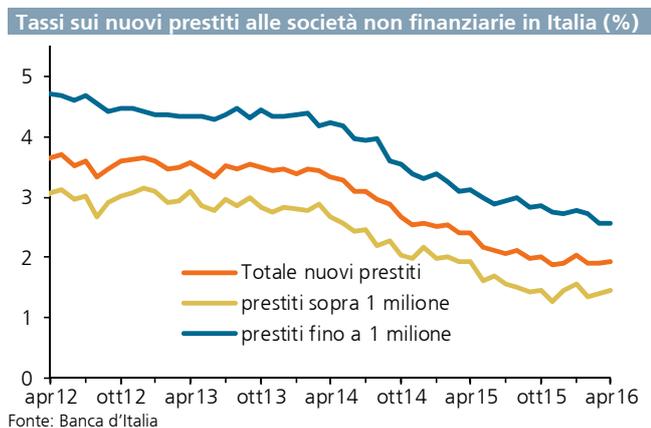
Nell'ambito dei depositi, è proseguita anche la discesa del tasso medio sulle consistenze dei depositi con durata prestabilita, a 1,31%, -2pb m/m. Il costo delle nuove operazioni è apparso poco variato rispetto a marzo, pari a 1,09% (+1pb m/m), confermando il sostanziale assestamento che si osserva da oltre un anno. Sia il tasso medio sui nuovi depositi a tempo delle famiglie, sia quello offerto alle società non finanziarie sono risultati marginalmente più alti del mese precedente (a 1,16% il primo e 0,89% il secondo, rispettivamente +2 e +3pb m/m).

Il tasso medio sullo stock di obbligazioni prosegue nel calo a ritmo frenato, perdendo ancora 1 centesimo su base mensile a 2,90%. A maggio, secondo le stime ABI, è rimasto invariato. Continua l'andamento altalenante dei tassi sulle nuove emissioni a tasso fisso, che ad aprile hanno riassorbito parte del rimbalzo di marzo, risultando pari a 1,03%, -41pb m/m, tornando verso il minimo storico di 0,90% segnato a febbraio.

Grazie al calo, pur marginale, di tutte le componenti e al peso ridotto di quelle maggiormente onerose, il costo complessivo dello stock di raccolta da clientela è sceso sotto la soglia dell'1%, a 0,98%, -3pb m/m. A maggio, secondo le stime ABI, ha toccato un nuovo minimo, perdendo 1 centesimo m/m.

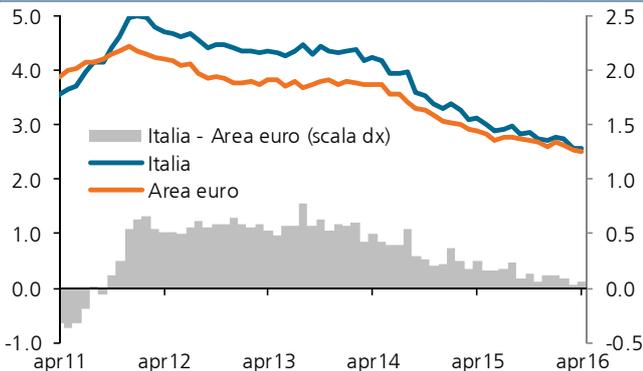


Per quanto riguarda i tassi sui nuovi prestiti alle società non-finanziarie, è proseguito il sostanziale assestamento, con qualche segno di recupero del tasso sulle operazioni di importo maggiore. In dettaglio, il tasso medio è risultato pari a 1,92%, tornando al livello di febbraio con un lieve recupero di 2pb su marzo. A maggio, secondo le stime ABI, sarebbe sceso di ben 10pb m/m a 1,82%. Con riguardo alle componenti del tasso medio, ad aprile si è registrata una stabilità di quello sulle operazioni fino a 1 milione, a 2,57%, cui si è accompagnato un altro aumento, di 7pb m/m a 1,46%, del tasso sui nuovi prestiti superiori a 1 milione.



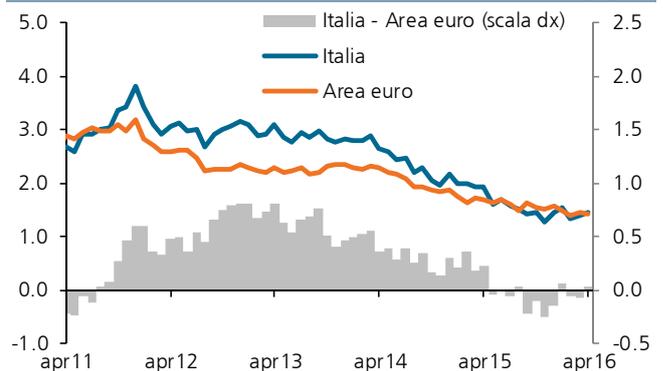
Nel confronto europeo, il differenziale tra il tasso italiano sui nuovi prestiti alle imprese e quello dell'area euro si è quasi annullato per i finanziamenti fino a 1 milione, pari a 6pb ad aprile, in linea con la media dei due mesi precedenti. In relazione al tasso tedesco, il differenziale è simile, di 5pb ad aprile, dopo essere diventato addirittura marginalmente negativo a marzo, per la prima volta da luglio 2011. Per il tasso italiano sui nuovi prestiti oltre 1 milione, da inizio 2016 il differenziale con la media europea risulta attorno allo zero, pari a +4pb ad aprile da -7pb di marzo. Anche rispetto al tasso tedesco il differenziale è tornato positivo ad aprile, a 15pb.

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 (%)

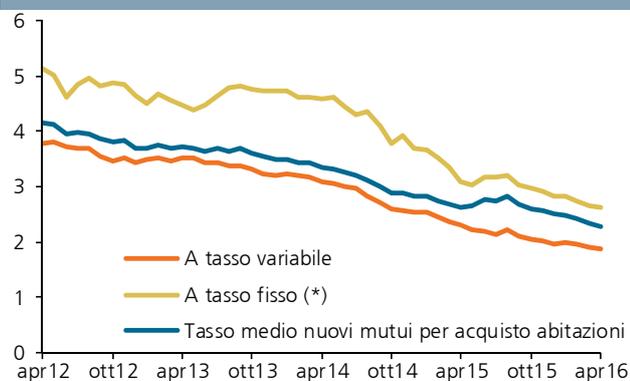


Fonte: Banca d'Italia, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

E' invece proseguita la notevole discesa dei tassi sui nuovi prestiti alle famiglie per acquisto abitazioni, con un calo di 4pb m/m a 2,29%, dopo i 16pb persi nei due mesi precedenti. A maggio la riduzione sarebbe continuata allo stesso ritmo, a 2,24%, secondo le stime ABI. In dettaglio, ad aprile il tasso fisso ha rallentato il calo a -2pb m/m, dopo i 17pb persi nei due mesi precedenti, raggiungendo il nuovo minimo storico di 2,63%. La discesa del tasso variabile è invece proseguita allo stesso ritmo dei due mesi precedenti, con una riduzione di altri 4pb m/m a 1,88%. Si è quindi fermata la riduzione del differenziale fra tasso fisso e tasso variabile, attestatosi a 75pb.

Per quanto riguarda i tassi sugli stock dei prestiti, la riduzione è stata significativa anche ad aprile. Il tasso complessivo sui prestiti a famiglie e imprese è sceso di 4pb m/m a 3,12%, nuovo minimo storico. Per maggio le stime ABI riportano un calo di altri 4pb m/m.

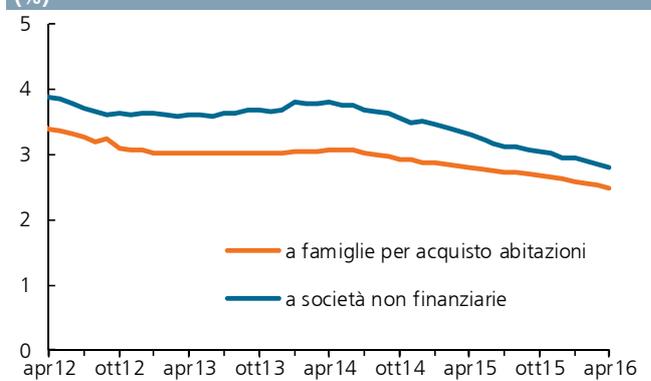
Tassi sui nuovi prestiti a famiglie per acquisto abitazioni (%)



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

Fonte: Banca d'Italia

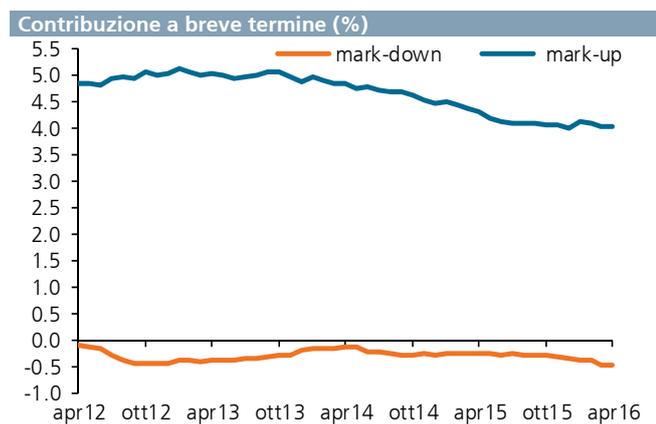
Tassi sui prestiti in essere a famiglie e a società non finanziarie (%)



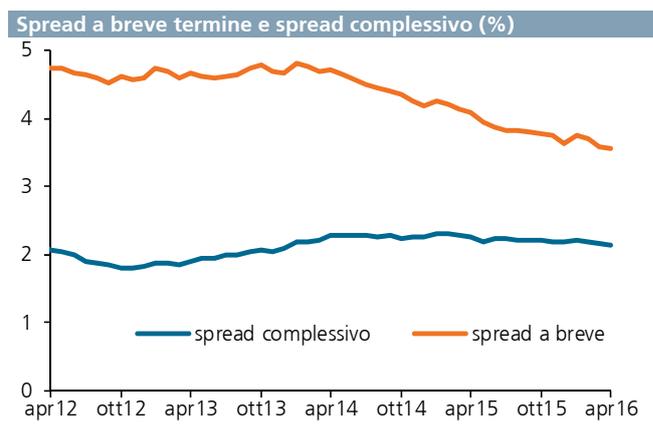
Fonte: Banca d'Italia

In conseguenza del calo significativo dei tassi sui prestiti, la forbice tra i tassi attivi e passivi si è nuovamente ristretta, pur soltanto di 1pb m/m a 2,14%. La forbice si sarebbe ridotta anche a

maggio, sulla base delle stime ABI. Quanto alla contribuzione dei depositi a vista, si è osservato un ulteriore peggioramento del mark-down¹, sceso ad aprile a -0,47%, un livello mai toccato in precedenza, ancora una volta per effetto dei tassi Euribor sempre più negativi. Infine, il mark-up² sull'Euribor a 1 mese è rimasto sopra il 4%, pur riducendosi da 4,05% a 4,02%, livello prossimo a quello di fine 2015 dopo il rimbalzo di inizio 2016.



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.

² Differenza tra tasso sui prestiti a famiglie e imprese con durata fino a un anno ed Euribor a 1 mese.

Non solo mutui: aumenta anche il credito al consumo

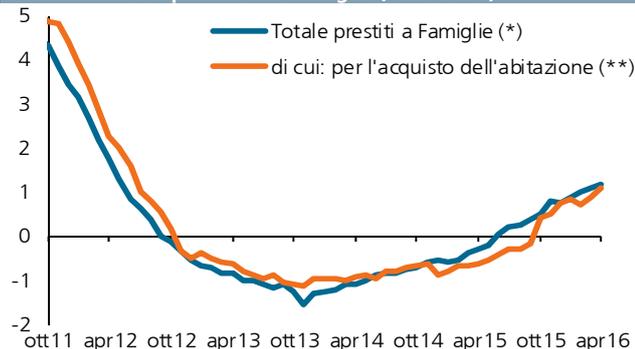
Sul fronte del credito, le note positive continuano a pervenire dai finanziamenti alle famiglie, mentre la ripresa dei prestiti alle società non finanziarie resta incerta, dopo il dato ancora negativo di aprile (-0,6% a/a). Per i prestiti alle famiglie è proseguita la graduale accelerazione a +1,2% a/a. Alla ripresa dei mutui si accompagna la dinamica del credito al consumo, che a marzo ha accelerato a +3,4% a/a. Pertanto, nel complesso, la variazione dei prestiti al settore privato residente è risultata ancora leggermente positiva, pari a +0,4% a/a ad aprile. Maggio vedrebbe un leggero miglioramento, sulla base delle stime ABI.

Elisa Coletti

La ripresa dei prestiti alle famiglie continua a rafforzarsi, con un aumento dello stock dell'1,2% a/a ad aprile. La dinamica è trainata dai mutui, che rappresentano quasi il 60% dei prestiti alle famiglie, affiancati dalla ripresa del credito al consumo, che conta per il 13% dell'aggregato.

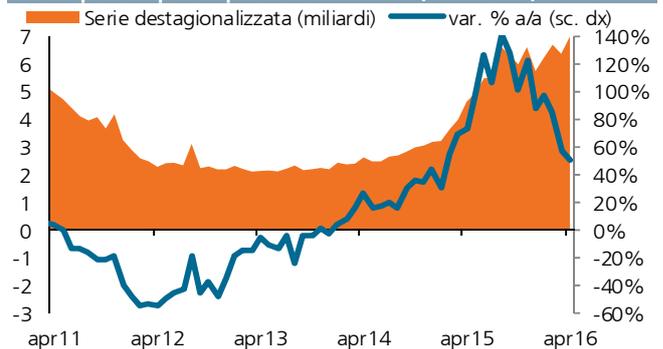
Con riguardo ai prestiti per acquisto abitazioni, è proseguita la **forte dinamica delle erogazioni**, pur in relativo rallentamento vista la crescita a due cifre in atto da oltre due anni. Le erogazioni continuano a caratterizzarsi per l'importanza delle **operazioni a tasso fisso** e per le **rinegoziazioni di prestiti esistenti**. L'incidenza delle **rinegoziazioni³** è risultata pari a 1/3 ad aprile, in linea con la media dei sei mesi da novembre 2015 in poi (era del 26,4% ad aprile 2015). La rilevanza del fenomeno resta leggermente più contenuta della media dell'area euro, dove le rinegoziazioni spiegano il 37% dei nuovi mutui, come già visto in media nel 2015. Si conferma anche l'importanza delle erogazioni a tasso fisso, pari ad aprile al 52% dei nuovi mutui residenziali, benché tale quota di recente risulti in calo, da una media di 57% nel 2° semestre 2015.

Consistenze dei prestiti alle famiglie (var. % a/a)



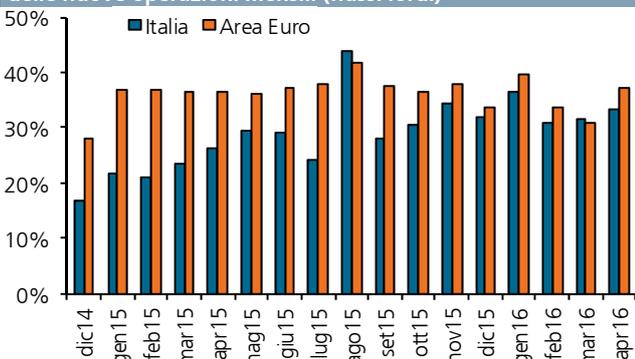
Nota: (*) Variazione a/a corretta per le cartolarizzazioni. (**) Variazione su dati grezzi
Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Nuovi prestiti per acquisto di abitazioni (flussi lordi)



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

Rinegoziazioni di prestiti per acquisto abitazioni in % del totale delle nuove operazioni mensili (flussi lordi)



a: Fonte: BCE ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

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



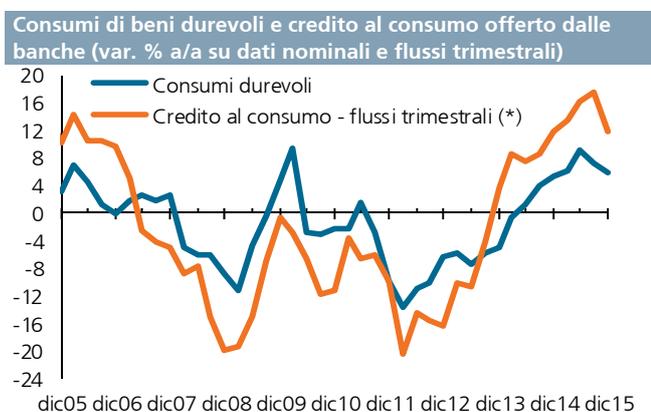
Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

³ Le rinegoziazioni si riferiscono al coinvolgimento attivo della famiglia nell'adeguamento dei termini e delle condizioni di un contratto di prestito esistente, compreso il tasso. Le proroghe e gli altri adeguamenti dei termini e delle condizioni che avvengono automaticamente non costituiscono rinegoziazioni.

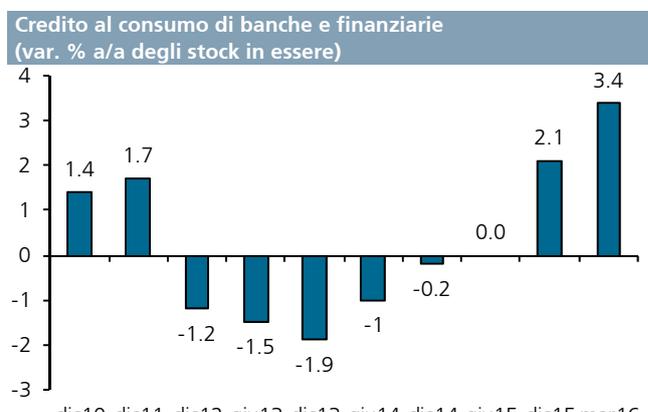
Anche il **credito al consumo è in ripresa**, sostenuto dal lato della domanda dalla **crescita dei consumi di beni durevoli** (si veda il grafico sottostante) e da un tono dell'offerta divenuto più accomodante da inizio 2015, come segnalato dalla Bank lending survey. La crescita delle erogazioni, già evidente nel 2014, si è rafforzata nel 2015, a quasi +15% a/a sulla base di nostre stime su dati riferiti alle banche e +13,9% secondo i dati dell'industria rilevati dall'associazione di categoria Assofin, che riporta un'accelerazione a +20,3% nel 1° trimestre 2016. Si noti che la dinamica delle erogazioni dei prestiti al consumo offerti dalle banche è ai massimi dell'ultimo decennio.

Il dettaglio dei flussi per tipo di finanziamento evidenzia che **crescono soprattutto i prestiti finalizzati all'acquisto dell'automobile**, in linea con la ripresa delle immatricolazioni.

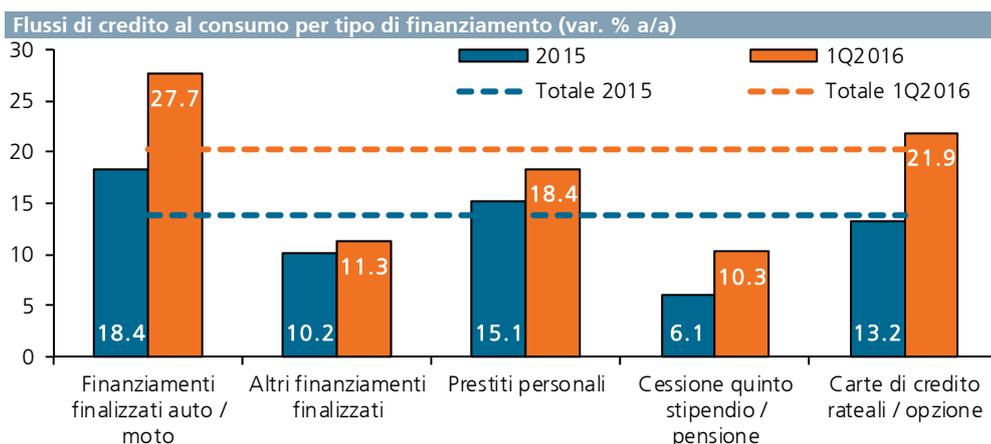
La vivace dinamica delle erogazioni si è gradualmente tradotta in una crescita dello stock del credito al consumo, del 2,1% a fine 2015 dopo sei anni consecutivi di calo o stabilità, con un'accelerazione a +3,4% a/a alla fine del 1° trimestre 2016.



Note (*): dati corretti per discontinuità a giu-2015 dovuta a operazioni straordinarie.
Fonte: Istat, Banca d'Italia ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



Fonte: Banca d'Italia



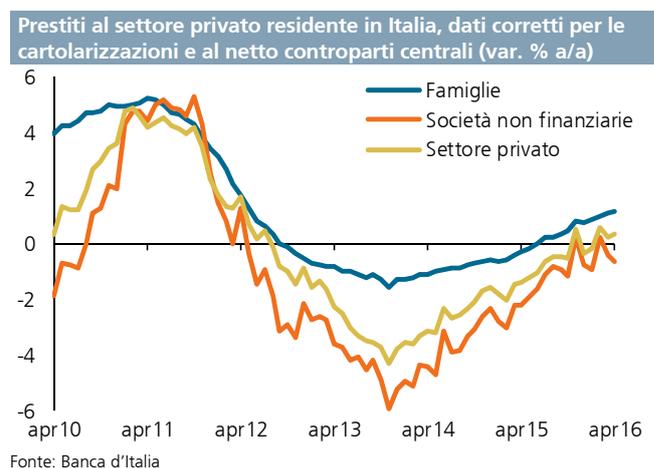
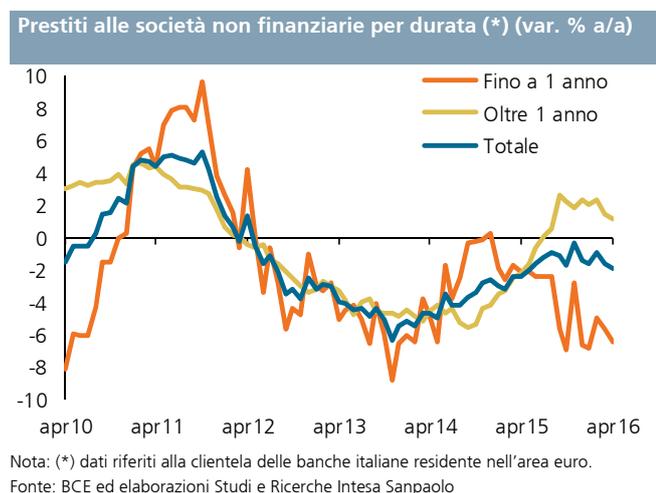
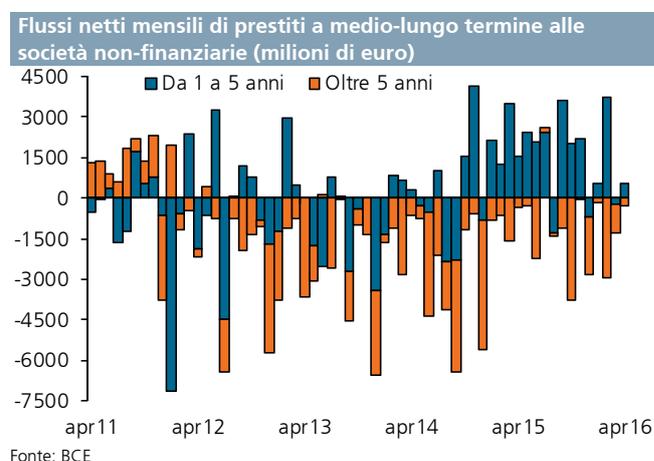
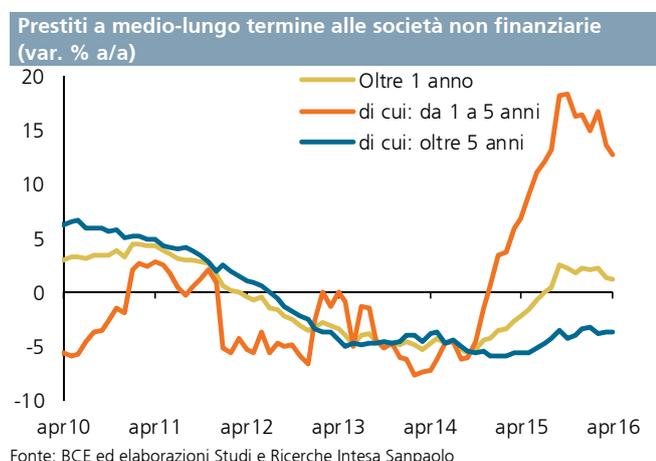
Fonte: Assofin

Diversamente, **i prestiti alle società non-finanziarie continuano a deludere**. La variazione annua del complesso dei prestiti corretta per le cartolarizzazioni si conferma in terreno negativo, pari a -0,6% a/a dopo il -0,4% di marzo (dati riferiti alla clientela residente delle banche italiane, corretti per l'effetto delle cartolarizzazioni e delle variazioni non connesse con transazioni).

La composizione per durata dei prestiti alle società non-finanziarie conferma gli andamenti già visti in precedenza. **I prestiti a breve restano infatti in notevole riduzione**, pari a -6,4% a/a ad

aprile dal -5,7% di marzo (dati riferiti alla clientela residente nell'area euro, corretti per le variazioni non connesse a transazioni, ma non per le cartolarizzazioni). Inoltre continua la crescita dei prestiti a medio/lungo termine, pari a +1,2% a/a ad aprile, ancora una volta grazie alla dinamica dei prestiti con durata intermedia. Infatti, i **prestiti a medio termine** (con durata originaria da 1 a 5 anni) **hanno mantenuto il ritmo a due cifre**, sebbene in progressivo rallentamento a +12,7% a/a dal +15% circa del 1° trimestre. Diversamente, i prestiti oltre i 5 anni hanno confermato il calo già visto nei mesi precedenti (-3,7% a/a).

Nel complesso, ad aprile **la variazione dei prestiti al settore privato residente è rimasta leggermente positiva per il 3° mese consecutivo, pari a +0,4% a/a** dal +0,3% di marzo (dati al netto delle controparti centrali e corretti per le cartolarizzazioni). Secondo le stime ABI, maggio avrebbe confermato una modesta variazione positiva, in leggero miglioramento rispetto ad aprile.



Depositi in conto corrente nuovamente in crescita a due cifre

Nuova impennata dei conti correnti che ad aprile sono aumentati dell'11% a/a sostenendo la crescita dei depositi al 5,4% a/a, ai massimi da novembre 2013. Nonostante una flessione ancora a due cifre delle obbligazioni e dei depositi a tempo, il rafforzamento della crescita dei conti correnti ha portato la raccolta da clientela a registrare un calo marginale, di -0,2% a/a. Secondo le stime ABI, a maggio la crescita dei depositi sarebbe tornata al ritmo più moderato del 1° trimestre e il calo della raccolta complessiva sarebbe tornato nell'ordine del -1% a/a.

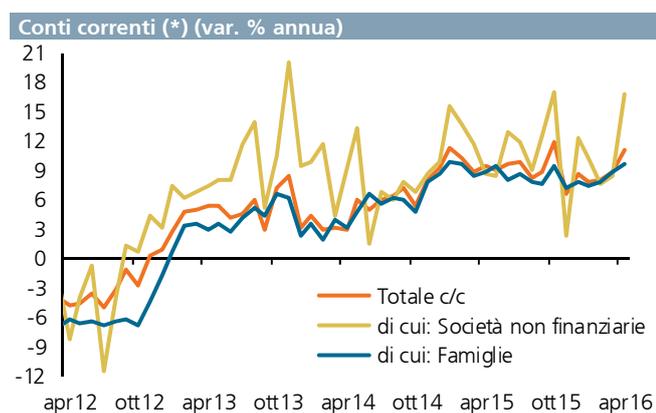
Elisa Coletti

Ad aprile si è assistito a una **nuova impennata dei conti correnti che sono cresciuti dell'11% a/a e di ben 26,6 miliardi sul mese precedente**, di cui 17,3 miliardi delle società non-finanziarie e 7,1 delle famiglie, con tassi di variazione rispettivamente del 16,8% a/a e del 9,7%. Questa forte dinamica ha sostenuto un rafforzamento della crescita dei depositi bancari a +5,4% a/a, il massimo da novembre 2013, rispetto al +3,9% del mese precedente. Secondo le stime ABI, a maggio la crescita sarebbe tornata al ritmo più moderato del 1° trimestre (+3,5% a/a rispetto al +5,2% di aprile su basi omogenee).

A fronte dell'aumento delle giacenze sulla raccolta a vista, continua a ridursi la componente a tempo. **I depositi con durata prestabilita, infatti, sono risultati in contrazione ancora a due cifre, del 14,5% a/a**, simile a quanto visto in media nel 2015.

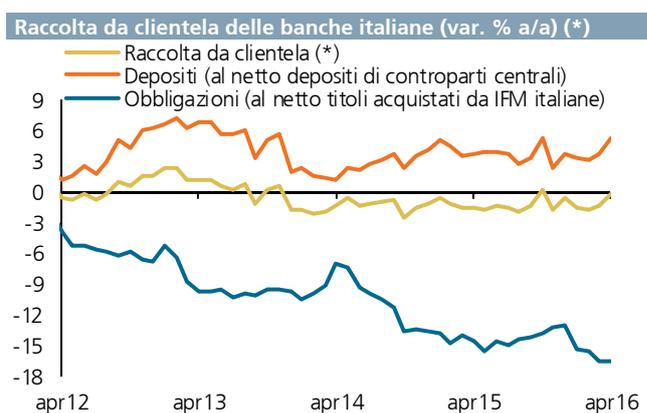
Continua anche il forte calo delle obbligazioni, pari a -16,5% a/a come il mese precedente (dati depurati dalle emissioni detenute in portafoglio da IFM italiane), più forte rispetto al -14,2% medio del 2015. Le stime ABI per maggio prospettano una contrazione del 15,4% a/a.

Nonostante la variazione fortemente negativa delle obbligazioni e dei depositi a tempo, il rafforzamento della crescita dei conti correnti ha portato **la raccolta bancaria da clientela a registrare un calo marginale, di -0,2% a/a** rispetto al -1,5% medio del 1° trimestre. Per maggio, i dati preliminari di ABI vedono il ritorno ad un calo nell'ordine dell'1% a/a (-1,1% a/a).



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

Fonte: BCE



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 Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Per quanto concerne il risparmio amministrato, i **titoli di debito in deposito continuano a registrare un andamento negativo, speculare a quello dei depositi bancari**.

Particolarmente marcato resta il calo dei titoli di debito in deposito per conto delle famiglie consumatrici, pari a -15,1%, benché in attenuazione rispetto ai mesi precedenti (-15,7% a/a nel 1° trimestre). Si conferma più contenuta la contrazione dei titoli di debito in custodia per conto delle imprese, che però rappresentano soltanto il 7% del totale. Inoltre, la crescita dei titoli di

debito in custodia per conto di assicurazioni e società finanziarie resta rallentata, pari a +2,5% a/a rispetto all'8,9% medio del 2015.

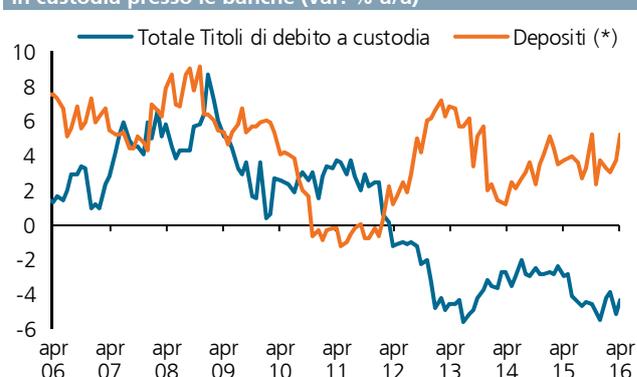
I dati trimestrali sui titoli di debito in deposito per strumento confermano che il calo dell'aggregato complessivo è legato alla contrazione delle obbligazioni bancarie, cui si è aggiunto da giugno 2015 anche il segno negativo dei titoli di Stato (dati al fair value). Lo sguardo all'andamento dei titoli di capitale in deposito evidenzia che a marzo 2016 risulta invertito il trend di crescita che aveva caratterizzato questo comparto dal 2° semestre 2012. Mentre scende sotto zero la variazione del totale dei titoli di capitale in deposito, restano ancora leggermente in crescita solo i fondi comuni benché decisamente ridimensionata rispetto ai tre anni precedenti (+1,6% a/a a marzo al fair value rispetto al +25% medio del 2015).

Titoli di debito in deposito presso le banche per alcuni settori detentori (a valori nominali; var. % a/a)



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

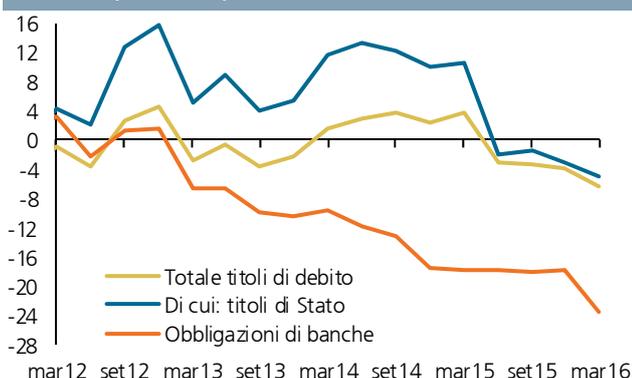
Andamento dei depositi bancari e del totale dei titoli di debito in custodia presso le banche (var. % a/a)



Nota (*): depositi da clientela al netto delle controparti centrali

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

Titoli di debito in deposito presso le banche per strumento al fair value (var. % a/a)



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

Titoli di capitale in deposito presso le banche per strumento al fair value (var. % a/a)



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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Servizio Macroeconomic Analysis

Ufficio Macro & Fixed Income Research

Paolo Mameli – Economista area euro 02 87962128 paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Servizio Industry & Banking

Ufficio Banking

Elisa Coletti – Economista Banche 02 87962097 elisa.coletti@intesasnpaolo.com

Marco Lamieri - Economista 02 87935987 marco.lamieri@intesasnpaolo.com

Clarissa Simone 02 87935939 clarissa.simone@intesasnpaolo.com

Appendice Certificazione degli analisti

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

- (1) Le opinioni espresse sulle società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (2) Non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

Comunicazioni specifiche:

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

Comunicazioni importanti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Banca IMI S.p.A. Milano, Banca IMI SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Banca IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Banca IMI S.p.A. e Intesa Sanpaolo S.p.A. sono entrambe società del Gruppo Intesa Sanpaolo. Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. sono entrambe banche autorizzate dalla Banca d'Italia ed entrambe sono regolate dall'FSA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Né Intesa Sanpaolo S.p.A. né Banca IMI S.p.A. assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A.

Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. hanno posto in essere una "Joint Conflicts Management Policy" per gestire con efficacia i conflitti di interesse che potrebbero influenzare l'imparzialità di tutta la ricerca e garantire ai fruitori della loro ricerca l'imparzialità della valutazione e delle previsioni contenute nella ricerca stessa. Una copia di tale Policy può essere richiesta per iscritto da chi riceve la ricerca all'Ufficio Compliance, Intesa Sanpaolo S.p.A., 90 Queen Street, London EC4N 1SA.

Intesa Sanpaolo S.p.A. ha posto in essere una serie di principi e procedure al fine di prevenire ed evitare conflitti di interesse ("Research Policy"). La Research Policy è chiaramente esposta nell'apposita sezione del sito web di Intesa Sanpaolo (www.intesasanpaolo.com).

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

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

Per i soggetti residenti in Italia: il presente documento è distribuito esclusivamente a clienti professionali e controparti qualificate come definiti nel Regolamento Consob no. 16190 del 29.10.2007, 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'FSA.

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).

Metodologia di valutazione

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

Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp, ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto agli articoli 69-quater e 69-quinquies del Regolamento Emittenti emanato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14.05.1999 e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 della "Disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 - 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 sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello

aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A.

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo

http://www.group.intesasanpaolo.com/script/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti.jsp è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili attraverso la pagina web di cui sopra. I conflitti di interesse pubblicati sul sito internet sono aggiornati almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio.

Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic and Fixed Income Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Banca IMI S.p.A., una delle società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.