

La bussola dell'economia italiana

Servizio Studi e Ricerche
Giugno 2009

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale	2
Meno labili i segnali di ripresa. Da non trascurare i rischi sul debito	2
Italia – Sintesi della previsione macroeconomica	9
Un rimbalzo che non fa primavera per l'industria	10
Indicazioni contrastanti dagli indici di fiducia nei servizi	11
La disoccupazione comincia a salire significativamente	12
Continua a tenere a sorpresa la fiducia dei consumatori	13
Soffre l'export verso l'Est Europa, in controtendenza la Cina	14
L'inflazione ha ancora spazi di calo, ma si riducono i rischi deflattivi	15
L'evoluzione del sistema bancario	16
I tassi di interesse: minimi storici raggiunti	16
Gli impieghi: rallenta il credito alle imprese, accelera quello alle famiglie	17
La raccolta e il risparmio gestito: provvista retail molto robusta; è arrivata la svolta per i fondi comuni	20
Il conto economico del sistema bancario: molto male nel 2008, nel 2009 si replica	21
Evoluzione del settore bancario 2007-09	22

16 giugno 2009

Nota mensile

Intesa Sanpaolo
Servizio Studi e Ricerche

Stefano Corona
Banking Analyst

Paolo Mameli
Economista - Area euro

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Meno labili i segnali di ripresa. Da non trascurare i rischi sul debito

Nonostante la revisione al ribasso del dato sul PIL del 1° trimestre la nostra previsione sulla crescita media 2009 rimane invariata a -5,3%. Nell'ultimo mese si sono moltiplicati i segnali di un ciclo assai meno negativo nel 2° trimestre: non soltanto a maggio la fiducia delle imprese ha accentuato (e quella dei consumatori mantenuto) il recupero di aprile, ma, sempre ad aprile, anche il dato "reale" sulla produzione ha fatto segnare il primo recupero dopo 11 mesi di caduta. Non sarà una decisa inversione di tendenza (ci aspettiamo per i prossimi mesi un andamento altalenante della produzione), ma il peggio sembra davvero passato.

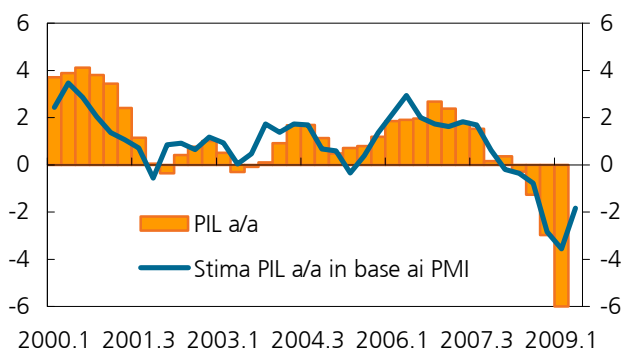
Rivediamo invece al rialzo le stime su deficit e debito nel 2009, rispettivamente a 5,2% e 114,9% del PIL. Tuttavia, a differenza che negli altri grandi Paesi europei, il peggioramento dei conti pubblici appare in gran parte legato a motivi ciclici e i rischi per la sostenibilità del debito appaiono minori che in altri grandi economie.

L'ISTAT ha comunicato una revisione verso il basso del dato sul PIL nel 1° trimestre, a -2,6% dal già disastroso -2,4% t/t della prima stima. Anche la variazione annua è peggiorata ulteriormente, di un decimo, a -6%. Il maggior contributo negativo viene (come atteso) dagli investimenti, che hanno sottratto un punto al PIL trimestrale, sulla scia di un vero e proprio crollo degli investimenti in mezzi di trasporto (-21,2% t/t) e, in minor misura, in macchinari e attrezzature (-6,8% t/t, circa in linea con i tre mesi precedenti), mentre tengono gli investimenti in costruzioni (-0,8% t/t). Un importante contributo negativo viene anche dai consumi privati, che, sorprendendo verso il basso con un calo di -1,1% t/t, hanno sottratto sette decimi alla crescita. Inoltre, l'export netto ha contribuito per -0,6% t/t, sulla scia di un crollo dell'export (-11,8% t/t) soltanto in parte compensato dal calo dell'import (-9,2% t/t). Infine, anche le scorte (anche in questo caso come nelle attese) hanno contribuito negativamente con -0,4% dopo due trimestri di contributo lievemente positivo. **Il dato non ci porta a modificare la nostra stima sul PIL 2009 (-5,3%), in quanto, se il 1° trimestre si è rivelato ancor peggiore di quanto stimato in precedenza, l'inizio del processo di correzione delle scorte e la ripresa evidenziata già ad aprile non solo dalla fiducia delle imprese ma anche dalla produzione industriale segnalano che il trimestre corrente potrebbe chiudersi con una variazione del PIL assai meno negativa (attorno a -1% t/t).**

Paolo Mameli

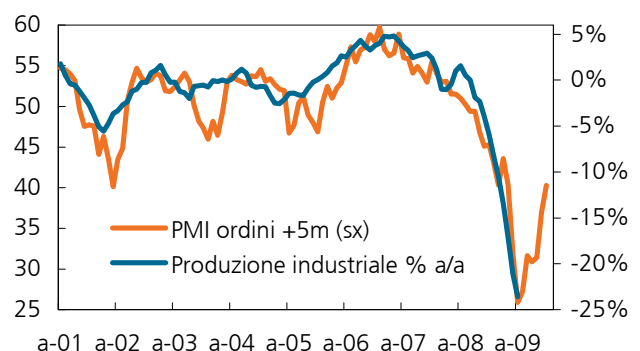
Il 1° trimestre è risultato ancora peggiore di quanto inizialmente stimato ...

Il PIL nel 1° trimestre è caduto assai più di quanto prevedibile...



Fonte: Istat, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

... ma vi sono segnali di rimbalzo nel trimestre in corso



Fonte: Istat, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

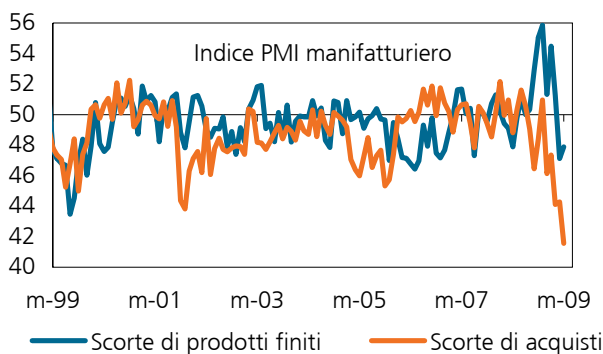
Infatti, la **produzione industriale** è salita più del previsto ad aprile, dell'1,1% m/m da -4,5% m/m di marzo, facendo segnare il primo incremento dopo 11 mesi di calo. La variazione annua resta comunque ai minimi storici, a -25,4% a/a (da -18,2% a/a precedente) e a -24,2% a/a (da -23,8% a/a) se corretto per i giorni lavorativi. Il recupero su base mensile è dovuto ai beni di

... ma si moltiplicano i segnali di crescita meno negativa nel trimestre corrente

consumo non durevoli (+2% m/m) e all'energia (+1,3% m/m), mentre ristagnano i beni di consumo durevoli e continuano a soffrire beni capitali e intermedi (-0,8% e -0,7% m/m rispettivamente). In sintesi, **si tratta meramente di un rimbalzo dopo i cali marcati di febbraio e marzo**, e il dettaglio mostra che settori cruciali come macchinari e attrezzature, e mezzi di trasporto (rispettivamente -3,1% e -1,5% m/m) non registrano alcuna ripresa. In sostanza, il dato segnala che **il peggio è passato**: stimiamo che la produzione calerà di -4,9% t/t nel trimestre corrente dopo il -9,8% t/t dei primi tre mesi dell'anno. Allo stesso tempo, **una significativa inversione di tendenza è ancora lontana**: il lieve recupero della produzione appare più legato alla ricostituzione delle scorte che non a un significativo incremento degli ordini.

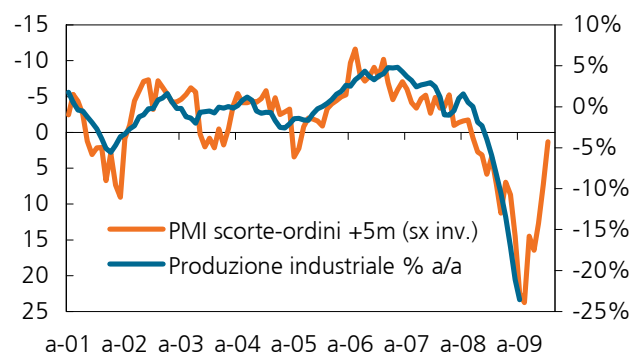
Le prime indicazioni sul mese di maggio fornite dalle indagini PMI manifatturiero e indice di fiducia delle imprese continuano a mostrare sensibili miglioramenti rispetto al 1° trimestre dell'anno. L'indice PMI manifatturiero italiano ha registrato in maggio un significativo recupero a 41,1 da 37,2 di aprile. Le componenti dell'indice rivelano che il livello della produzione e dell'occupazione, sebbene ancora al di sotto del valore soglia, accelerano il recupero passando a 42,9 dal 32,8 precedente per la produzione. Continua il decumulo delle scorte di acquisti, un segnale favorevole a una stabilizzazione della produzione nei prossimi mesi. La fiducia delle imprese misurata dall'ISAE è salita più del previsto a maggio, toccando i massimi dell'anno. Il recupero è dovuto principalmente alla risalita delle aspettative sulla produzione (da -17 a -11, massimo dallo scorso ottobre) e al calo delle scorte di magazzino (da 5 a 3: per trovare un valore più basso occorre tornare a febbraio 2006). Si registra anche un lieve miglioramento per gli ordini, a -62 da -64 (il minimo era stato toccato a -69 a marzo). Le imprese segnalano anche un miglioramento delle condizioni di accesso al mercato creditizio. **Il miglioramento di fiducia è particolarmente marcato per le grandi imprese (oltre i 250 addetti).**

Prosegue la correzione delle scorte ...



Fonte: Istat, Isae, elaborazioni Intesa Sanpaolo

... che può stimolare una riattivazione dei processi produttivi



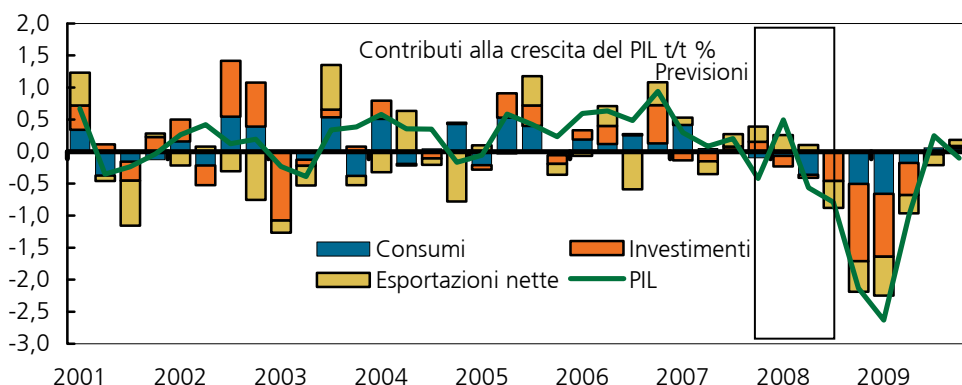
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Markit, Istat

L'indice di fiducia dei consumatori è rimasto stabile a maggio a 104,9, sui valori massimi dal dicembre 2007. Si rafforza la fiducia relativa alla situazione economica generale del Paese (a 77,1 da 74,8). Stabili gli indicatori relativi alla situazione personale corrente e futura. Per il secondo mese consecutivo migliorano a sorpresa le attese relative al mercato del lavoro, e prosegue il rallentamento della dinamica inflazionistica corrente e attesa. Nel complesso, il dettaglio è più confortante rispetto alla stabilità del dato complessivo e fa sperare in un recupero per le vendite al dettaglio nei prossimi mesi. In effetti, le vendite al dettaglio hanno registrato a sorpresa una variazione positiva di +0,1% m/m a marzo dopo il -0,9% m/m del mese precedente. Sebbene la variazione mensile sia risultata inaspettatamente positiva, una profonda revisione dei dati precedenti ha fatto sì che la variazione annua sia calata a sorpresa a -5,2% a/a (era atteso un -0,9%), con andamenti negativi sia nella grande sia nella piccola distribuzione. Anche per le vendite al dettaglio il peggio potrebbe essere alle spalle e vi sono segnali di un possibile rimbalzo nei prossimi mesi. Tali segnali si sostanziano in un sensibile

La fiducia dei consumatori è rimasta elevata e vi sono segnali di tenuta dei consumi

recupero della fiducia dei direttori degli acquisti nel settore retail e nel fatto che il recupero della stessa produzione industriale si è concentrato proprio sul settore dei beni di consumo (non durevoli).

Le contrazioni più significative nel 2009 riguarderanno l'export e gli investimenti. Ci attendiamo una flessione più moderata per i consumi



Nota: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Un altro aspetto da considerare è che **la recessione profonda che l'Italia come altri Paesi sta attraversando avrà un forte impatto sui conti pubblici**. L'ultima stima governativa è quella contenuta nella Relazione Unificata sull'Economia e la Finanza (di aprile), che, nell'ipotesi di un PIL reale in calo di -4,2% quest'anno, proietta un deficit al 4,6% del PIL sia quest'anno che il prossimo. Forse ancor più importante sottolineare che ciò si rifletterà in un **aumento consistente (di 8,5 punti secondo il Governo) del debito**, atteso crescere all'114,3% del PIL quest'anno dal 105,8% del 2008. Si tratta del secondo aumento consecutivo, che porterebbe il debito **ai livelli del periodo precedente l'ingresso nell'euro, cancellando i miglioramenti degli ultimi dieci anni**.

Non trascurabile l'aumento di deficit e debito pubblico nel 2009

Le nostre stime sono leggermente più pessimistiche. Infatti, pur con una crescita del PIL nominale (-2,9%) circa in linea con quella del Governo, la contrazione più profonda del PIL reale (-5,3% nelle nostre ipotesi contro -4,2% secondo il Governo) causerà probabilmente un calo più pronunciato delle imposte sia dirette (-2,6% contro il -2,1% previsto dalla RUEF) che indirette (-4,4% vs -3%). Ne risulterebbe, coerentemente con l'elasticità dei conti pubblici alla crescita concordata in sede europea (pari a 0,5¹) un **deficit al 5,2% quest'anno**. Il **saldo primario scenderebbe in negativo (-0,3%), ai minimi dal 1991**.

La buona notizia è che l'aggravamento del disavanzo è quasi esclusivamente dovuto a fattori ciclici, visto che il Governo ha mantenuto una disciplina fiscale accompagnando le misure di stimolo proposte a più riprese con equivalenti coperture. Infatti, mentre la maggior parte degli altri Governi in Europa e nel mondo ha deciso pacchetti fiscali fortemente espansivi che impatteranno sul deficit sia nel 2009 che nel 2010, l'impatto della crisi sul disavanzo in Italia si avrà principalmente attraverso l'azione degli stabilizzatori automatici, che dovrebbero toccare un picco nel 2009 con il calo delle entrate e l'aumento delle spese dovuto al punto di minimo per crescita e occupazione.

Ciò farà sì che, a differenza che in quasi tutti gli altri Paesi europei, il deficit potrebbe stabilizzarsi già nel 2010. Nel nostro scenario-base, il disavanzo scenderebbe poco sotto il 5% del PIL sia nel 2010 che nel 2011. Il debito salirebbe al 114,9% del PIL quest'anno, di cui lo 0,3% dovuto al disavanzo primario, il 4,9% alla spesa per interessi, il 2,9% al calo del PIL

¹ Vedi Programma di Stabilità dell'Italia, febbraio 2009.

nominale e l'1,1% all'aggiustamento stock-flussi che comprende uno 0,8% stimato di maggior debito dovuto ai cosiddetti Tremonti-bond (10-12 miliardi). Il debito salirebbe poi ulteriormente al 117,9% del PIL nel 2010 e al 119,7% nel 2011.

Scenario centrale Intesa Sanpaolo sui conti pubblici					
	2007	2008	2009p	2010p	2011p
SALDO PRIMARIO	53,990	37,912	-3,894	0,779	8,086
in % PIL	3,5	2,4	-0,3	0,1	0,5
SALDO DI PARTE CORRENTE	35,413	12,965	-20,944	-24,058	-26,555
in % PIL	2,3	0,8	-1,4	-1,5	-1,7
INDEBITAMENTO	-23,225	-42,979	-78,723	-77,019	-76,665
in % PIL	-1,5	-2,7	-5,2	-4,9	-4,8
DEBITO	1.598,844	1.663,229	1.754,729	1.834,347	1.914,356
in % PIL	103,5	105,8	114,9	117,9	119,7
var.	-2,9	2,3	9,1	3,0	1,8
Avanzo primario	-3,5	-2,4	0,3	-0,1	-0,5
Effetto snow-ball	1,1	3,4	7,8	3,1	2,5
- var. PIL nominale	-3,9	-1,8	2,9	-1,9	-2,8
- interessi	5,0	5,1	4,9	5,0	5,3
Aggiustamento stock-flussi	-0,5	1,3	1,1	-0,1	-0,2
PIL nominale	1.544,777	1.572,050	1.527,121	1.555,950	1.599,070
%	3,9	1,8	-2,9	1,9	2,8
PIL reale	1,5	-1,0	-5,3	0,4	1,0
Deflatore del PIL	2,4	2,8	2,6	1,5	1,7

Fonte: Ministero del Tesoro, previsioni Intesa Sanpaolo

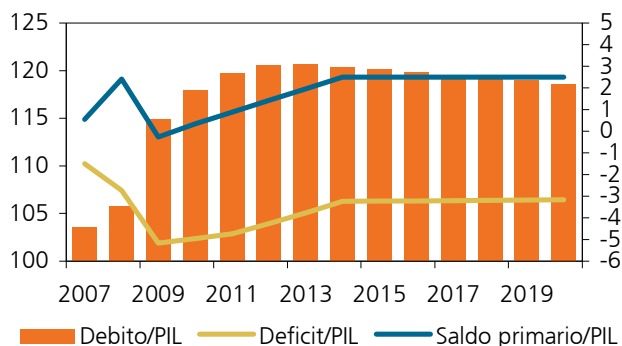
Visto che la pluriennale tendenza alla riduzione del rapporto debito pubblico/PIL sembra essersi interrotta, appare lecito domandarsi se torni ad esistere, come per altri Paesi (non solo anglosassoni, ma anche appartenenti all'Eurozona) un problema di **sostenibilità del debito pubblico**. Per affrontare il tema occorre anzitutto ricordare l'equazione di sostenibilità del debito pubblico, secondo cui il rapporto debito/PIL cresce nel tempo se $b(r-y) - x > 0$ dove b è il rapporto debito/PIL, r il tasso di interesse reale, y il tasso di crescita del PIL reale e x l'avanzo primario.

Considerando un costo medio del debito che, dopo essere salito al 5,1% l'anno scorso, scende al 4,5% (un decimo sotto quanto ipotizzato nel Programma di Stabilità di febbraio) per poi salire al 4,7% nel 2010 e al 4,9% nel 2011, un PIL reale che rimbalza a 0,4% l'anno prossimo e poi all'1% nel 2011 per convergere verso il potenziale (1,2%) successivamente, un deflatore del PIL che dall'1,5% di quest'anno salga fino all'1,8% a regime, si ottiene che per soddisfare l'equazione di sostenibilità del debito ovvero stabilizzare il rapporto debito/PIL (poco sopra il 120%) entro l'orizzonte di previsione (il 2014) **è sufficiente ipotizzare che, attraverso manovre restrittive dal 2011 in poi, l'avanzo primario salga gradualmente dallo 0,3% del 2010 al 2,5% nel 2014**, anno in cui il debito smetterebbe di salire dopo il picco al 120,7% del PIL nel 2013.

Solo lievemente più stringente sarebbe l'obiettivo di riportare il deficit al di sotto del 3% nell'orizzonte di previsione. Nel caso in cui si voglia raggiungere quest'obiettivo nel 2014 l'avanzo primario dovrebbe salire gradualmente fino al 2,8% in quell'anno (sempre dallo 0,3% del 2010), in altri termini già nel 2011 l'avanzo primario dovrebbe salire di appena sei decimi a 0,9%. Nel caso in cui si voglia centrare il target già nel 2013, occorrerebbe portare l'avanzo primario al 2,8% in quell'anno (e dunque già nel 2011 all'1,2% quasi un punto sopra il 2010). Tali simulazioni segnalano l'esigenza di una restrizione fiscale non drammatica, specie a confronto con quella che, per ottenere gli stessi obiettivi (sostenibilità del debito o deficit sotto la soglia del 3%) dovrebbe essere attuata negli altri grandi Paesi.

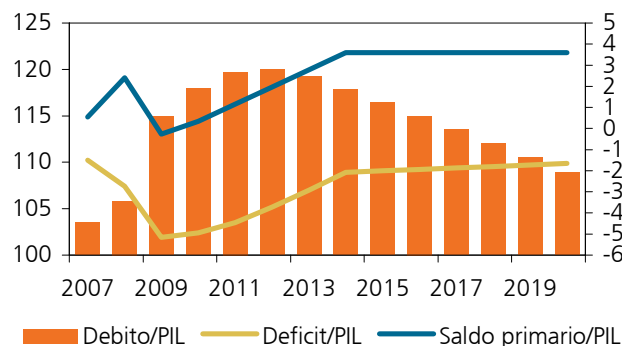
Ma i rischi per la sostenibilità del debito appaiono contenuti sia con un'ottica di breve-medio termine ...

Correzione fiscale necessaria per stabilizzare il debito ...



Fonte: dati Istat, EcoWin, simulazione Intesa Sanpaolo

... o per riportare il deficit sotto il 3% entro il 2013

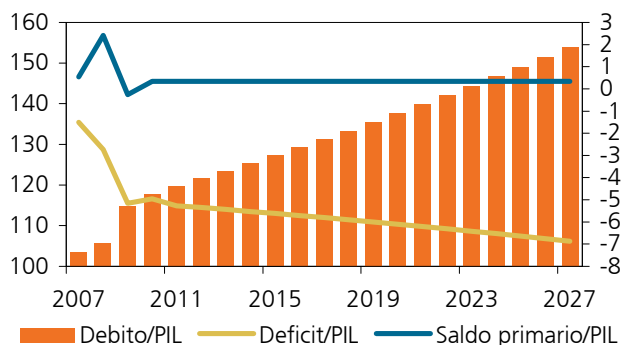


Fonte: OCSE, stime 2009 Commissione Ue, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Altre simulazioni possono essere fatte. A esempio il **debito non risulterebbe sostenibile se lo stato mantenesse negli anni a venire i bassi livelli di avanzo primario (vicini a zero) che caratterizzeranno il biennio 2009-10**. Proiettando il livello di avanzo primario atteso per il 2011 (0,3%), il debito continuerebbe a salire fino a superare il 150% del PIL nel 2026.

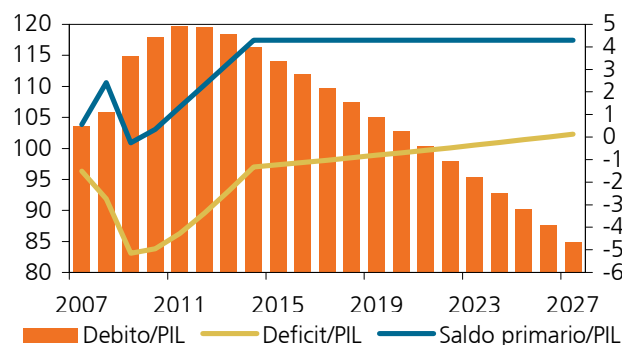
Viceversa, si può anche ipotizzare uno **scenario particolarmente virtuoso**. A esempio, ipotizzando che entro il 2014 l'avanzo primario raggiunga i livelli medi della seconda metà degli anni '90 (4,3% del PIL), si otterrebbe comunque un calo relativamente modesto del rapporto debito/PIL nel periodo di previsione (al 116% nel 2014). Ipotizzando che quel ragguardevole avanzo primario venga mantenuto per tutti gli anni successivi, il debito tornerebbe all'incirca ai livelli del 2007 solo nel 2020.

Scenario pessimistico: in caso di saldo primario costante agli attuali livelli, il debito è insostenibile



Fonte: dati Istat, simulazione Intesa Sanpaolo

Scenario virtuoso in caso di mantenimento dell'avanzo primario medio della seconda metà degli anni '90



Fonte: dati Istat, simulazione Intesa Sanpaolo

Tali considerazioni circa la sostenibilità del debito si basano sull'ipotesi cruciale di assenza di mutamenti demografici. Ma tale tema risulta cruciale se si vuole indagare il problema della **sostenibilità del debito nel lungo termine** ... **che tenendo conto delle modificazioni demografiche**

L'aggiornamento di febbraio del Programma di Stabilità vede una **spesa pensionistica** in rapporto al PIL che (tenendo conto delle previsioni demografiche Eurostat secondo le ipotesi concordate in seno all'EPC-Ageing Working Group) sale solo moderatamente (specie nel confronto con altri Paesi europei), dal 14,7% del PIL nel 2010 al 15,6% nel 2040 (per calare poi successivamente). Infatti, **nonostante l'Italia risulti tra i paesi con il più elevato tasso di invecchiamento della popolazione e un incremento dell'indice di dipendenza degli anziani dagli attivi superiore ai 30**

punti percentuali nel periodo 2005-60, il nostro è uno dei Paesi (dopo l'Austria) con il minor incremento atteso della spesa pensionistica (appena lo 0,8% del PIL nel periodo 2010-50 contro il 3,1% della media UE-12). Ciò grazie alle riforme implementate negli ultimi 10-15 anni. Più sensibile l'incremento della spesa sanitaria, attesa crescere dal 7,1% del PIL nel 2010 all'8,7%, con un trend sempre crescente, nel 2060.

Uno studio della BCE² esamina l'**impatto dell'invecchiamento della popolazione** sui conti pubblici dei Paesi dell'area euro nel lungo termine. Considerando le previsioni macroeconomiche del *Working Group on Ageing Populations* (AWG) del Comitato sulla politica economica dell'Unione Europea³, assumendo che il saldo primario sia influenzato solo dai cambiamenti demografici (ovvero a politiche invariate), e ipotizzando un costo medio del debito che converga al 5,1% (pari alla somma di un tasso reale poco sopra il 3% e di un'inflazione al 2%, come nelle ipotesi AWG), si ottiene che il deficit di bilancio nel 2050 aumenterebbe fino al 6,8% del PIL, con la conseguenza che il debito salirebbe fino al 130,5% del PIL. **L'Italia tuttavia sarebbe posizionata molto meglio rispetto alla media area euro** (più virtuose risulterebbero solo Finlandia, Austria, Germania e Spagna ma solo in merito ai livelli di debito e non di deficit), mentre a esempio la Francia arriverebbe a un livello di debito di 234% e di deficit del 15% (per non parlare della Grecia che vedrebbe salire il suo debito al 555% e il disavanzo al 41% del PIL!)

Un'altra indicazione viene dagli indicatori di sostenibilità della Commissione Europea⁴, il più significativo dei quali è a nostro avviso il *required primary balance* ovvero la correzione strutturale sul saldo primario (assumendo che esso sia determinato solo dalle variabili demografiche) necessaria a portare il rapporto debito/PIL al 60% entro il 2015. L'aggiustamento necessario per l'Italia risulta nella fascia bassa tra i Paesi europei (3,1% del PIL).

In sintesi, **la situazione dei conti pubblici italiani rimane delicata visti gli elevati livelli di partenza del debito pubblico, ma i rischi di insostenibilità appaiono tutto sommato contenuti sia con un'ottica di breve termine** (vista l'entità modesta degli interventi discrezionali espansivi e delle misure di ricapitalizzazione del sistema bancario l'aumento del deficit rientrerà al materializzarsi della ripresa) **sia con un'ottica di lungo termine** (le riforme pensionistiche sembrano aver ridotto drasticamente, specie a confronto con altri Paesi europei, i rischi di lungo termine legati all'incremento delle spese legate all'invecchiamento della popolazione). Ciò non toglie che **un qualche grado di restrizione fiscale dovrà essere attuato (con effetti restrittivi sulla crescita dal 2011 in poi), ma l'entità degli interventi richiesti appare assai minore che in altri Paesi** che hanno adottato pacchetti di stimolo assai più rilevanti e/o che si trovino a fronteggiare costi ingenti dovuti agli interventi di stabilizzazione del sistema finanziario.

In sintesi, il freno alla crescita futura rappresentato dalla necessità di stringere la politica fiscale sarà minore che in altri Paesi

² "Fiscal sustainability and policy implications for the euro area" (Fabrizio Balassone, Jorge Cunha, Geert Langenus, Bernhard Manzke, Jeanne Pavot, Doris Prammer, Pietro Tommasino), ECB Working Paper Series No 994 / January 2009.

³ European Commission, "The long-term sustainability of public finances in the European Union", European Economy Volume 4, October 2006; Economic Policy Committee and the European Commission (2006), "The Impact of Ageing on Public Expenditure: Projections for the EU25 Member States on Pensions, Health Care, Long-term Care, Education, and Unemployment Transfers", European Economy – Special Report n°1, Brussels.

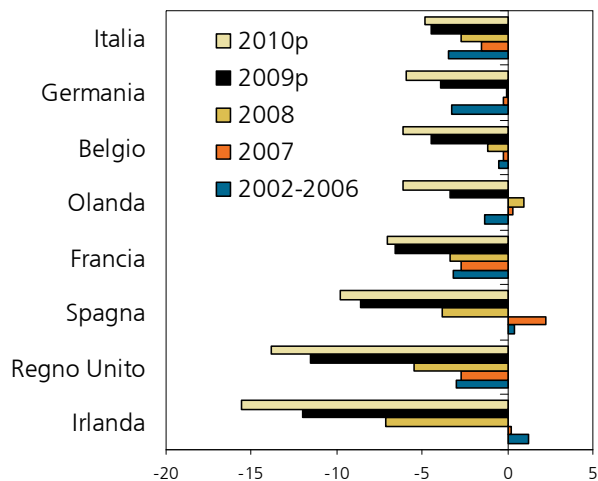
⁴ European Commission, "Public Finances in EMU – 2007", European Economy, Volume 3, June 2007.

Crescita del debito e costo della stabilizzazione finanziaria secondo il FMI

	Debito 2008 % PIL	Debito 2010 % PIL	Debito 2008-10 var. %	Costo stab. finanziaria % PIL
Canada	64	77	13	4,4
Francia	67	80	13	1,8
Germania	67	87	19	3,1
Italia	106	121	15	0,9
Giappone	196	227	30	1,7
UK	52	73	21	9,1
USA	71	98	27	12,7

Fonte: FMI, marzo 2009

Andamento del deficit pubblico secondo le proiezioni della Commissione Europea



Fonte: Commissione Europea, Spring Forecasts 2009

Italia – Sintesi della previsione macroeconomica

Previsioni macroeconomiche	2008	2009p	2010p	2008		2009			2010				
				T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
PIL (prezzi 2000, a/a)	-1,0	-5,3	0,4	-1,3	-3,0	-6,0	-6,4	-5,4	-3,5	-0,7	0,6	0,6	1,1
- var.ne % t/t				-0,8	-2,1	-2,6	-1,0	0,2	-0,1	0,2	0,2	0,3	0,3
Consumi delle famiglie	-0,9	-2,1	0,3	0,0	-0,9	-1,1	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2
Consumi collettivi	0,6	0,7	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,3	0,5	0,4	0,2	0,3	0,4
Investimenti fissi	-2,9	-12,1	0,5	-2,1	-5,8	-5,0	-2,7	-0,2	0,1	0,3	0,5	0,7	0,7
- Investimenti in macch.	-4,7	-14,8	1,2	-3,0	-6,9	-6,8	-3,0	-0,3	0,4	0,6	0,8	0,8	0,8
- Investimenti in trasporti	-2,0	-32,9	0,1	-3,1	-9,3	-21,2	-9,5	0,0	0,5	0,5	1,0	1,5	1,2
- Investimenti in costruz.	-1,8	-5,5	0,2	-1,2	-4,2	-0,8	-0,5	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,4	0,5
Importazioni	-4,5	-16,0	0,4	-1,5	-5,7	-9,2	-2,1	-1,0	-0,1	0,3	0,6	1,0	1,2
Esportazioni	-3,7	-21,0	0,6	-2,9	-7,4	-11,8	-3,4	-1,8	0,3	0,6	0,9	1,1	1,4
Contr. % PIL													
Commercio estero	0,2	-1,4	0,0	-0,4	-0,5	-0,6	-0,3	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Domanda finale interna	-1,0	-3,6	0,6	-0,4	-1,7	-1,7	-0,7	0,1	0,2	0,1	0,2	0,3	0,4
Var. scorte	-0,3	-0,3	-0,2	0,1	0,1	-0,4	-0,1	0,3	-0,4	0,0	0,0	0,0	-0,1
Attività produttiva													
Produzione Industriale	-3,3	-20,4	-1,0	-3,4	-8,3	-9,8	-4,9	-0,1	-0,2	0,1	0,3	0,3	0,0
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	3,3	0,8	1,5	3,8	2,2	1,2	0,5	0,4	1,1	1,4	1,5	1,6	1,8
- escl. alimentari, energia (a/a)	2,8	1,6	1,6	2,9	2,5	1,7	1,6	1,4	1,4	1,6	1,6	1,6	1,7
PPI (a/a)	5,1	-4,6	1,7	6,3	-0,5	-4,0	-6,4	-6,3	-1,2	1,1	2,3	2,5	1,2
Disoccupazione (%)	6,7	8,1	9,1	6,7	6,9	7,3	8,0	8,3	9,0	9,1	9,1	9,1	9,1
Occupati totali	0,9	-1,2	-1,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,6	-0,5	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Produttività	-0,8	-0,2	0,2	-0,7	-1,9	-2,3	-0,5	0,7	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4
Retribuzioni lorde	3,7	3,3	2,9										
Costo unitario del lavoro	4,0	2,6	1,8										
Salari contrattuali	3,5	2,8	2,8										
Reddito disponibile reale	-0,7	-0,7	0,0										
Tasso di risparmio (%)	12,0%	13,2%	13,2%										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	-3,5	-2,7	-2,8										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-2,7	-5,2	-4,9										
Debito (% PIL)	105,8	114,9	117,9										
Fabb. del settore statale (mld di euro)	-52,9	-84,4	-72,4										
Variabili finanziarie													
EUR/USD	1,47	1,34	1,34	1,50	1,32	1,30	1,37	1,35	1,33	1,30	1,37	1,35	1,33
3-mesi Euribor (%)	4,63	1,46	1,46	4,98	4,21	2,01	1,32	1,22	1,30	2,01	1,32	1,22	1,30
Long term (10Y) rate (%)	4,66	4,30	4,30	4,90	4,59	4,51	4,45	4,22	4,00	4,51	4,45	4,22	4,00
BTP/Bund spread (%)	0,66	0,30	1,30	0,63	1,07	1,40	1,03	0,86	0,73	0,18	0,30	0,42	0,45

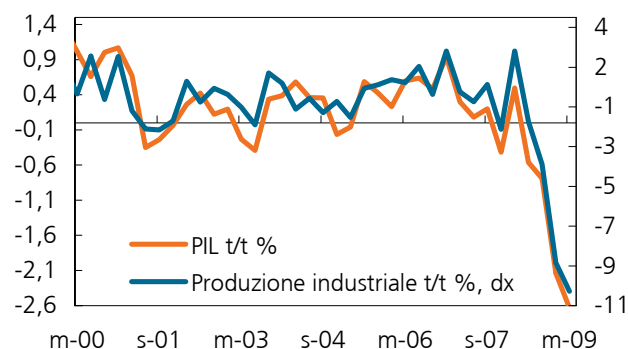
Fonte: Istat, EcoWin, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Un rimbalzo che non fa primavera per l'industria

La produzione industriale è salita più del previsto, dell'1,1% m/m ad aprile da -4,5% m/m di marzo. Si tratta del primo incremento dopo 11 mesi di calo. La variazione annua resta comunque ai minimi storici al -25,4% a/a (-24,2% a/a se corretto per i giorni lavorativi). Il recupero è dovuto ai beni di consumo non durevoli e all'energia, mentre ristagnano i beni di consumo durevoli e continuano a soffrire beni capitali e intermedi. In sintesi, si tratta meramente di un rimbalzo dopo i cali marcati di febbraio e marzo, e settori cruciali come macchinari e attrezzature, e mezzi di trasporto non mostrano alcuna ripresa. Il dato segnala che il peggio è passato (nelle nostre stime la produzione calerà di -3,8% t/t nel 2° trimestre dopo il -9,8% t/t del 1° trimestre), ma che una significativa inversione di tendenza è ancora lontana, visto che il (lieve) recupero dell'output appare più legato al ciclo delle scorte che non a un aumento degli ordini.

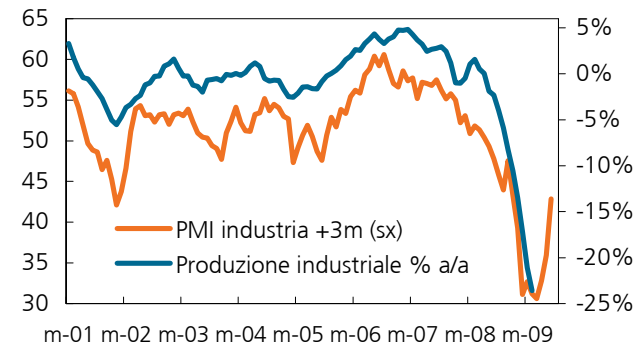
Le prime indicazioni sul mese di maggio, fornite dalle indagini PMI e indice ISAE, continuano a mostrare sensibili miglioramenti rispetto a inizio anno. In maggio l'indice PMI manifatturiero è rimbalzato da 37,2 a 41,1. Le componenti dell'indice rivelano che il livello della produzione e dell'occupazione, sebbene ancora al di sotto del valore soglia, accelerano il recupero; da segnalare che continua il decumulo delle scorte di acquisti, un segnale favorevole a una stabilizzazione della produzione nei prossimi mesi. Anche la fiducia delle imprese secondo l'indagine ISAE è salita più del previsto da 65,5 a 68,7, massimo dell'anno. Il recupero, più netto per le grandi imprese, è dovuto principalmente alla risalita delle aspettative sulla produzione e al calo delle scorte di magazzino; il miglioramento per gli ordini per ora è lieve. Le imprese segnalano anche un miglioramento delle condizioni di accesso al mercato creditizio.

Dopo la caduta libera dei primi mesi dell'anno ...



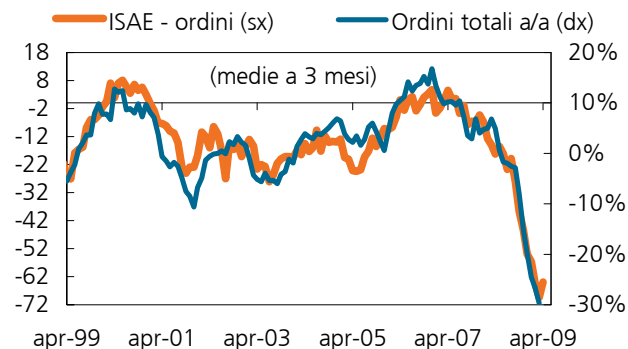
Fonte: Istat e previsioni Intesa Sanpaolo

... vi sono segnali di crescita meno negativa nel 2° trimestre



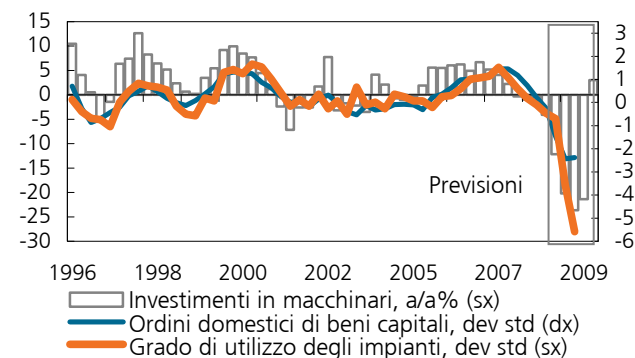
Fonte: Istat, Markit Economics ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I segnali di ripresa per gli ordini appaiono ancora timidi



Fonte: Istat, ISAE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rimane sui minimi l'utilizzo della capacità produttiva



Fonte: Istat, ISAE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

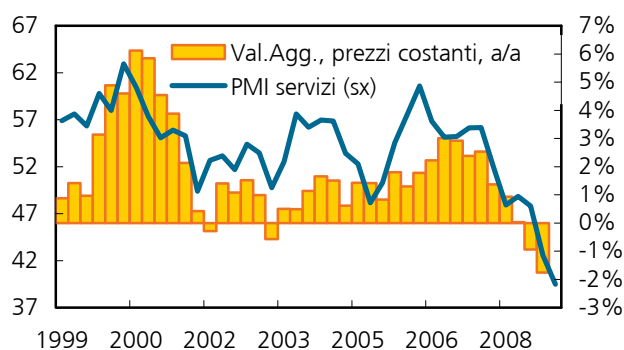
Indicazioni contrastanti dagli indici di fiducia nei servizi

Il miglioramento del clima di fiducia nel settore dei servizi è continuato in maggio. L'indice di fiducia dell'ISAE sale a -7 da -19 di aprile grazie al miglioramento dei giudizi sugli ordini e delle aspettative sull'economia in generale. In lieve calo il saldo sugli ordini attesi. Il dettaglio mostra un recupero della fiducia particolarmente marcato nei servizi alle famiglie (a 1 da -29) e in quelli finanziari (a 9, da -29), mentre è in peggioramento la fiducia nei servizi alle imprese (a -15 da -9) a causa dei giudizi negativi sull'andamento degli ordini.

Viceversa, il clima di fiducia dei commercianti arretra lievemente dopo il forte recupero di aprile. L'indice si attesta su valori leggermente inferiori ad aprile (a 94,6 da 95,4), ma comunque superiori a quelli medi dei primi quattro mesi dell'anno. In aumento le preoccupazioni circa l'andamento corrente e atteso delle vendite, mentre restano stabili sui livelli dello scorso mese le giacenze.

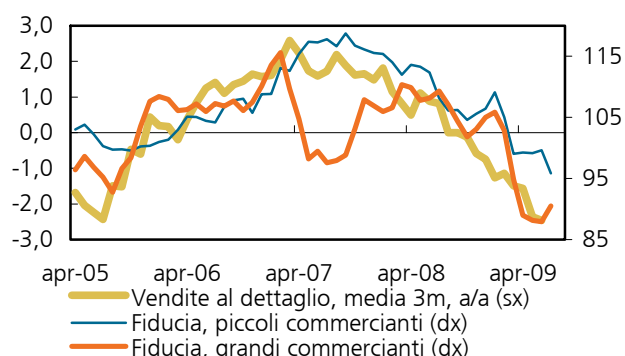
In calo anche la fiducia nel settore delle costruzioni (ma l'ultima indagine risale ad aprile, con l'indice sintetico a 71,3 da 73,1 di marzo) a causa di un peggioramento delle prospettive sull'occupazione, mentre si stabilizzano i giudizi sui piani di costruzione; continua ad aumentare la percentuale di imprenditori che dichiara di trovare ostacoli limitanti l'attività di impresa. L'ostacolo principale citato dalle imprese continua a essere l'insufficienza della domanda. Peraltro, gli investimenti nel settore delle costruzioni (soprattutto nel settore non residenziale) hanno mostrato una discreta tenuta a inizio anno (-0,8% da -4,2% t/t precedente).

Valore aggiunto nei servizi ancora più negativo a inizio 2009



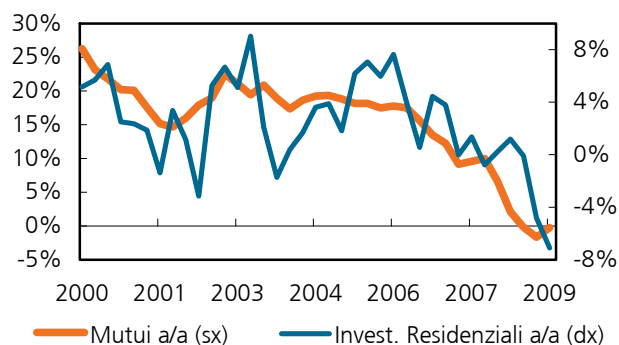
Fonte: Markit Economics, Istat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tentativo di recupero di fiducia per i grandi commercianti



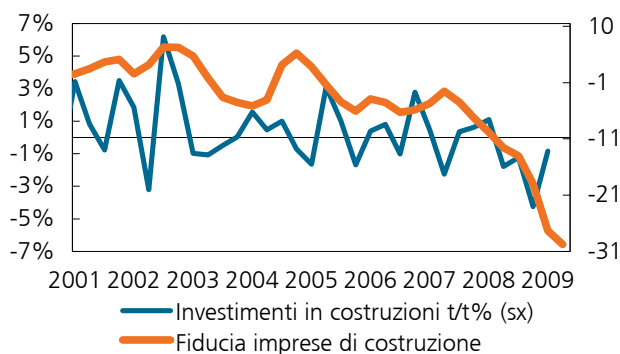
Fonte: Commissione UE, Istat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Si stabilizza la crescita su base annua delle richieste di mutui e degli investimenti residenziali



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

Gli investimenti in costruzioni tengono nonostante il calo della fiducia dei costruttori



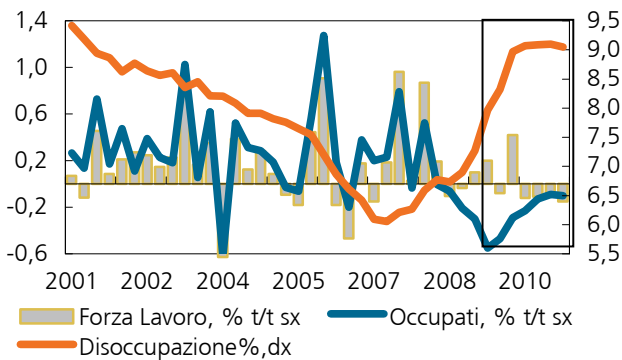
Fonte: Istat, ISAE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La disoccupazione comincia a salire significativamente

Ci aspettiamo un marcato aumento della disoccupazione nel 1° trimestre, dal 6,9% al 7,3%. Infatti, gli occupati, sulla base dei dati finora disponibili dalle grandi imprese, dovrebbero essere calati di almeno -0,3% t/t dopo il -0,2% t/t di fine 2008, a fronte di un possibile aumento di 0,1% t/t delle forze di lavoro (dopo la stabilità del trimestre precedente). Il tasso di disoccupazione è destinato a salire per tutto l'anno, raggiungendo nelle nostre stime un picco poco sopra il 9% a inizio 2010. Tuttavia, il recente recupero della componente occupazione nell'indagine PMI nel settore manifatturiero (proprio il settore che aveva mostrato la dinamica occupazionale più preoccupante negli ultimi mesi) segnala un possibile punto di svolta per l'occupazione in autunno.

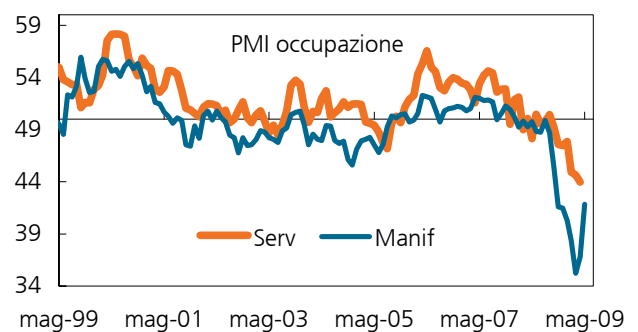
L'indice delle retribuzioni orarie contrattuali resta stabile per il terzo mese consecutivo a 3,5% a/a ad aprile. Nel mese le retribuzioni sono cresciute dello 0,1% dopo la variazione nulla di marzo (rivista da 0,1% m/m). Su base annua, gli incrementi più elevati si osservano per: edilizia (6,7% a/a), acqua e servizi di smaltimenti rifiuti (5,9% a/a), regioni e autonomie locali (5,5% a/a) e servizio sanitario nazionale (5,4% a/a). Gli incrementi minori riguardano, invece, i trasporti (0,8% a/a), militari/difesa e forze dell'ordine (rispettivamente 0,7% a/a e 0,6% a/a) ed estrazione di minerali (0,5% a/a); la variazione risulta nulla per energia e petrolio. La variazione mensile più significativa si registra invece per tessuti e abbigliamento: 2,1% m/m. La crescita dei salari contrattuali è ai minimi da quasi un anno e, sulla base dei contratti attualmente in vigore, ci attendiamo un ulteriore rallentamento nei prossimi mesi, fino a un minimo di 2,1% a/a tra luglio e agosto (i rischi su questa previsione sono verso il basso), ovvero meno della metà rispetto al picco registrato tra dicembre e gennaio (4,3%).

Il tasso di disoccupazione è atteso in crescita fino a inizio 2010



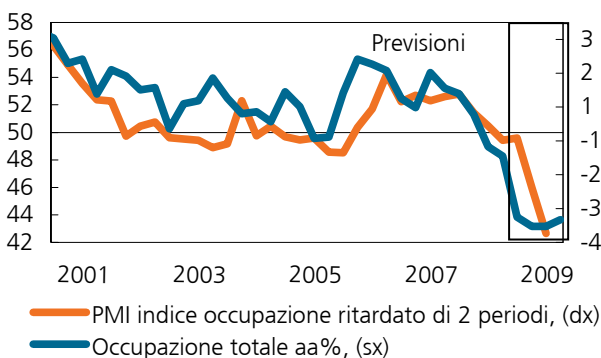
Fonte: Istat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rimbalzano le intenzioni di assunzione nell'industria



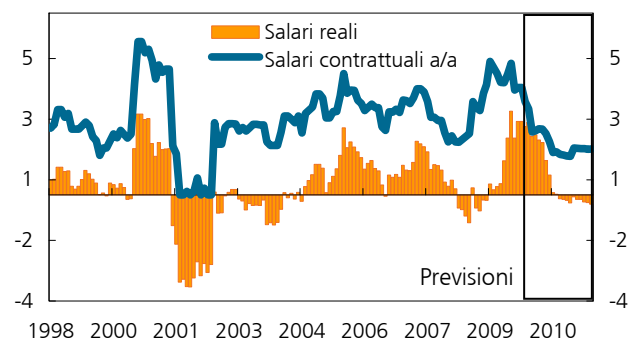
Fonte: Markit Economics

L'occupazione ha ancora margini di calo



Fonte: Markit Economics, Istat e previsioni Intesa Sanpaolo

Trend al ribasso per i salari contrattuali

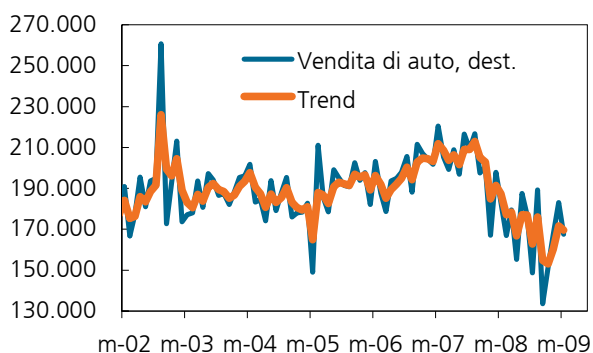


Fonte: Istat e previsioni Intesa Sanpaolo

Continua a tenere a sorpresa la fiducia dei consumatori

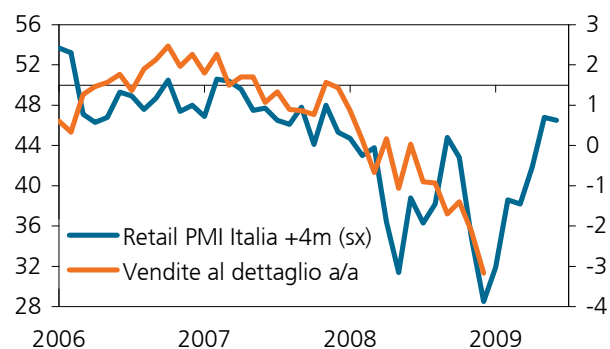
L'indice di fiducia dei consumatori è rimasto stabile a maggio a 104,9, sui valori massimi dal dicembre 2007. Si rafforza la fiducia relativa alla situazione economica generale del Paese (a 77,1 da 74,8), mentre è più debole il miglioramento sulla situazione corrente (a 113,5 da 112,5) – comunque ai livelli di agosto 2007. Stabili gli indicatori relativi alla situazione personale (119,3) e a quella futura (a 94,4 da 94,3). Per il secondo mese consecutivo **migliorano a sorpresa le attese relative al mercato del lavoro** (a 86 da 91). Prosegue il rallentamento della dinamica inflazionistica. Nel complesso, **il dato fa sperare in un recupero per le vendite nei prossimi mesi. Le vendite al dettaglio hanno registrato una variazione positiva di +0,1% m/m a marzo** (contro -0,2% m/m atteso) dopo il -0,9% m/m (rivisto da -0,7%) del mese precedente. Recuperano le vendite di prodotti non alimentari (+0,2% m/m da -1,2% m/m precedente), mentre risultano ancora in calo le vendite di alimentari (-0,1% m/m da -0,2% m/m). Sebbene la variazione mensile sia risultata inaspettatamente positiva (probabilmente anche per via della risalita dei prezzi trattandosi di dati in volume), una profonda revisione dei dati precedenti ha fatto sì che la variazione annua sia calata a sorpresa a -5,2% a/a (era atteso un -0,9%) da -4,7% (rivisto verso il basso da -3,1%) a/a di febbraio. Lo spaccato per dettaglio mostra una contrazione delle vendite di -4,8% a/a nella grande distribuzione e di -5,4% a/a nelle imprese operanti su piccole superfici. I gruppi di prodotti che registrano le peggiori performance sono: utensileria per la casa (-7,6% a/a), giochi e sport (-6,5% a/a) e calzature, articoli in cuoio (-6,3% a/a). In sintesi, il dato conforta circa il fatto che **il peggio potrebbe essere alle spalle per le vendite**.

Le vendite di auto si mantengono in ripresa a maggio



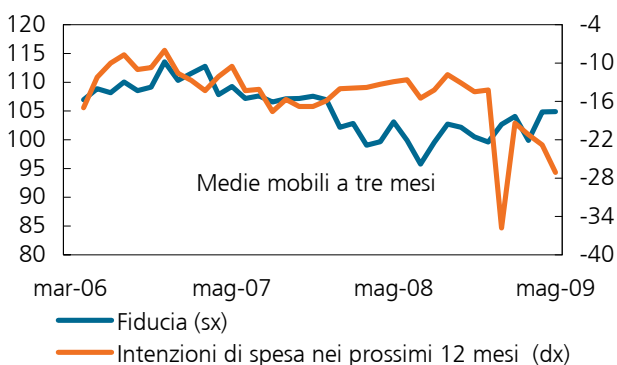
Fonte: Istat, EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Possibile un rimbalzo per le vendite al dettaglio



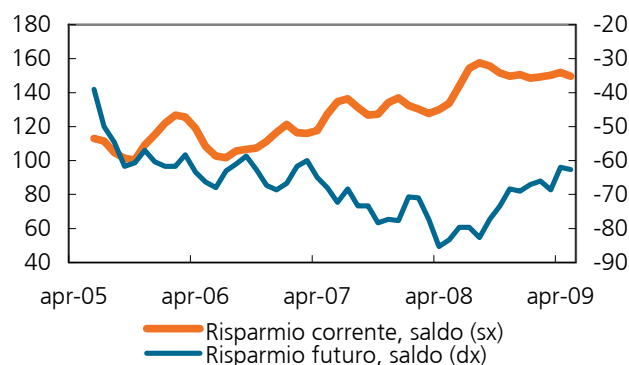
Fonte: Istat, Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tornano a calare le intenzioni di spesa



Fonte: ISAE, EcoWin, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Ampio il gap tra opportunità di risparmio corrente e futuro

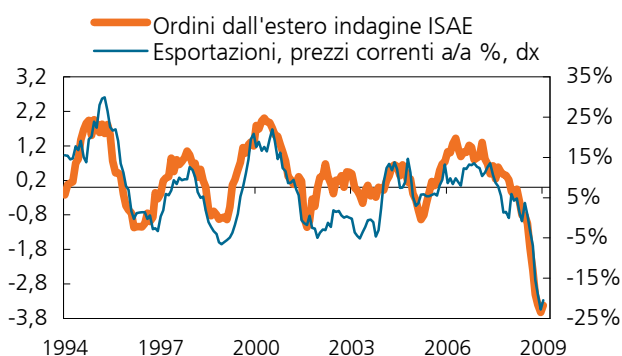


Fonte: Istat, EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Soffre l'export verso l'Est Europa, in controtendenza la Cina

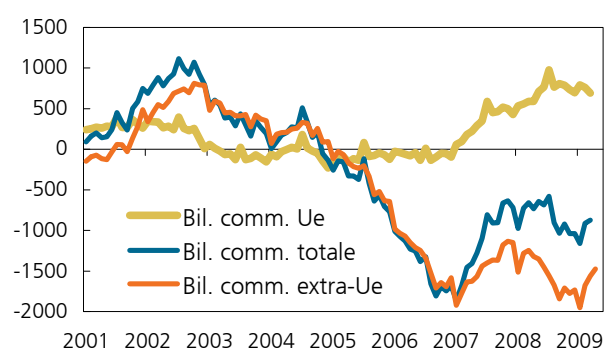
Nel mese di aprile la bilancia commerciale con i Paesi extra-UE ha registrato un saldo negativo per 76 milioni di euro. **Per quanto riguarda le esportazioni, si nota una decisa riduzione della velocità di caduta negli ultimi mesi (-0,7% da -3,9% precedente e dal record di -15,7% m/m registrato a gennaio); la variazione annua rimane in territorio negativo (-20,5% a/a), ma in recupero dai minimi (-30% a/a a gennaio).** Anche il ritmo di caduta dell'import è in diminuzione (-2,8% da -5,8% precedente e dal record di -7,0% m/m di gennaio), ma la flessione tendenziale continua a crescere raggiungendo un nuovo record (-29,6% da -23,5% a/a precedente). Tornando all'export, i segnali di stabilizzazione vengono dalla **ripresa dell'export verso la Cina, l'unico Paese che registra una variazione tendenziale positiva per le esportazioni (+8,2% a/a).** In particolare si nota un **ottimo andamento delle vendite di macchinari (+16,1% a/a)**, che rappresentano peraltro quasi la metà delle intere commesse verso il gigante asiatico; anche il settore dei mezzi di trasporto, che per l'aggregato dei Paesi extra-UE mostra un calo di -30,1%, evidenzia un tendenziale decisamente positivo (+12,4% a/a) verso Pechino. **L'altra area geografica che tiene meglio della media, pur mantenendo una variazione annua negativa, è quella dei Paesi OPEC (-7,8% a/a)**, anche in questo caso grazie in particolare a macchinari e mezzi di trasporto. In sintesi, i dati mostrano i primi segnali tangibili di stabilizzazione dell'export grazie in particolare alla Cina, mentre **continua a deludere l'andamento dell'interscambio verso i Paesi europei extra-UE e in particolare verso la Russia (il Paese con la flessione più marcata, -42,6% a/a).** Peraltro, ricordiamo che **la quota di mercato della Russia (2,9%) è più che doppia rispetto a quella della Cina (1,8%).**

Leggero rimbalzo per l'export



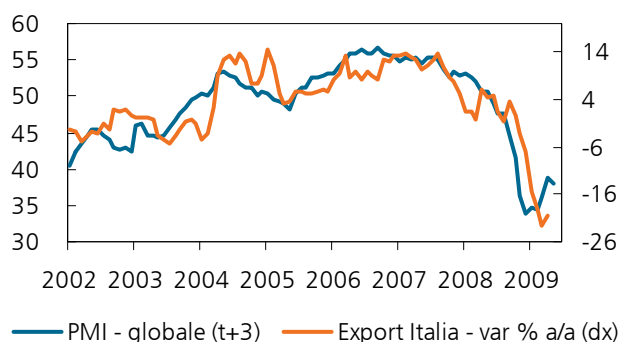
Fonte: Istat, ISAE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

In recupero il saldo con i paesi extra-UE



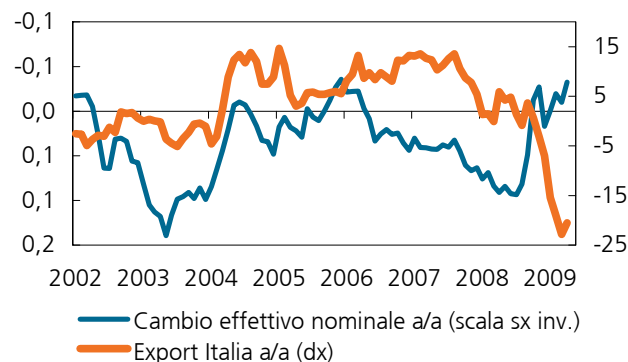
Fonte: Istat (dati in milioni di euro)

Segnali di ripresa della domanda mondiale



Fonte: EcoWin, Istat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'export in questa fase pare poco sensibile al tasso di cambio



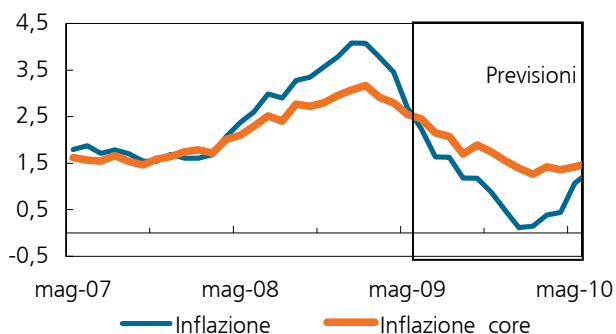
Fonte: Istat, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'inflazione ha ancora spazi di calo, ma si riducono i rischi deflattivi

La prima lettura dell'indice dei prezzi al consumo armonizzato italiano ha registrato un aumento dei prezzi di 0,2% m/m a maggio come ad aprile, per un **rallentamento dell'inflazione annua a 0,9% dopo l'1,2% a/a di aprile**. L'indice armonizzato ha fatto segnare anch'esso un +0,2% m/m per una variazione annua in calo a 0,8% da 1,2% a/a di aprile. Tra le componenti che hanno contribuito maggiormente, risultano in calo solo i beni di lusso e culturali che calano del -0,3% m/m, mentre salgono i prezzi del settore dei trasporti (+0,6% m/m) e dei beni e servizi per la casa (+0,2% m/m). Nel complesso si **conferma il trend di rallentamento dei mesi passati, verso un minimo, che stimiamo attorno a zero, che verrà raggiunto tra luglio e agosto**. Nei mesi di settembre e ottobre assisteremo a una risalita sia per l'effetto statistico di confronto con gli stessi mesi dello scorso anno, sia per il contributo dei prezzi energetici vista la recente risalita dei prezzi delle materie prime. **La componente "core" dell'inflazione continuerà invece a dare un contributo negativo all'indice**. Escludiamo comunque scenari deflattivi, e l'inflazione italiana si manterrà al di sopra di quella europea.

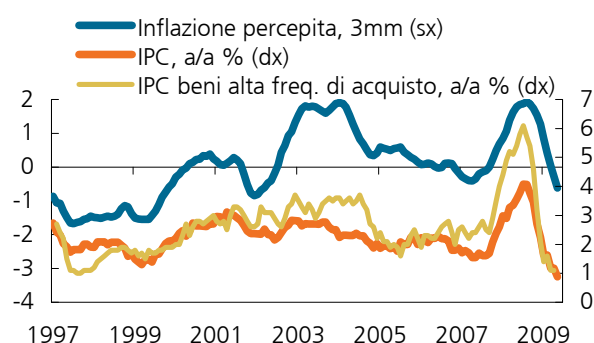
L'indice dei prezzi alla produzione ha registrato ad aprile un calo del -0,5% m/m da -0,7% m/m di marzo, in linea con le attese. Il dato si è tradotto in una variazione annua del -5,3% a/a da -4,6% a/a recedente. Il calo ha riguardato tutte le tipologie di beni, con il settore energetico sceso del -0,9% m/m da -2,4% m/m di marzo e i beni intermedi scesi del -0,6% m/m dopo il -0,7% m/m precedente. Il dato segnala che **esistono ancora pressioni disinflazionistiche a monte della catena produttiva che non si sono ancora riflesse a pieno sui prezzi al consumo**.

Inflazione in territorio negativo tra luglio e agosto



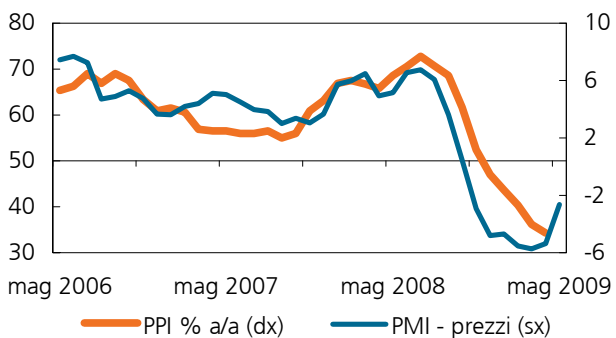
Fonte: Istat e previsioni Intesa Sanpaolo

In deciso calo anche l'inflazione percepita



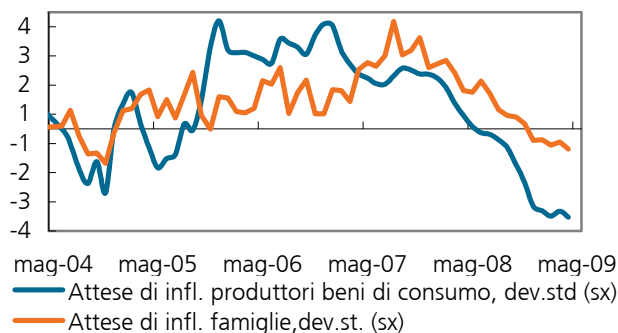
Fonte: Istat, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il PPI ha quasi esaurito i margini di calo



Fonte: EcoWin e Istat

Attese di inflazione di imprese e famiglie ancora in calo



Fonte: EcoWin, Istat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'evoluzione del sistema bancario

I tassi di interesse: minimi storici raggiunti

Prosegue la corsa in discesa dei tassi bancari. Anche ad aprile la velocità della riduzione si è mantenuta elevata: **il tasso sulle consistenze complessive di finanziamenti a famiglie e imprese è sceso fino al 4,58%**, dal precedente 4,92%, con il prezzo dei prestiti fino a 1 anno arrivato al 4,89% (precedente 5,22%) e quello sulle scadenze maggiori al 4,46% (precedente 4,79%).

Stefano Corona

Da novembre 2008 (inizio della fase discendente), a fronte di una discesa dell'Euribor 3m di 260pb, il tasso medio sui prestiti a breve termine a famiglie e imprese ha ceduto 207pb (l'80% circa), mentre quello sui prestiti di più lunga durata è calato di 175pb. Il differenziale tra tasso medio a breve termine e tasso minimo, segnaletico di restrizione creditizia, è risultato stabile per il terzo mese consecutivo a circa 2,70 punti.

Circa le nuove operazioni di finanziamento⁵, ad aprile il tasso richiesto alle imprese è sceso sotto il 3% e precisamente al 2,86%. Il ribasso è stato di circa 20pb sia per i fidi fino a un milione, sia per quelli sopra tale importo, arrivati al 2,48%, minimo assoluto dal 2003. Con riguardo alle famiglie il tasso sui nuovi mutui, riducendosi di ulteriori 22pb m/m ha raggiunto il 4,06%, con i nuovi prestiti a tasso variabile in flessione di 29pb al 3,37%. Molto meno mosso, invece, il tasso sui finanziamenti al consumo, passato a 8,92% dal precedente 9,06%. Quello relativo al complesso delle altre forme di finanziamento con durata 1-5 anni, si è, infine, attestato al 5,03%, cedendo 20pb.

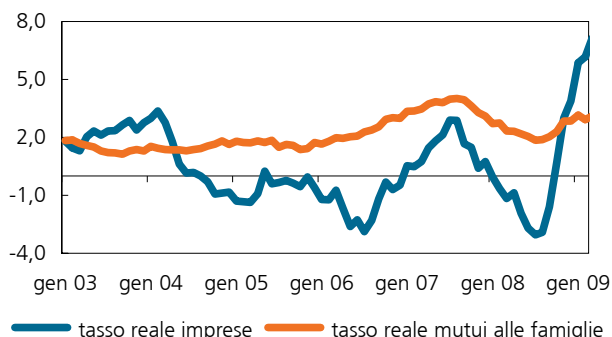
Il costo della provvista bancaria continua a persistere piuttosto elevato, riflettendo l'accentuata vischiosità verso il basso dei rendimenti dei depositi a tempo e gli elevati rendimenti ancora richiesti dal mercato sulle emissioni obbligazionarie (ad aprile ancora 197pb sull'Euribor 3m). **La stima del tasso medio sul complesso dell'aggregato è scesa al 2,05%**, dal precedente 2,22%, con il tasso corrisposto sui depositi (inclusi i pronti contro termine) di famiglie e imprese all'1,06% (precedente 1,20%) e quello sulle obbligazioni al 3,40% (3,61%).

Si conferma la tendenza alla **ricomposizione dei margini a favore del mark-up**, per effetto del maggiore rischio percepito nell'erogazione di credito. Tuttavia, il margine sui prestiti a breve termine contro l'Euribor 1m ha accusato ad aprile un temporaneo leggero arretramento al 3,87%. In parallelo, il **mark-down** ha continuato a scendere fino allo 0,42% (-11pb). Per effetto di tali dinamiche, la forbice tra il rendimento degli impieghi e il costo della raccolta si è attestata ad aprile a 2,53 punti, in calo di 16pb rispetto a marzo.

Nel prosieguo del 2° trimestre, anche grazie al taglio del refi rate operato a maggio dalla BCE, **ci aspettiamo la prosecuzione della flessione dei tassi**, seppur con velocità decrescente rispetto ai primi mesi dell'anno (i tassi monetari dovrebbero aver toccato un minimo a maggio). In parallelo, è verosimile la continuazione dell'ampliamento dei margini sull'attività di prestito, indotta dalla persistenza di condizioni di generale avversione al rischio.

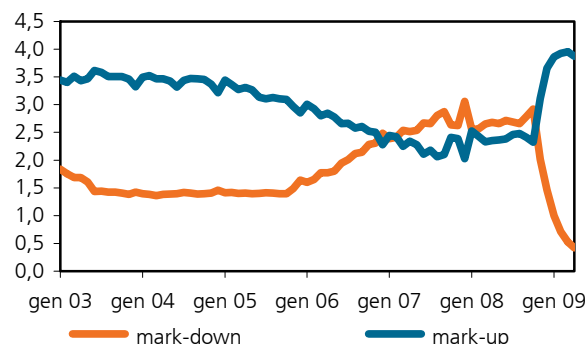
⁵ Sia per le famiglie che per le società non finanziarie il tasso medio sulle nuove operazioni non include i conti correnti attivi.

Costo reale dei nuovi finanziamenti a medio-lungo termine



Fonte: Banca d'Italia, Istat

Spread e contribuzione a breve termine



Fonte: Banca d'Italia

Gli impieghi: rallenta il credito alle imprese, accelera quello alle famiglie

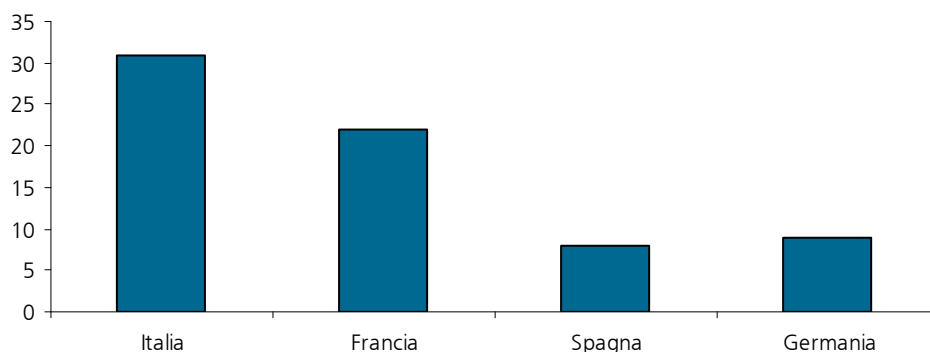
Dopo un 1° trimestre di forte rallentamento, **ad aprile la crescita dell'attività creditizia ha mostrato segnali di stabilizzazione**. La tendenza alla decelerazione sembra tuttavia destinata a durare, interessando principalmente il settore produttivo. Sotto il profilo dell'offerta non si attendono ulteriori inasprimenti delle condizioni di finanziamento, ma neanche allentamenti.

La Banca d'Italia, nella sua Relazione annuale, segnala che **il rallentamento del credito sta interessando maggiormente le banche di grandi dimensioni**: nei dodici mesi terminanti a marzo i prestiti erogati da questa categoria di intermediari si sono ridotti del 2,1%, a fronte di una crescita complessiva del 2,9%. Tale circostanza riflette, da un lato, la necessità dei grandi gruppi di finanziarsi in misura cospicua sui mercati all'ingrosso, dall'altro il maggiore radicamento territoriale delle banche più piccole, che, in tempi di crisi, sembra abbiano mirato a consolidare le relazioni di clientela, anche a costo di assumere maggiori rischi.

Ad aprile la crescita tendenziale dei prestiti delle banche italiane è stata del 3,1%, in leggera risalita rispetto al 2,9% di marzo. Considerando i soli prestiti a famiglie e imprese l'espansione del credito è rimasta sostanzialmente stabile al 3,4%. In crescita più accentuata, ancorché in decelerazione, i prestiti a breve termine, con un +4,3%, mentre quelli con durata superiore ai dodici mesi hanno registrato un aumento del 3,0%, risalendo leggermente dal 2,4% del mese precedente. Nel break down settoriale, il tasso di crescita dei finanziamenti alle società non finanziarie è sceso al 3,4% a/a (precedente 4,1%), mentre con riguardo alle famiglie si è registrata, per il secondo mese consecutivo, una nuova accelerazione, +3,3%.

La tenuta del credito a breve riflette le difficoltà delle aziende di incasso dei pagamenti dei clienti. Al proposito, Bankitalia segnala, a fronte di effetti commerciali smobilizzati presso le banche, una forte accelerazione dei flussi di crediti che restano non pagati per oltre un mese dalla scadenza, che da incrementi dell'ordine del 2% dei primi mesi del 2008 sono passati al 31% a marzo. Il ritardo nei pagamenti ha rappresentato un importante veicolo di propagazione della crisi tra i diversi settori di attività economica, dato il peso superiore al 30% del credito commerciale nei bilanci delle imprese italiane, frazione molto più elevata di quella registrata dai principali partner europei.

Peso del credito commerciale sul totale del credito alle imprese (%)

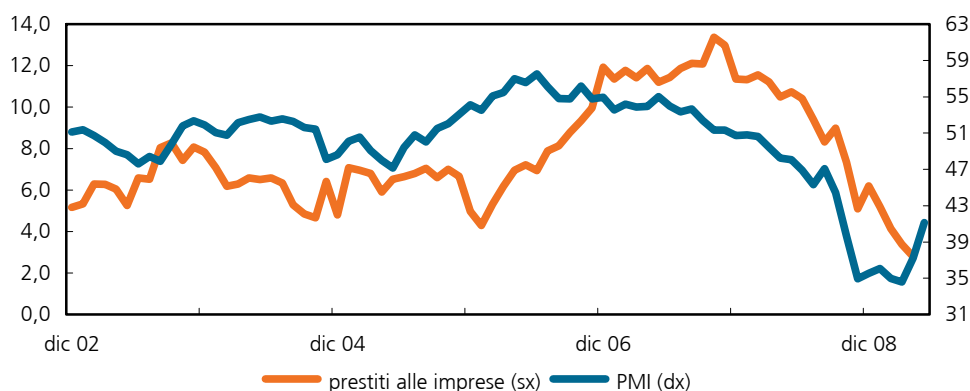


Fonte: Banca d'Italia su dati BACH

Nel dettaglio delle **imprese**, ad aprile i prestiti all'industria manifatturiera hanno registrato un tasso di crescita leggermente negativo (-0,1% a/a), mentre si sono mantenuti positivi negli altri comparti di attività economica: costruzioni +4,8%, servizi +5,5%, ma con un -1,3% per il commercio. L'erogazione di fondi al settore produttivo continua a essere polarizzata sul breve termine (fino a 1 anno), in aumento del 3,4% e sulle scadenze superiori a 5 anni, la cui crescita è tornata, dopo quasi 10 anni, a una cifra (+9,6%). I finanziamenti con scadenza tra 1 e 5 anni, invece, mostrano evidenti i segni della crisi, riducendosi dell'8,7%.

Le prospettive puntano a un ulteriore calo dell'attività di credito con le imprese, dovuto agli effetti depressivi della negativa congiuntura su investimenti e fabbisogno di capitale circolante. Tuttavia, nella seconda parte dell'anno, i tassi di crescita dovrebbero stabilizzarsi per poi gradualmente risalire dai minimi. Tale ipotesi è suffragata dal miglioramento degli indicatori di fiducia PMI e ISAE rilevati a maggio sulle imprese manifatturiere, che, pur restando su livelli storicamente bassi, si stanno lentamente rafforzando, in termini di produzione e ordinativi. Nell'indagine ISAE emerge, inoltre, un **rasserenamento del clima riguardante le condizioni di accesso al credito**, con una diminuzione della percentuale di imprese che si ritiene razionata.

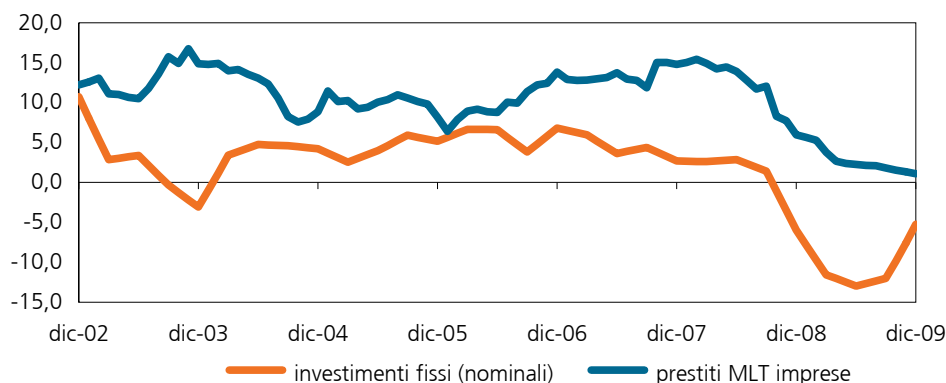
Prestiti alle imprese e fiducia (var.% a/a)



Fonte: Banca d'Italia, previsioni Intesa Sanpaolo

Il calo dei tassi di interesse, l'onerosità del finanziamento sul mercato dei capitali, la necessità di ristrutturazione di debiti pregressi oltre che, il fabbisogno finanziario generato dal minore autofinanziamento e da temporanee tensioni di liquidità riconducibili all'allungamento dei tempi di incasso compenseranno parzialmente l'effetto depressivo sulla domanda di prestiti indotto dalla recessione.

Prestiti alle imprese e investimenti (var. % a/a)

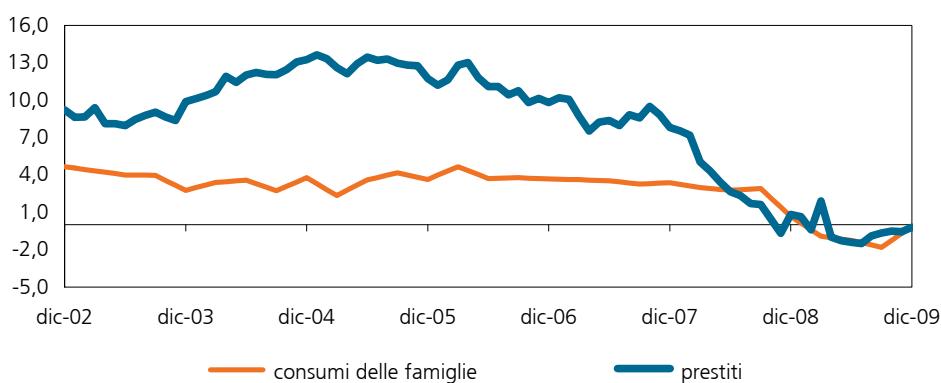


Fonte: Banca d'Italia, previsioni Intesa Sanpaolo

Il credito alle famiglie ha rialzato la testa in aprile, segnando un tasso di crescita del 3,3%, contro un precedente 1,9%. La dinamica resta, anche in prospettiva, non particolarmente brillante, limitata dall'atteggiamento precauzionale delle famiglie che deprime la loro propensione al consumo e aumenta quella al risparmio. L'accelerazione più pronunciata si è registrata nel comparto dei mutui-casa, in salita del 4,0%, mentre il credito al consumo, che dimostrava più vivacità nelle passate rilevazioni, ha rallentato con un +2,0%; gli altri prestiti hanno, invece, segnato un tendenziale del 2,5%.

Nei prossimi mesi non ci aspettiamo una forte ripresa della domanda delle famiglie, piuttosto un lento rafforzamento nella seconda parte dell'anno, in corrispondenza di un miglioramento del clima di fiducia. Malgrado l'accelerazione dei mutui ad aprile, nel 2009 le altre forme tecniche dovrebbero performare meglio.

Prestiti alle famiglie (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia, previsioni Intesa Sanpaolo

La raccolta e il risparmio gestito: provvista retail molto robusta; è arrivata la svolta per i fondi comuni

Ad aprile la raccolta diretta ha registrato una crescita annua dell'11,6%, confermando il ritmo di crescita tenuto da inizio anno. **La dinamica dell'aggregato rimane ancora molto ben intonata** e rispecchia l'elevata avversione per il rischio, che fa privilegiare gli investimenti a breve termine e, tra questi, quelli più liquidi, caratterizzati da un contenutissimo costo-opportunità, data la discesa ai minimi dei tassi monetari.

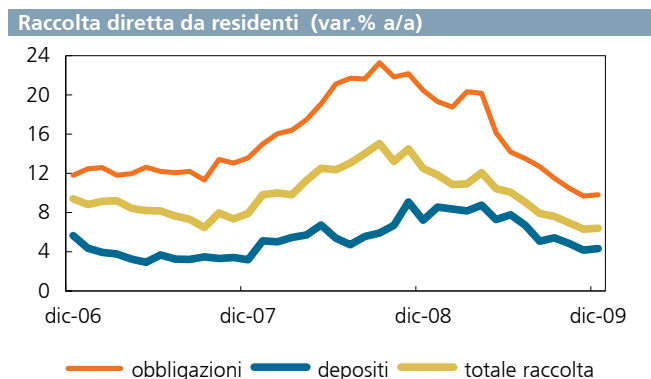
L'espansione dell'aggregato ha poggiato essenzialmente, come nei mesi precedenti, su conti correnti e obbligazioni. I primi sono cresciuti del 10,0%, mentre le obbligazioni del 20,2%, dato che riflette il buon apprezzamento dei risparmiatori in cerca di rendimento a rischio contenuto.

L'attuale preferenza del mercato per il breve termine ha favorito, inoltre, l'espansione dei depositi a tempo (che comprendono fra l'altro i conti on-line a elevata remunerazione), anch'essi contraddistinti da una soddisfacente remunerazione e da un basso rischio: ad aprile i depositi rimborsabili con preavviso sono aumentati dell'8,8% a/a, mentre quelli con durata prestabilita del 28,4%. Si è accentuata, al contrario, la veloce riduzione dei pronti contro termine nei portafogli finanziari (-26,5%).

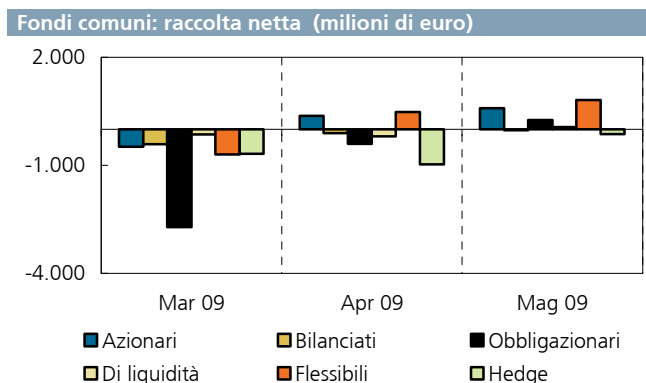
La raccolta diretta dovrebbe continuare, nei prossimi mesi, a espandersi a buoni ritmi, ma in un contesto di graduale rallentamento, in sintonia con la dinamica dei prestiti. Una tale prospettiva poggia sull'effetto congiunto di fattori di offerta (banche orientate alla raccolta retail per assicurarsi per questa via liquidità) e di domanda (bassa propensione al rischio dei risparmiatori e bassi tassi di interesse incentivano l'investimento a breve termine). La componente obbligazionaria continuerà a espandersi più velocemente di quella a più breve termine, sebbene il processo di sostituzione nei portafogli dei risparmiatori di fondi comuni e gpf con obbligazioni bancarie, in atto dal 2006, sembri avviato a conclusione.

Nel risparmio gestito finalmente qualcosa si muove. A maggio, confermando i segnali positivi del mese precedente, la raccolta netta dei fondi comuni è tornata in nero per quasi 1,6 miliardi di euro. Le sottoscrizioni hanno superato i riscatti nella maggioranza delle categorie, compresi gli obbligazionari, penalizzati da oltre 3 anni. Leggeri sbilanci negativi hanno registrato solo i fondi bilanciati ed hedge.

Anche il mercato delle polizze vita sembra dare segnali di maggiore vivacità rispetto al recente passato. Nel mese di aprile nuovi premi per polizze individuali sono stati pari a 5,6 miliardi di euro, con una crescita sui dodici mesi di quasi il 34%. Da inizio anno i premi raccolti sono stati il 15% in più del corrispondente periodo del 2008. L'attività delle compagnie appare attualmente prevalentemente orientata alla vendita di polizze del ramo I (capitalizzazione + caso morte), in aumento, nel 1° quadrimestre, di oltre il 144% a/a, mentre le polizze più rischiose (unit e index linked) hanno accusato anche in aprile un pesante calo (-83%).



Fonte: Banca d'Italia, previsioni Intesa Sanpaolo



Fonte: Assogestioni

Il conto economico del sistema bancario: molto male nel 2008, nel 2009 si replica

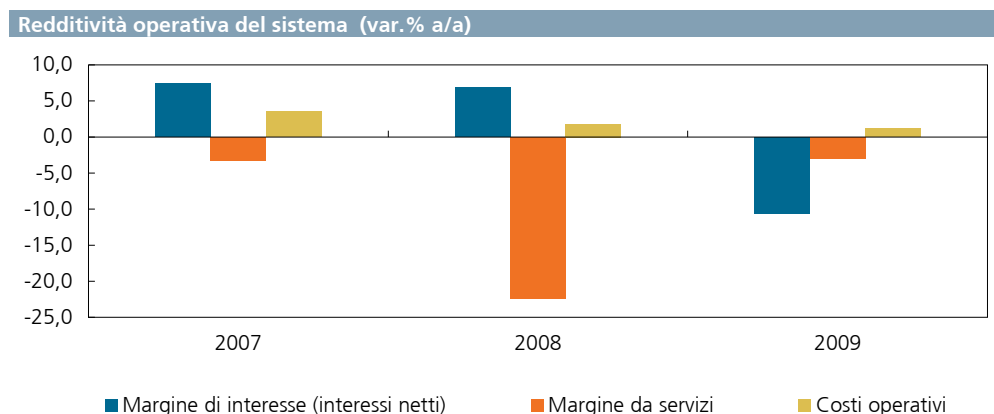
I dati di consuntivo 2008 diffusi dalla Banca d'Italia hanno confermato (e superato) le aspettative di forte peggioramento della redditività del sistema bancario. Gli utili si sono ridotti di quasi due terzi e il ROE è sceso dal 12,8 al 4,8%. Tuttavia, rispetto alle maggiori banche estere i principali gruppi bancari italiani hanno registrato perdite più contenute su prodotti di credito strutturati e sugli altri strumenti finanziari al centro della crisi dei mercati. Peraltro, le svalutazioni su crediti hanno assorbito quasi il 47% del risultato di gestione.

Sotto il profilo dei ricavi, la buona crescita del margine di interesse (+6,9%) non ha compensato il significativo arretramento degli altri proventi. Molto male, in particolare, i ricavi da trading (-236%) e quelli da servizi (-7,0%). Il margine di intermediazione è pertanto sceso del 7,7%.

Sul fronte dei costi, invece, la politica di tagli delle banche ha prodotto una riduzione dei costi del personale del 2,9%, accompagnata però da un deciso incremento delle altre spese (+7,7%).

Il risultato di gestione si è pertanto ridotto del 20,9%.

Per il 2009 la crescita della redditività operativa del sistema bancario⁶ è attesa in ulteriore forte calo, riflettendo l'impatto negativo della recessione sull'attività creditizia, sia dal punto di vista del margine di interesse che sotto il profilo dei ricavi da servizi.



Fonte: Banca d'Italia, previsioni Intesa Sanpaolo

⁶ La serie del conto economico, in seguito all'introduzione dal 2006 degli IAS/IFRS, ha subito un break strutturale. Solo il 2005 è stato ricostruito dalla Banca d'Italia secondo i nuovi criteri contabili, sulla base di un sondaggio presso i principali istituti di credito. L'impatto maggiore delle modifiche apportate si è riscontrato sui ricavi da servizi.

Evoluzione del settore bancario 2007-09

Tassi di interesse e spread del sistema bancario - Settori famiglie e società non finanziarie (% per anno; consistenze)						
	2007		2008		2009	
	media	fine	media	fine	media	fine
Prestiti a famiglie e società non finanziarie	5,82	6,18	6,30	6,09	4,56	4,16
Prestiti a breve termine (< 1 anno)	6,33	6,74	6,84	6,63	5,09	4,82
- C/c attivi famiglie	8,75	8,85	8,97	8,78	7,69	7,60
- C/c attivi società non finanziarie	6,44	6,83	6,95	6,64	5,07	4,83
- Prestiti b/t a società non finanziarie	6,01	6,46	6,56	6,34	4,60	4,27
Prestiti a medio/lungo termine (> 1 anno)	5,60	5,95	6,08	5,86	4,34	3,87
- Mutui a famiglie	5,38	5,71	5,80	5,63	4,27	3,86
- Prestiti a medio/lungo a società non finanziarie	5,32	5,74	5,88	5,59	3,99	3,53
Raccolta da famiglie e società non finanziarie	2,65	2,89	3,11	2,99	1,95	1,60
Depositi (incl. pct)	1,80	2,06	2,17	1,99	1,04	0,85
- Conti correnti	1,44	1,65	1,74	1,53	0,56	0,38
- Conti correnti di famiglie	1,14	1,28	1,36	1,23	0,45	0,30
- Conti correnti di società non finanziarie	2,28	2,69	2,79	2,43	0,83	0,52
Obbligazioni	3,92	4,28	4,53	4,49	3,21	2,65
Spread e contribuzione famiglie e società non finanziarie						
Spread a breve (prestiti b/t - c/c)	4,89	5,08	5,10	5,10	4,53	4,44
Spread complessivo (prestiti - raccolta)	3,17	3,29	3,19	3,10	2,62	2,56
Mark-up b/t (prestiti b/t - euribor 1m)	2,25	2,03	2,57	3,64	4,02	3,89
Mark-down b/t (euribor 1m - c/c passivi)	2,64	3,06	2,53	1,46	0,50	0,56
Rendimenti di mercato						
Refi rate		4,00		2,50		1,00
Euribor 1m	4,08	4,71	4,27	2,99	1,06	0,94
Euribor 3m	4,28	4,85	4,63	3,29	1,33	1,12
Euribor 6m	4,35	4,82	4,72	3,37	1,50	1,30
Swap 3a	4,43	4,50	4,30	3,14	2,11	1,99
BTP 10a	4,48	4,55	4,66	4,41	4,03	3,80

Fonte: Banca d'Italia, Intesa Sanpaolo – Servizio Studi e Ricerche

Aggregati creditizi (variazioni % a/a; clientela residente; euro e valuta)						
	2007		2008		2009	
	media	fine	media	fine	media	fine
Raccolta diretta (inclusi pct)	11,0	7,9	12,3	12,5	9,1	6,4
Depositi (C/C+risparmio+CD)	9,1	3,2	6,1	7,2	6,6	4,3
- Conti correnti	4,2	2,8	5,1	7,3	7,2	4,5
Obbligazioni (inclusi subordinati; residenti e non)	12,4	13,6	19,8	20,7	14,4	9,8
PCT con clientela ordinaria	18,2	12,1	16,9	10,6	-1,2	2,5
Prestiti	11,0	12,5	9,3	4,7	1,2	-0,1
- Famiglie	8,7	7,8	3,0	0,8	-0,5	-0,2
- Società non finanziarie	12,7	13,2	10,7	6,8	2,6	0,3
- Altri settori	10,0	20,2	17,7	5,3	-0,1	-1,1
Impieghi b/t a famiglie e società non finanziarie	10,4	9,8	7,8	8,3	2,8	-0,7
Famiglie	2,0	3,7	3,1	10,5	4,7	-0,3
Società non finanziarie	11,8	10,8	8,6	8,0	2,5	-0,8
Impieghi m/lt a famiglie e società non finanziarie	11,6	11,7	7,8	3,1	1,0	0,5
Famiglie	9,6	8,3	3,0	-0,3	-1,1	-0,2
Mutui	10,3	8,7	1,6	-0,9	-0,7	-0,8
Altri prestiti a m/lt	8,3	7,7	5,4	0,8	-1,8	0,9
Società non finanziarie	13,4	14,8	12,1	6,0	2,6	1,1

Fonte: Banca d'Italia, Intesa Sanpaolo – Servizio Studi e Ricerche

Conto economico del sistema bancario (variazioni % a/a)			
	2007	2008	2009
Interessi netti	7,4	6,9	-10,6
Altri ricavi netti	-3,2	-22,3	-3,0
- Utili da negoziazione titoli	-41,6	-236,6	47,6
- Ricavi da servizi	0,2	-7,0	-7,7
- Altri ricavi (dividendi, ricavi su altre attiv. finanz., prov. diversi)	4,6	-3,2	-8,6
Proventi operativi netti	1,8	-7,7	-7,4
Costi operativi	3,5	1,8	1,2
- Costo del personale (*)	7,2	-2,9	0,4
- Altre spese amministrative	-0,6	7,7	2,0
Risultato di gestione	-0,4	-20,9	-22,7

(*) costo unitario addetto * numero medio addetti; sono esclusi oneri straordinari per incentivazione all'esodo e altri oneri non ricorrenti legati alla gestione del personale (2005: 732 milioni di euro; 2006: 1.536 milioni di euro; 2007 1.962 milioni di euro)

Fonte: Banca d'Italia, Intesa Sanpaolo – Servizio Studi e Ricerche

Conto economico del sistema bancario (in % dei fondi intermediati)			
	2007	2008	2009
Interessi netti	1,36	1,32	1,14
Altri ricavi netti	1,35	0,96	0,90
- Utili da negoziazione titoli	0,10	-0,12	-0,06
- Ricavi da servizi	0,70	0,59	0,53
- Altri ricavi (dividendi, ricavi su altre attiv. finanz., prov. diversi)	0,55	0,49	0,43
Proventi operativi netti	2,71	2,28	2,04
Costi operativi	1,57	1,46	1,43
- Costo del personale (*)	0,87	0,77	0,75
- Altre spese amministrative	0,70	0,69	0,68
Risultato di gestione	1,14	0,82	0,61

Fonte: Banca d'Italia, Intesa Sanpaolo – Servizio Studi e Ricerche

Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice**Tel. 02 879+(6)****Macroeconomic & Fixed Income Research**

Paolo Mameli – Economista Area Euro

62128

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

Industry & Banking

Stefano Corona - Banking

62073

Stefano.corona@intesasanpaolo.com

Appendix

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.