

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

**Direzione Studi e Ricerche**  
Giugno 2015

## Indice

<b>L'evoluzione dello scenario congiunturale</b>	2
La ripresa è sostenibile, ma resta modesta e non esente da rischi	2
Sintesi della previsione macroeconomica	11
Battuta d'arresto per la produzione industriale ad aprile	12
I servizi torneranno a contribuire alla crescita dal trimestre in corso	13
L'incipiente ripresa del ciclo e gli effetti delle misure governative cominciano ad avere impatto sulla disoccupazione	14
Fiducia dei consumatori ancora in calo a maggio	15
Export extra-UE in calo ad aprile. Ma la tendenza resta positiva, specie verso i Paesi dell'area del dollaro	16
L'Italia è fuori (non solo dalla recessione ma anche) dalla deflazione	17
<b>Tendenze del settore bancario italiano</b>	18
I tassi sui depositi guidano la discesa del costo della raccolta	18
Resta debole il miglioramento dei prestiti	22
Ancora flussi positivi verso i depositi in conto corrente	25

23 giugno 2015

Nota mensile

Intesa Sanpaolo  
Direzione Studi e Ricerche

Elisa Coletti  
Economista Banche

Marco Lamieri  
Economista

Paolo Mameli  
Economista Area euro

## L'evoluzione dello scenario congiunturale

### La ripresa è sostenibile, ma resta modesta e non esente da rischi

Ci aspettiamo che l'economia italiana possa, nell'orizzonte prevedibile, mantenere all'incirca lo stesso ritmo di crescita congiunturale visto a inizio 2015, per un PIL medio a 0,6% quest'anno e a 1,2% il prossimo. Continua la "spinta" dai fattori esogeni, ma essa è diminuita di intensità; inoltre, nel periodo più recente è aumentata la portata dei rischi.

Dopo l'incoraggiante dato sul 1° trimestre (+0,3% t/t), **l'economia italiana dovrebbe mantenere all'incirca lo stesso ritmo di crescita nel prosieguo dell'anno**. Anzi nel trimestre primaverile il rischio è quello di un lieve rallentamento a 0,2% t/t, per effetto di un minor apporto dalle scorte dopo il contributo di +0,5% t/t visto a inizio anno.

I **consumi** hanno deluso a inizio 2015 (-0,1% t/t: primo dato negativo dopo un anno e mezzo di pur lievi progressi), ma a nostro avviso nel resto dell'anno dovrebbero riprendere almeno il ritmo medio di +0,1% t/t visto dalla metà del 2013 alla fine del 2014, se non accelerare lievemente. Tuttavia, la debole partenza d'anno rischia di limitare la crescita dei consumi nel 2015 allo 0,5% (in accelerazione solo lieve rispetto all'anno scorso); d'altra parte, il 2015 dovrebbe essere solo il primo anno di crescita del potere d'acquisto dei consumatori dal 2007, pertanto è normale che le famiglie si mantengano caute; gioveranno i miglioramenti sul fronte occupazionale (vedi *infra*).

Dei fattori che hanno avuto un impatto positivo sul reddito disponibile delle famiglie:

1. il **bonus fiscale** erogato a partire da maggio del 2014 sembra essere il principale responsabile del recupero di reddito visto l'anno scorso (+0,8% a/a in termini nominali a fine 2015); il bonus sarebbe stato consumato per circa il 90%, una percentuale simile alla propensione media al consumo (in base ai risultati preliminari dell'Indagine sui bilanci delle famiglie della Banca d'Italia); in pratica, il trasferimento per quasi 7 miliardi avrebbe comportato una maggiore spesa su base annua pari a circa 6 miliardi (lo 0,4% del PIL);
2. i **risparmi sui consumi energetici** delle famiglie ammonterebbero ad appena 50 milioni a fine 2014 rispetto a un anno prima: in effetti, la trasmissione a valle della riduzione dei prezzi energetici è stata in parte più contenuta di quanto ci si potesse attendere, in parte è rimandata all'anno in corso:
  - a) la **trasmissione a valle è stata sinora di entità minore** che in altre fasi storiche: a fine 2014, a fronte di un calo del prezzo del petrolio in euro del 37%, il deflatore della spesa per consumi è sceso di appena il -0,2% nel capitolo delle spese per la casa e di -0,4% per quanto concerne i trasporti; il fatto che la trasmissione sia stata molto parziale è avvenuto probabilmente a salvaguardia di margini di profitto già messi a dura prova dalla crisi, in settori tipicamente non caratterizzati da un elevato grado di concorrenza;
  - b) in ogni caso, **la gran parte dell'impatto deve ancora vedersi dai dati del 2015**, in quanto il grosso della riduzione dei prezzi delle materie prime si è avuto a inizio anno, e inoltre molti prezzi energetici regolamentati si aggiustano con ritardo alle quotazioni internazionali delle materie prime; stimiamo che il risparmio complessivo nell'anno per le famiglie possa risultare vicino ai 3 miliardi (lo 0,2% del reddito disponibile ovvero lo 0,1% del PIL).

A riprova del fatto che la trasmissione a valle dei risparmi sull'energia è stata sia parziale che ritardata si può portare ad esempio il caso della **tariffa totale dell'energia elettrica per un consumatore domestico** tipo, che a fine 2014 non è diminuita, ma è anzi aumentata dell'1,3% rispetto a un anno prima (nonostante una flessione della sola componente di energia e approvvigionamento di -5,7%), soprattutto a causa della crescita degli oneri generali di sistema e dei costi di rete (Figura 1). Tuttavia, l'ulteriore flessione del costo dell'energia nei primi trimestri del 2015 proietta una diminuzione del 4% della bolletta totale a fine 2015.

Paolo Mameli

L'economia è attesa mantenere il ritmo d'inizio anno nel prosieguo del 2015

I consumi hanno deluso, ma potranno avvantaggiarsi degli effetti ritardati (ancorché non pieni) del calo del costo dell'energia

Da notare che l'unica tipologia di consumi che è ripartita è quella della spesa in **beni durevoli**, che beneficia del calo dei tassi di interesse (Figura 2). Ciò è visibile anche dai dati sulle immatricolazioni di auto (+15,3% in media nei primi 5 mesi del 2015 rispetto allo stesso periodo dell'anno prima), sebbene parte dell'incremento sia dovuto al noleggio di flotte aziendali. Viceversa, sia i consumi di servizi che quelli di beni non durevoli restano al palo.

Di fondamentale importanza per la ripartenza della domanda per i consumi appare l'evoluzione del **mercato del lavoro**. L'occupazione ha ripreso a crescere su base trimestrale già a partire dall'inizio dello scorso anno. Tuttavia:

1. il tasso di disoccupazione ha continuato a salire (toccando un massimo su base mensile al 13% a novembre), per via dell'aumento delle forze di lavoro connesso principalmente agli effetti delle riforme pensionistiche;
2. l'occupazione è cresciuta per quanto concerne le fasce di lavoratori più anziani (proprio in relazione all'estensione dell'età lavorativa) mentre ha continuato a calare per i lavoratori sino a 50 anni;
3. la nuova occupazione creata nel corso del 2014 è stata quasi interamente di natura temporanea, anche in relazione all'allentamento delle rigidità su contratti a termine e apprendistato introdotto con il decreto Poletti dell'aprile dello scorso anno; è anche aumentata ulteriormente l'incidenza del part-time (in gran parte involontario).

Già a inizio 2015, si sono visti **segnali più incoraggianti**:

1. il tasso di disoccupazione sembra aver finalmente imboccato un sentiero in discesa (si è attestato al 12,4% ad aprile), sebbene il calo sia dovuto più a una flessione delle forze di lavoro sia a un aumento degli occupati;
2. permane l'andamento divergente dell'occupazione tra lavoratori "giovani" e "anziani", ma anche il tasso di disoccupazione giovanile ha cominciato a calare (a 40,9% ad aprile da un picco di 43,7% circa un anno prima; per trovare un valore più basso occorre risalire all'agosto del 2013);
3. vi sono segnali di miglioramento non solo in termini quantitativi ma anche "qualitativi": a partire dal 1° trimestre 2015 la ripresa comincia a riguardare non più solo contratti temporanei e part-time, ma anche occupati permanenti (Figura 3) e a tempo pieno; sorprendentemente, la ripresa riguarda in termini percentuale più il Mezzogiorno che il Nord del Paese (Figura 4).

Su quest'ultimo aspetto in particolare sembrano aver avuto un ruolo le **misure varate dal governo** (la decontribuzione per 3 anni vale per le nuove assunzioni a tempo indeterminato e la deducibilità del costo del lavoro dall'Irap vale solo per gli occupati a tempo pieno), che assieme alla piena implementazione del Jobs Act (il nuovo contratto a tempo indeterminato è entrato in vigore dal 7 marzo e gli ultimi decreti attuativi sono stati approvati dal Consiglio dei Ministri lo scorso 11 giugno) dovrebbero favorire una ulteriore ripresa dell'occupazione.

Tuttavia, visto che la ripresa è ancora in fase embrionale e che la tendenza al calo degli inattivi (dovuta per ora più agli effetti dell'aumento dell'età pensionabile che non a una diminuzione dell'effetto-scoraggiamento) è destinata a continuare, **riteniamo che il calo della disoccupazione possa proseguire in maniera assai irregolare e in misura modesta** (stimiamo un tasso dei senza-lavoro sopra il 12% ancora a fine 2015).

Gli **investimenti** hanno invece sorpreso verso l'alto a inizio 2015 (+1,5% t/t: massimo dal 2006), ma principalmente per via degli investimenti in **mezzi di trasporto** (+28,7% t/t), una componente assai volatile e dal peso ridotto sul totale (circa il 5% degli investimenti totali e meno dell'1% del

**Il mercato del lavoro rimane in una situazione di mercato debole...**

**...ma dovrebbero intensificarsi i segnali, già visti a inizio anno, di miglioramento sia quantitativo che qualitativo dell'occupazione**

**Gli investimenti in mezzi di trasporto sono già ripartiti...**

PIL). Il settore dei mezzi di trasporto in questa fase è nettamente il più trainante anche secondo i dati sulla produzione industriale (e uno dei più trainanti in base a fatturato e ordini all'industria: Figura 5); la domanda sembra attivata dall'estero, visto che le vendite di mezzi di trasporto (in particolare verso gli Stati Uniti) spiegano buona parte dell'incremento dell'export nei primi mesi del 2015 (vedi *infra*).

Viceversa, gli investimenti in **macchinari e attrezzature** sono calati a sorpresa a inizio anno (-0,9% t/t), dopo il modesto rimbalzo visto a fine 2014 (+0,3% t/t). Sembra pesare ancora, oltre all'incertezza sulla sostenibilità della ripresa, l'eredità della crisi in termini di basso livello dei profitti, della capacità produttiva (Figura 6) e del grado di utilizzo degli impianti (non a caso, gli investimenti a ripartire per primi sono stati quelli in mezzi di trasporto per i quali è più alto il grado di obsolescenza e più agevole la sostituzione). Tuttavia, il consolidarsi delle aspettative di ripresa e il miglioramento delle condizioni finanziarie (visibile sia dall'allentamento delle condizioni che dal calo dei tassi sui prestiti applicati alle imprese) segnalano che il recupero potrà estendersi gradualmente alla spesa in macchinari e attrezzature (Figure 7 e 8).

Un discorso a parte meritano gli investimenti in **costruzioni**, che nel 1° trimestre del 2015 hanno evidenziato il primo dato positivo (+0,5% t/t) da quasi 5 anni. La ripresa del comparto è la principale e più importante novità positiva dello scenario congiunturale degli ultimi mesi in Italia, visto che la recessione nel settore è durata in pratica ininterrottamente negli ultimi 7 anni. Altri segnali in tal senso sono venuti nel corso del 2015: il clima di fiducia delle imprese di costruzione ha finalmente imboccato una tendenza al rialzo (Figura 9), così come non solo la produzione nel settore, ma anche nei comparti industriali che forniscono i principali input alle imprese edili; anche i permessi di costruzione hanno registrato un modesto rialzo, soprattutto nel comparto residenziale. La stessa ripresa del numero di compravendite sul mercato immobiliare è coerente con il miglioramento della capacità di accesso da parte delle famiglie vista già a fine 2014 (Figura 10), e destinata ad accentuarsi ulteriormente nel corso del 2015 (con il calo del costo del servizio del debito e l'aumento del reddito disponibile). Tuttavia, visto il persistente eccesso di offerta (lo stock di abitazioni invendute, pur in lenta flessione dopo il picco toccato nel 2012, rimane su livelli elevati, intorno alle 200 mila unità), riteniamo che la ripresa nelle costruzioni sia destinata ad essere assai irregolare: è possibile che la variazione media annua degli investimenti nel comparto possa tornare in positivo solo nel 2016.

Il traino dall'**export** sembra essersi in qualche modo "inceppato" a inizio 2015. Tuttavia, riteniamo che non si sia ancora esaurita del tutto la spinta derivante da un euro relativamente debole (pur dopo il rimbalzo primaverile, il tasso di cambio effettivo dell'euro resta del 10% più competitivo rispetto alla media dello scorso anno). D'altra parte però l'export non è esente da rischi. Prima di tutto, i dati mensili mostrano come buona parte dell'incremento delle esportazioni nei primi 4 mesi dell'anno (+4,7%) venga dalle vendite verso gli **Stati Uniti** (+3,4%; in particolare le vendite di mezzi di trasporto verso gli USA spiegano oltre la metà della crescita dell'export totale; si tratta non solo di autoveicoli ma anche di navi). Da notare comunque che la performance dell'export italiano verso gli USA (+39% nei primi 4 mesi del 2015 rispetto allo stesso periodo del 2014) è risultata, a parità di shock sul tasso di cambio, migliore (soprattutto in termini di volumi) di quella registrata da Germania e Francia (Figure 11 e 12). Viceversa, pressoché nullo è stato il contributo dell'export verso gli altri Paesi dell'area euro (+0,3%), per via in particolare del calo delle vendite verso la **Francia** (in particolare nel settore metallurgico), mentre ha contribuito positivamente per tre decimi la **Spagna** (con macchinari e mezzi di trasporto). Ha pesato, e probabilmente continuerà a pesare anche nei prossimi mesi, la flessione dell'export verso la **Russia** (-29%, per un contributo all'export totale di -0,5% nei primi 4 mesi dell'anno), che ha riguardato non solo l'alimentare (-42%), colpito dalle contro-sanzioni russe, ma anche tutti gli altri comparti, per l'effetto congiunto della pesante recessione dell'economia locale e del deprezzamento del rublo (da notare il -62% dei mezzi di trasporto e in particolare il -79% degli autoveicoli). In flessione anche le vendite verso i Paesi del **Mercosur** (-11%), visto il

...mentre quelli in macchinari ancora stentano

Il recupero per le costruzioni è la principale novità dello scenario congiunturale: ma la ripresa sarà assai irregolare

L'export non è stato brillante a inizio anno, ma tornerà a sostenere la crescita...

rallentamento del ciclo in corso in Sudamerica. Da notare invece che sta contribuendo positivamente l'export verso i Paesi **OPEC** (con incrementi a due cifre per elettronica, alimentari, mobili, chimica e farmaceutici, articoli in pelle, meccanica), verso i quali la maggiore competitività in termini di tasso di cambio ha prevalso sul minor dinamismo della domanda. Come prevedibile, non ha risentito del cambio sfavorevole nemmeno l'export verso la **Svizzera** (+5,1% da gennaio ad aprile), che segnalavamo come poco elastico al tasso di cambio. Per ora ha tenuto l'export verso la **Turchia** (+5,9% nei primi 4 mesi dell'anno), ma vi sono concreti rischi che l'instabilità politica (e l'impatto delle tensioni nei Paesi limitrofi) possa invertire tale tendenza nel corso dell'anno.

In prospettiva, continuerà a pesare la questione **russe**, e non si vede una significativa ripresa delle vendite verso gli altri Paesi dell'eurozona (con l'eccezione della Spagna) visto che il ciclo nel resto dell'area euro non mostra un'apprezzabile accelerazione. D'altra parte, continueranno ad essere premianti le vendite verso gli Stati Uniti e in generale i Paesi dell'area del dollaro; anche i Paesi europei al di fuori dell'eurozona (Regno Unito, Svizzera e Paesi dell'Est Europa, Polonia *in primis*) dovrebbero continuare a contribuire positivamente (Figura 13). Non è da escludere invece un'inversione di tendenza nelle vendite verso la **Turchia** (dopo il contributo positivo di 0,1% visto nel 1° quadrimestre) se dovesse continuare a pesare l'incertezza politica. Anche l'export verso la **Cina** e altre economie asiatiche potrebbe frenare per via del rallentamento ciclico, mentre l'incertezza geopolitica in tutta l'area mediorientale dovrebbe continuare ad avere un impatto tutto sommato contenuto sull'export italiano. Le esportazioni verso la **Grecia**, che sono calate in misura tutto sommato moderata nel 1° trimestre (-4,4%) risultano evidentemente a forte rischio di un calo ben più pronunciato nel caso o di introduzione temporanea di forme di controllo dei capitali o ancor più nel caso di uscita dall'Unione Monetaria; d'altra parte un calo del 30% delle vendite verso la Grecia è in grado di togliere al massimo tre decimi all'export totale e un decimo al PIL (Figura 14).

In sintesi, **riteniamo che la ripresa vista a inizio 2015 possa proseguire nel resto dell'anno** (per una crescita media allo 0,6% nel 2015 e all'1,2% nel 2016), principalmente perché continua l'effetto congiunto dei "venti di poppa" che indicavamo come i fattori in grado di "innescare" la ripresa da inizio 2015 (calo del prezzo dell'energia, deprezzamento del tasso di cambio, effetti del *Quantitative Easing* della BCE, politica fiscale moderatamente espansiva). Tuttavia, non ci aspettiamo una significativa accelerazione su base congiunturale rispetto al ritmo di 0,3% t/t visto a inizio anno, in quanto:

1. **la forza propulsiva di tali "venti favorevoli" si è in parte attenuata**, visti i recenti movimenti sui mercati finanziari (risalita dei prezzi delle materie prime, del tasso di cambio dell'euro e dei rendimenti sui titoli governativi) e visto che anche i margini espansivi per la politica fiscale vanno riducendosi;
2. **è aumentata, rispetto a 3 mesi fa, la portata dei rischi**, di natura sia esogena che endogena, potenzialmente in grado (forse non di determinare un'inversione di marcia del ciclo, ma sicuramente) di indebolire in misura significativa la consistenza della ripresa.

Quanto alla **politica fiscale**:

1. la **risalita dei tassi di interesse** sta riducendo i margini offerti dal basso costo di servizio del debito; tuttavia, rispetto ai valori contenuti nel DEF (69,4 miliardi quest'anno e 71,2 miliardi l'anno prossimo), che segnalavamo mesi fa come assai prudenziali, sembrano esserci ancora dei margini (che valutiamo dell'ordine di 3 mld nel 2015 e 5 mld nel 2016), dunque il recente movimento costituisce un rischio significativo per i saldi a legislazione vigente solo in caso di ulteriore *stress* sulla curva dei rendimenti;

**..sebbene non manchino i rischi, soprattutto da Grecia e Russia**

**In sintesi, riteniamo che la ripresa sia sostenibile, ma non ci attendiamo una significativa accelerazione del tasso di crescita congiunturale**

**Sul fronte fiscale, la risalita dei tassi chiude gli spazi espansivi, e resta qualche rischio sugli obiettivi di deficit governativi**

2. il Governo ha in gran parte “disinnescato” gli effetti della sentenza della **Corte Costituzionale** sulla mancata rivalutazione delle pensioni più alte a partire dal 2012; l'esecutivo ha optato per una rivalutazione assai parziale (sul maturato 2012-13: 40% da 3 a 4 volte il minimo, 20% da 4 a 5 volte il minimo, 10% da 5 a 6 volte il minimo, nulla oltre 6 volte il minimo; sul maturato 2014-15: 20%; dal 2016: 50%), per un costo limitato a 2,2 mld (lo 0,1% del PIL) nel 2015 (Tabella 1). L'onere va ad aggiungersi ai 728 milioni mancanti dopo il no dell'UE all'applicazione al commercio al dettaglio della *reverse charge*. Al momento il Governo non ha fornito una particolare copertura, che comunque dovrebbe essere garantita attingendo al «tesoretto» pari allo 0,1% del PIL risultante dalla differenza tra indebitamento tendenziale e programmatico nel DEF (che dunque non potrà essere usato per un'estensione del bonus fiscale). Tuttavia, **oneri aggiuntivi** potrebbero derivare da:

- a) l'esame della Commissione UE sullo *split payment* per i fornitori della PA (988 milioni);
- b) gli effetti della nuova sentenza della Consulta (attesa il 23 giugno) in merito alla legittimità del blocco contrattuale nel pubblico impiego in vigore dal 2010, che secondo l'Avvocatura dello Stato vale 35 miliardi per quanto concerne il pagamento degli arretrati (due punti e mezzo di PIL) e 13 miliardi l'anno dal 2016.

In sintesi, se la forza dei “venti di poppa”, che indicavamo 3 mesi fa come i fattori in grado di innescare la ripresa, si è attenuata, tuttavia essa resta significativa soprattutto sull'anno in corso. Il combinato disposto di calo del prezzo dell'energia, deprezzamento del tasso di cambio, effetti del QE e dalla politica fiscale è in grado, a nostro avviso, di avere un **impatto positivo sul PIL 2015 dell'ordine di 0,7-0,8%** (rispetto a un 1,3% di impatto massimo stimato a inizio anno); l'effetto maggiore viene dal deprezzamento del tasso di cambio (Tabella 2).

**Continuano a soffiare, ma sono diminuiti di intensità, i “venti favorevoli” per la ripresa...**

Per quanto concerne gli effetti dello shock sull'**energia**, allo 0,1% di PIL derivante dalla maggior spesa dei consumatori (vedi *supra*) si aggiunge un effetto all'incirca analogo sulle imprese; le nostre stime in merito agli effetti dell'allentamento delle **condizioni monetarie** (deprezzamento del cambio e calo dei tassi di interesse) tengono conto, rispetto a quelle della Banca d'Italia nel Bollettino Economico di aprile, dei movimenti intervenuti nel frattempo sui mercati finanziari, che hanno ridotto le variazioni su tasso di cambio e tassi a 10 anni rispetto all'annuncio del QE da parte della BCE (al 9%, dal 15% di due mesi fa, il deprezzamento del cambio e a una ventina di punti-base, dagli oltre 100 sino a metà aprile, il calo dei tassi sui BTP a 10 anni); la stima sugli effetti della **politica fiscale** e della **domanda estera** tengono conto delle elasticità del PIL italiano rispettivamente alla variazione del saldo primario corretto per il ciclo e all'evoluzione della domanda dai principali *partner* commerciali dell'Italia. A questi “venti favorevoli” occorre però aggiungere, almeno per quest'anno, l'impatto negativo del rischio-Grecia e più in generale delle **tensioni geopolitiche** (il solo calo dell'ordine del 30% dell'export verso Grecia e Russia può sottrarre due decimi alla crescita del PIL nell'anno in corso).

Per l'anno prossimo, l'affievolirsi dell'impatto degli *shock* positivi dovrebbe essere più che compensato dalla **riaccelerazione della domanda mondiale** (almeno di quella proveniente dai maggiori *partner* commerciali dell'Italia). Il mix di tutti questi fattori determina una **crescita del PIL italiano di 0,6% quest'anno e di 1,2% il prossimo**. Su tale previsione i rischi appaiono oggi bilanciati. Lo scenario di base non incorpora i rischi di cui *infra*.

I rischi principali gravanti sullo scenario sono due:

...tuttavia non si possono sottovalutare i rischi, sia di natura esogena che endogena

1) **il rischio esogeno derivante dalle ripercussioni di una evoluzione "estrema" della vicenda greca:** probabilmente, il persistere dell'*impasse* o qualche forma di *default* all'interno dell'eurozona avrebbero un impatto sostanzialmente trascurabile sul PIL italiano; solo un'uscita "disordinata" della Grecia dall'eurozona (evento che nel momento in cui si scrive non è possibile escludere dallo scenario) potrebbe avere un impatto significativo, sia pure assai difficile da stimare (visto che come riconosciuto dallo stesso Draghi si entrerebbe in "territorio inesplorati"). Le ovvie tensioni in termini di **allargamento del premio per il rischio** su tutti i Paesi della periferia potrebbero essere contrastate efficacemente solo da un'**accelerazione nel ritmo di acquisto di titoli di Stato da parte della BCE**. Il principale impatto sarebbe attraverso un peggioramento del clima di fiducia, mentre i **canali di contagio economico diretto sono limitati**, visto che:

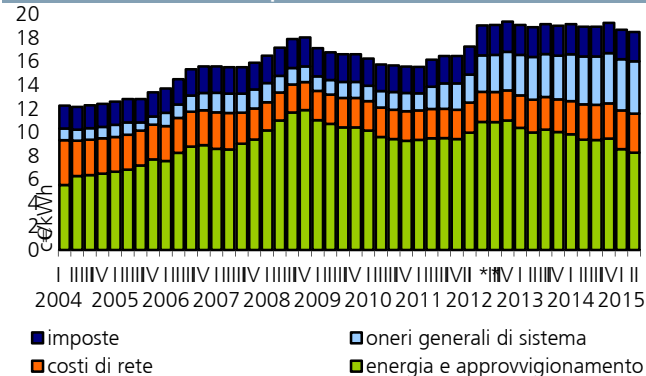
- a) l'**export italiano verso la Grecia** rappresenta meno dell'1% di quello totale e meno dello 0,3% del PIL (Figura 14);
- b) l'**esposizione del settore finanziario** privato era stimata a circa 1 miliardo (meno dello 0,1% del PIL) secondo i dati BRI a fine 2014 (era pari a quasi 7 miliardi a fine 2009), ma è assai probabile che tale esposizione si sia ulteriormente ridotta negli ultimi mesi sino a divenire sostanzialmente trascurabile;
- c) la maggiore conseguenza finanziaria sarebbe su poco più di **40 miliardi di esposizione statale** (attraverso il prestito bilaterale, le garanzie date al fondo Efsf e la quota implicita dei titoli greci comprati dalla Bce col programma SMP; è escluso lo sbilancio nei saldi di Target 2, che quasi sicuramente non sarà riassorbito), che peraltro si tradurrebbero in perdite solo nel momento in cui si realizzeranno (in gran parte dal 2023 in poi).

Altri scenari di rischio esogeno sono rappresentati da: 1) un *repricing* dei mercati obbligazionari in relazione ad attese di maggiore crescita/inflazione e/o in relazione all'inversione del ciclo dei tassi da parte della Fed; 2) una **mancata accelerazione dell'economia americana** rispetto al ritmo di crescita visto nel 2015 (di poco superiore al 2%); 3) un **rallentamento più pronunciato del previsto nei Paesi emergenti** (con i Paesi asiatici e la Cina in particolare come principali candidati).

2) **Il rischio, tutto endogeno, derivante da una perdita di slancio dell'agenda governativa sulle riforme:** la recente perdita di consensi del Governo, nonché l'aumento del tasso di litigiosità all'interno della maggioranza e in particolare del maggior partito, ci spingono a non escludere del tutto questo scenario. Se a nostro avviso il rischio politico in termini di probabilità di caduta del governo e ritorno alle urne rimane contenuto, tuttavia le spinte centrifughe all'interno della maggioranza potrebbero annacquare il processo di riforma: archiviata la riforma elettorale e quella del mercato del lavoro, sembrano a rischio al momento sia il completamento delle riforme istituzionali (necessario per l'entrata in vigore della legge elettorale visto che essa si applica a una sola delle due camere oggi esistenti) sia altre riforme, *in primis* quella della scuola. Non è da escludere che ciò possa impedire, almeno per il momento, un miglioramento del *rating* e degli indici di rischio-Paese.

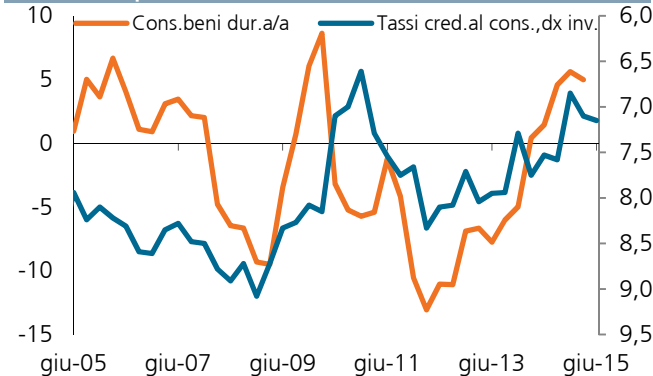


**Fig. 1 – Andamento del prezzo dell'energia elettrica per un consumatore domestico tipo**



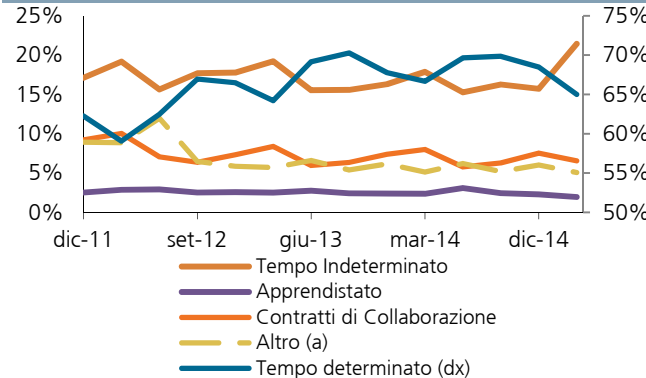
Nota: condizioni economiche di fornitura per una famiglia con 3 kW di potenza impegnata e 2.700 kWh di consumo annuo. Fonte: Autorità per l'Energia

**Fig. 2 – I consumi di beni durevoli stanno beneficiando del calo dei tassi sui prestiti al consumo**



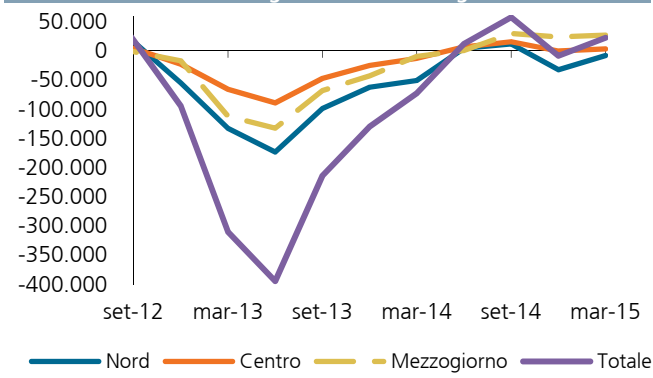
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISTAT, BCE

**Fig. 3 – E' in aumento la quota di nuovi contratti a tempo indeterminato**



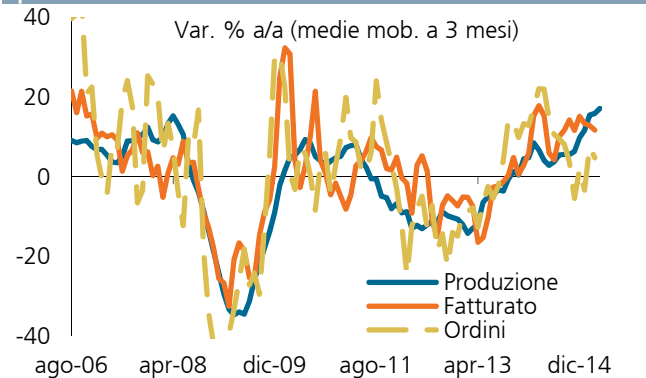
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Ministero del Lavoro

**Fig. 4 – Il ritorno in positivo nel saldo tra nuovi rapporti di lavoro attivati e cessati è guidato dal Mezzogiorno**



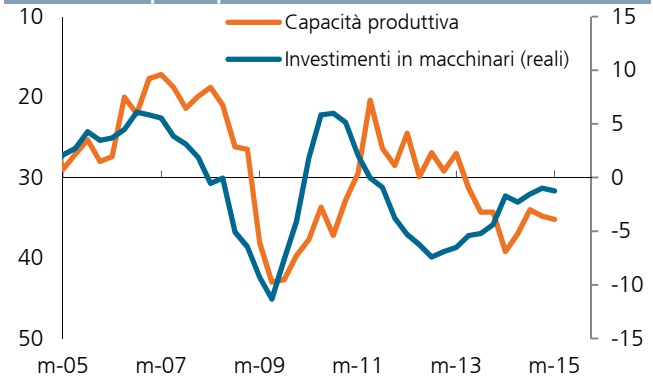
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Ministero del Lavoro

**Fig. 5 – Il settore dei mezzi di trasporto appare trainante in questa fase**



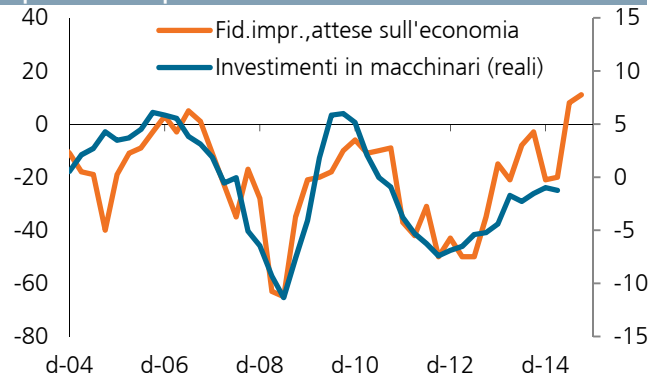
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISTAT

**Fig. 6 – Gli investimenti in macchinari restano al palo, zavorrati dalla bassa capacità produttiva...**



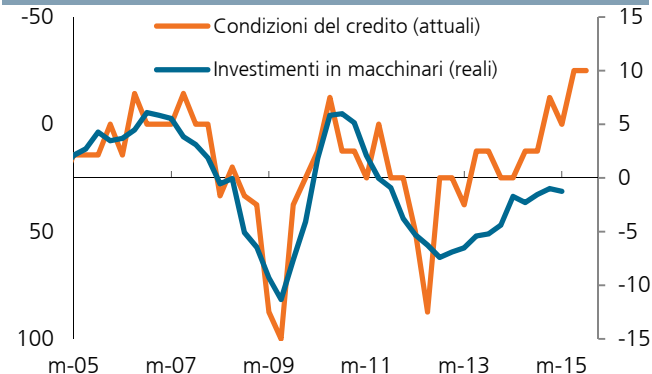
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISTAT

Fig. 7 – ..ma gioverà il rafforzamento delle aspettative di ripresa delle imprese...



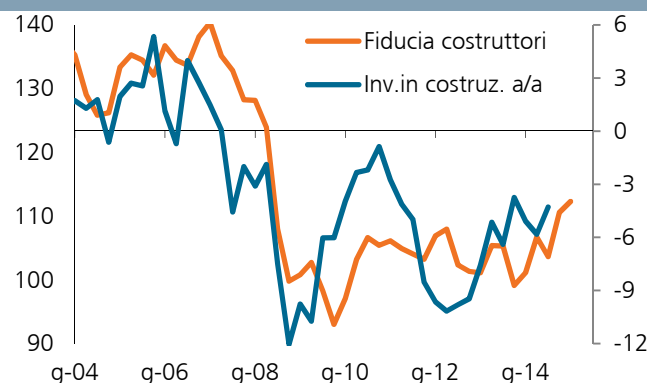
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 8 –...e l'allentamento in corso delle condizioni finanziarie



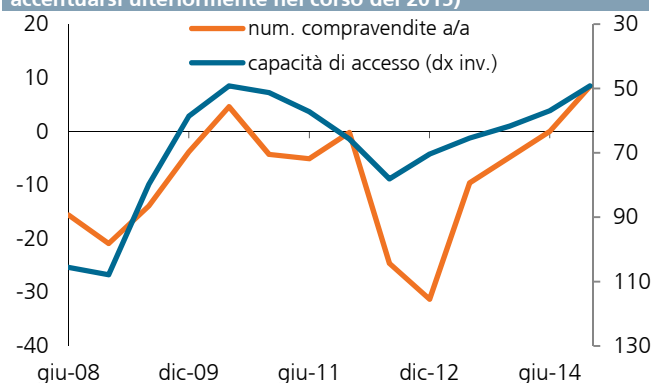
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, BCE

Fig. 9 – La fiducia dei costruttori è in ripresa, ma uno stabile ritorno alla crescita degli investimenti in costruzioni è ancora lontano



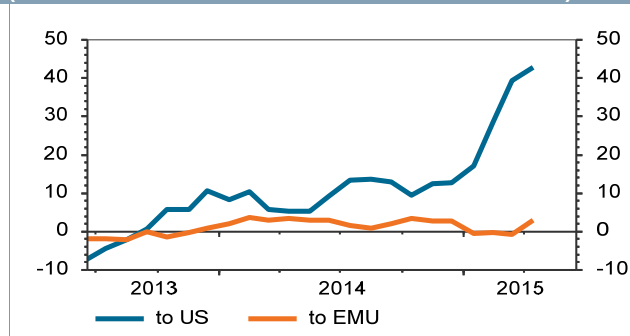
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISTAT

Fig. 10 – La ripresa del numero di compravendite sul mercato immobiliare è coerente con il miglioramento della capacità di accesso al mercato da parte delle famiglie (che dovrebbe accentuarsi ulteriormente nel corso del 2015)



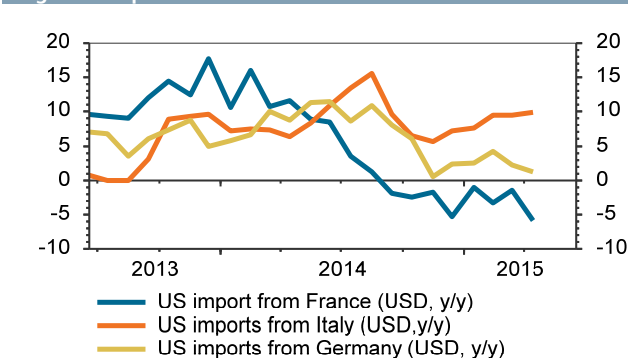
Nota: l'indicatore sulla "capacità di accesso" al mercato immobiliare è dato dal rapporto tra il servizio dei nuovi mutui ipotecari (approssimato dal prodotto tra quotazioni e tassi di interesse) e il reddito disponibile delle famiglie; un calo segnala un miglioramento della capacità di accesso al mercato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

Fig. 11 – L'export è trainato dalle vendite verso gli Stati Uniti (mentre modesto è il contributo dal resto dell'eurozona)



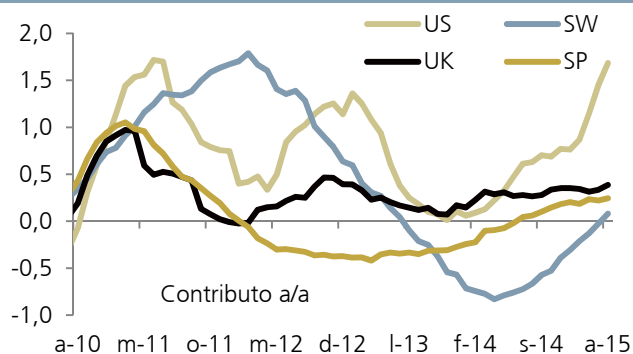
Fonte: Thomson Reuters - Datastream

Fig. 12 – La performance dell'export italiano verso gli USA è migliore di quella di Germania e Francia



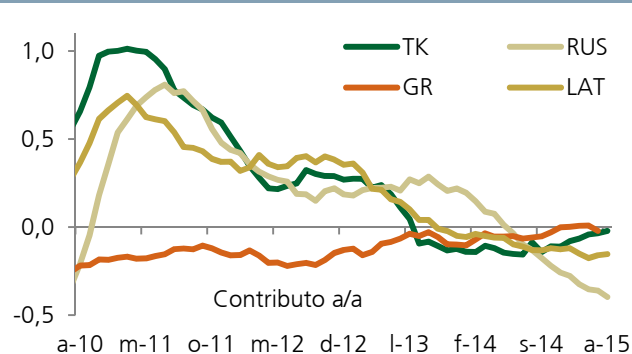
Fonte: Thomson Reuters - Datastream

Fig. 13 – Oltre che verso gli Usa, dovrebbe continuare ad essere premiante l'export verso il Regno Unito, la Spagna e la Svizzera...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISTAT

Fig. 14 – ...mentre sono a rischio le esportazioni verso Russia, Turchia, America Latina e Grecia



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISTAT

Tab. 1 - Effetti su indebitamento netto (e saldo netto da finanziare) della Sentenza Corte Costituzionale 70/2015 ed effetti residui dopo DL 65/2015

	2015	2016	2017	2018	2019
Effetti sentenza (netti), mld	17.6	4.4	4.3	4.2	4.1
in % PIL	1.1	0.3	0.2	0.2	0.2
Effetti residui dopo DL 65/2015, mld	2.2	0.5	0.5	0.5	0.5
in % PIL	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0

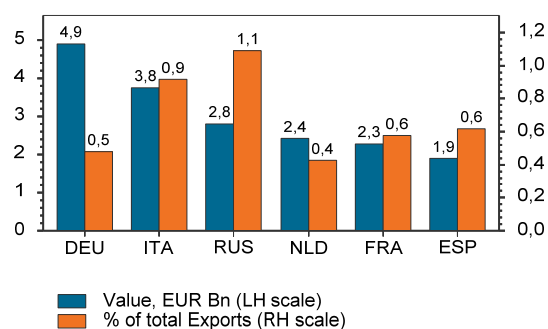
Fonte: relazione tecnica DL 65/2015

Tab. 2 – Scomposizione della stima Intesa Sanpaolo sul PIL italiano 2015-16 in base ai diversi fattori aventi un impatto sul ciclo

	2015	2016
Calo del prezzo del petrolio	0.2	0.2
Deprezzamento del tasso di cambio	0.3	0.3
Calo dei tassi di interesse	0.1	0.0
Politica fiscale	0.1	0.0
Domanda estera	0.0	0.6
Rischi esogeni (Grecia+tensioni geopolitiche)	-0.2	0.0
Previsione PIL	0.6	1.2

Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 14 – L'export verso la Grecia per l'Italia come per gli altri principali Paesi europei vale meno dell'1% dell'export totale (per l'Italia, circa lo 0,3% del PIL)



Fonte: Thomson Reuters - Datastream

## Sintesi della previsione macroeconomica

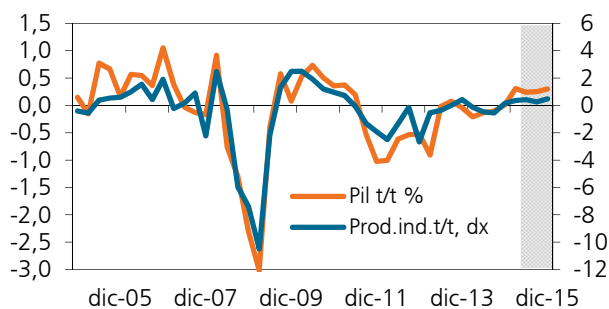
Previsioni macroeconomiche	2014	2015p	2016p	2014		2015				2016			
				T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>PIL (a prezzi costanti, a/a)</b>	<b>-0.4</b>	0.6	1.2	<b>-0.5</b>	<b>-0.4</b>	<b>0.1</b>	0.5	0.8	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2
- Var.ne % t/t				<b>-0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.3</b>	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Consumi delle famiglie	<b>0.3</b>	0.5	1.1	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.1</b>	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
Consumi collettivi	<b>-1.0</b>	0.2	-0.2	<b>0.2</b>	<b>0.4</b>	<b>0.1</b>	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0
Investimenti fissi	<b>-3.2</b>	1.3	2.1	<b>-0.7</b>	<b>0.2</b>	<b>1.5</b>	-0.4	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6
- Investimenti in macchinari	<b>-1.6</b>	0.4	3.9	<b>-0.1</b>	<b>0.3</b>	<b>-0.9</b>	0.8	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
- Investimenti in trasporti	<b>-1.1</b>	31.3	2.2	<b>-3.7</b>	<b>6.5</b>	<b>28.7</b>	-4.0	0.8	0.8	1.0	0.8	0.7	1.0
- Investimenti in costruzioni	<b>-4.7</b>	-1.2	0.5	<b>-0.8</b>	<b>-0.5</b>	<b>0.5</b>	-0.9	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
Importazioni	<b>1.7</b>	3.7	3.9	<b>0.8</b>	<b>0.5</b>	<b>1.4</b>	0.7	0.9	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0
Esportazioni	<b>2.4</b>	3.7	4.1	<b>0.4</b>	<b>1.8</b>	<b>0.0</b>	1.5	1.0	0.8	1.1	1.0	1.0	1.0
<b>Contr. % PIL</b>													
Commercio estero	<b>0.2</b>	0.1	0.2	<b>-0.1</b>	<b>0.4</b>	<b>-0.4</b>	0.3	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
Domanda finale interna	<b>-0.6</b>	0.6	1.0	<b>0.0</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	0.0	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
Variazione scorte	<b>0.0</b>	-0.1	0.0	<b>0.0</b>	<b>-0.6</b>	<b>0.5</b>	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Attività produttiva</b>													
Produzione industriale	<b>-0.5</b>	0.6	1.2	<b>-0.5</b>	<b>0.1</b>	<b>0.4</b>	0.4	0.3	0.5	0.1	0.6	0.2	-0.2
<b>Prezzi, salari e redditi</b>													
Prezzi al consumo (a/a)	<b>0.2</b>	0.2	1.2	<b>-0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.2</b>	0.1	0.3	0.7	1.1	1.1	1.2	1.2
- escluso alimentari, energia (a/a)	<b>0.7</b>	0.5	1.1	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>	0.5	0.4	0.8	1.0	1.0	1.1	1.2
PPI (a/a)	<b>-1.5</b>	-2.1	0.8	<b>-1.7</b>	<b>-1.8</b>	<b>-2.6</b>	-2.1	-1.7	-1.4	0.4	0.8	1.1	1.3
Disoccupazione (%)	<b>12.7</b>	12.3	11.9	<b>12.7</b>	<b>12.7</b>	<b>12.4</b>	12.4	12.3	12.2	12.1	12.0	11.9	11.7
Occupati totali	<b>0.2</b>	0.5	0.8	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Produttività	<b>-0.6</b>	0.1	0.4	<b>-0.2</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.3</b>	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Salari contrattuali	<b>1.3</b>	1.0	1.2										
Reddito disponibile reale	<b>0.0</b>	1.2	1.5										
Tasso di risparmio (%)	<b>8.6</b>	8.9	9.2										
<b>Bilancia dei pagamenti</b>													
Partite correnti (% PIL)	<b>1.8</b>	2.4	2.1										
<b>Finanza pubblica</b>													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	<b>-3.0</b>	-2.7	-2.1										
Debito (% PIL)	<b>132.1</b>	133.4	132.2										
<b>Variabili finanziarie*</b>													
3-mesi Euribor (%)	<b>0.21</b>	-0.01	-0.02	<b>0.16</b>	<b>0.08</b>	<b>0.05</b>	-0.01	-0.03	-0.03	-0.04	-0.03	-0.01	0.01
BTP 10 anni (%)	<b>2.89</b>	1.95	2.11	<b>2.61</b>	<b>2.23</b>	<b>1.53</b>	1.78	2.42	2.07	2.04	2.03	2.09	2.29
Spread BTP/Bund (%)	<b>1.65</b>	1.30	0.90	<b>1.55</b>	<b>1.46</b>	<b>1.19</b>	1.25	1.59	1.15	0.99	0.88	0.87	0.87

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

## Battuta d'arresto per la produzione industriale ad aprile

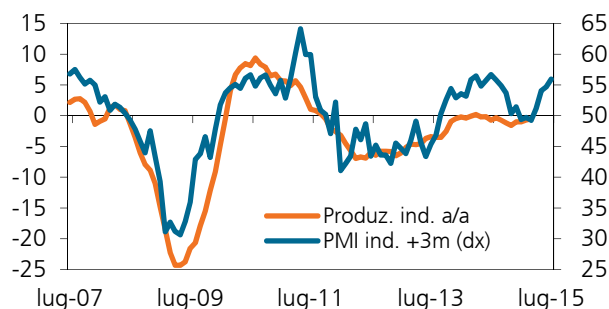
La **produzione industriale** è calata a sorpresa ad aprile, di -0,3% m/m dopo l'incremento di +0,5% m/m registrato a marzo (rivisto al rialzo di un decimo). La variazione annua è rimasta in territorio positivo pur rallentando a +3,8% da +4,2% in termini grezzi e a +0,1% da +1,4% se corretta per gli effetti di calendario. Nel mese il calo è spiegato da energia (-1,3% m/m) e beni di consumo (-1,2% m/m), e in particolare dai beni non durevoli (-1,7% m/m), visto che i durevoli sono saliti di +2,2% m/m. Gli altri raggruppamenti principali di industrie sono risultati in lieve progresso (+0,1% m/m sia per i beni strumentali che per quelli intermedi). Lo spaccato per settore di attività economica resta misto. Dei 13 settori manifatturieri, 7 risultano in progresso su base annua (il numero è invariato rispetto al mese precedente). Il comparto più brillante si conferma, come negli ultimi mesi, quello dei mezzi di trasporto, anzi in accelerazione a +17,1% a/a (ancora una volta trainato dalle auto: +55,9%, ai massimi da dicembre del 2009). Si conferma anche la tendenza positiva per i prodotti petroliferi raffinati (anch'essi in accelerazione, a +16,8% a/a) e per farmaceutici e computer/elettronica (rispettivamente +9,1% e +7,8% a/a); peraltro, entrambi risultano in frenata nel mese (in particolare i farmaceutici: -2,3% m/m). All'estremo opposto, restano ampiamente in territorio negativo il settore tessile (-6,2% a/a), quello metallurgico (-5,1% a/a) e quello alimentare (-2,8% a/a), tutti in calo anche su base congiunturale ad aprile; resta in rosso anche il comparto-chiave della meccanica (-1,2% a/a). In sintesi, il calo della produzione industriale ad aprile non ci sorprende completamente, in quanto la salita di marzo era quasi interamente spiegata da un aumento "anomalo" nel settore farmaceutico (+9,2% m/m) e in quanto la Settimana Santa a inizio aprile potrebbe aver in parte "distorto" la variazione mensile dell'output. Anche per questi motivi, ci aspettiamo un rimbalzo della produzione a maggio. In generale, le indagini di fiducia delle imprese nel settore manifatturiero restano coerenti con un miglioramento della tendenza per l'attività economica nell'industria nei prossimi mesi. Inoltre, anche dopo il calo di aprile la "variazione acquisita" nel trimestre primaverile resta positiva (+0,2% t/t ipotizzando una stagnazione a maggio e giugno; tuttavia, il rimbalzo che ci aspettiamo per il mese di maggio potrebbe alzare il dato del trimestre portandolo circa in linea con lo 0,4% t/t visto nei tre mesi precedenti).

### Produzione industriale e PIL in ripresa, sia pur modesta



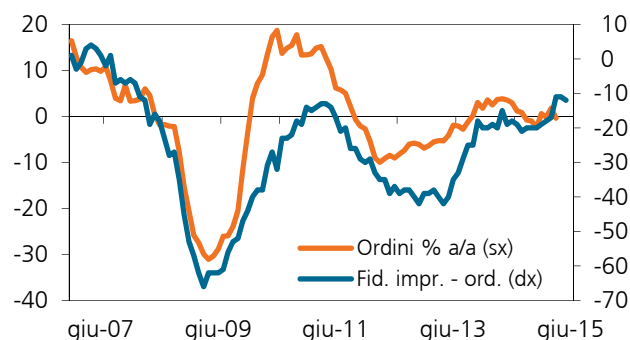
Fonte: ISTAT e previsioni Intesa Sanpaolo

### Le indagini segnalano un rimbalzo per l'output industriale nei prossimi mesi



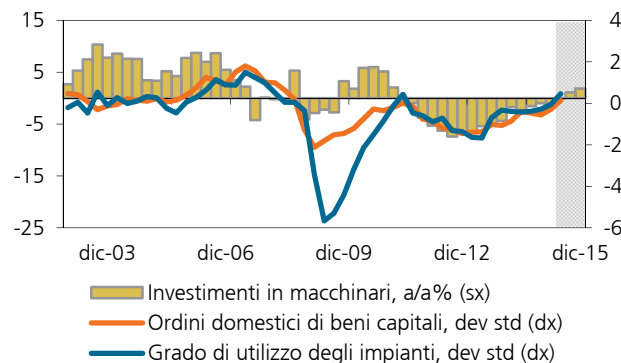
Fonte: ISTAT, Markit Economics, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

### In accelerazione le indicazioni delle imprese sugli ordini



Fonte: ISTAT ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Il grado di utilizzo degli impianti resta basso, ma è in recupero

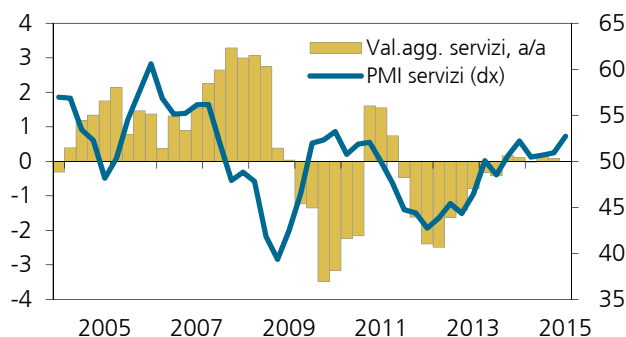


Fonte: ISTAT ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

## I servizi torneranno a contribuire alla crescita dal trimestre in corso

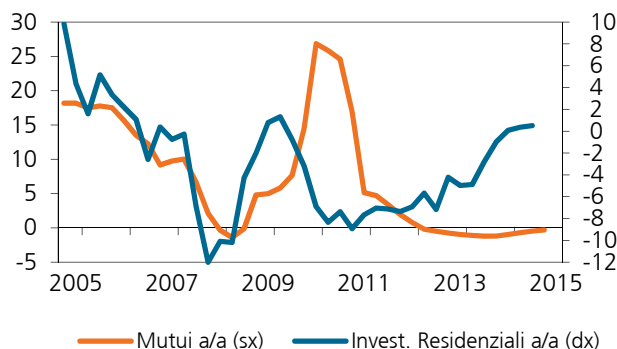
Il settore dei **servizi** non ha contribuito alla crescita del PIL nel 1° trimestre dell'anno, che è stata trainata da industria e agricoltura. Tuttavia, le indagini segnalano che anche i servizi sono pronti per dare un contributo positivo alla crescita, probabilmente già dal trimestre primaverile. L'indice PMI nel settore dei servizi è rallentato a 52,5 a maggio da 53,1 ad aprile, restando tuttavia in territorio espansivo per il quinto mese consecutivo (il settimo degli ultimi otto). Anche l'indagine condotta dall'ISTAT nel settore dei servizi ha evidenziato un aumento del morale delle imprese a maggio (in controtendenza a quanto registrato nell'industria, nelle costruzioni e nel commercio), a 104,9 da 104,5 di aprile. In salita le attese sugli ordini, in calo invece sia i giudizi ad essi relativi che le attese sull'andamento generale dell'economia; da notare anche l'aumento del saldo relativo ai giudizi sull'occupazione (non di quello sulle attese). Il morale delle imprese è salito nel trasporto e magazzinaggio e particolarmente nei servizi turistici (probabilmente grazie all'effetto-Expo); è calato invece nei servizi di informazione e comunicazione. Nel **commercio al dettaglio**, il clima di fiducia scende a maggio (a 104,3 da 105,9), rimanendo comunque su un trend di recupero. Peggiorano sia i giudizi che le attese sulle vendite; le imprese segnalano anche giacenze in accumulo; da notare che il clima di fiducia diminuisce nella grande distribuzione mentre migliora in quella tradizionale. Nelle **costruzioni**, i segnali di ripresa a sorpresa che si erano visti nei primi mesi dell'anno sono in parte rientrati in primavera, a conferma come la ripresa nel settore sarà modesta e assai irregolare: la produzione è calata di -0,3% m/m ad aprile (per trovare un aumento occorre risalire a gennaio), e il clima di fiducia dei costruttori è calato per il secondo mese consecutivo a maggio (dopo che ad aprile era stato toccato un massimo da sei anni e mezzo), a 111,8 da 113,3 di aprile; peggiorano in particolare le attese sull'occupazione; la flessione è spiegata dai lavori di costruzione specializzati, mentre il clima di fiducia è salito nella costruzione di edifici e nell'ingegneria civile.

Il settore dei servizi potrebbe aver contribuito positivamente al valore aggiunto totale già dalla primavera



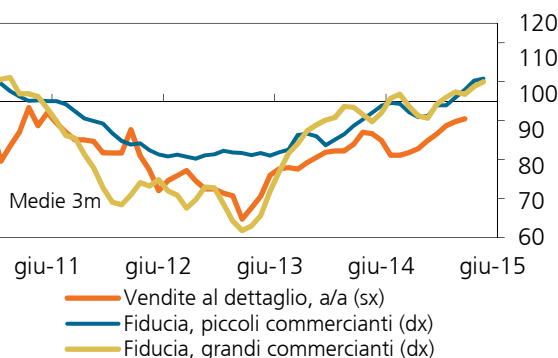
Fonte: Markit Economics, ISTAT ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Per la prima volta da anni, si comincia a vedere qualche segnale di recupero anche per le costruzioni...



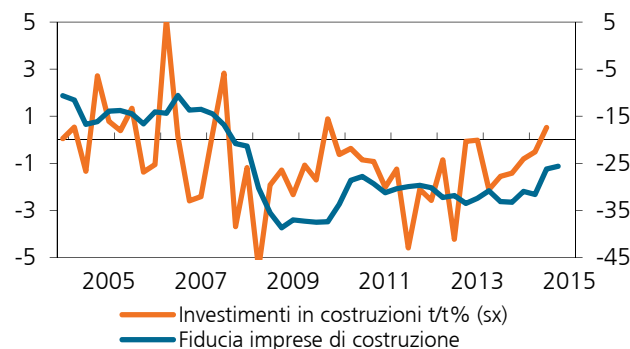
Fonte: ISTAT, Banca d'Italia, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Si fa più evidente il rimbalzo della fiducia nel commercio



Fonte: ISTAT ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

...nonostante il recupero della fiducia nel settore resti di entità modesta

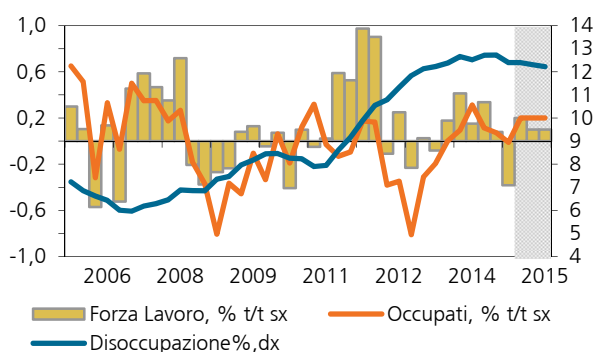


Fonte: ISTAT, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

## L'incipiente ripresa del ciclo e gli effetti delle misure governative cominciano ad avere impatto sulla disoccupazione

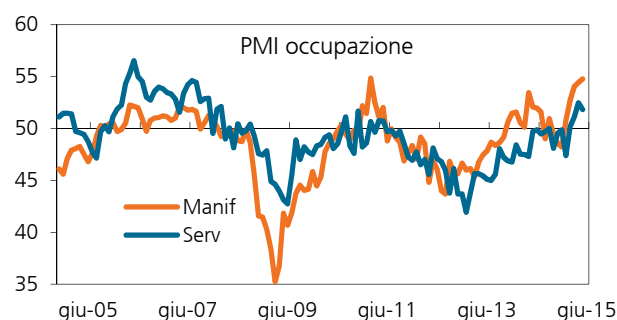
Il **tasso di disoccupazione** è sceso più del previsto ad aprile, al 12,4% dopo l'aumento a sorpresa registrato a marzo. I dati relativi ai mesi precedenti sono stati rivisti sensibilmente verso il basso (a 12,6% da 13% della prima lettura per quanto riguarda il mese di marzo). Nel mese, gli occupati sono saliti di ben 159 mila unità (+0,7% m/m), dopo essere calati di 37 mila (-0,2% m/m) nei due mesi precedenti. La variazione tendenziale dell'occupazione è accelerata sensibilmente a +1,2%: si tratta di un record da ben 7 anni. Il calo del tasso di disoccupazione è stato "attenuato" dall'espansione delle forze di lavoro (+119 mila unità ovvero +0,5% m/m), dovuta principalmente a un calo degli inattivi (-104 mila ossia -0,7% m/m). Confortante anche il calo della disoccupazione giovanile, al 40,9% dal 42,5% precedente (per trovare un livello più basso occorre risalire all'agosto del 2013). L'indagine sulle forze di lavoro ha mostrato che nel 1° trimestre 2015 il tasso di disoccupazione (in termini destagionalizzati) è sceso al 12,4% dal 12,7% di fine 2014 (rivisto verso il basso dal 13% della stima precedente). Gli occupati risultano in crescita di +0,7% su base annua, anche se ancora una volta la ripresa è trainata dai lavoratori più anziani (+5,3% gli ultra 50enni) a fronte di un'ulteriore flessione per quelli più giovani (-1,7% fino a 34 anni e -1,4% nella fascia d'età 35-49 anni). Dopo la crescita dei 3 trimestri precedenti, la tendenza annua torna in negativo a sorpresa nell'industria (-0,9% ovvero -42 mila unità), mentre resta in rosso per il 19° trimestre consecutivo, ma è in miglioramento, nelle costruzioni (-1,2%, -17 mila occupati); solo il terziario mostra una crescita tendenziale dell'occupazione (+1%, +147 mila unità). Nel 1° trimestre, se continua (da quasi 5 anni) la crescita del part-time (in quasi due casi su tre, involontario), la novità è che torna a crescere anche il numero di lavoratori a tempo pieno (+0,6% a/a ovvero +104 mila unità). Inoltre, rallenta la crescita annua dei dipendenti a termine e torna in positivo la tendenza per i lavoratori permanenti. In sintesi, si cominciano ad intravedere i primi segnali di miglioramento non solo della quantità ma anche della qualità dell'occupazione. Su quest'ultimo aspetto in particolare sembrano poter aver avuto un ruolo le misure varate dal Governo. Peraltro, la tendenza al calo degli inattivi limiterà, a nostro avviso, l'entità del calo del tasso di disoccupazione nei prossimi mesi.

Il calo della disoccupazione sarà di entità modesta



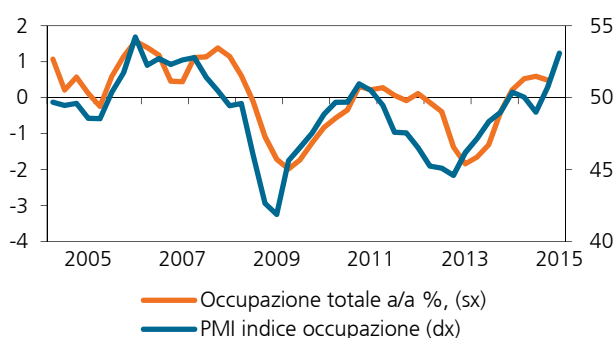
Fonte: ISTAT, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

In accelerazione le intenzioni di assunzione delle imprese



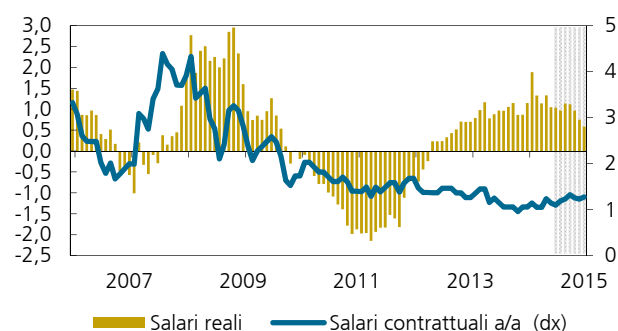
Fonte: Markit Economics

L'occupazione è vista in crescita nei prossimi mesi



Fonte: Markit Economics, Istat e previsioni Intesa Sanpaolo

Rimarranno in territorio positivo i salari reali

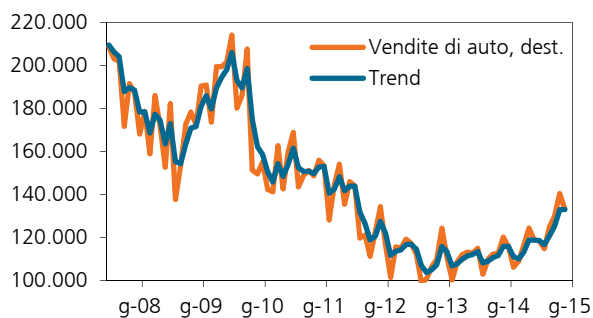


Fonte: ISTAT e previsioni Intesa Sanpaolo

## Fiducia dei consumatori ancora in calo a maggio

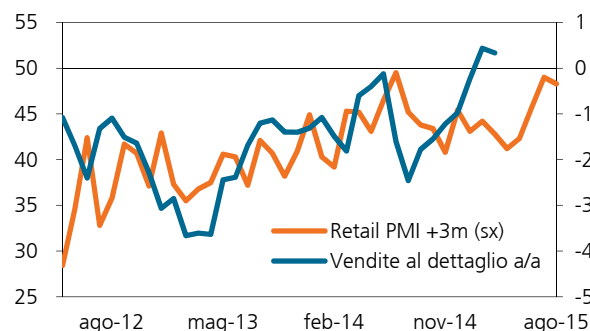
La **fiducia dei consumatori**, dopo essere salita a marzo ai massimi da quasi 13 anni, è calata per il secondo mese consecutivo a maggio, a 105,7 da 108 precedente (rivisto al ribasso di due decimi). Tuttavia, il livello dell'indice resta vicino ai massimi dal 2009, e ben superiore alla media di lungo termine (101,4). Il dettaglio mostra che, per il secondo mese consecutivo, il calo riguarda più la situazione economica dell'Italia che la condizione personale degli intervistati, e più le attese per il futuro che i giudizi sulla situazione corrente. Da notare il rimbalzo per il secondo mese consecutivo (a +30 da +22) delle aspettative sulla disoccupazione, che erano scese nei cinque mesi precedenti sino a toccare a marzo (a zero) il secondo livello più basso negli oltre trent'anni di rilevazione della serie. Il dato conferma che è presto per vedere un apprezzabile calo della disoccupazione, che nel nostro scenario previsivo potrebbe manifestarsi solo negli ultimi mesi dell'anno. Gli intervistati (al contrario del mese scorso) segnalano anche un miglioramento della situazione economica (sia corrente che attesa) delle famiglie. Viceversa, peggiorano (anche in questo caso, specularmente rispetto ad aprile) i giudizi sul bilancio familiare (ma è un calo da un massimo da 3 anni). Per quanto riguarda le possibilità di risparmio, migliorano quelle attuali ma peggiorano le attese per il futuro (ancora una volta, il movimento è speculare rispetto a quello registrato ad aprile). In calo per il secondo mese consecutivo le opportunità di acquisto di beni durevoli. Infine, risultano in lieve aumento i giudizi sull'andamento dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi e, viceversa, in marginale calo le attese per il prossimo anno. Ma l'inflazione sia percepita che attesa resta in territorio ampiamente negativo. Ciò conferma che, se il minimo per l'inflazione è stato toccato (a inizio anno), tuttavia non è in vista un significativo rimbalzo nei prossimi mesi. Peraltro, ancora una volta non sembrano le aspettative inflazionistiche a guidare il calo della fiducia dei consumatori. In sintesi: 1) il calo della fiducia dei consumatori (come di quella delle imprese) ad aprile e maggio appare come una correzione "fisiologica" dopo il deciso miglioramento dei mesi precedenti, quando si erano create aspettative di rapido miglioramento dell'economia e dell'occupazione; 2) il dettaglio delle indagini non è uniformemente negativo. Di conseguenza, il dato non cambia la nostra aspettativa di prosecuzione della ripresa; tuttavia, non sono certo i consumi a trainare il ciclo in questa fase.

### In ripresa le vendite di auto



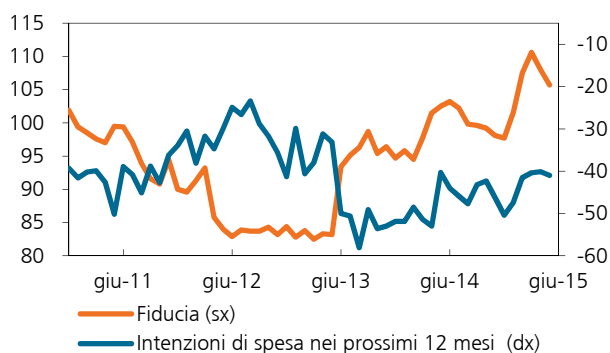
Fonte: ANFIA ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Segnali di recupero sia pur modesti per le vendite al dettaglio



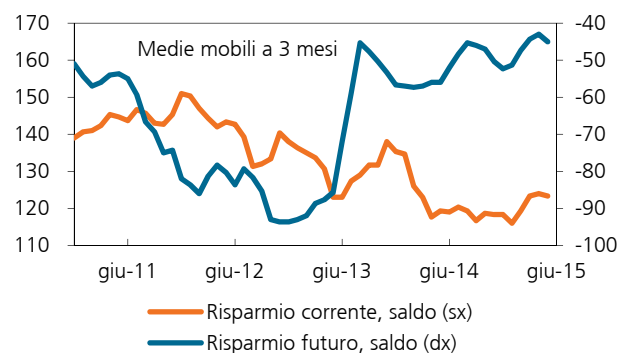
Fonte: ISTAT, Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Fiducia dei consumatori in calo, ma su livelli ancora elevati



Fonte: ISTAT, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Ampio il gap fra opportunità di risparmio correnti e future



Fonte: ISTAT ed elaborazioni Intesa Sanpaolo



## Export extra-UE in calo ad aprile. Ma la tendenza resta positiva, specie verso i Paesi dell'area del dollaro

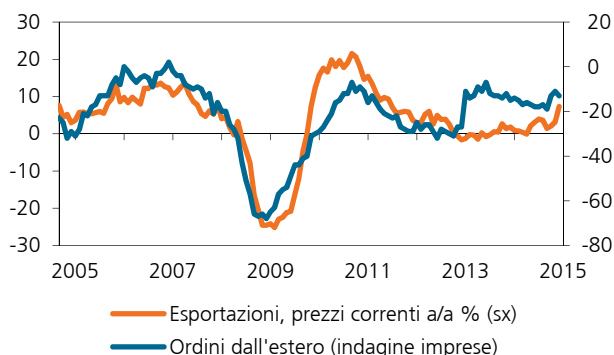
I dati complessivi sul **commercio con l'estero** nel mese di aprile hanno mostrato un calo per le esportazioni (-0,8% m/m) a fronte di una stabilità per le importazioni (dopo che nei due mesi precedenti si era verificata una crescita per entrambi i flussi commerciali). L'avanzo commerciale perciò nel mese è lievemente calato a 3,7 mld.

Il calo dell'export è dovuto ai Paesi extra-UE (-1,9% m/m) in presenza di una sostanziale stabilità delle vendite verso i Paesi UE, e a beni strumentali e intermedi mentre sono salite le vendite di beni di consumo ed energia. La stazionarietà dell'import nasconde una crescita degli acquisti dai Paesi extra-UE a fronte di una flessione dai Paesi UE (tra i raggruppamenti principali di industrie, è in calo solo l'energia).

Su base tendenziale, entrambi i flussi rallentano lievemente mantenendo però un tasso di crescita più che soddisfacente (+9% l'export, +9,3% l'import). Il maggior contributo alla crescita dell'export arriva ancora una volta dagli Stati Uniti (autoveicoli ma anche metalli, macchinari e alimentari), oltre che dalle vendite di mezzi di trasporto verso la Francia, mentre a frenare l'export è ancora una volta la Russia (in particolare il settore della meccanica). Si conferma in netto calo l'import di petrolio greggio dai Paesi OPEC e di gas naturale dalla Russia.

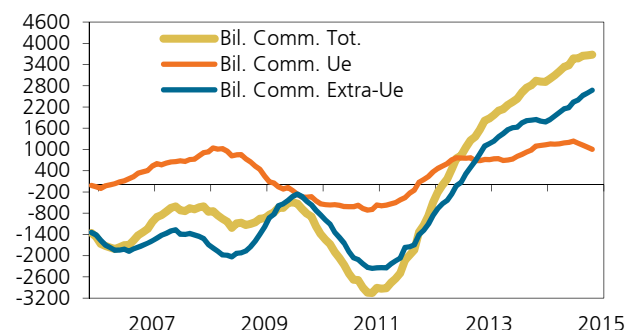
In sintesi, il rallentamento del flussi commerciali nel mese di aprile non appare preoccupante, anche perché arriva dopo due mesi di forte accelerazione sia dell'export che dell'import.

### I dati reali sull'export cominciano a riflettere il miglioramento degli ordini segnalato dalle indagini



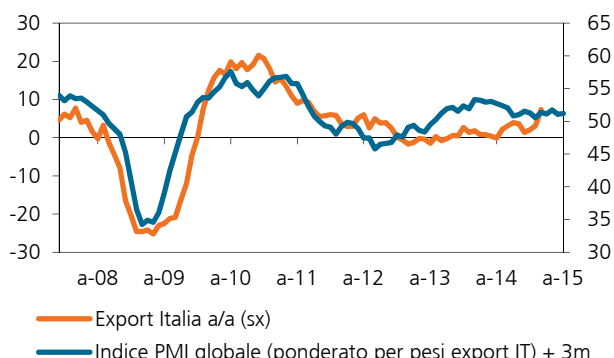
Fonte: ISTAT ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### In ulteriore miglioramento il surplus commerciale in particolare verso i Paesi extra-UE



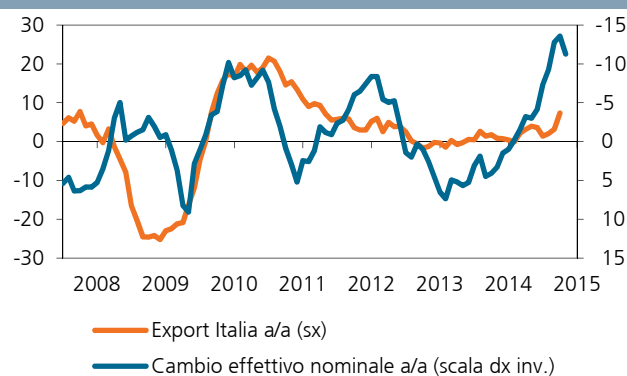
Fonte: ISTAT (dati in milioni di euro) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### L'export comincia a beneficiare del persistere in territorio espansivo della domanda mondiale...



Fonte: Markit Economics, ISTAT ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### ...e soprattutto di un cambio che rimane debole



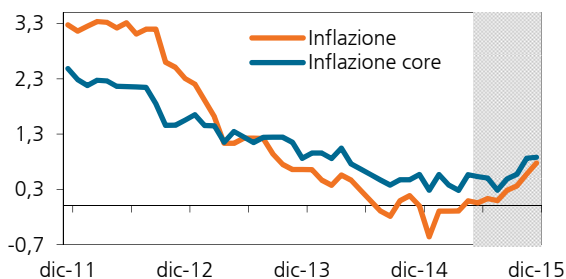
Fonte: ISTAT, Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

## L'Italia è fuori (non solo dalla recessione ma anche) dalla deflazione

La stima preliminare relativa al mese di maggio ha evidenziato il ritorno in positivo dell'**inflazione** annua (per la prima volta dallo scorso novembre), a +0,2% (da -0,1% ad aprile). Nel mese, i prezzi al consumo sono saliti di +0,2% m/m. Il dato è risultato superiore alle previsioni di consenso ed esattamente in linea con le nostre stime (sia per quanto riguarda l'indice nazionale che quello armonizzato). Il dettaglio (relativo all'indice NIC) mostra che la salita dei prezzi nel mese è dovuta ai rincari (ulteriori dopo quelli dei mesi scorsi) di due componenti: 1) servizi ricettivi e di ristorazione (+0,8% m/m), che hanno risentito non solo di fattori stagionali ma anche degli effetti dell'aumento dei flussi turistici legati all'apertura dell'Expo a Milano; 2) i trasporti (+0,5% m/m, per via soprattutto dell'ulteriore risalita dei prezzi dei carburanti: +2,4% m/m per benzina e diesel). Viceversa, a scendere (anche in questo caso si tratta di un trend che ha caratterizzato gli ultimi mesi e non solo quello corrente) sono i prezzi delle comunicazioni (-0,6% m/m, terzo calo consecutivo) e delle spese per tempo libero e cultura (-0,3% m/m, terza flessione negli ultimi sei mesi). L'inflazione *core* (al netto di energia e alimentari freschi) è risalita a +0,6%, da +0,3% a/a di aprile. Anche l'inflazione sui beni a più alta frequenza di acquisto (rilevante per i suoi riflessi sull'inflazione percepita dalle famiglie) è rimbalzata, da zero a +0,3% (un massimo nell'ultimo anno).

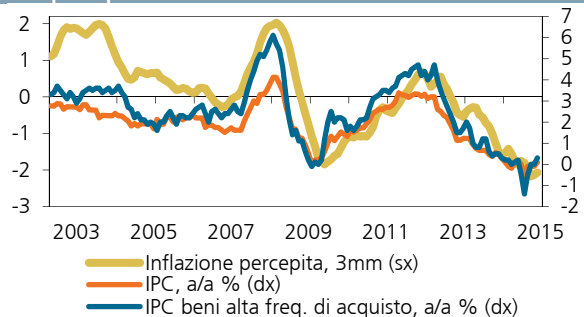
In sintesi, il dato è risultato in linea con le nostre attese e conferma la nostra idea che la permanenza in territorio negativo del CPI fosse temporanea. Tuttavia, per i prossimi mesi non ci aspettiamo un'ulteriore salita dell'inflazione, che a nostro avviso risulterà poco variata (rispetto allo 0,2% di maggio) fino a fine estate. Solo negli ultimi mesi dell'anno si dovrebbe vedere una modesta accelerazione, che potrebbe portare il CPI nelle nostre stime verso uno 0,9% a fine 2015. Il ritorno a un'inflazione non solo positiva ma in un *range* più "accettabile" (al di sopra dell'1%) è rimandato al 2016.

**Per l'inflazione è iniziato un sentiero di ripresa, anche se molto lenta**



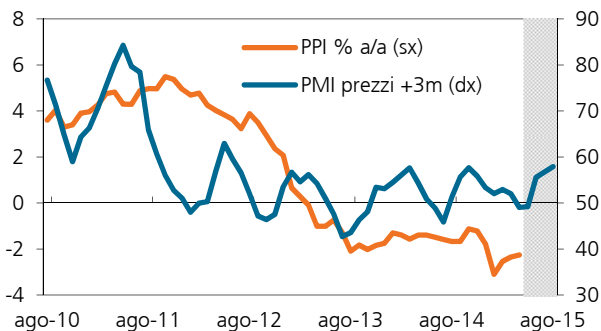
Fonte: ISTAT e previsioni Intesa Sanpaolo

**Resta comunque vicina ai minimi sia l'inflazione effettiva che quella percepita**



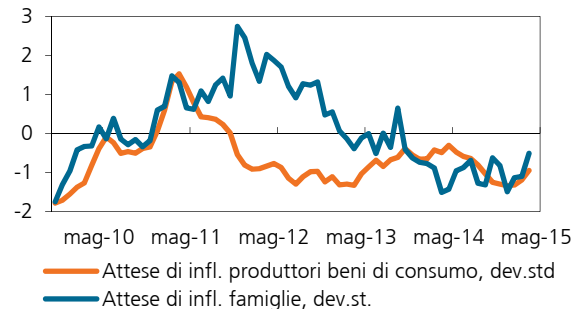
Fonte: ISTAT, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Le indagini sui prezzi pagati dalle imprese segnalano nei prossimi mesi un possibile rimbalzo del PPI**



Fonte: ISTAT, Markit Economics ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**In recupero dai minimi anche le attese inflazionistiche sia delle imprese che delle famiglie**



Fonte: ISTAT ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Tendenze del settore bancario italiano

### I tassi sui depositi guidano la discesa del costo della raccolta

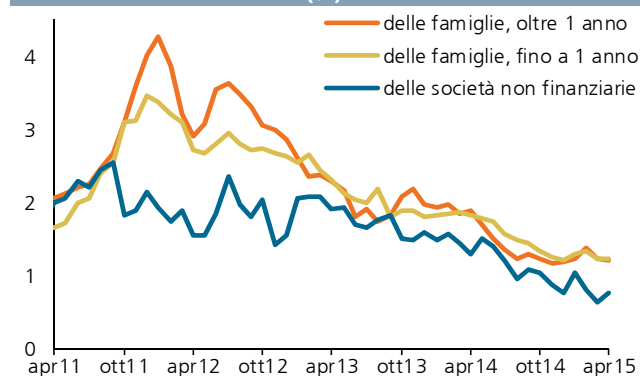
Il costo complessivo della raccolta bancaria è risultato in discesa anche ad aprile, trainato dai tassi sui depositi. Diversamente, si è fermato il calo dei tassi sulle obbligazioni. Per le condizioni sui prestiti, si è confermata la riduzione dei tassi sugli stock e quelli sulle nuove operazioni alle società non-finanziarie hanno registrato un assestamento, dopo la notevole discesa del bimestre antecedente. I differenziali con l'area euro hanno consolidato il miglioramento conseguito nei mesi precedenti. Considerato un calo dei tassi sui prestiti leggermente più marcato di quello del costo della raccolta, la forbice tra i tassi attivi e passivi si è ristretta, benché soltanto di 1pb m/m dopo essere migliorata tra la parte finale del 2014 e i primi mesi del 2015. Per maggio, le stime ABI delineano un'ulteriore limatura della forbice.

Elisa Coletti

**Prosegue la discesa del costo della raccolta, a fasi alterne tra ulteriori limature e assestamenti che fanno seguito ai cali dei mesi precedenti.** I tassi sui conti correnti, infatti, seguendo lo stesso schema del bimestre febbraio-marzo, **ad aprile sono risultati nuovamente in riduzione, pur limitata dato il livello molto basso già raggiunto (-2pb m/m a 0,21%), seguita da una stabilizzazione a maggio**, secondo le stime ABI. Il calo di aprile media la riduzione di 3pb m/m del tasso sui conti correnti delle società non finanziarie, sceso a 0,34%, e di 1pb del tasso sui conti correnti delle famiglie, pari a 0,17%, entrambi ai minimi della serie storica disponibile da marzo 2003. Si è interrotto, invece, il calo del tasso medio sui nuovi depositi con durata prestabilita, dopo la notevole riduzione di marzo. Tale andamento risente della reazione al rialzo del tasso medio sulle nuove operazioni con società non-finanziarie, rimbalzato di 14pb m/m a 0,77%, dopo un calo complessivo di 41pb nei due mesi precedenti. Al contempo, i tassi sui nuovi depositi a tempo delle famiglie sono risultati poco variati rispetto al livello di marzo, registrando una media di 1,23%, -1pb m/m. L'effetto combinato dei suddetti movimenti è stato un recupero di 5pb m/m del tasso medio sui nuovi depositi con durata prestabilita, salito a 1,10%, dopo aver sfiorato la soglia dell'1%. In prospettiva storica, il tasso medio resta ai minimi da ottobre 2010 e in calo di circa 60pb nel 1° quadrimestre rispetto a un anno prima. Il processo di riduzione dei tassi sulle nuove operazioni, insieme all'estinzione di quelle accese a tassi più elevati, sta guidando la discesa dei tassi sugli stock, che non conosce sosta, da oltre trenta mesi consecutivi: ad aprile, la media complessiva dei tassi sullo stock di depositi con durata prestabilita si è ridotta di altri 4pb m/m a 1,64%, minimo da febbraio 2011.

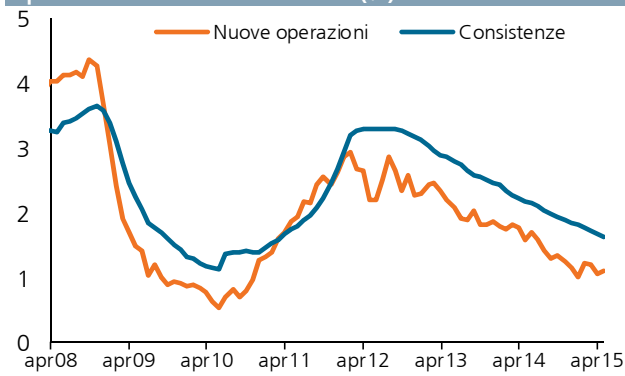
Pertanto, grazie al calo dei tassi su tutte le componenti, il **costo complessivo dei depositi ha visto un'ulteriore riduzione**, da 0,65% a 0,62%. Le anticipazioni ABI per maggio riportano un altro ribasso a 0,60%, ai minimi da metà 2010.

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



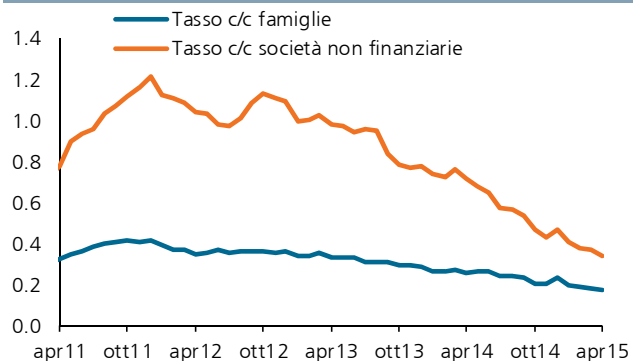
Fonte: Banca d'Italia

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



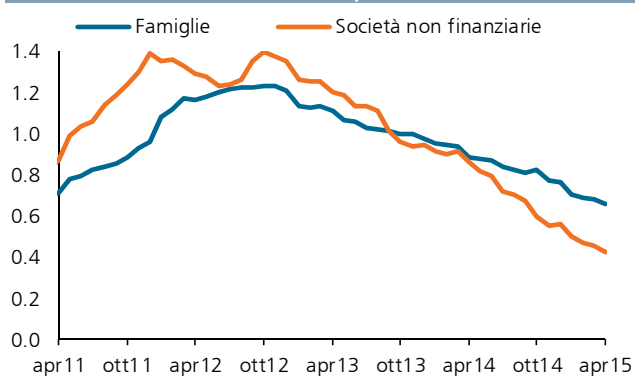
Fonte: Banca d'Italia

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



Fonte: Banca d'Italia

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

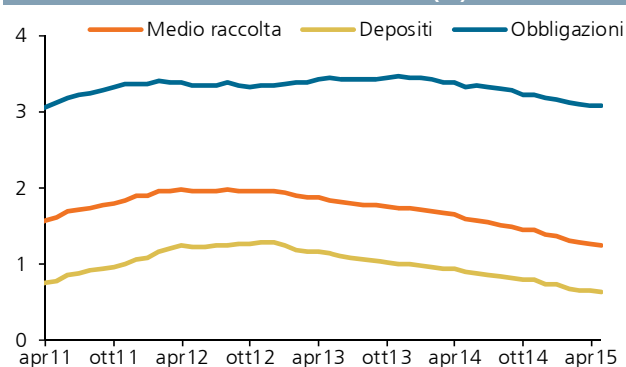


Fonte: Banca d'Italia

Diversamente, la lenta discesa del tasso medio sullo stock di obbligazioni fino al 3,06% di marzo risulta essersi fermata successivamente, sul livello di 3,07% registrato ad aprile e confermato a maggio, secondo le anticipazioni ABI. Per le nuove emissioni a tasso fisso, si conferma l'andamento altalenante, sebbene i minimi sembrano alle spalle: ad aprile il tasso medio è rimbalzato nuovamente, di +46pb m/m a 1,81%, risentendo dell'emissione di strumenti subordinati.

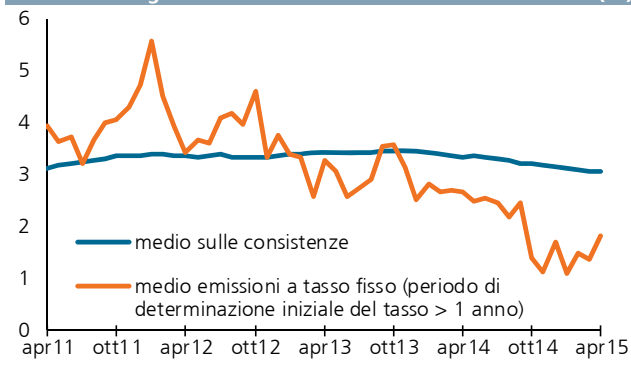
Grazie al calo dei tassi sui depositi, ad aprile il costo complessivo dello stock di raccolta si è confermato in calo, di 3pb m/m all'1,23%<sup>1</sup>. Le anticipazioni ABI per maggio prospettano un'ulteriore riduzione (-2pb m/m).

Tassi sulla raccolta bancaria – consistenze (%)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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

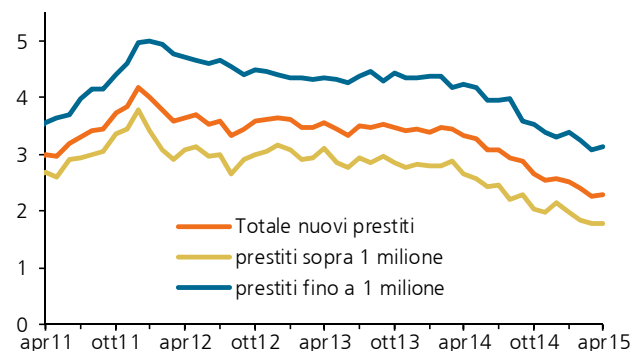


Fonte: Banca d'Italia

Per quanto riguarda i tassi sui nuovi prestiti alle società non finanziarie, i dati di aprile hanno evidenziato un assestamento, dopo il calo notevole del bimestre febbraio-marzo. Il tasso medio si è fermato a 2,28% (+1pb m/m dopo -25pb in due mesi), restando sui minimi da metà 2010. L'andamento ha risentito del piccolo rimbalzo di 4pb m/m a 3,13% del tasso sui prestiti fino a 1 milione, che era sceso di ben 30pb nei due mesi precedenti. Anche il tasso medio sui nuovi prestiti superiori a 1 milione si è fermato, sul livello di 1,78%, in linea con marzo (+1pb m/m). Secondo le stime ABI, a maggio il tasso medio complessivo è tornato in forte calo, di 18pb m/m a 2,10%.

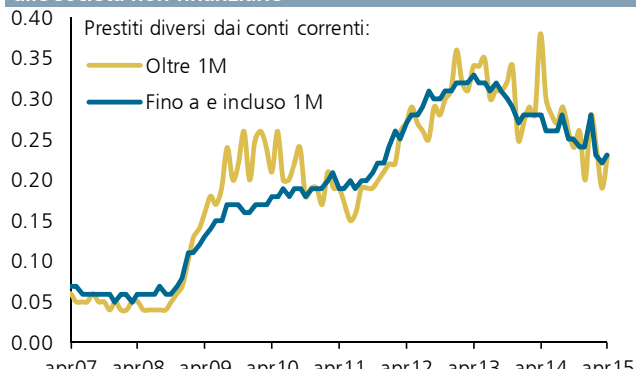
<sup>1</sup> Costo medio della raccolta calcolato ponderando con i volumi al netto delle obbligazioni detenute da IFM italiane, dei depositi di controparti centrali e di quelli in contropartita di prestiti ceduti e non cancellati.

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



Fonte: Banca d'Italia

Coefficiente di variazione tra paesi dei tassi sui nuovi prestiti alle società non finanziarie

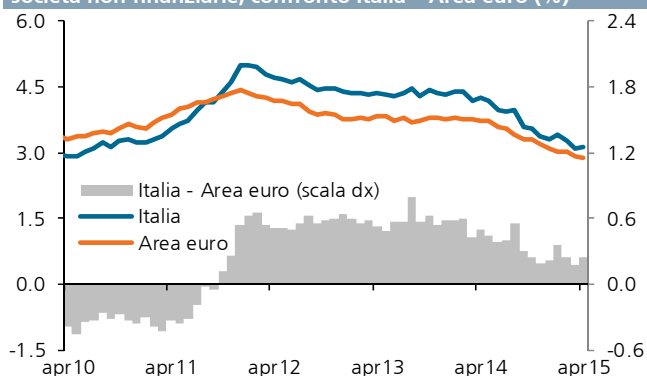


Fonte: BCE

Nel confronto europeo, il differenziale tra i tassi italiani sui nuovi prestiti alle imprese e quelli dell'area euro conferma il miglioramento conseguito nei mesi precedenti. Per i nuovi prestiti fino a 1 milione, ad aprile il *gap* con l'area euro è risultato di 25pb, dai 19pb di marzo e dimezzato rispetto a dodici mesi prima. In relazione al tasso tedesco, il gap è risalito a 59pb, sui livelli di fine 2014, dai 46pb di marzo, minimo da ottobre 2011. Anche questo gap resta più che dimezzato rispetto a dodici mesi prima. Per il tasso italiano sui nuovi prestiti oltre 1 milione, il gap è rimasto molto contenuto, pari a 9pb verso la media europea e a 29pb rispetto al tasso tedesco.

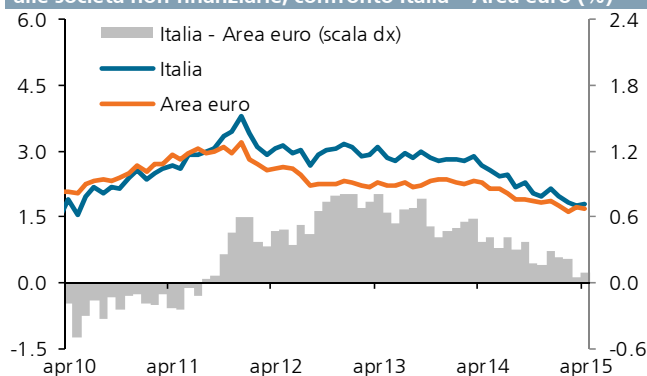
La riduzione della frammentazione delle condizioni praticate nell'area euro è sintetizzata dall'andamento dell'indicatore di dispersione dei tassi sui nuovi prestiti alle società non finanziarie. Il coefficiente di variazione<sup>2</sup> tra paesi dei tassi sui nuovi prestiti diversi dai conti correnti, in particolare quello sulle operazioni di importo più contenuto (fino a 1 milione), in calo da agosto 2013, è tornato ai livelli di fine 2011. In dettaglio, nei tre mesi febbraio-aprile 2015 ha registrato una media di 0,23, dallo 0,32 del 1° semestre 2013, quando era ai massimi dall'introduzione delle statistiche armonizzate, ma ancora ben lontano dai minimi pre-crisi.

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

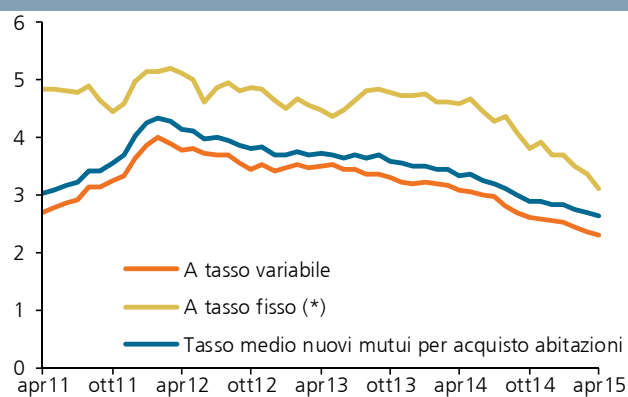
Ad aprile è proseguito l'allentamento delle condizioni sui prestiti alle famiglie, col tasso medio sui nuovi mutui per acquisto abitazioni sceso di altri 5pb m/m a 2,63%, totalizzando un calo di

<sup>2</sup> I coefficienti di variazione, forniti dalla BCE per ogni tasso armonizzato, misurano la dispersione dei tassi praticati nei singoli paesi membri rispetto alla media dell'area euro. Il coefficiente di variazione è calcolato come deviazione standard ponderata dei tassi tra paesi rapportata al tasso medio dell'area euro.

72pb anno su anno. E' interessante notare che nei mesi più recenti il calo del tasso sui mutui a tasso fisso è stato particolarmente marcato. Più in dettaglio, ad aprile il tasso in questione ha raggiunto il 3,10%, un valore mai registrato prima sulla base della serie storica disponibile da marzo 2003, con un calo di ben un quarto di punto rispetto al mese precedente. A confronto con un anno prima, la riduzione è pari a quasi 1,5 punti percentuali, rispetto a -80pb circa per il tasso sui mutui a tasso variabile, che ha raggiunto ad aprile il 2,30%, minimo da luglio 2010.

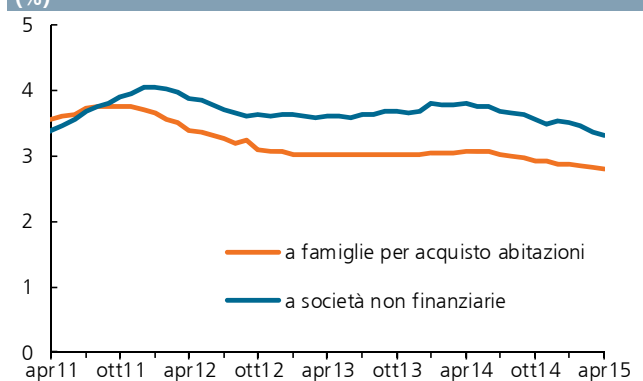
Anche la discesa dei tassi sugli stock dei prestiti ha fatto progressi. Ad aprile il tasso complessivo sui prestiti a famiglie e imprese è sceso di 4pb m/m a 3,49%, minimo storico sulla base della serie da inizio 2003. Per maggio le stime ABI riportano un ulteriore calo di 5pb m/m.

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



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

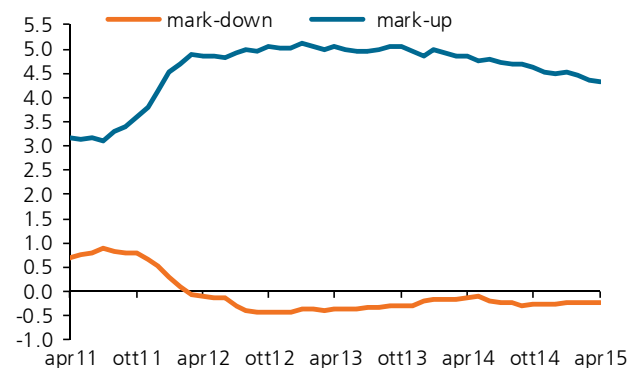
Tassi sui prestiti in essere a famiglie e a società non finanziarie (%)



Fonte: Banca d'Italia

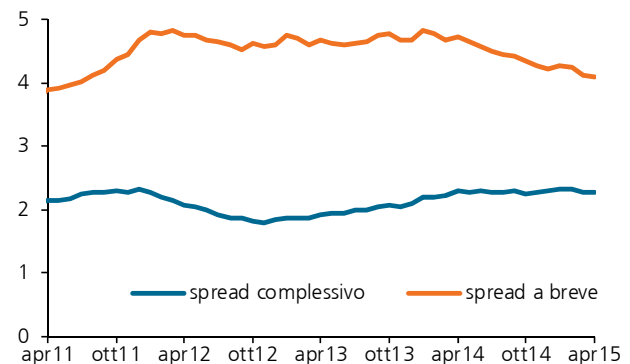
Di conseguenza, considerato un calo dei tassi sui prestiti leggermente più marcato di quello del costo della raccolta, ad aprile **la forbice tra i tassi attivi e passivi si è ristretta, benché soltanto di 1pb m/m a 2,26%**, tornando sul livello medio del 2014, dopo un periodo di recupero o stabilità tra fine 2014 e i primi mesi del 2015. Per maggio, le stime ABI delineano un'ulteriore limatura della forbice, di 3pb m/m. Per quanto riguarda la contribuzione dei depositi a vista, sempre negativa, il miglioramento osservato nel 1° bimestre si è arrestato, a causa della discesa sotto lo zero del tasso Euribor a 1 mese: ad aprile il mark-down<sup>3</sup> è risultato sullo stesso valore di marzo, pari a -0,24%. Infine, il mark-up<sup>4</sup> sull'Euribor a 1 mese si è confermato in riduzione, di altri 5pb m/m a 4,32%, ai minimi da fine 2011.

Contribuzione a breve termine (%)



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

Spread a breve termine e spread complessivo (%)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

<sup>3</sup> Differenza tra Euribor a 1 mese e tasso sui conti correnti di famiglie e imprese.

<sup>4</sup> Differenza tra tasso sui prestiti a famiglie e imprese con durata fino a un anno ed Euribor a 1 mese.

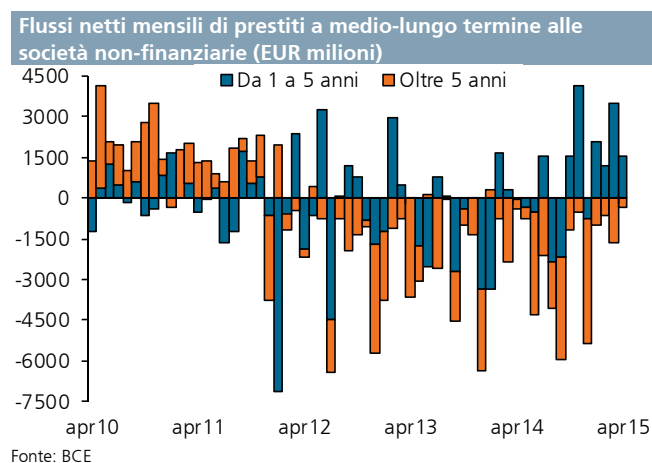
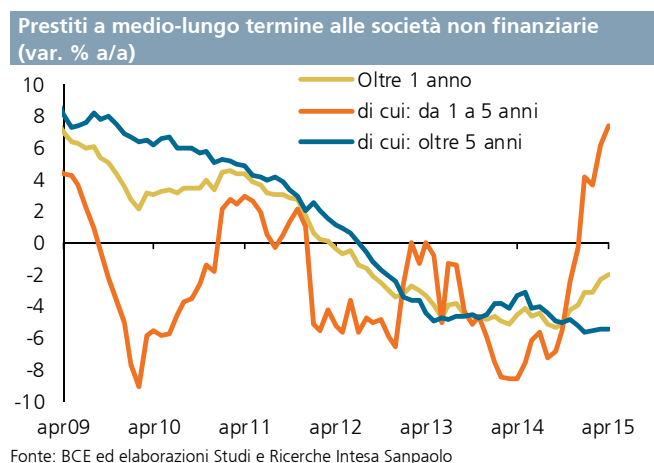
## Resta debole il miglioramento dei prestiti

Per i prestiti alle società non-finanziarie, ad aprile il calo si è fermato a -2,3% a/a, come a marzo, e complessivamente il flusso netto mensile è tornato in negativo. Si è confermato il miglioramento dei prestiti a medio termine, che nei primi quattro mesi dell'anno hanno totalizzato un incremento netto di 8,3 miliardi rispetto a fine 2014, con un tasso di crescita in continua accelerazione, a +7,4% a/a ad aprile. Tuttavia, la ripresa dei flussi a medio termine ha compensato solo in parte la riduzione delle altre due componenti, a breve e a più lunga durata. I prestiti alle famiglie hanno confermato i segni di miglioramento, con un calo dello stock che si è attenuato ulteriormente a -0,2% a/a, un continuo recupero delle erogazioni lorde e un flusso netto mensile leggermente positivo. Nell'ambito delle erogazioni, prosegue l'interesse per le operazioni a tasso fisso, pur restando prevalenti quelle a tasso variabile. Nel complesso, i prestiti al settore privato sono risultati in calo dell'1,4% a/a dal -1,5% di marzo. Maggio ha registrato un'ulteriore attenuazione del calo, secondo le stime ABI.

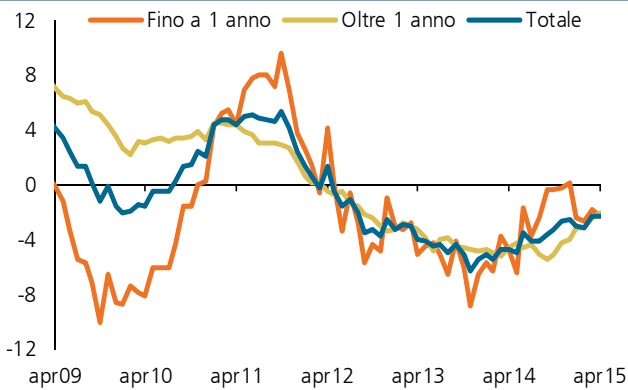
Elisa Coletti

Per i prestiti alle società non-finanziarie, con i dati di aprile i segni di miglioramento emersi a marzo si sono indeboliti. Il mese in esame ha confermato un calo di -2,3% a/a (dal -3,1% del 1° bimestre, dati riferiti ai clienti delle banche italiane residenti nell'area euro). Tuttavia, ad aprile, il flusso netto mensile è tornato complessivamente in negativo per -2,5 miliardi dopo i +4,3 miliardi di marzo. Il risultato risente del saldo nuovamente negativo dei prestiti a breve mentre si conferma l'incremento della componente a medio termine (+1,5 miliardi m/m), benché più che dimezzato rispetto a marzo. E' quindi proseguito il rallentamento del calo dei prestiti a medio/lungo termine, da -2,4% a/a di marzo a -2,0%, il migliore da agosto 2012. Diversamente, la flessione dei prestiti a breve si è accentuata leggermente, a -2,3% a/a da -1,8% di marzo.

In quattro mesi consecutivi di saldi positivi, i prestiti a medio termine (con durata originaria da 1 a 5 anni) hanno totalizzato un incremento netto di 8,3 miliardi rispetto a fine 2014. Di conseguenza, il loro tasso di variazione, tornato in positivo da gennaio, è risultato in continua accelerazione, a +7,4% a/a ad aprile. Di converso, la componente con durata superiore ai 5 anni è rimasta fortemente in calo, pari in media a -5,5% a/a nel 1° quadrimestre. Quindi la ripresa dei flussi a medio termine ha compensato solo in parte la riduzione delle altre due componenti (-3,3 miliardi il saldo complessivo dei prestiti alle società non-finanziarie nei primi 4 mesi dell'anno).

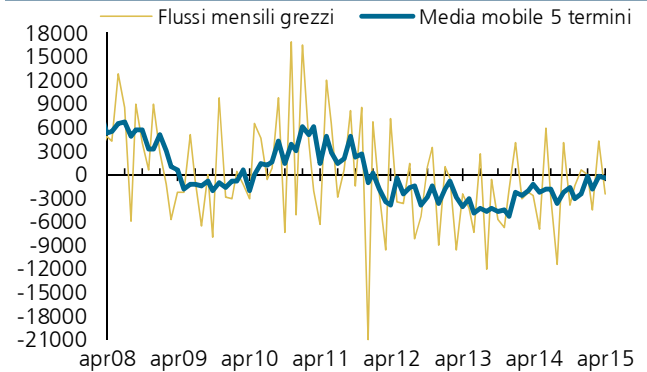


Prestiti alle società non finanziarie per durata (\*) (var. % a/a)



Nota: (\*) dati riferiti alla clientela delle banche italiane residente nell'area euro  
Fonte: BCE ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Flussi netti mensili di prestiti alle società non-finanziarie (EUR milioni)



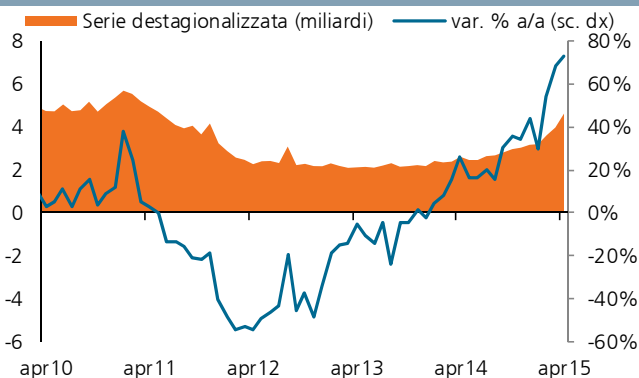
Fonte: BCE ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Anche i prestiti alle famiglie hanno confermato segni di miglioramento, che tuttavia non si sono ancora tradotti in un aumento dello stock. Il calo, comunque, si è attenuato ancora, a -0,2% da -0,3% di marzo e -0,5% dei quattro mesi precedenti (dati corretti per le cartolarizzazioni). Inoltre, ad aprile il flusso netto mensile è stato positivo per il 2° mese consecutivo, per oltre 300 milioni dopo il buon risultato di marzo (+1,2 miliardi m/m). Di questi, circa 60 milioni sono relativi a prestiti per acquisto di abitazioni che, in termini di stock, hanno visto un ulteriore rallentamento del calo a -0,3% a/a, da -0,4% di marzo e -0,5% del 1° bimestre.

Ancora, ad aprile le statistiche sulle nuove operazioni del sistema bancario hanno confermato erogazioni di mutui residenziali superiori rispetto a un anno prima, con un tasso di crescita dei flussi lordi mensili in accelerazione, che però risulta in parte sostenuta da surroghe e sostituzioni. Il cammino di risalita dai minimi, iniziato verso fine 2013-inizio 2014 col ritorno al segno positivo della variazione annua dei flussi lordi, di recente ha impresso una chiara svolta delle erogazioni mensili, che tuttavia restano più basse di quelle pre-crisi (si veda il grafico seguente a sinistra).

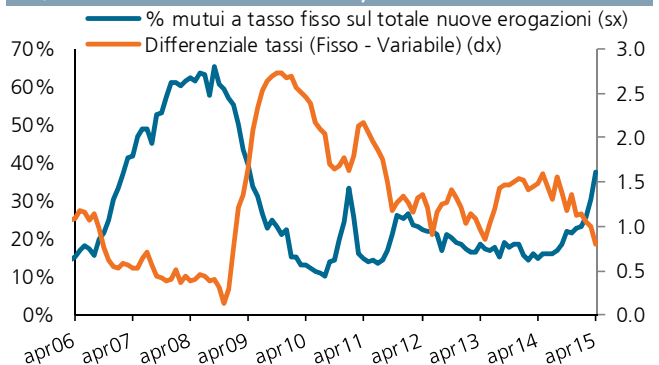
In particolare, ad aprile è proseguita la forte crescita delle erogazioni di mutui residenziali a tasso fisso, la cui incidenza sul totale ha raggiunto il 38%, una quota più che doppia rispetto a un anno prima. Pur restando preponderanti i mutui a tasso variabile, la riduzione del differenziale tra tasso fisso e tasso variabile sta quindi guidando una ricomposizione dei flussi lordi. Ad aprile, infatti, tale differenziale è sceso a 80pb, 20pb in meno rispetto al mese precedente e 69pb in meno a confronto con un anno prima.

Nuovi prestiti per acquisto di abitazioni



Fonte: Banca d'Italia 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

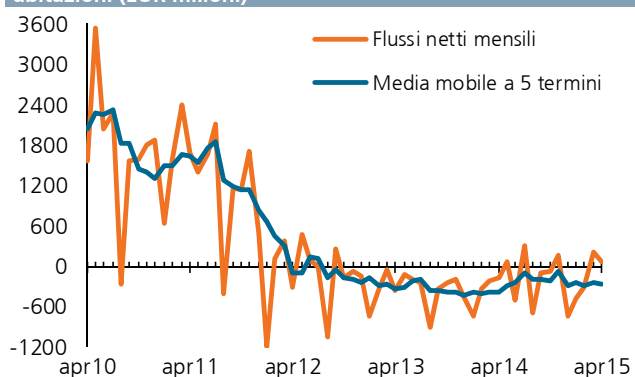


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



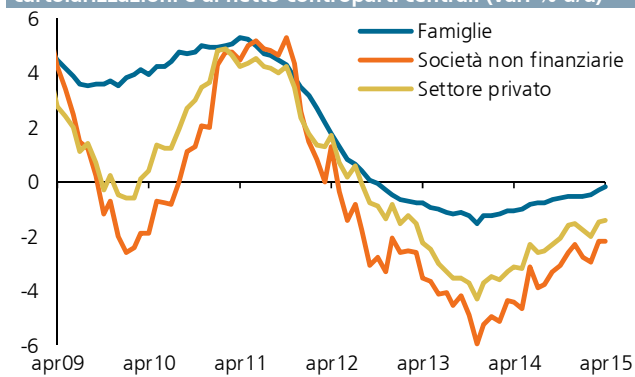
Nel complesso, **ad aprile i prestiti al settore privato residente sono risultati in calo dell'1,4% a/a**, dal -1,5% del mese precedente (dati al netto delle controparti centrali e corretti per le cartolarizzazioni). Secondo le stime ABI, maggio ha registrato un'ulteriore attenuazione del calo.

Flussi netti mensili di prestiti alle famiglie per acquisto abitazioni (EUR milioni)



Fonte: BCE ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Banca d'Italia

## Ancora flussi positivi verso i depositi in conto corrente

I dati di aprile non hanno fornito novità sul versante della raccolta bancaria, con i depositi in crescita del 3,6% a/a, un ritmo confermato anche per maggio secondo le stime ABI. L'andamento positivo resta trainato dalla vivace dinamica dai conti correnti (+9,2% a/a). Al contempo, è proseguita la forte flessione dei depositi con durata prestabilita (-15,7% a/a) e delle obbligazioni (-14,6%). Il calo della raccolta complessiva si è stabilizzato a -1,6% a/a, variazione che dovrebbe risultare leggermente attenuata a maggio, secondo le stime ABI.

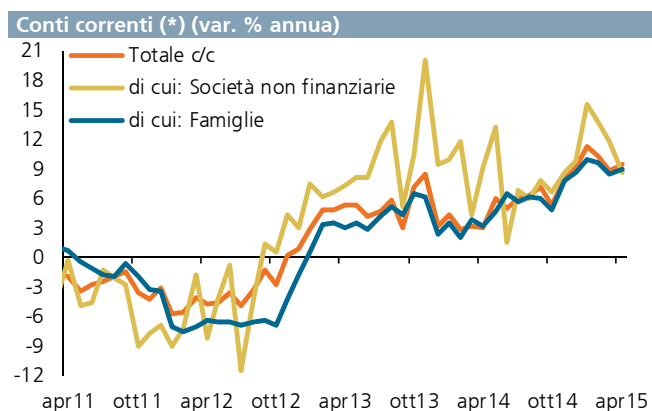
Elisa Coletti

**Prosegue la crescita dei depositi bancari** che ad aprile hanno segnato una variazione anno su anno del 3,6%, leggermente migliore rispetto al 3,3% di marzo a/a, anche se più moderata rispetto al 4,6% medio del 1° bimestre. Indicazioni preliminari riferite a maggio confermano la buona dinamica (+3,8% a/a secondo le stime ABI, dal 3,7% di aprile, su dati omogenei). **L'andamento continua a beneficiare della spinta dei conti correnti, che ad aprile hanno segnato una crescita del 9,2%**, poco diversa dal +8,9% di marzo e solo lievemente più contenuta dopo le variazioni a due cifre del 1° bimestre (10,5% a/a in media). Più in dettaglio, **resta vivace il ritmo di crescita dei conti correnti delle famiglie**, con un flusso netto positivo di 2,3 miliardi m/m e una crescita dell'8,9% a/a, rispetto all'8,4% a/a di marzo. **Rallenta, ma rimane sostenuta, la dinamica dei conti correnti delle società non finanziarie**, che mostrano un flusso netto mensile positivo per 1,4 miliardi e una variazione dell'8,7% a/a, benché in rallentamento dai tassi di crescita a due cifre del 1° trimestre.

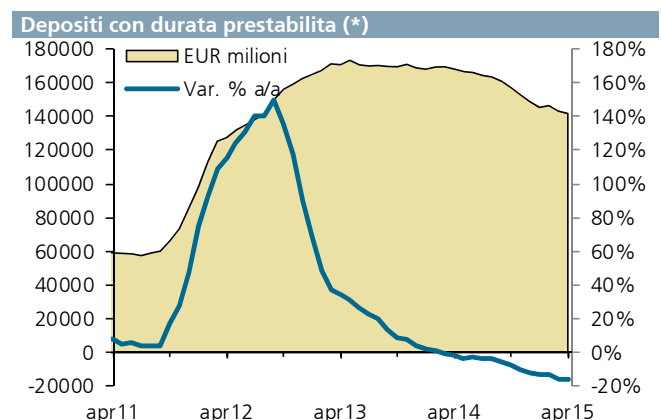
Per quanto riguarda i **depositi con durata prestabilita, si conferma il ritmo di contrazione registrato a marzo** (-15,7% a/a) e un flusso netto mensile negativo, per -1,5 miliardi circa, benché più che dimezzato rispetto al mese precedente. L'andamento resta determinato dal segno meno dei depositi a tempo delle famiglie, che si riducono di ulteriori 1,6 miliardi m/m e del 18,9% a/a.

**Anche le obbligazioni rimangono in forte calo**, pari a -14,6% a/a, con un deflusso mensile di ben 5,6 miliardi (dati depurati dalle emissioni detenute in portafoglio da IFM italiane). Le stime ABI per maggio indicano una sostanziale stabilizzazione del tasso di variazione a -14,3%.

Nel complesso, il **calo della raccolta si è stabilizzato a -1,6% a/a** (dati riferiti all'aggregato di depositi e obbligazioni detenute da soggetti diversi da IFM italiane), variazione che dovrebbe risultare leggermente attenuata a maggio, a -1,4%, secondo le stime ABI.

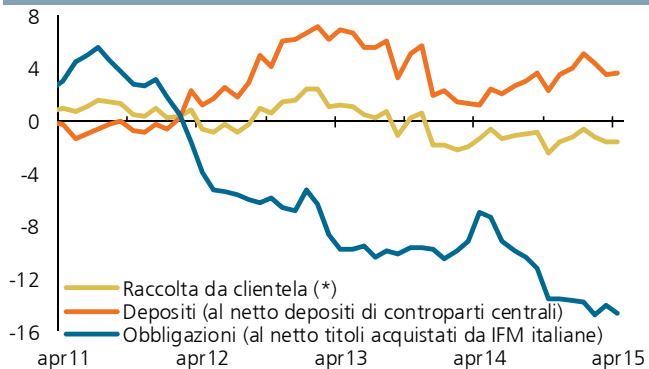


Nota: (\*) dati riferiti alle passività delle IFM italiane verso residenti nell'area euro.  
Fonte: BCE



Nota: (\*) escluse le passività in contropartita dei prestiti ceduti e non cancellati.  
Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

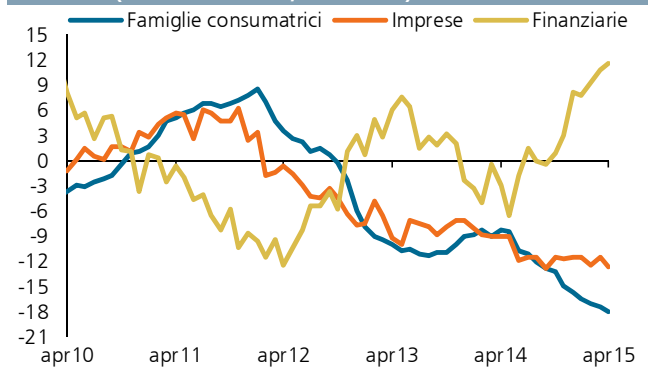
Raccolta da clientela delle banche italiane (var. % a/a) (\*)



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 Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

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

Quanto al **risparmio amministrato dalle banche**, non si attenua **la forte contrazione dei titoli di debito in deposito per conto delle famiglie e delle imprese**. In dettaglio, per i titoli in deposito delle famiglie consumatrici la flessione è risultata ad aprile del 18,1% a/a, dal -17,5% a/a di marzo. In valore assoluto, la fuoriuscita mensile ha superato i 6,5 miliardi m/m, un ammontare che resta elevato dopo quasi 27 miliardi di deflussi netti nel 1° trimestre 2015. Anche per le imprese, il ritmo di contrazione rimane a due cifre, pari a -12,6% a/a. Nel complesso, come nei mesi precedenti, i titoli di debito in custodia presso le banche hanno contenuto il calo a -3,9% a/a, grazie alla crescita dei titoli in custodia per conto di assicurazioni e istituzioni finanziarie.

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

## 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 importanti

La presente pubblicazione è stata redatta da Intesa Sanpaolo S.p.A. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Intesa Sanpaolo S.p.A. affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Intesa Sanpaolo S.p.A.

La presente pubblicazione non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti ai quali si rivolge. Intesa Sanpaolo S.p.A. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato hanno la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi materiale sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della clientela. Intesa Sanpaolo S.p.A. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato possono occasionalmente assumere posizioni lunghe o corte nei summenzionati prodotti finanziari.