

La bussola dell'economia italiana

Servizio Studi e Ricerche
Marzo 2013

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

È la politica, bellezza!

Italia – Sintesi della previsione macroeconomica

Industria: rimbalzo effimero per la produzione?

Servizi: sempre più depresso il tono delle indagini

La disoccupazione accelera a inizio 2013

Torna a calare la fiducia dei consumatori

Rallenta il commercio coi Paesi extra-UE

Prosegue il trend di calo dell'inflazione

Tendenze del settore bancario italiano

Cenni di riduzione del costo della raccolta

Continua il calo dei prestiti alle imprese, ma meno marcato dell'autunno scorso

Box – La valutazione delle imprese sulle condizioni creditizie

Depositi bancari in ulteriore accelerazione a inizio 2013

26 marzo 2013

2

Nota mensile

2

6

Intesa Sanpaolo
Servizio Studi e Ricerche

7

8

Elisa Coletti

Economista Banche

9

10

11

Tiziano Lucchina

Economista Banche

12

13

Paolo Mameli

Economista Area euro

13

18

20

22

L'evoluzione dello scenario congiunturale

È la politica, bellezza!

Sebbene sia iniziato con una nota meno negativa che a fine 2012, il 2013 per l'economia italiana sarà un altro anno di recessione (-1,5% nelle nostre stime, dopo il -2,4% del 2012), la più lunga da più di trent'anni. Infatti, i potenti fattori recessivi del 2012 rimarranno attivi per buona parte dell'anno, e la ripresa potrà arrivare solo dalla fine del 2013. Un parziale sollievo arriverà dallo sblocco dei pagamenti della PA. I rischi sullo scenario restano peraltro verso il basso, il principale dei quali è costituito dall'incertezza del quadro politico. Il Paese non necessita di una manovra aggiuntiva per l'anno in corso, ma al contempo non può per il momento permettersi di allentare il percorso di aggiustamento fiscale.

Paolo Mameli

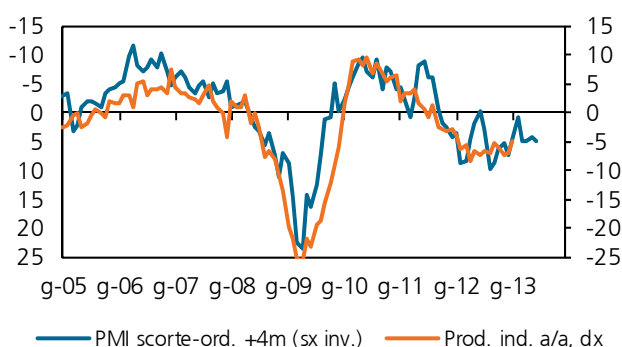
Il 2013 per l'economia italiana potrebbe iniziare con una nota decisamente meno negativa che a fine 2012. Sulla base del rimbalzo di gennaio della produzione industriale (e nonostante il tono ancora pessimistico delle indagini), è infatti possibile che l'industria abbia dato un contributo circa nullo al valore aggiunto nel 1° trimestre. Tenendo conto che il valore aggiunto dovrebbe aver continuato a calare nei servizi (e nelle costruzioni), in ogni caso le indicazioni sono coerenti con un PIL significativamente meno negativo (in calo di due/tre decimi) a inizio 2013, dopo il pesante -0,9% t/t di fine 2012.

Il 2013 si apre con una nota meno negativa che a fine 2012...

Tuttavia, il ritorno alla crescita su base congiunturale è rimandato alla fine dell'anno: nei trimestri centrali il PIL potrebbe rimanere in negativo (per inciso, la recessione in corso sarebbe la più lunga da quando sono disponibili dati trimestrali ovvero dal 1981: 9 trimestri con i 6 trimestri del 1992-1993). In primavera si potrebbe avere una ricaduta degli investimenti in particolare in macchinari e attrezzature dopo il miglioramento di inizio anno, ma l'anticipo di acquisti di beni durevoli connesso al programmato aumento dell'IVA dal 1° luglio potrebbe viceversa sostenere i consumi; al contrario, nel trimestre estivo si potrebbe avere una ripresa per gli investimenti e viceversa una ricaduta dei consumi. Il contributo del commercio con l'estero è atteso rimanere positivo per tutto l'anno vista la dinamicità (già dal mese di gennaio) dell'export mentre anche sull'import potrebbe gravare una certa volatilità indotta dal rincaro IVA. La tenuta dell'export è confermata dalla divergenza osservata di recente nelle indagini tra ordini dall'estero in ripresa e commesse dal mercato domestico in ulteriore calo.

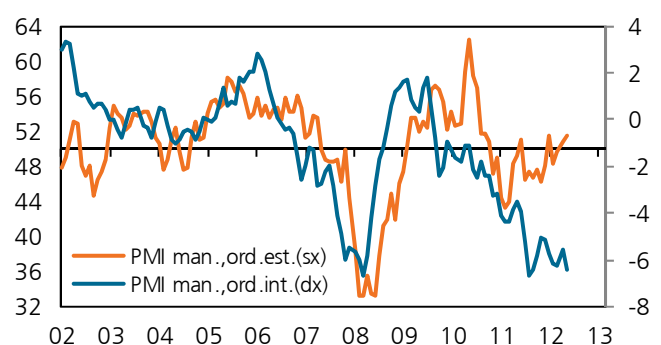
...ma la ripresa è ancora lontana

Le indagini segnalano un ciclo meno negativo nell'industria...



Fonte: Istat, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

...grazie unicamente al traino dall'estero, mentre la domanda interna continua a soffrire



Fonte: Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il profilo descritto proietta una flessione annua del PIL di un punto percentuale e mezzo nel 2013, dopo quella del 2,4% vista lo scorso anno. Solo nel 2014 l'economia potrebbe tornare a crescere in media d'anno, sia pure su ritmi non certo entusiasmanti (0,5%, nelle nostre stime). Il punto è che i fattori recessivi che hanno causato una recessione così accentuata nel 2012 (a solo

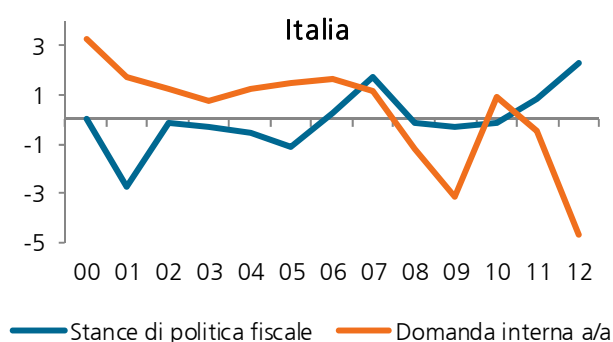
Politiche economiche e condizioni finanziarie permangono in territorio restrittivo

due anni di distanza dalla precedente) **saranno ancora attivi nel 2013, sia pure presumibilmente con un'intensità minore**. Si tratta dei due effetti della crisi del debito, in termini di indotta restrizione sia della politica fiscale che delle condizioni finanziarie:

- 1) **POLITICA FISCALE:** in base alle proiezioni a legislazione invariata della Commissione UE, la stretta sul 2013 (misurata dalla variazione del saldo primario corretto per il ciclo) sarà pari per l'Italia allo 0,9% del PIL, dopo il 2,3% registrato nel 2012 (1,2% da 2,9% in base alle stime del FMI). Solo nel 2014 la politica fiscale diverrà neutrale (o addirittura lievemente espansiva secondo le proiezioni a legislazione vigente della Commissione);
- 2) **CONDIZIONI FINANZIARIE:** la recente evoluzione sia dello scenario politico interno (con il rischio di ingovernabilità scaturito dai risultati della recente consultazione elettorale) che del contesto europeo (con l'accendersi di un nuovo focolaio di crisi avente come epicentro Cipro) pone dei rischi sul nostro scenario centrale che vede per la media 2013 condizioni finanziarie ancora restrittive, ma meno che nel 2012 (la media registrata sinora nel 2013 dall'indicatore di sintesi di rischio-Paese rappresentato dallo spread BTP-Bund sulla scadenza decennale è risultata inferiore a 300pb, contro i 400pb della media 2012).

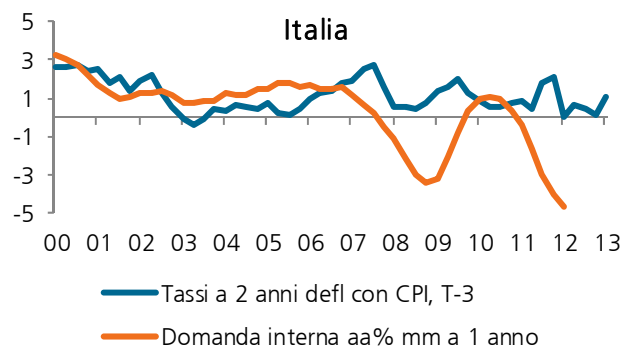
In questo quadro, a controbilanciare tali fattori recessivi c'è, è vero, l'espansività della **POLITICA MONETARIA**. Tuttavia occorre aggiungere i seguenti *caveat*: a) nel 2013 non si avrà stimolo addizionale; b) l'ampliamento del bilancio della Banca Centrale non si è trasmesso sugli aggregati monetari più ampi e sul circuito del credito; c) la politica monetaria appare stretta in una morsa di "trappola della liquidità" visto che anche con tassi a zero essa appare restrittiva tenendo conto dei fondamentali di crescita. Ciò è visibile dai grafici sotto, che mostrano come, in relazione alla dinamica assai debole della domanda interna, non solo la politica fiscale ma anche la politica monetaria possa valutarsi al momento per l'Italia restrittiva.

Non solo la politica fiscale...



Nota: stance di politica fiscale=variazione del saldo primario corretto per il ciclo; periferia=media ponderata Italia, Spagna, Portogallo, Grecia, Irlanda. Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

...ma anche la politica monetaria è restrittiva ove si tenga conto della dinamica della domanda interna



Nota: periferia=media ponderata Italia, Spagna, Portogallo, Grecia, Irlanda. Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Occorre specificare che le ipotesi alla base del nostro scenario sono:

- 1) **il mantenimento di un ciclo espansivo su scala mondiale**, con un graduale consolidamento dei segnali di ripresa visti nelle indagini di fiducia relative ai primi mesi dell'anno, non solo negli USA e in Cina ma anche in Germania (vedi IFO);
- 2) **un'evoluzione della crisi politica che consenta quantomeno di evitare gli scenari più «estremi»** (impennata dello *spread* sopra i livelli medi dello scorso anno, perdita di accesso al mercato, ricorso alla rete di sicurezza ESM-BCE).

Lo scenario non incorpora rischi "estremi"

In sintesi, il nostro scenario di base non incorpora scenari più "estremi", che pure non sono da escludere del tutto, come un ritorno ravvicinato alle urne che profilasse o una rinnovata situazione di governabilità o il successo di forze dichiaratamente contrarie al rispetto dei Trattati europei; oppure una crisi di fiducia che obbligasse preventivamente il Paese alla negoziazione di un pacchetto di salvataggio, negoziazione che risulterebbe complicata in quanto è vero che probabilmente non implicherebbe una correzione fiscale aggiuntiva ma richiederebbe un programma di riforme che dovrebbe essere condiviso dai principali partiti politici (almeno in assenza di un nuovo governo). È chiaro che **nel caso tali rischi si realizzassero ne deriverebbe un impatto significativamente negativo sull'economia reale** attraverso gli usuali canali della fiducia degli operatori economici e delle condizioni del credito.

Secondo i dati della Banca d'Italia, le imprese vantavano nel 2011 un credito verso le Pubbliche Amministrazioni pari a **71 miliardi ovvero il 4,5% del PIL**. Verosimilmente l'incidenza di tali crediti è ulteriormente cresciuta (si stima possa essere arrivata ad almeno 80 miliardi lo scorso anno). Se la direttiva 2011/7/UE relativa alla lotta contro i ritardi di pagamento nelle transazioni commerciali fa obbligo di pagare i beni e servizi loro forniti entro 30 giorni di calendario o, in circostanze eccezionali, entro 60 giorni, con applicazione sui nuovi contratti sottoscritti a partire dal 1° gennaio, il problema dello sblocco dei crediti arretrati resta di grande importanza. Dopo il sostanziale via libera dall'UE, il Governo ha illustrato la relazione con cui intende informare il Parlamento per favorire l'accelerazione del pagamento dei debiti della PA verso i propri fornitori (con il relativo impatto su crescita e conti pubblici) per gli anni 2013 e 2014. **Gli importi "sbloccabili" ammontano a circa 20 miliardi nella seconda parte del 2013 e ulteriori 20 miliardi nel corso del 2014**. Le misure riguardano: a) deroga alle spese 2013 per i cofinanziamenti nazionali dei fondi strutturali comunitari; b) i debiti degli enti locali attraverso: (1) un allentamento dei vincoli del Patto di stabilità interno per consentire l'utilizzo degli avanzi di amministrazione disponibili; (2) l'esclusione dal Patto di stabilità delle Regioni dei pagamenti effettuati in favore degli Enti locali sui residui passivi a cui corrispondono residui attivi di Comuni e province; (3) l'istituzione di fondi rotativi per assicurare la liquidità agli Enti territoriali (Regioni ed Enti Locali), con obbligo di restituzione in un arco temporale certo e sostenibile; c) i debiti del comparto sanitario, attraverso la concessione di anticipazioni di cassa, per il pagamento dei debiti relativi a operazioni già conteggiate negli esercizi finanziari precedenti ai fini del calcolo dell'indebitamento netto, che verranno successivamente restituite secondo un piano di rientro finanziariamente sostenibile; d) i rimborsi fiscali pregressi a carico dello Stato, attraverso l'utilizzo delle giacenze di tesoreria.

I settori interessati sono: a) EDILIZIA (19 mld); b) SETTORE SANITARIO/FARMACEUTICO (10 mld); c) IMPRESE DI SERVIZI che vantano crediti verso il SSN (34 mld); d) HI-TECH (3 mld). Lo sblocco dei pagamenti potrebbe quindi avere un **importante impatto in termini settoriali**. Più difficile è valutare l'**impatto sul ciclo economico complessivo**. Il totale dei debiti della PA verso le imprese che il Governo si impegna a pagare nel biennio 2013-2014 vale il 2,5% del PIL. Ora, nel caso in cui il pagamento fosse assimilabile a una minor imposta, l'impatto sul ciclo sarebbe (sulla base del moltiplicatore della politica fiscale secondo il modello OCSE *Interlink*) circa pari all'1,1% del PIL. Ma in realtà il pagamento dei crediti non è un taglio di imposte perché non incide sul bilancio di un'azienda, semplicemente ne migliora la posizione di liquidità. Sembra sensato allora quantomeno applicare quelle ipotesi solo alle imprese che soffrono di uno *shortage* di liquidità e per le quali dunque il pagamento *cash* potrebbe equivalere negli effetti a un taglio di imposta (o a un sussidio). Applicando pertanto tale stima alla % di imprese che dichiara problemi di liquidità in relazione ai ritardati pagamenti (il 70% delle imprese, secondo i dati dell'*European payment index 2012*), l'impatto sarebbe dello 0,8% ("spalmato" su due anni). Ma tale stima appare ottimistica, perché la quota di imprese che dichiara di soffrire di ritardi di pagamento andrebbe valutata non sul numero di imprese ma sul fatturato (il che implicherebbe verosimilmente una percentuale assai minore del 70%). Assumendo tale stima "ottimistica", l'impatto su base annua sarebbe dunque dello 0,4% del PIL.

Qualche spiraglio dallo sblocco
dei pagamenti della PA

Impatto sul ciclo dello sblocco dei pagamenti della PA

| | in mld | in % PIL |
|---|-----------|------------|
| Totale ritardi di pagamento della PA (dati 2011) | 71 | 4.5 |
| Importi che il governo si impegna a "sbloccare" nel 2013-2014 | 40 | 2.5 |
| Impatto sul PIL nel caso in cui il pagamento sia assimilato a uno sgravio fiscale | 18 | 1.1 |
| Impatto applicato alla % di imprese che soffrono di pagamenti ritardati | 13 | 0.8 |

Fonte: stime Intesa Sanpaolo su dati Banca d'Italia, MEF, OCSE

Dopo aver chiuso al 3% il 2012, il disavanzo pubblico tendenziale è atteso ridursi ulteriormente quest'anno, stimiamo al 2,5% grazie all'implementazione delle ulteriori misure di aggiustamento previste dalle disposizioni approvate dai governi Berlusconi e Monti tra il 2010 e il 2012. A ciò occorre aggiungere il mezzo punto in più di deficit derivante, come stimato dallo stesso Ministero del Tesoro, dal pagamento dei debiti commerciali arretrati della PA (che, per la parte di spesa per investimenti, avrebbe appunto un impatto non solo sul debito ma anche sul disavanzo). Dunque il 2013 chiuderebbe con un deficit al 3% del PIL, come il 2012. Peraltro, se l'obiettivo governativo contenuto nell'aggiornamento al DEF di settembre (-1,8%) non sarà raggiunto, ciò sarà dovuto pressoché interamente all'aggravarsi della recessione (il Governo ha appena rivisto a -1,3%, da un precedente -0,2%, la stima sul PIL 2013, ma potrebbe non bastare). In altri termini, il deficit strutturale, corretto per il ciclo, pur non azzerandosi come da obiettivo iniziale si attesterà nelle nostre stime allo 0,5% del PIL ovvero rispetterà la lettera del nuovo *Fiscal Compact*. L'avanzo primario, dopo il robusto miglioramento al 2,5% del PIL nel 2012, crescerà ancora nel 2013, stimiamo al 3,3%. In altri termini, **il Paese non necessita, come ormai riconosciuto anche dalla Commissione Europea, di una manovra aggiuntiva per il 2013, anche se permane il rischio che i miglioramenti si esauriscano con l'anno in corso**. Inoltre il debito potrebbe toccare un picco sopra il 130% del PIL quest'anno per iniziare a calare solo dal 2015. Insomma, vista la situazione ancora molto delicata sui mercati finanziari, non è ancora possibile abbassare la guardia circa il sentiero delle principali variabili di finanza pubblica.

Le prospettive per la finanza pubblica

Italia – Sintesi della previsione macroeconomica

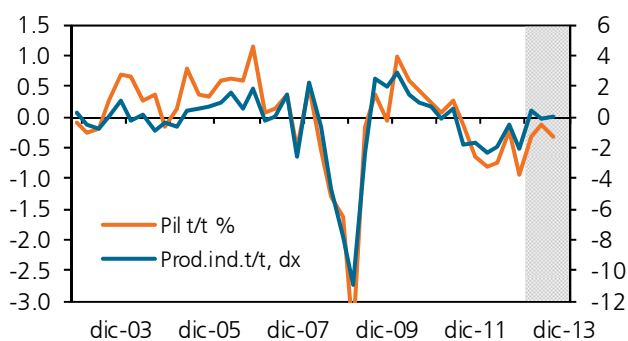
| Previsioni macroeconomiche | 2012 | 2013p | 2014p | 2012 | | 2013 | | | | 2014 | | | |
|-------------------------------------|--------------|-------|-------|-------------|-------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | | | | T3 | T4 | T1p | T2p | T3p | T4p | T1p | T2p | T3p | T4p |
| PIL (a prezzi costanti, a/a) | -2.4 | -1.5 | 0.5 | -2.6 | -2.8 | -2.2 | -1.6 | -1.7 | -0.6 | -0.1 | 0.2 | 0.8 | 0.9 |
| - Var.ne % t/t | | | | -0.2 | -0.9 | -0.3 | -0.1 | -0.3 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.3 |
| Consumi delle famiglie | -4.3 | -2.1 | 0.3 | -1.1 | -0.7 | -0.7 | 0.1 | -0.4 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.3 |
| Consumi collettivi | -2.9 | -0.9 | -0.4 | -0.1 | -0.3 | -0.3 | -0.3 | -0.3 | -0.2 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.1 |
| Investimenti fissi | -8.0 | -3.6 | 0.6 | -1.2 | -1.2 | -1.0 | -0.9 | -0.4 | 0.5 | 0.1 | 0.2 | 0.6 | 0.3 |
| - Investimenti in macchinari | -9.2 | -5.0 | 0.9 | -1.0 | -3.0 | -0.9 | -1.5 | -1.0 | 1.0 | 0.2 | 0.3 | 1.0 | 0.4 |
| - Investimenti in trasporti | -12.1 | -4.3 | 0.7 | -2.7 | -1.5 | -3.0 | -1.5 | -0.5 | 0.8 | 0.1 | 0.1 | 1.0 | 0.3 |
| - Investimenti in costruzioni | -6.4 | -2.5 | 0.4 | -1.1 | -0.5 | -0.7 | -0.3 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.3 |
| Importazioni | -7.8 | -2.8 | 2.1 | -1.7 | -1.0 | -1.2 | 0.2 | -0.2 | 0.2 | 0.7 | 0.7 | 1.0 | 1.0 |
| Esportazioni | 2.2 | 3.0 | 3.3 | 1.2 | 0.3 | 1.0 | 0.6 | 0.5 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 1.0 |
| Contr. % PIL | | | | | | | | | | | | | |
| Commercio estero | 2.8 | 1.6 | 0.5 | 0.8 | 0.3 | 0.6 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| Domanda finale interna | -4.7 | -2.1 | 0.2 | -0.9 | -0.6 | -0.6 | -0.1 | -0.4 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.2 |
| Variazione scorte | -0.6 | -1.1 | -0.2 | -0.1 | -0.7 | -0.3 | -0.1 | -0.2 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Attività produttiva | | | | | | | | | | | | | |
| Produzione industriale | -6.3 | -2.4 | 0.9 | -0.5 | -2.2 | -0.1 | -0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.7 | 0.7 | 0.2 |
| Prezzi, salari e redditi | | | | | | | | | | | | | |
| Prezzi al consumo (a/a) | 3.0 | 1.7 | 2.1 | 3.2 | 2.5 | 1.9 | 1.4 | 1.5 | 1.9 | 2.1 | 2.3 | 2.1 | 2.0 |
| - escluso alimentari, energia (a/a) | 2.0 | 1.5 | 2.1 | 2.0 | 1.5 | 1.5 | 1.2 | 1.3 | 1.9 | 2.1 | 2.3 | 2.0 | 1.9 |
| PPI (a/a) | 2.5 | 2.0 | 2.4 | 2.6 | 1.8 | 1.4 | 2.5 | 2.0 | 2.3 | 2.3 | 2.5 | 2.5 | 2.5 |
| Disoccupazione (%) | 10.6 | 12.3 | 12.3 | 10.7 | 11.2 | 11.8 | 12.3 | 12.5 | 12.6 | 12.6 | 12.4 | 12.2 | 12.0 |
| Occupati totali | -0.2 | -1.4 | 0.3 | -0.1 | -0.3 | -0.8 | -0.4 | -0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| Produttività | -2.2 | -0.1 | 0.2 | -0.1 | -0.6 | 0.5 | 0.3 | -0.2 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.1 |
| Salari contrattuali | 1.5 | 1.2 | 1.6 | | | | | | | | | | |
| Reddito disponibile reale | -4.4 | -2.7 | -0.5 | | | | | | | | | | |
| Tasso di risparmio (%) | 8.6 | 7.9 | 7.1 | | | | | | | | | | |
| Bilancia dei pagamenti | | | | | | | | | | | | | |
| Partite correnti (% PIL) | -1.2 | 0.7 | 1.1 | | | | | | | | | | |
| Finanza pubblica | | | | | | | | | | | | | |
| Saldo di bilancio della PA (% PIL) | -3.0 | -3.0 | -2.5 | | | | | | | | | | |
| Debito (% PIL) | 127.0 | 130.3 | 130.3 | | | | | | | | | | |
| Variabili finanziarie | | | | | | | | | | | | | |
| 3-mesi Euribor (%) | 0.57 | 0.20 | 0.47 | 0.36 | 0.20 | 0.18 | 0.20 | 0.20 | 0.20 | 0.20 | 0.28 | 0.57 | 0.82 |
| BTP 10 anni (%) | 5.45 | 4.59 | 4.33 | 5.69 | 4.75 | 4.49 | 4.66 | 4.59 | 4.64 | 4.81 | 4.52 | 4.00 | 3.97 |
| Spread BTP/Bund (%) | 3.96 | 2.80 | 2.18 | 4.36 | 3.45 | 2.99 | 2.99 | 2.70 | 2.53 | 2.44 | 2.27 | 2.07 | 1.92 |

Fonte: Istat, Thomson Reuters-Datastream, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Industria: rimbalzo effimero per la produzione?

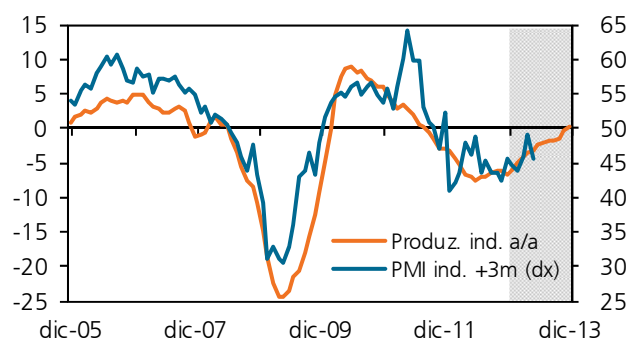
La **produzione industriale** è cresciuta a sorpresa dello 0,8% m/m a gennaio, seppure a fronte di una revisione del dato di dicembre da +0,4% a -0,2% m/m. Si tratta dell'incremento su base mensile più alto dall'agosto del 2011. La variazione annua grezza è migliorata da -10,3% a -0,6%, quella corretta per i giorni lavorativi da -7,4% a -3,6% (massimo da fine 2011). L'incremento mensile è trainato da beni di consumo non durevoli (+3,9% m/m) e beni intermedi (+1,8% m/m), mentre si nota un calo marcato per beni di consumo durevoli (-4,2% m/m), energia (-1,8% m/m) e beni strumentali (-1,4% m/m). Si nota in particolare il forte rimbalzo per i settori tessile (+5,1% m/m), elettrico ed elettronico (+4,5% m/m entrambi); viceversa arretra in particolare la produzione di mezzi di trasporto (-9,4% m/m). In sintesi, **il dato è da interpretare con una certa cautela**, in quanto il bimestre dicembre-gennaio è, come agosto-settembre, soggetto a forte volatilità e a possibili revisioni successive derivanti dalla forte incidenza dei fattori di correzione stagionale. Pertanto, a nostro avviso, l'incremento di gennaio è destinato a rientrare a febbraio e marzo. In ogni caso, anche ipotizzando una flessione (di tre decimi, nel nostro scenario) in ciascuno dei due mesi successivi, l'output è in rotta per una stabilizzazione nel 1° trimestre 2013 dopo la decisa flessione (-2,3% t/t) vista a fine 2012. I segnali prospettici appaiono contrastanti. L'indice di **fiducia presso le imprese manifatturiere** elaborato dall'Istat è salito circa in linea con le attese a febbraio, a 88,5 dopo l'88,3 di gennaio. Tutte le principali componenti correnti e attese su produzione e ordini segnalano un minor pessimismo rispetto al mese scorso, l'unico freno arriva da una lieve salita delle scorte. In sintesi, l'indagine Istat è su un trend di stabilizzazione più che di ripresa, e resta su livelli ancora coerenti con una contrazione dell'attività produttiva.

Dopo il tonfo di fine 2012, ci aspettiamo una graduale stabilizzazione in corso d'anno per la produzione industriale (e il PIL)



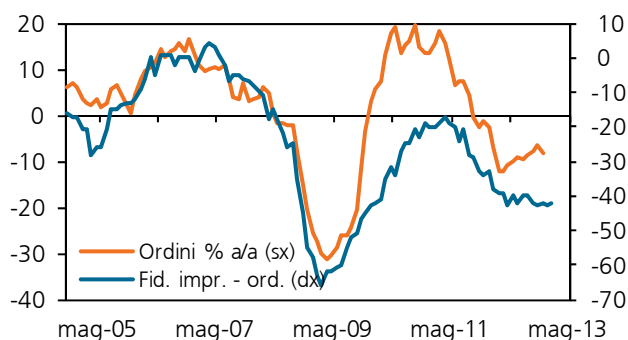
Fonte: Istat e previsioni Intesa Sanpaolo

Le indagini non contraddicono la nostra previsione di graduale attenuazione della recessione nell'industria



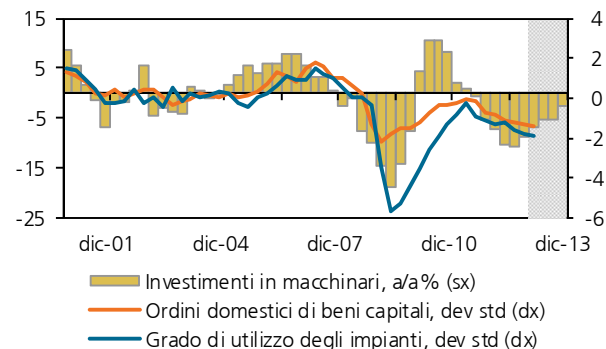
Fonte: Istat, Markit Economics, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Segnali quantomeno di una stabilizzazione per gli ordini



Fonte: Istat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Ma la ripresa per gli investimenti sarà assai lenta



Fonte: Istat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

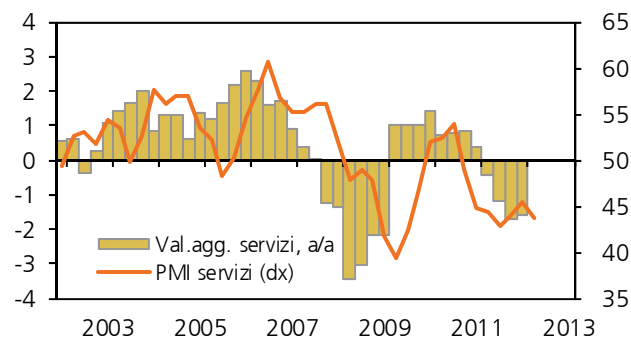
Servizi: sempre più depresso il tono delle indagini

L'andamento recente delle indagini nel comparto dei servizi resta coerente con un contributo ancora negativo del settore alla crescita del valore aggiunto. Il **PMI Servizi** è calato ancora a febbraio, a 43,6 dopo il 43,9 di gennaio. Anche l'**indagine Istat** evidenzia una nota di maggior pessimismo nel mese: il clima di fiducia delle imprese dei servizi è sceso a 73,8 a febbraio dopo il 78,7 di gennaio; in calo giudizi e attese sugli ordini, oltre che le attese sull'andamento dell'economia in generale; viceversa in ripresa i giudizi e, più lievemente, le attese sull'occupazione. Il calo del morale ha riguardato tutti i settori considerati: trasporti e magazzinaggio, servizi turistici, servizi di informazione e comunicazione, servizi alle imprese e altri servizi.

Sempre a febbraio l'indicatore di fiducia nel **commercio al dettaglio** ha confermato anch'esso la tendenza di calo, evidenziando in particolare un lieve miglioramento dei giudizi sulle vendite correnti, ma un peggioramento delle attese su quelle future (in decumulo sono giudicate le scorte di magazzino). La fiducia rimbalza solo parzialmente, dopo il pesante tonfo del mese precedente, nella grande distribuzione, e peggiora in quella tradizionale.

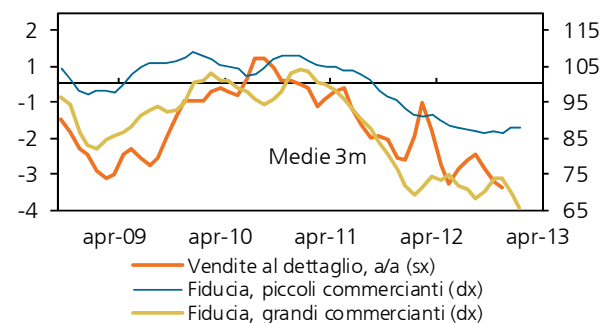
Infine, sempre a febbraio, si registra un miglioramento dell'indice del clima di fiducia delle imprese di **costruzione** (da 80,4 di gennaio a 81,6); peggiorano i giudizi sugli ordini e/o piani di costruzione, mentre migliorano le attese sull'occupazione. Il morale è salito nella costruzione di edifici e nei lavori di costruzione specializzati, mentre è sceso nell'ingegneria civile. In ogni caso, la dinamica stagnante dei mutui e il livello ancora depresso della fiducia dei costruttori segnala che il settore è ancora ben lontano da una ripresa dell'attività produttiva.

Ancora assai negativo il contributo dei servizi al valore aggiunto



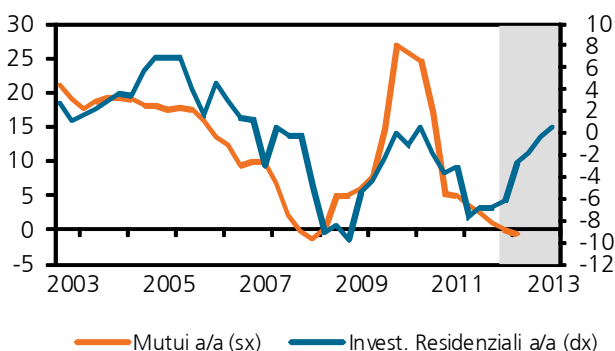
Fonte: Markit Economics, Istat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Pericolosa ricaduta per le vendite al dettaglio e la fiducia nella grande distribuzione



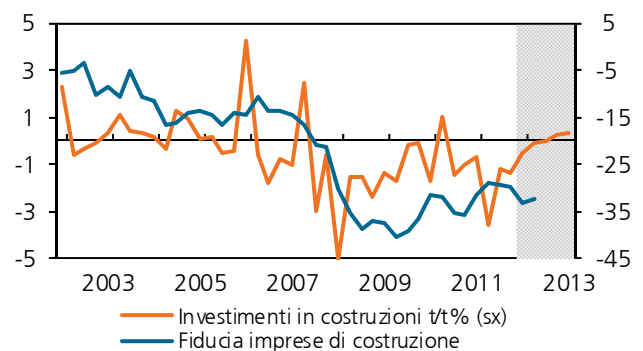
Fonte: Istat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La crescita dei mutui, ormai in territorio negativo...



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

...e il livello ancora depresso della fiducia delle imprese pone dei rischi sul nostro scenario di lenta ripresa nel settore delle costruzioni

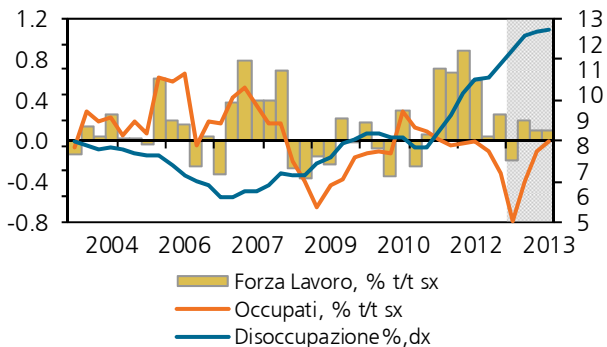


Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

La disoccupazione accelera a inizio 2013

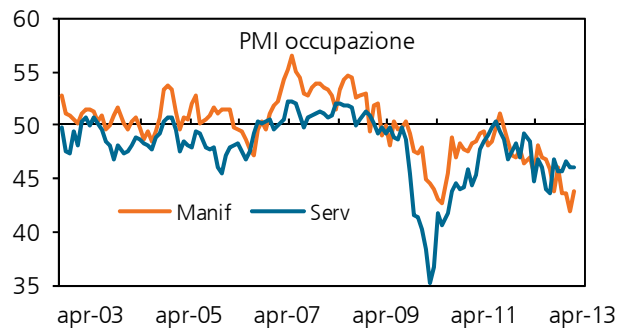
La **disoccupazione** è salita oltre le più pessimistiche previsioni a gennaio, a 11,7% dopo l'11,3% (rivisto al rialzo di un decimo) di dicembre. La salita non sorprende visto che segnalavamo come la stazionarietà degli ultimi mesi del 2012 fosse da interpretare come una pausa all'interno di un trend di salita, tuttavia l'accelerazione di gennaio è stata molto forte. La salita è dovuta al fatto che il calo degli occupati (-0,4% m/m) è stato molto forte come già a dicembre, non più compensato però da un calo della forza-lavoro (stabile) e quindi riversatosi interamente sul tasso di disoccupazione. Infatti, sembra essersi fermato il fenomeno di aumento degli inattivi che aveva caratterizzato gli ultimi mesi del 2012. Da notare che il tasso di occupazione ha raggiunto un nuovo minimo da quando è disponibile la serie, e che il tasso di disoccupazione giovanile è salito di oltre un punto e mezzo toccando un nuovo massimo storico a 38,7% (in Europa solo Spagna e Grecia hanno una disoccupazione giovanile più elevata). Infine, l'indagine trimestrale sulle forze di lavoro ha evidenziato un tasso dei senza-lavoro all'11,2%, come da attese, nel 4° trimestre dell'anno (dal 10,7% rivisto al rialzo di un decimo del trimestre precedente), per una media 2012 pari al 10,7% (dall'8,4% del 2011). L'indagine conferma che la riduzione dell'occupazione riguarda la componente maschile piuttosto che femminile e italiana più che straniera. Si conferma il trend di calo dell'occupazione a tempo pieno mentre si arresta la crescita dei dipendenti a termine. Si conferma anche il trend di aumento del part-time, nella quasi totalità dei casi involontario. Insomma i dati confermano la situazione di estrema debolezza del mercato del lavoro. Nel nostro scenario base, il tasso di disoccupazione raggiungerà un picco al 12% a fine 2013, ma l'accelerazione di gennaio segnala il rischio che si possa raggiungere quel livello in tempi più ravvicinati.

La disoccupazione ha ancora ampi margini di salita, gli occupati toccheranno un minimo a inizio 2013



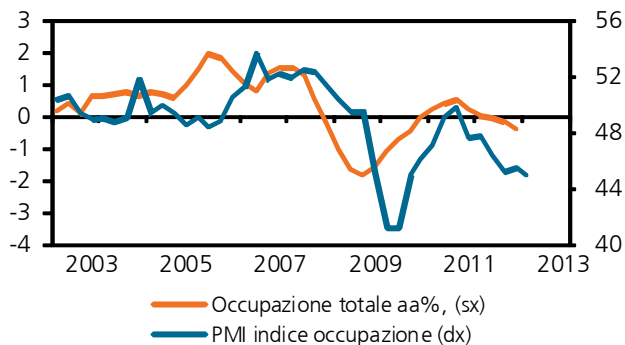
Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Brusca accelerazione al ribasso delle valutazioni sull'occupazione delle imprese manifatturiere



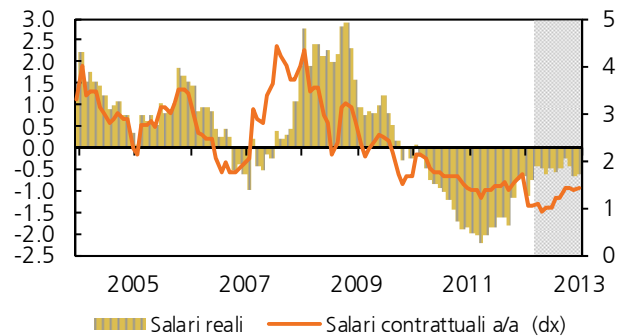
Fonte: Markit Economics

L'occupazione finora ha tenuto, ma è destinata a calare



Fonte: Markit Economics, Istat e previsioni Intesa Sanpaolo

I salari reali resteranno in negativo per tutto il 2013



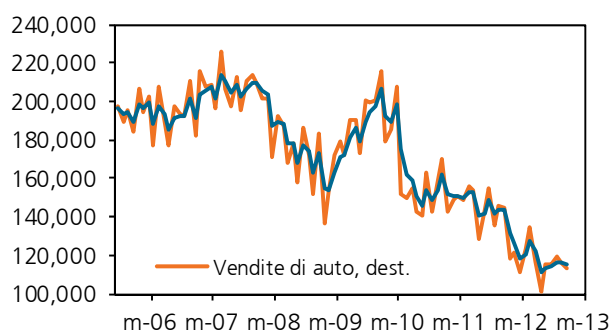
Fonte: Istat e previsioni Intesa Sanpaolo

Torna a calare la fiducia dei consumatori

Dopo il rimbalzo di febbraio, la **fiducia dei consumatori** è tornata a calare (lievemente più del previsto) a marzo, a 85,2 da un precedente 86. L'indice resta solo di poco al di sopra del minimo storico di 84,7 toccato lo scorso gennaio. Sul dato potrebbe aver inciso lo scenario di incertezza emerso dall'esito delle elezioni del 24-25 febbraio. Il dettaglio dell'indagine mostra una diminuzione sia della componente riferita al quadro economico generale (che tocca un nuovo minimo storico), sia, ma in misura più lieve, di quella relativa al clima personale; inoltre, al calo della valutazione sulla situazione corrente (anche in questo caso si tratta di un nuovo minimo storico) si accompagna un minor pessimismo sulle aspettative. Soprattutto, tornano ad aumentare le attese sulla disoccupazione. Infine, si interrompe il trend di calo di giudizi e aspettative sulla dinamica inflazionistica. In sintesi, il dato, sia pure verosimilmente influenzato dall'esito elettorale, segnala che la debolezza dei consumi è destinata a protrarsi ancora per un orizzonte di almeno sei mesi.

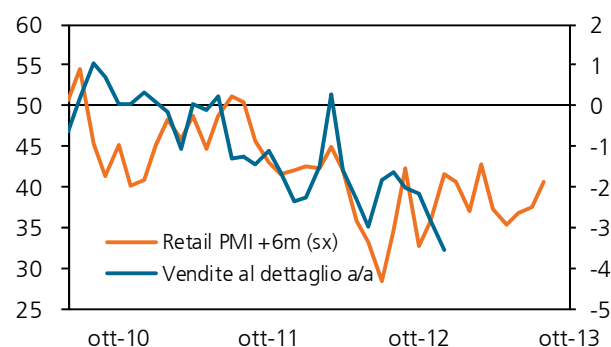
Le **vendite al dettaglio** erano salite a sorpresa di due decimi su base mensile a dicembre (primo mese positivo dopo cinque mesi consecutivi di calo), ma la flessione annua si era anzi approfondita a -3,8% da -3,1% precedente (per trovare una contrazione maggiore occorre risalire allo scorso aprile). Ancora una volta l'unica forma distributiva a salvarsi dal calo su base annua sono i discount di alimentari (+0,6% a/a); tutti i principali gruppi di prodotti si confermano in rosso, con un tracollo per cartoleria, libri, giornali, riviste (-6,3%) e foto-ottica e pellicole (-5,9%). In sintesi, l'andamento delle vendite al dettaglio e le indicazioni prospettiche dall'indice di fiducia dei consumatori confermano l'aggravarsi della debolezza dei consumi delle famiglie, che è destinata a protrarsi almeno per tutta la prima metà del 2013.

Vendite di auto ancora inchiodate ai minimi



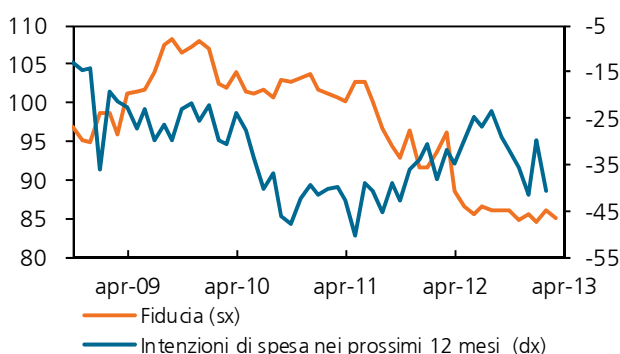
Fonte: ANFIA ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

È ancora presto per vedere un ritorno alla crescita delle vendite



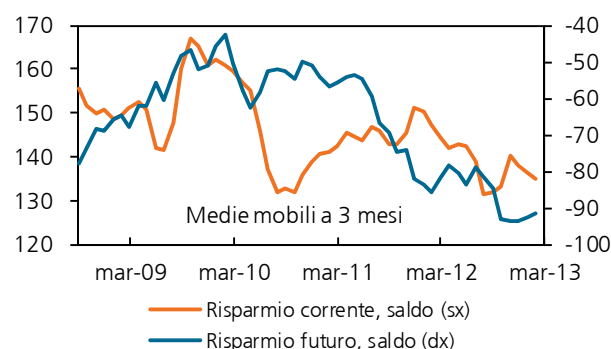
Fonte: Istat, Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La fiducia dei consumatori rimane sui minimi, tornano a calare le intenzioni di spesa



Fonte: Istat, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Restano vicine ai minimi storici le valutazioni delle famiglie circa le possibilità di risparmio



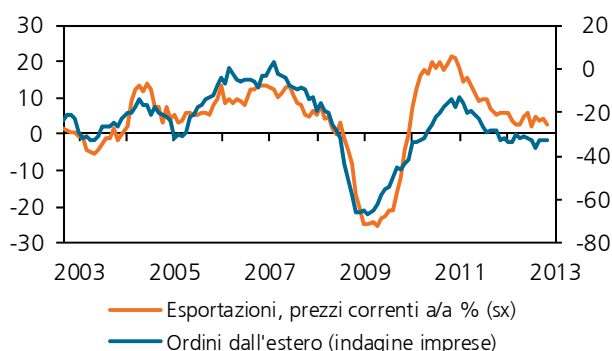
Fonte: Istat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rallenta il commercio coi Paesi extra-UE

I dati di febbraio relativi al **commercio con i Paesi extra-UE** hanno mostrato un ritracciamento di entrambi i flussi commerciali dopo il buon incremento di gennaio (-5,7% da +3,8% per l'export, -3,4% da +2,8% per l'import). Il saldo destagionalizzato rimane comunque in positivo (come accaduto in tutti gli ultimi 10 mesi) a 1,1 mld (da 1,6 mld precedente). Su base annua, le esportazioni rallentano decisamente a 2,1% da 17,6%, l'import sprofonda da -5,6% a -12,4% (minimo da fine 2011). Considerando solo i primi due mesi dell'anno a confronto con lo stesso periodo dell'anno scorso, l'export risulta in aumento del 9,1%, l'import in calo dell'8,9%. Per quanto riguarda l'export, la flessione è significativa per tutti i comparti (-10,6% m/m i durevoli) con l'eccezione dell'energia (+23,4% m/m). Nel caso dell'import nessun macrosettore è immune dal calo. I mercati di sbocco più dinamici risultano Russia (+16%), OPEC (+14,3%), Giappone (+7,5%) e MERCOSUR (+6,4%), mentre rallentano decisamente le vendite verso gli Stati Uniti (+2,1%) e passano in territorio negativo Economie Dinamiche Asiatiche (-11%), Cina (-9,2%) e Svizzera (-6,5%). I Paesi verso cui l'Italia vanta il maggior surplus commerciale (1.128 e 946 milioni rispettivamente) restano USA e Svizzera, mentre in profondo rosso rimane il saldo verso OPEC e Russia (1,2 miliardi per entrambe).

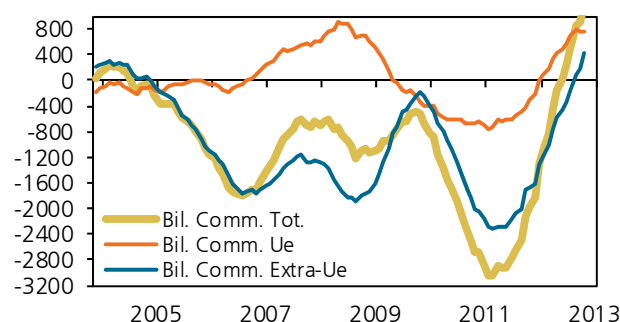
Nonostante la frenata di febbraio, riteniamo che i segnali di riaccelerazione della domanda in particolare da Stati Uniti e Cina possano continuare a sostenere l'export nei prossimi mesi; qualche cautela emerge invece dai segnali di frenata dalla Germania evidenziati dalle indagini di marzo.

L'export tiene nonostante la frenata degli ordini



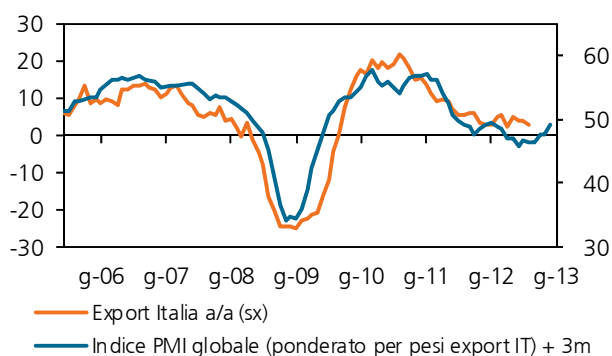
Fonte: Istat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il saldo commerciale è ormai ampiamente in positivo



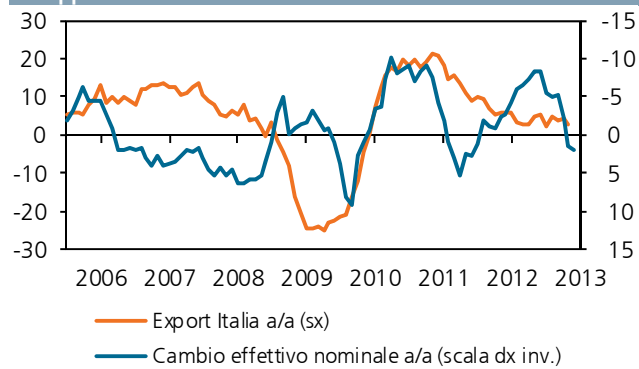
Fonte: Istat (dati in milioni di euro) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'export nei prossimi mesi sarà favorito dai segnali di ripresa dai minimi della domanda mondiale...



Fonte: Markit, Istat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

...mentre sembra aver perso di importanza il rischio legato all'apprezzamento del tasso di cambio



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

Prosegue il trend di calo dell'inflazione

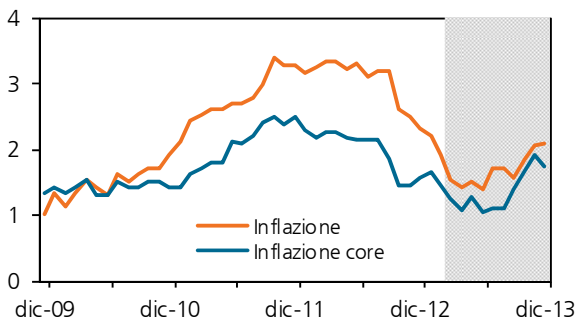
I **prezzi al consumo** sono saliti di appena un decimo a febbraio (la metà che nei due mesi precedenti). Sulla base dell'indice armonizzato i prezzi sono viceversa calati di due decimi (dopo il crollo del 2% m/m di gennaio). L'inflazione annua è rallentata da 2,2% a 1,9% sul NIC e da 2,4% a 2% sull'armonizzato. Il dato è risultato significativamente inferiore alle attese di consenso.

A sorprendere al ribasso il calo dei prezzi nelle comunicazioni (-3,8% m/m, record da sei anni) e negli alberghi e ristorazione (-0,1% m/m); da notare anche il deciso rallentamento, rispetto ai mesi precedenti, della dinamica degli alimentari (0,1% da 0,5% dei cinque mesi precedenti). Viceversa, rimbalzano più del previsto i prezzi nei comparti tempo libero e cultura (0,6% m/m dopo la stabilità del mese scorso) e trasporti (0,4% da -0,7%).

In sintesi, il dato conferma che la dinamica dei prezzi è sotto controllo ed è coerente con la nostra idea di un ulteriore rallentamento del CPI sino a un minimo di 1,3% in primavera. Per l'intero 2013 l'inflazione dovrebbe attestarsi all'1,7%, in deciso calo dal 3% dello scorso anno.

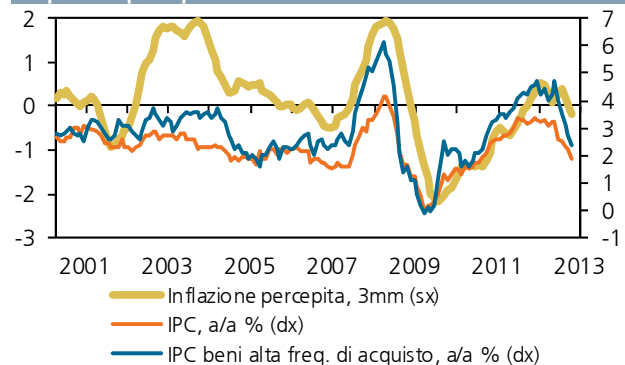
Confermiamo che una lieve risalita potrebbe esserci nella seconda metà del 2013, che potrebbe riportare il CPI attorno al 2% per fine anno, creando le basi per una risalita in media d'anno nel 2014 (stimiamo al 2,1%).

L'inflazione ha ancora spazi di discesa nei prossimi mesi, per risalire nella seconda metà dell'anno



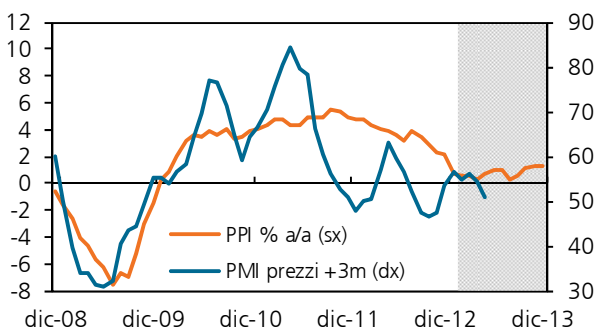
Fonte: Istat e previsioni Intesa Sanpaolo

Prosegue il calo dell'inflazione sui beni a più alta frequenza di acquisto e percepita dai consumatori



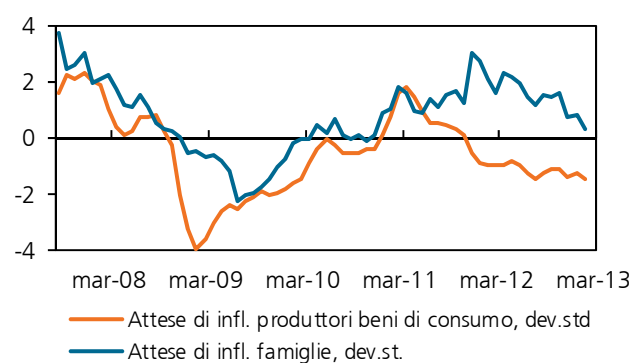
Fonte: Istat, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le indagini dalle imprese segnalano rischi verso il basso sui prezzi alla produzione



Fonte: Istat, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Restano su un trend di calo le aspettative inflazionistiche sia delle famiglie che delle imprese



Fonte: Istat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tendenze del settore bancario italiano

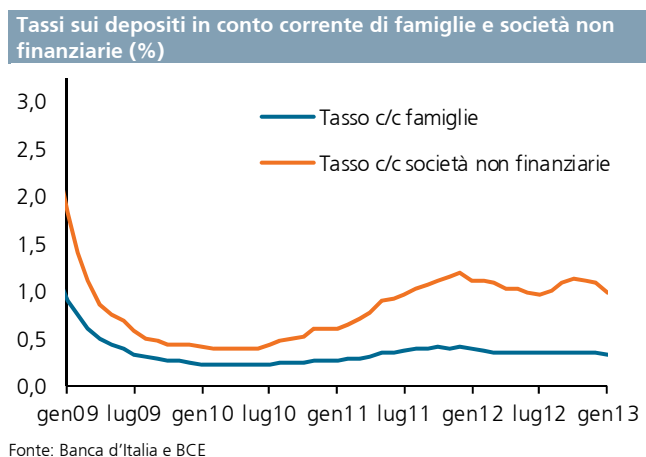
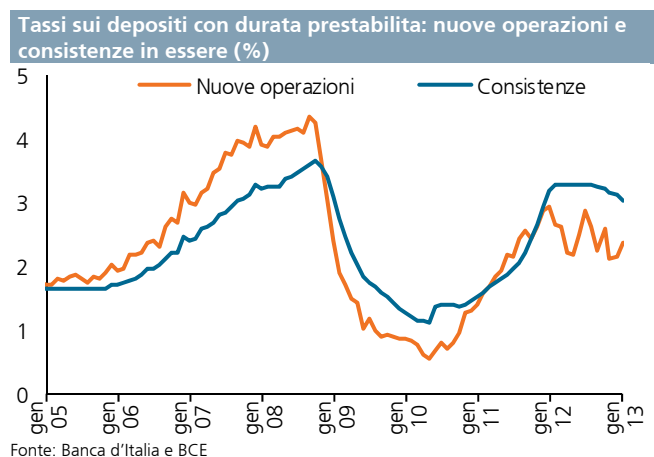
Cenni di riduzione del costo della raccolta

A inizio 2013 sono emersi più chiaramente segni di riduzione dei tassi bancari, soprattutto dal lato della raccolta, sebbene per alcune forme tecniche e segmenti di clientela i tassi abbiano continuato a registrare l'andamento altalenante dei mesi precedenti. Il costo complessivo dello stock di raccolta, in particolare, è risultato in calo per il 2° mese consecutivo, grazie alla discesa dei tassi sui depositi in essere. Quanto alle condizioni dei nuovi prestiti, a gennaio si sono avute indicazioni concordanti di leggera riduzione sia per i tassi sulle erogazioni di importo contenuto sia per quelli sulle operazioni di maggiore entità, dopo gli andamenti divergenti dei mesi precedenti. Tra le indicazioni più rilevanti dei dati di gennaio vi è anche la conferma dei segnali moderatamente confortanti circa la forbice tra tassi medi attivi e passivi, in leggera ripresa per il 2° mese consecutivo, e il mark-down, che ha iniziato a recuperare dai minimi pur restando negativo. Al contempo, il mark-up ha toccato un nuovo massimo della serie storica dal 2003.

Elisa Coletti

A inizio 2013 sono emersi più chiaramente segni di riduzione dei tassi bancari, soprattutto dal lato della raccolta, sebbene per alcune forme tecniche e segmenti di clientela i tassi abbiano continuato a registrare l'andamento altalenante che ha contraddistinto l'ultima parte del 2012.

Il costo della raccolta a tempo è rimasto elevato ma in leggero miglioramento per quanto riguarda lo stock in essere. **A gennaio 2013 il costo marginale dei depositi con durata prestabilita ha confermato andamenti misti. Il tasso medio della nuova raccolta da famiglie e imprese ha segnato un rimbalzo a 2,37%, +22pb su fine 2012 quando si era posizionato ai minimi da luglio 2011. La ripresa del tasso medio è stata indotta dall'andamento del tasso sui nuovi depositi a tempo delle società non finanziarie, che ha segnato una risalita di circa mezzo punto m/m tornando sopra il 2% (2,03% +51pb m/m). Diversamente, il tasso medio sui nuovi depositi a tempo delle famiglie ha confermato il calo, che prosegue senza soluzione di continuità da agosto 2012 (-13pb m/m a 2,57%). La graduale discesa dei tassi sulla nuova raccolta a tempo delle famiglie si sta trasferendo al tasso medio sulle consistenze, che dall'ultimo trimestre 2012 mostra piccole ma progressive riduzioni, scendendo a gennaio a 3,03%, dal livello di circa 3,3% visto per diversi mesi nel corso del 2012. Presumibilmente, i tassi sulle consistenze beneficiano dell'effetto sostituzione delle posizioni giunte a scadenza, accese a tassi elevati, con le nuove, offerte a tassi più bassi dei precedenti. Ad esempio, a gennaio i nuovi depositi con durata prestabilita superiore a un anno venivano offerti alle famiglie al tasso medio di 2,61%, 168pb in meno rispetto a un anno prima. Al contempo, il tasso complessivo sui nuovi depositi a tempo delle famiglie è sceso in dodici mesi di 1 punto percentuale.**



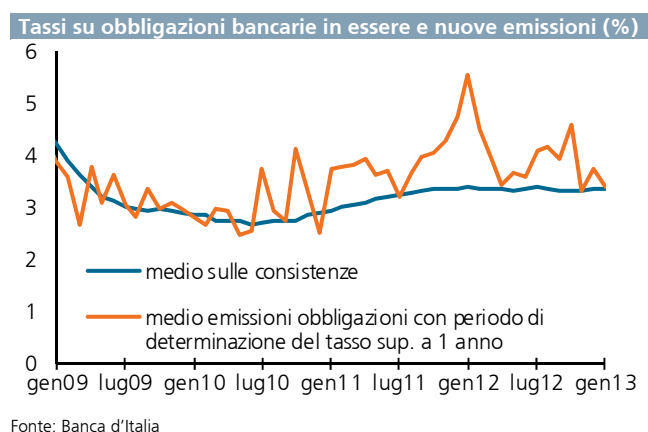
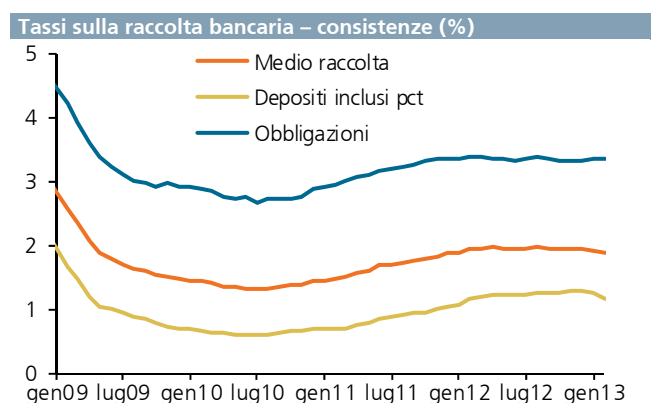
Tornando al confronto con fine 2012, così come i tassi sui nuovi depositi a tempo, anche quelli sui nuovi pronti contro termine a famiglie e imprese hanno mostrato un rimbalzo a gennaio (+12pb m/m a 2,31%), dopo due mesi di calo fino al minimo da luglio 2011 toccato a dicembre.

I tassi sui conti correnti, invece, hanno mostrato una riduzione relativamente significativa, col tasso medio sceso a 0,49%, -5pb m/m rispetto allo 0,54% segnato negli ultimi 4 mesi del 2012. Il calo è confermato dalle stime ABI per febbraio, che riportano un tasso medio sui conti correnti di 0,48%. In dettaglio, **per i tassi corrisposti alle società non finanziarie a gennaio si è accentuata la modesta riduzione già vista nei due mesi precedenti**, col tasso sceso di 9pb m/m all'1,0%. Al contempo, il tasso sui conti correnti delle famiglie è sceso leggermente di 2pb m/m a 0,34% dopo essere rimasto fermo a 0,36% per tutto il 2° semestre 2012.

In conseguenza del calo registrato a gennaio dai tassi sulle consistenze per tutte le componenti dei depositi, **il tasso medio sui depositi ha registrato una riduzione evidente per il 2° mese consecutivo**, con un calo di ben 8pb m/m a 1,17%, tornando ai livelli di dodici mesi prima. Il calo è proseguito a febbraio, a 1,15%, secondo le stime ABI.

All'opposto, il tasso sulle obbligazioni in essere sembra aver avviato una leggera salita, archiviando la stabilità mostrata per diversi mesi nel corso del 2012: **a gennaio il tasso sullo stock di obbligazioni è risultato pari a 3,37%, dopo essere aumentato a dicembre di 3pb m/m a 3,36%**. Le stime ABI indicano un lieve aumento anche a febbraio 2013, a 3,40%.

Grazie alla graduale distensione dei tassi sui depositi, si registrano piccoli miglioramenti del tasso medio sullo stock di raccolta. In dettaglio, a gennaio 2013 il costo complessivo della raccolta in essere si è leggermente ridotto per il 2° mese consecutivo, di -4pb m/m a 1,89%¹, tornando sotto la soglia di 1,9%. Comincia quindi a delinearsi un'inversione di tendenza del costo della raccolta dopo la stabilità mostrata nel corso del 2012 su un livello medio di 1,95%. Secondo le stime ABI, il costo medio della raccolta in essere avrebbe registrato una piccola riduzione anche a febbraio, di 1pb m/m, grazie all'allentamento del tasso sui depositi.

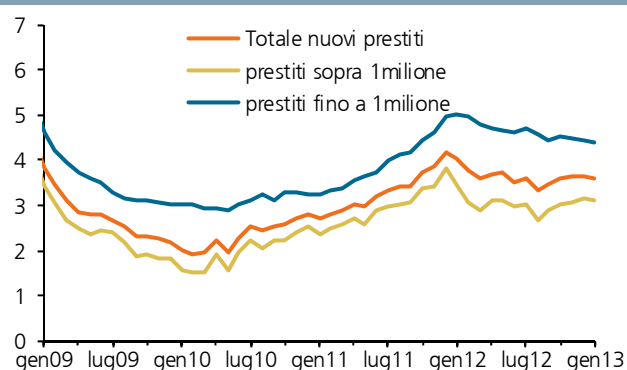


Quanto alle **condizioni sui nuovi prestiti, a gennaio 2013 si sono avute indicazioni concordanti di leggera riduzione sia per i tassi sulle erogazioni di importo contenuto sia per quelli sulle operazioni di maggiore entità, dopo gli andamenti divergenti dei mesi precedenti.** Il dato medio complessivo è risultato in calo di 3pb m/m a 3,62% (tassi riferiti ai finanziamenti diversi dai conti correnti e prestiti rotativi). Secondo le stime ABI, il calo sarebbe proseguito a febbraio. Più in

¹ 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.

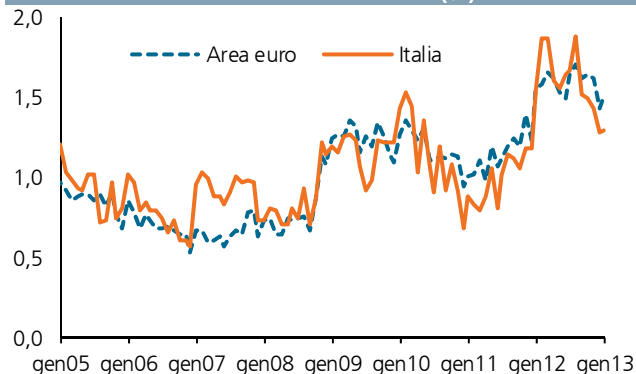
dettaglio, a gennaio il tasso sui nuovi prestiti superiori a 1 milione è sceso di 6pb m/m a 3,09%, interrompendo la risalita segnata negli ultimi quattro mesi del 2012. **Al contempo, il tasso sui nuovi prestiti fino a 1 milione si è confermato in leggera discesa**, di 4pb m/m a 4,39%. Di conseguenza, si è interrotto l'avvicinamento tra i tassi praticati sui nuovi prestiti fino a 1 milione e su quelli di importo maggiore. Il differenziale tra i due tassi medi si è fermato a gennaio 2013 a 129pb, sul valore del mese precedente, decisamente lontano dai picchi dello scorso anno (188pb ad agosto 2012) ma ancora distante dal livello considerabile di normalizzazione (99pb la media 2011 e quella degli anni 2003-10). In altre parole, pur in calo rispetto ai picchi, il livello ancora elevato di questo indicatore conferma condizioni creditizie condizionate dal peggioramento della qualità del credito e dai timori sulla rischiosità dei prenditori. A margine, va osservato che il differenziale tra i due tassi rimane inferiore alla medesima misura calcolata sui dati medi dell'area euro (150pb a gennaio 2013).

Tassi sui nuovi prestiti alle società non finanziarie (%)



Fonte: Banca d'Italia

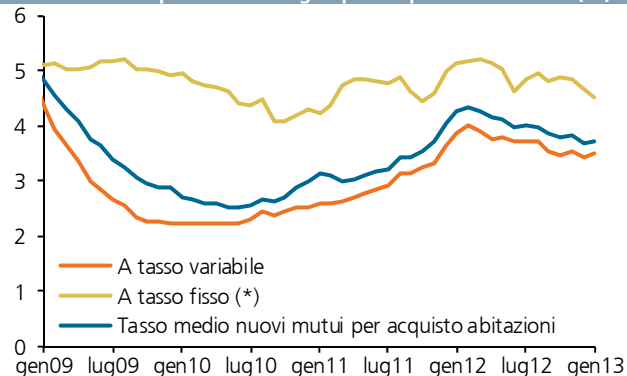
Differenziale tra tassi medi sui nuovi prestiti fino a 1 milione e oltre 1 milione alle società non finanziarie (%)



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

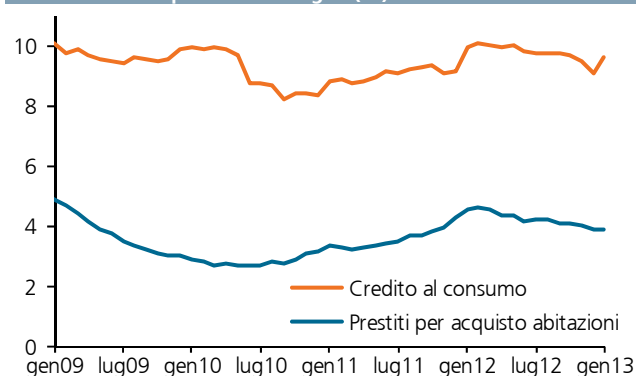
Dopo il calo di fine 2012, a gennaio 2013 il tasso medio sui nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si è essenzialmente stabilizzato a 3,70% (+1pb m/m). L'andamento risente di movimenti divergenti del tasso medio sui nuovi prestiti a tasso variabile, in aumento di 6pb m/m a 3,48%, e di quello sui nuovi mutui a tasso fisso, in calo di 14pb m/m a 4,51% dopo la riduzione di ben 21pb m/m registrata a dicembre 2012. Il TAEG sui nuovi prestiti per acquisto abitazioni si è stabilizzato a 3,92%.

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



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

TAEG sui nuovi prestiti a famiglie (%)



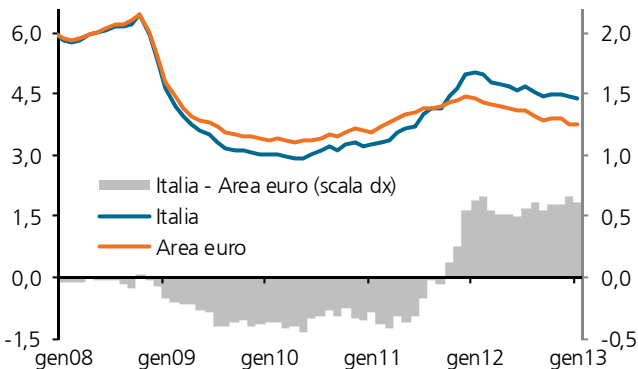
Fonte: Banca d'Italia

Nel confronto europeo, permane una significativa eterogeneità dei tassi sui prestiti (i tassi citati di seguito sono riferiti ai nuovi finanziamenti diversi dai conti correnti e prestiti rotativi concessi alle società non finanziarie). A gennaio 2013 i tassi medi dell'area euro sono risultati

essenzialmente stabili per i prestiti di importo contenuto e in riduzione per quelli di maggiore entità, tanto che il tasso medio complessivo è risultato leggermente in calo. La dispersione dei tassi tra Paesi è rimasta elevata.

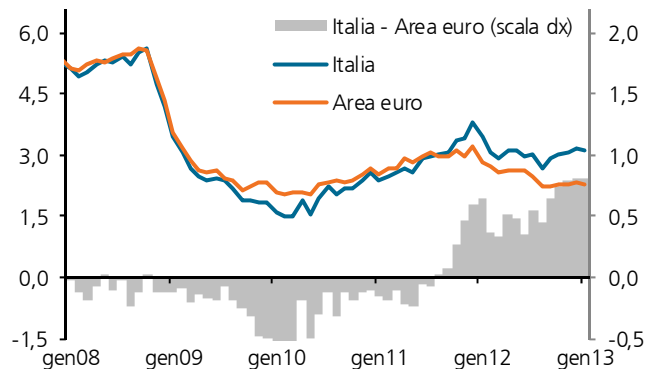
I differenziali tra i tassi italiani e quelli dell'area euro non hanno mostrato miglioramenti. Per i prestiti sopra 1 milione, il differenziale si è stabilizzato al massimo di 81pb, dopo essere salito per 4 mesi consecutivi. Al contempo, per le operazioni fino a 1 milione, il differenziale tra il tasso medio italiano sui nuovi prestiti e quello medio dell'area euro è risultato pari a 61pb, rientrando dal picco di 66pb registrato a dicembre per posizionarsi poco distante dai 60pb del bimestre ottobre-novembre 2012. In sostanza, il livello di gennaio non si discosta dalla media del 2° semestre 2012 (60pb) mentre il differenziale dei tassi sui prestiti oltre 1 milione è ai massimi della serie storica disponibile. Si conferma che da settembre il differenziale con l'area euro riferito ai nuovi prestiti di importo maggiore è più alto di quello relativo ai prestiti di entità contenuta.

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



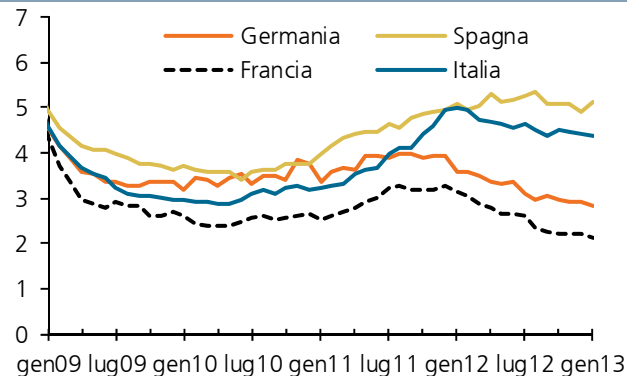
Fonte: Banca d'Italia, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



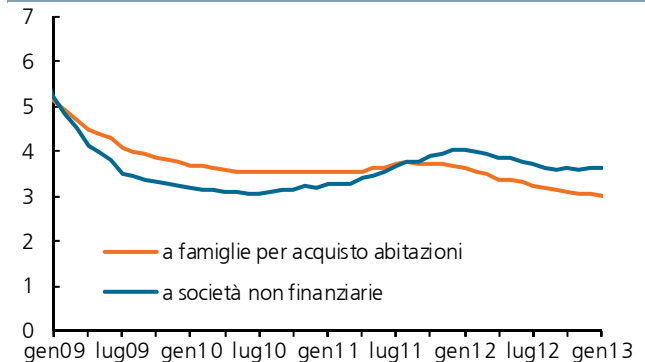
Fonte: Banca d'Italia, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tassi sui prestiti fino a 1 milione a tasso variabile (*) alle società non finanziarie (%)



(*) Nota: tasso variabile e con periodo di determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno
Fonte: BCE

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



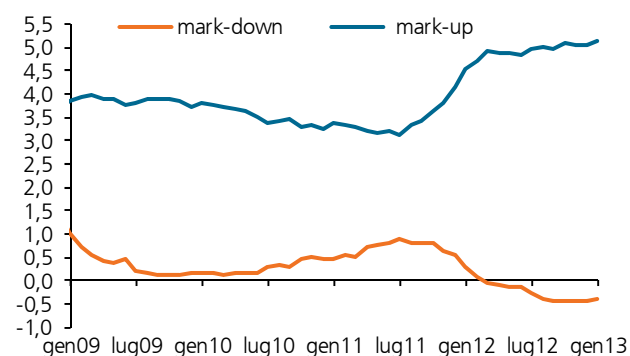
Fonte: Banca d'Italia

Anche a gennaio 2013, come nei due mesi precedenti, **i tassi medi sulle consistenze dei prestiti hanno fornito indicazioni di assestamento o di calo a ritmi molto lenti.** Il tasso medio sui prestiti alle famiglie e, tra le componenti, quello sullo stock di prestiti per acquisto abitazioni, si sono confermati ai minimi della serie storica dal 2003, il primo stabile su dicembre a 4,03%, il secondo in ulteriore leggero calo a 3,02% (-3pb m/m). Il tasso medio sui prestiti in essere alle imprese si è fermato sul 3,62%, in linea con i valori di fine 2012 (3,61% in media negli ultimi 4

mesi del 2012). Di conseguenza, il tasso complessivo sullo stock di prestiti a famiglie e imprese non ha mostrato variazioni significative, aprendo il 2012 a 3,79%, sulla media dei 3 mesi precedenti (3,80%); a febbraio 2013, secondo le stime ABI, si sarebbe registrata una leggera discesa (-3pb m/m).

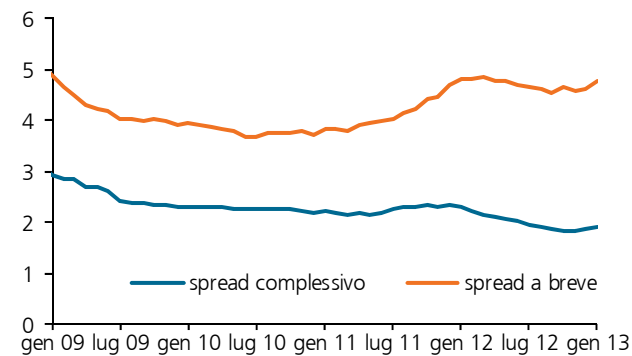
La lieve riduzione del costo della raccolta in essere ha determinato un ulteriore piccolo miglioramento della **forbice tra tassi attivi e passivi che, per il 2° mese consecutivo, ha mostrato una variazione in aumento, a 1,90%**, dopo il minimo storico di 1,83% registrato a novembre 2012. Ciononostante, la forbice è rimasta molto bassa. **Anche per la contribuzione dei depositi a vista, in territorio negativo da undici mesi, i dati di gennaio mostrano un piccolo miglioramento, dopo l'interruzione del peggioramento sul finire del 2012:** il mark-down² sull'Euribor a 1 mese è risultato pari a -0,39%, rispetto allo 0,43% dei due mesi precedenti. Il recupero dai minimi dovrebbe essersi consolidato a febbraio 2013, grazie al calo stimato di 1pb nel tasso sui conti correnti, come indicano le anticipazioni ABI. Il mark-up³ sull'Euribor a 1 mese è aumentato ulteriormente a gennaio, a 5,15%, toccando un nuovo massimo della serie storica dal 2003.

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

² Differenza tra Euribor a 1 mese e tasso sui conti correnti di famiglie e imprese.

³ Differenza tra tasso sui prestiti a famiglie e imprese con durata fino a un anno ed Euribor a 1 mese.

Continua il calo dei prestiti alle imprese, ma meno marcato dell'autunno scorso

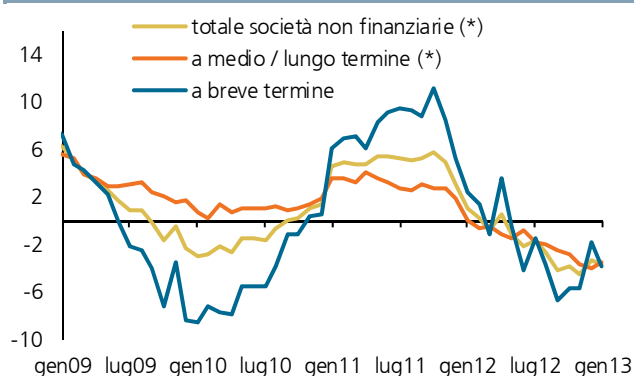
A inizio 2013 si è leggermente accentuato il calo dei prestiti alle società non finanziarie, dopo l'apparente attenuazione del trend emersa a dicembre 2012. Però, la contrazione su base annua registrata a gennaio è meno accentuata di quanto segnato nei tre mesi da settembre a novembre 2012. Inoltre, a gennaio il flusso mensile è tornato leggermente positivo. Per i prestiti alle famiglie si osserva un assestamento del calo, con i dati di inizio anno che confermano una riduzione moderata, la stessa già osservata a dicembre 2012. Le stime ABI per febbraio segnalano un calo del complesso dei prestiti a famiglie e imprese in linea col mese precedente.

Elisa Coletti

I prestiti alle società non finanziarie hanno aperto il 2013 con una contrazione del 2,8% a/a (dati corretti per le cartolarizzazioni e per altre variazioni non connesse con transazioni; -3,7% il calo a gennaio su dati grezzi). **Il calo di gennaio è leggermente peggiore rispetto a quello di fine 2012 (-2,2%) ma meno marcato di quanto osservato nei tre mesi da settembre a novembre 2012 (-3,2% medio nei tre mesi, dati corretti per le cartolarizzazioni e per altre variazioni non connesse con transazioni)** quando i tassi di variazione hanno toccato i minimi della serie storica da fine anni Novanta. Inoltre, a gennaio il flusso mensile è ritornato leggermente positivo, per circa 900 milioni.

In dettaglio, **a gennaio il calo dei prestiti a breve termine alle società non finanziarie si è accentuato a -4,0% a/a, dopo il temporaneo ridimensionamento di fine 2012 a -1,9% a/a**, ma è risultato meno negativo di quanto osservato nei mesi autunnali (-6,1% a/a su dati grezzi in media da settembre a novembre). Si è invece **leggermente attenuata la contrazione dei prestiti a medio-lungo termine**, a -3,6% a/a da -4,1% di dicembre 2012. Il calo dei prestiti a medio/lungo rimane comunque considerevole, pari a -3,8% in media nei tre mesi da novembre 2012 in poi.

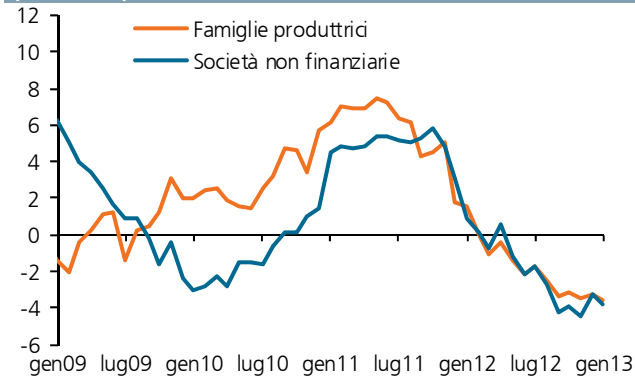
Prestiti alle società non finanziarie per durata (var. % a/a)



Nota: (*) da giugno 2010 a maggio 2011, dati corretti per tener conto della discontinuità nelle statistiche bancarie, dovuta alla re-iscrizione in bilancio di attività cedute o cartolarizzate.

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

Prestiti a famiglie produttrici e a società non finanziarie (*) (var. % a/a)



Nota: (*) da giugno 2010 a maggio 2011, dati corretti per tener conto della discontinuità nelle statistiche bancarie, dovuta alla re-iscrizione in bilancio di attività cedute o cartolarizzate. Nostra stima per la correzione relativa alle imprese individuali.

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

I prestiti alle famiglie hanno confermato un calo contenuto. Secondo i dati corretti per l'effetto delle cartolarizzazioni, la variazione annua è risultata leggermente negativa per il 4° mese consecutivo (-0,6% a/a dopo il -0,5% di dicembre). **Sulla base dei dati grezzi, la variazione dei prestiti alle famiglie è negativa per il 7° mese consecutivo ma il calo nel complesso ha smesso di accentuarsi** (-1,4% a/a a gennaio come a dicembre 2012, da -1,2% a novembre). Guardando alle componenti dei prestiti alle famiglie, a gennaio si conferma un **lieve calo per lo stock di mutui per l'acquisto di abitazioni** (-0,7% a/a) mentre il credito al consumo continua a subire una flessione significativa ancorché leggermente più attenuata rispetto ai mesi precedenti (-5,7% a/a

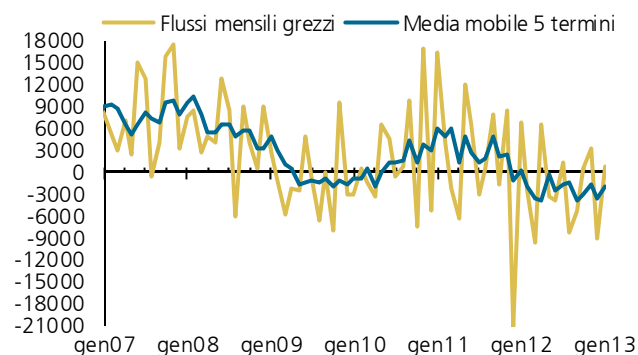
dopo il -6,3% dell'ultimo trimestre 2012)⁴. Gli altri prestiti, in parte relativi alle famiglie produttrici, sono tornati a ridursi dell'1,4% a/a dopo un'attenuazione del calo nei due mesi precedenti (-1,0% a/a a dicembre).

La flessione dei prestiti alle famiglie produttrici, del 3,6% a/a a gennaio, è risultata lievemente più marcata dei tre mesi precedenti (-3,3% negli ultimi quattro mesi del 2012), ai minimi della serie storica delle variazioni disponibile da metà 1999. A fronte di un calo dei finanziamenti complessivi alle famiglie dell'1,4% a/a a gennaio, lo stesso di fine 2012, quelli alle famiglie consumatrici si sono confermati in riduzione dell'1,0% a/a, come a dicembre.

In termini di flussi netti mensili, i movimenti registrati a gennaio dai prestiti alle famiglie sono risultati tutti negativi, come a dicembre. In dettaglio, lo stock complessivo di prestiti alle famiglie ha registrato una contrazione di circa 1,5 miliardi su fine 2012 (dati riferiti ai residenti nell'area euro), cui ha contribuito il flusso negativo per 750 milioni m/m dei prestiti per acquisto di abitazioni (il 4° consecutivo). Diversamente dal bimestre ottobre-novembre 2012, anche gli "altri prestiti" hanno registrato un flusso negativo, per il 2° mese consecutivo, pari a quasi 370 milioni a gennaio, di cui 150 circa dovuti ai prestiti alle famiglie produttrici.

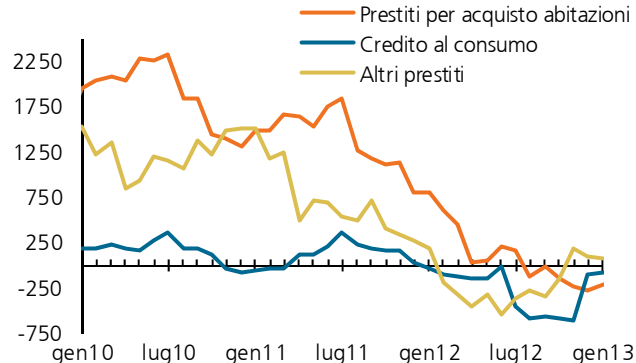
I dati di inizio 2013 sulle erogazioni mensili di prestiti per l'acquisto di abitazioni confermano la debolezza del mercato, con flussi lordi ai minimi. Le erogazioni di gennaio risultano pari a circa 1,9 miliardi, corrispondenti a 2,6 miliardi secondo la stima in termini destagionalizzati⁵, più basse del 19% rispetto al flusso di inizio 2012.

Flussi mensili di prestiti a società non finanziarie dell'area euro da parte delle banche italiane (*) (milioni di euro)



Nota: (*) flussi definiti come differenze tra stock aggiustati per l'effetto di variazioni nei cambi, riclassificazioni, altre rivalutazioni e variazioni non originate da transazioni
Fonte: BCE ed elaborazioni Servizio Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo

Flussi mensili di prestiti alle famiglie, dati riferiti ai residenti nell'area euro (*) (milioni di euro, medie mobili a 5 termini)



Nota: (*) flussi definiti come differenze tra stock aggiustati per l'effetto di variazioni nei cambi, riclassificazioni, altre rivalutazioni e variazioni non originate da transazioni
Fonte: BCE ed elaborazioni Servizio Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo

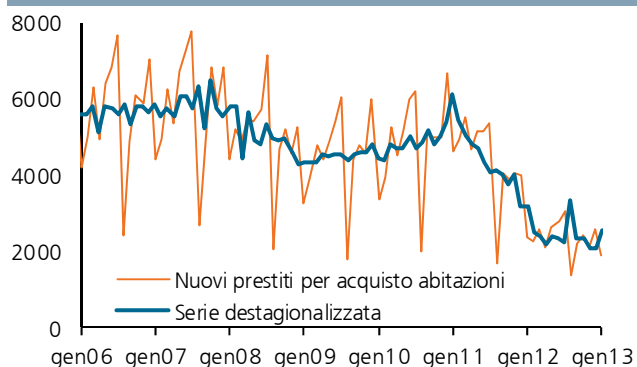
Complessivamente, a gennaio il calo dei prestiti al settore privato è tornato in linea con quanto registrato lo scorso novembre, dopo la temporanea attenuazione di fine 2012 (-1,6% a/a dopo il -0,9% di fine 2012 e il -1,5% di novembre; dati al netto delle operazioni con controparti centrali e corretti per le cartolarizzazioni). Secondo le stime ABI, la contrazione su base annua si sarebbe attenuata a febbraio per il complesso del settore privato e si sarebbe confermata sui livelli di gennaio per i prestiti a famiglie e imprese. In dettaglio, ABI stima che il complesso dei prestiti alle imprese e alle famiglie si sia ridotto a febbraio del 2,8% a/a, in linea col mese precedente. Il

⁴ Questo andamento risente, presumibilmente, di una discontinuità nelle rilevazioni a partire da luglio 2012, quando si è registrato un calo eccezionale di 2,6 miliardi m/m.

⁵ Nel valutare l'andamento delle erogazioni di mutui va tenuto presente che possono essere influenzate dal fenomeno delle surroghe e sostituzioni. Le nuove operazioni si riferiscono ai "contratti di finanziamento stipulati nel periodo di riferimento della segnalazione o che costituiscono una rinegoziazione di condizioni precedentemente determinate" (Banca d'Italia, Supplemento Moneta e Banche, Appendice metodologica).

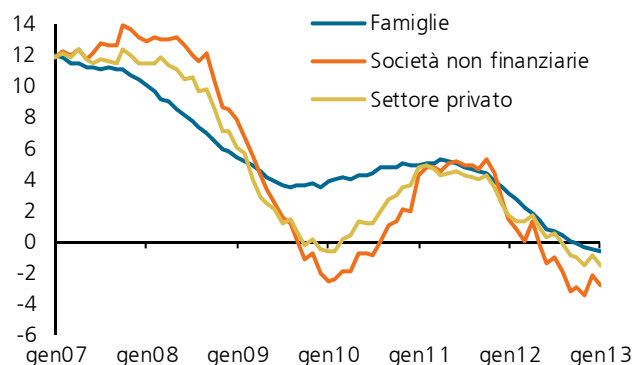
dato aggregato deriva da una contrazione stimata in -4,6% a/a per i prestiti a breve termine, dopo il -3,5% di gennaio, accompagnata però da una leggera attenuazione del calo della componente a medio/lungo termine, stimato in -2,2% a/a per febbraio, dopo il -2,5% di gennaio.

Nuovi prestiti per acquisto di abitazioni (milioni di euro)



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

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



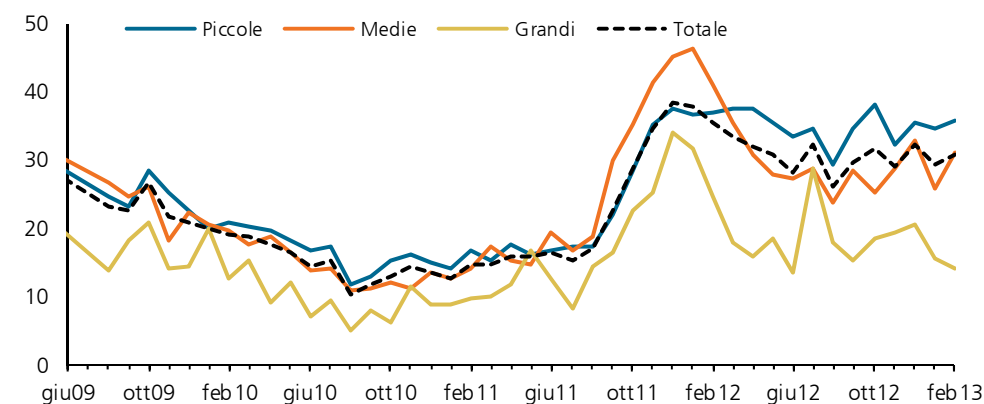
Fonte: Banca d'Italia

Box – La valutazione delle imprese sulle condizioni creditizie

L'indagine sulla fiducia delle imprese manifatturiere e di costruzioni di febbraio 2013 conferma il permanere di difficoltà nell'accesso al credito da parte delle imprese, in particolare per quelle di piccole dimensioni. Le imprese che hanno valutato le condizioni creditizie come meno favorevoli (rispetto a tre mesi prima dell'indagine) sono risultate pari al 30,7%, in lieve aumento dal 29,3% di gennaio. La risalita dei giudizi negativi ha riguardato in particolar modo le imprese con meno di 50 addetti, al 35,7% a febbraio, e quelle tra i 50 e i 249 addetti, al 31,2%. Al contrario, tra le imprese più grandi (oltre i 249 addetti) la percentuale di quante hanno giudicato le condizioni di accesso al credito come meno favorevoli si è ridotta al 14%, ai minimi da luglio 2011. La forbice tra le percentuali di giudizi negativi delle piccole e delle grandi imprese, allargatasi già nel 1° semestre 2012, risulta al 21,7%, ai massimi dall'inizio della serie (marzo 2008).

Tiziano Lucchina

Percentuale delle imprese manifatturiere che giudicano meno favorevoli le condizioni di accesso al credito rispetto a 3 mesi precedenti – scomposizione dimensionale

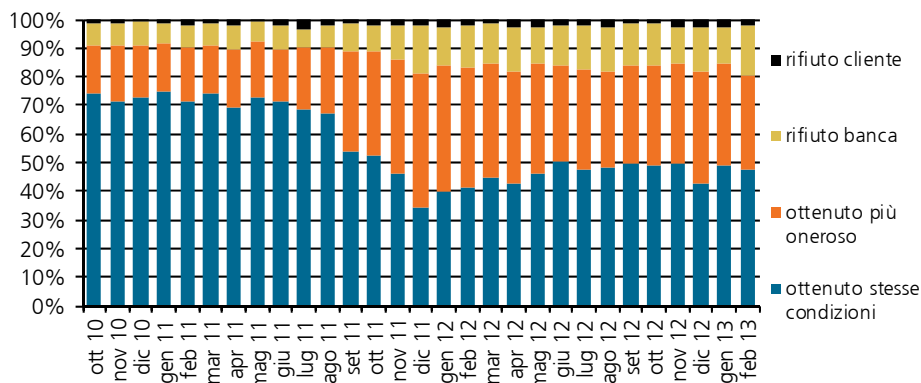


Fonte: Istat

La percentuale di imprese che nei tre mesi precedenti all'indagine hanno avuto contatti diretti con le banche per richiedere o aumentare il credito della loro azienda (per brevità, richieste di credito) è risultata pari al 30,9%, in calo dal 34,9% di gennaio 2013. E' scesa all'80,4%, dal

84,5% del mese precedente, la percentuale di imprese che hanno ottenuto il credito richiesto. Il 47,8% delle imprese hanno ottenuto il credito alle stesse condizioni praticate precedentemente, al 32,6% è stato concesso a condizioni più onerose. Il 17,6% delle imprese non ha ottenuto il credito richiesto alla banca ("razionamento forte"), percentuale in aumento dal 13% del mese precedente e anche rispetto al 14% medio del 2012. Il restante 2% ha rifiutato il credito perché offerto a condizioni troppo onerose ("razionamento debole").

Modalità di ottenimento del credito (% calcolata tra le imprese che hanno richiesto credito)



Fonte: Istat ed elaborazioni Servizio Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo

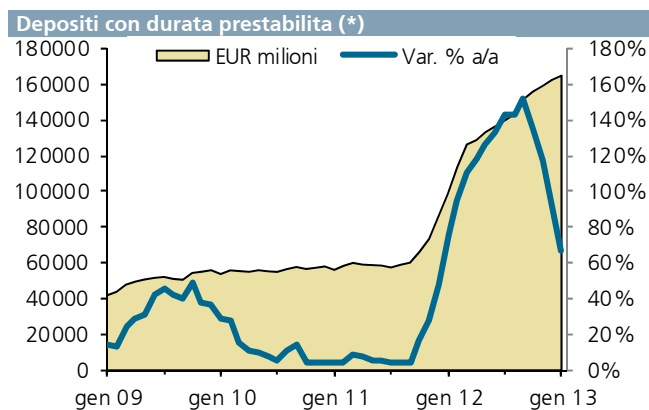
Depositi bancari in ulteriore accelerazione a inizio 2013

A gennaio 2013 la raccolta complessiva da clientela è risultata moderatamente in crescita, in accelerazione al 2,5% a/a. Le stime ABI per febbraio confermano la ripresa grazie alla vivacità dei depositi. La dinamica dei depositi da clientela domestica ha assunto un notevole vigore nei mesi più recenti, giungendo a segnare un nuovo primato di crescita, a +7,7% a/a a gennaio, ai massimi da fine 2008. La dinamica si è rafforzata grazie al ritorno alla crescita dei conti correnti, mentre è proseguito con regolarità l'afflusso di risparmio verso i depositi a tempo.

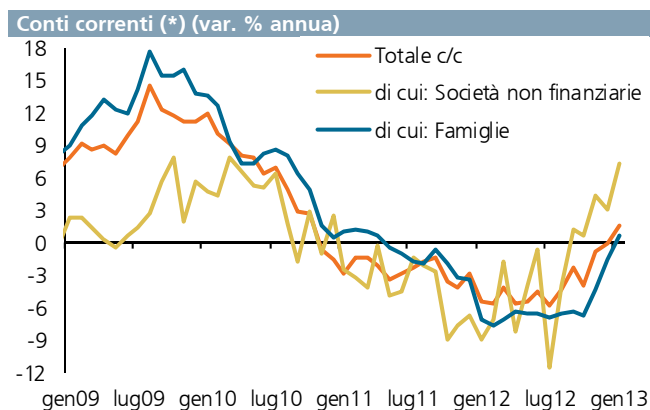
Elisa Coletti

A gennaio 2013 la raccolta complessiva da clientela si è confermata moderatamente in crescita per il 5° mese consecutivo, con un'accelerazione al 2,5% a/a dall'1,6% di dicembre 2012 (dati riferiti all'aggregato costituito dai depositi e dalle obbligazioni detenute da soggetti diversi dalle IFM italiane). Le stime ABI per febbraio 2013 confermano la ripresa (+2,65% a/a) grazie alla notevole vivacità dei depositi, la cui velocità di crescita risulta aumentata ulteriormente.

La dinamica dei depositi da clientela domestica ha assunto un notevole vigore nei mesi più recenti, giungendo a segnare un nuovo primato di crescita, a +7,7% a/a a gennaio, dopo il 7% di dicembre 2012, ai massimi da fine 2008 (dati al netto delle controparti centrali e altri fattori non ordinari⁶). La dinamica si è rafforzata grazie al ritorno alla crescita dei conti correnti, mentre è proseguito con regolarità l'afflusso di risparmio verso i depositi a tempo. Più in dettaglio, i depositi con durata prestabilita sono aumentati di altri 2,4 miliardi m/m arrivando a sfiorare i 165 miliardi in volume, un nuovo massimo, pari al 14% del totale dei depositi (pesavano meno del 5% negli anni dal 2005 al 2010). Dati i livelli raggiunti dallo stock nell'arco dello scorso anno, la dinamica di sviluppo sta rallentando, pur restando sostenuta.



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



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

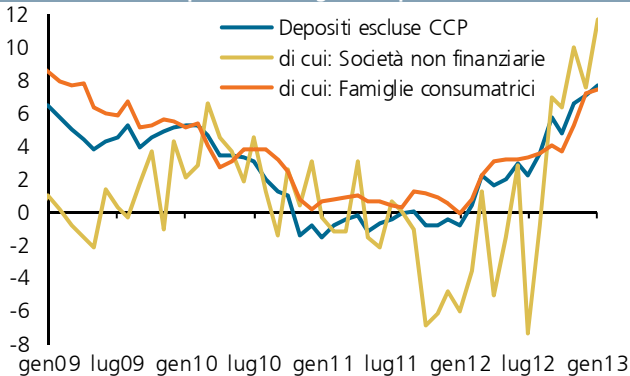
Come già emerso a fine 2012, i conti correnti hanno mostrato un notevole miglioramento, segnando a gennaio il ritorno alla crescita e archiviando oltre due anni contrassegnati da segni meno. L'inversione di tendenza è chiaramente rappresentata da un tasso di variazione salito a 1,5% a/a, dopo essere risultato poco sotto lo zero a fine 2012, a -0,3% a/a. L'andamento dell'aggregato complessivo ha tratto spunto anche dal ritorno alla crescita dei conti correnti delle famiglie, pur continuando a beneficiare della vivacità dei conti correnti delle società non finanziarie. Questi ultimi, in territorio positivo da settembre 2012, a gennaio hanno segnato un aumento del 7,3% a/a (dati riferiti alle imprese residenti nell'area euro). Va ricordato che la performance recente si confronta con un andamento particolarmente negativo nei mesi finali del 2011, proseguito anche nei primi due mesi del 2012.

⁶ Secondo la serie del tasso di variazione corretto da Banca d'Italia, escludendo i depositi connessi con cartolarizzazioni e altre cessioni di crediti e le operazioni con controparti centrali.

Per i conti correnti delle famiglie, gennaio ha riportato una crescita dello 0,6% a/a, la prima dopo 20 mesi di cali (-7,1% dodici mesi prima e -6,1% in media nel 2012). Come per i conti correnti delle imprese, si rammenta che l'andamento più recente del tasso di variazione annuo risente del confronto con un periodo particolarmente delicato della crisi del debito sovrano. Grazie anche al flusso positivo verso i depositi a tempo, nel complesso i depositi delle famiglie consumatrici sono cresciuti del 7,4% a/a a gennaio 2013, ai massimi dalla primavera 2009.

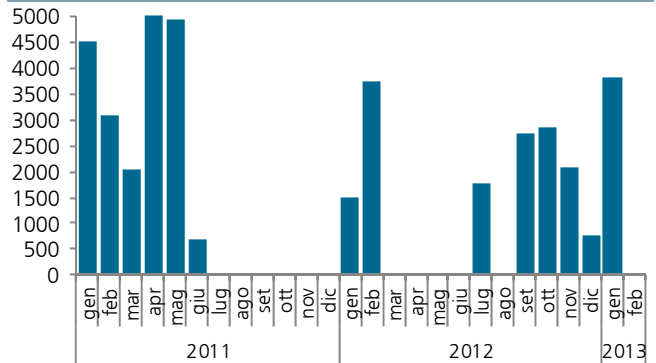
Per i depositi delle società non finanziarie, a gennaio si è registrata un'ulteriore accelerazione all'11,7% a/a dopo il 7,5% di fine 2012. Questa dinamica risente da un lato del flusso netto considerevole registrato a settembre 2012 dai conti correnti e dai depositi con durata prestabilita delle società non finanziarie, dall'altro dell'effetto confronto di cui si è detto sopra.

Depositi dei residenti al netto delle controparti centrali a confronto con i depositi di famiglie e imprese (var. % a/a) (*)



Nota: (*) per i depositi totali, escluse controparti centrali e depositi connessi con cartolarizzazioni. Inoltre, variazioni corrette per fluttuazioni del cambio, aggiustamenti di valore e riclassificazioni statistiche. Per i depositi delle famiglie, da set-08 a ott-09, dati corretti per tener conto dell'inclusione della Cassa Depositi e Prestiti tra le IFM.
Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Emissioni di obbligazioni senior da parte di banche italiane sul mercato istituzionale internazionale nel 2011-13 (milioni di euro)



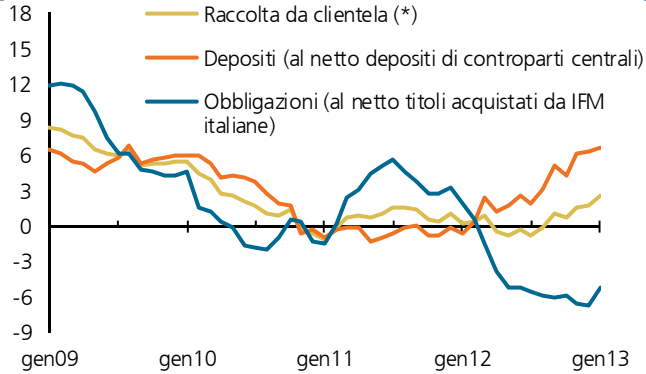
Fonte: Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson-One/Bloomberg

Per quanto riguarda le obbligazioni bancarie, depurando dalle emissioni detenute in portafoglio da IFM italiane, la contrazione dello stock è rimasta significativa, ancorché leggermente attenuata a gennaio a -5,2% a/a rispetto al -6,8% di fine 2012. Secondo le stime ABI, a febbraio il calo è tornato nell'ordine del 6% a/a. Dal lato della nuova raccolta obbligazionaria, da febbraio l'attività di collocamento di titoli destinati alla clientela istituzionale sul mercato all'ingrosso si è nuovamente interrotta, dopo essere proseguita con successo per alcuni mesi fino a gennaio 2013. Tuttavia, l'andamento delle obbligazioni bancarie risente anche dell'effetto sostituzione che interessa le emissioni rivolte alle famiglie, a vantaggio dei depositi a tempo.

Alla crescita dei depositi continua a contrapporsi il calo dei titoli di debito della clientela in custodia presso le banche, che si accentua di mese in mese, arrivando a segnare un -4,9% a/a a gennaio dopo il -3,3% di fine 2012 (dati al valore nominale, comprensivi delle obbligazioni bancarie). In particolare, i titoli di debito in custodia per conto delle famiglie e delle imprese stanno registrando un trend negativo marcato. Quelli delle famiglie consumatrici si sono ridotti a gennaio del 7,9% a/a, dopo il -6,0% di fine 2012. Una flessione significativa si registra anche per i titoli in deposito delle imprese, con un -5,3% a/a per le società non finanziarie e addirittura -13,3% per le famiglie produttrici. In termini di volumi, a gennaio 2013 i titoli di debito delle famiglie consumatrici in custodia presso le banche si sono ridotti di altri 6,6 miliardi m/m dopo il calo mensile di ben 19,4 miliardi registrato a dicembre 2012. Rispetto a inizio 2012, quando si è raggiunto un massimo dello stock di titoli in custodia presso le banche, la riduzione è stata di oltre 58 miliardi per i titoli di debito delle famiglie e di 9,3 miliardi per quelli in custodia per conto delle imprese.

In conclusione, la ripresa dei conti correnti e l'accentuazione del calo dei titoli in deposito presso le banche continuano a testimoniare la preferenza per la liquidità in una fase di notevole incertezza, soprattutto sul fronte domestico.

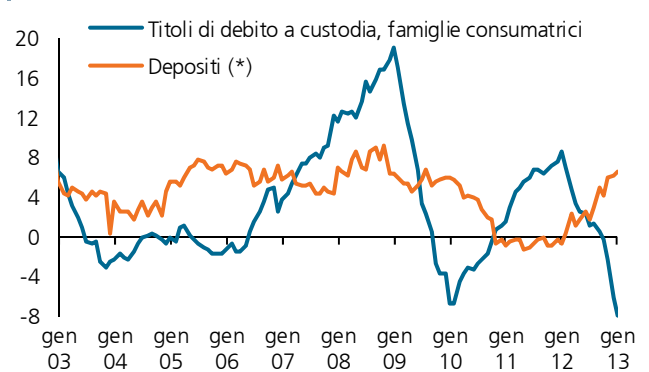
Raccolta da clientela delle banche italiane (var. % a/a) (*)



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 Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Depositi (*) e titoli a custodia presso le banche (var. % a/a)



Nota: (*) esclusi depositi di controparti centrali e passività in contropartita dei prestiti ceduti e non cancellati.

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

Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic & Fixed Income Research

Paolo Mameli – Economista area euro

02 87962128

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

Industry & Banking

Elisa Coletti – Economista Banche

02 87962097

elisa.coletti@intesasanpaolo.com

Tiziano Lucchina – Economista Banche

0287935939

tiziano.lucchina@intesasanpaolo.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.