

# La Bussola dell'Economia Italiana

Direzione Studi e Ricerche

Maggio 2020



**La bussola dell'economia italiana****Indice****L'evoluzione dello scenario congiunturale**

Il peggio è passato, ma il recupero sarà lento	2
Il dettaglio delle misure contenute nel DL Rilancio	2
Sintesi della previsione macroeconomica	9
Crolla la produzione nell'industria...	11
...così come fatturato, ordini e fiducia delle imprese	12
Ancor più ampio il calo della produzione nelle costruzioni	13
Il recupero di attività nei servizi sarà più lento che nell'industria	14
Crollano le vendite al dettaglio non alimentari, si azzerano le vendite di auto	15
L'effetto sul tasso di disoccupazione potrebbe essere ritardato	16
Contrazione record per gli scambi con l'estero	17
L'inflazione per ora ha tenuto, ma è attesa negativa nei prossimi mesi	18

**Tendenze del settore bancario**

Significativa riduzione dei tassi sui nuovi prestiti di minore entità alle imprese	19
Tornano in crescita i prestiti alle imprese, rallentano quelli alle famiglie	20
Conti correnti ancora in forte aumento	24
	27

**22 maggio 2020**

Nota Mensile

**Direzione Studi e Ricerche****Paolo Mameli**  
Economista Macro Italia**Elisa Coletti**  
Economista Banche

## L'evoluzione dello scenario congiunturale

### Il peggio è passato, ma il recupero sarà lento

Il mese di aprile ha segnato il punto di minimo del ciclo, ma il recupero a nostro avviso sarà lento, e le proiezioni restano soggette a rischi verso il basso. Il "decreto rilancio" segna un punto di svolta nella risposta di politica fiscale allo shock COVID-19, soprattutto dal lato delle imprese; tuttavia, il pacchetto potrà solo attenuare gli effetti di tale shock.

Paolo Mameli

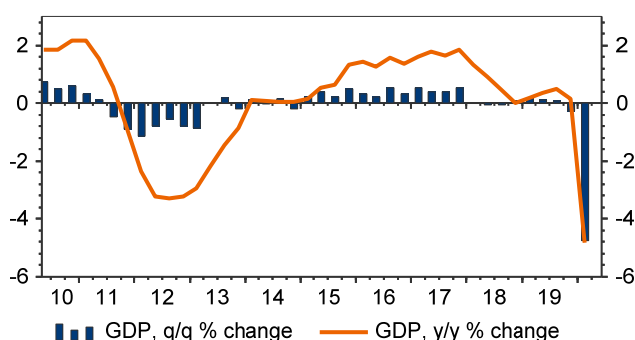
**Il PIL è calato di -4,7% t/t (-4,8% a/a) nel primo trimestre** (Figura 1). È il minimo storico da quando sono disponibili le serie trimestrali (1995). La prima stima del PIL si è basata su un set informativo più fragile del normale, e Istat ha fornito meno dettagli del solito, limitandosi a segnalare che il calo è diffuso a tutte le principali componenti, sia dal lato della composizione del valore aggiunto per settore di attività produttiva, sia, dal lato della domanda, quanto al contributo della componente nazionale e di quella estera.

**La contrazione del PIL è stata senza precedenti nel trimestre invernale, ma sarà ancora più ampia nei mesi primaverili**

Tuttavia, **la flessione è stata lievemente inferiore rispetto alle aspettative** nostre e di consenso. L'attività economica si è contratta meno rispetto a Francia (-5,8% t/t) e Spagna (-5,2% t/t), nonostante un *lockdown* più prolungato nel nostro Paese. Le spiegazioni potrebbero essere due: la più favorevole è che il fermo legale sulle attività produttive sia stato meno stringente del previsto, per via delle deroghe concesse dalle autorità giudiziarie; la meno favorevole è che il set informativo su cui si è basato Istat nella stima preliminare sui conti nazionali sia stato più fragile di quello utilizzato dalle agenzie statistiche di altri Paesi; in tal senso, **non escludiamo una possibile revisione al ribasso** in occasione della seconda *release*, prevista per il 29 maggio.

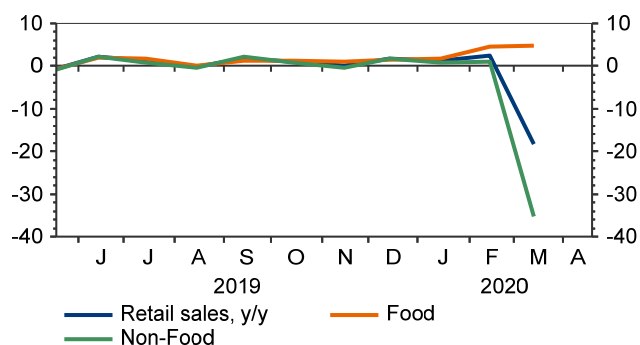
Rimandiamo alle schede tematiche per una analisi degli altri dati congiunturali diffusi nel periodo più recente, che hanno evidenziato in particolare, per il mese di marzo, una caduta generalizzata per i principali indicatori nell'industria (produzione, ordini e fatturato), per la produzione nelle costruzioni e per le vendite al dettaglio (con l'eccezione degli alimentari: Figura 2). Al **crollo degli indicatori di domanda e offerta sul mercato domestico** si è accompagnata la vistosa **contrazione del commercio estero** (in entrambe le direzioni).

Figura 1 - Calo senza precedenti per il PIL nel 1° trimestre dell'anno



Fonte: Refinitiv Datastream, Istat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Figura 2 - Sono crollati i consumi di beni non alimentari



Fonte: Refinitiv Datastream, Istat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

In questa fase, in cui gli indicatori macroeconomici più utilizzati, in genere a cadenza trimestrale o mensile, non consentono una stima adeguata del livello corrente di attività, è necessario monitorare più strettamente l'andamento di **indicatori congiunturali a più alta frequenza** (almeno settimanale, se non giornaliera). Tra questi abbiamo considerato:

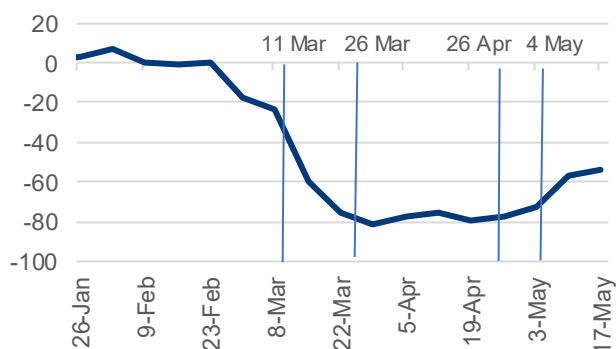
- il **traffico autostradale** (dati settimanali diffusi da ASPI e disponibili sul sito di Atlantia: Figura 3), che mostra un punto di minimo nell'ultima settimana di marzo (-80,9% a/a) e una tendenza molto debole sino all'ottava a cavallo tra aprile e maggio (-72,6%), seguita da un recupero nella settimana al 17 maggio (-54,1%);

**Gli indicatori più tempestivi sull'attività economica segnalano un punto di minimo del ciclo a inizio aprile e un recupero visibile solo da inizio maggio**

- i **consumi elettrici**, depurati delle anomalie di temperatura (con cadenza giornaliera: Figura 4), che evidenziano un punto di minimo a inizio aprile (quasi il 40% al di sotto dei valori dello scorso anno), e una ripresa già nella parte finale di aprile (al 19 maggio i consumi si attestano a un -9,1% a/a);
- il nuovo **"Social Mood on Economy Index"** diffuso dall'Istat, un indicatore sperimentale che fornisce misure del sentiment italiano sull'economia derivate da campioni di tweet pubblici in lingua italiana e che vengono elaborati giornalmente: l'indice ha mostrato un marcato deterioramento a partire dal 18 febbraio, toccando un punto di minimo il 20 aprile; i dati relativi agli ultimi giorni di aprile (gli ultimi disponibili) mostrano solo una lieve attenuazione del ritmo di caduta;
- i nuovi **dati sugli spostamenti diffusi da Google** (con cadenza giornaliera: Figure 5, 6 e 7 e Tabella 1), relativi al numero di visite presso luoghi di lavoro, stazioni di transito, negozi di alimentari e farmacie, negozi e attività ricreative: anche in questo caso, come per i consumi elettrici, il minimo è stato raggiunto a inizio aprile; i dati (al 16 maggio) restano al di sotto della media registrata dal 3 gennaio al 6 febbraio del 26% per quanto riguarda le visite a negozi di alimentari e farmacie, del 34% per i luoghi di lavoro, del 53% per le stazioni di transito e del 61% per negozi e luoghi di attività ricreative.

Tutti questi indici ci dicono che **il punto di minimo del ciclo è stato superato, ma i livelli di attività restano ben lontani dalla norma.**

**Figura 3 - Il traffico autostradale resta del 54% inferiore all'anno scorso (dati al 17 maggio)**



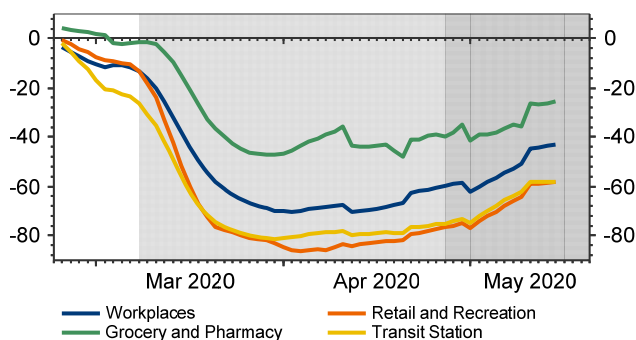
Nota: variazioni % a/a rispetto alla stessa settimana dell'anno precedente. Fonte: ASPI, elaborazioni Intesa Sanpaolo.

**Figura 4 - I consumi elettrici (corretti per le anomalie di temperatura) sono inferiori all'anno scorso del 9% (al 19 maggio)**



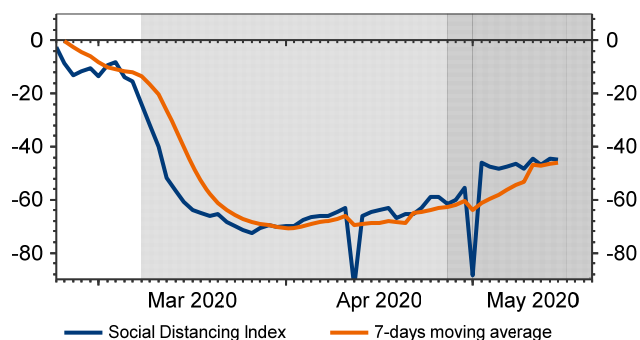
Nota: in % della corrispondente settimana del 2019; barre in corrispondenza di: 11 marzo, 25 marzo, 27 aprile, 4 maggio, 18 maggio. Fonte: ENTSO-E, Bruegel, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Figura 5 - Gli indici di mobilità di Google evidenziano che gli spostamenti verso luoghi di lavoro, stazioni di transito, negozi e luoghi di attività ricreative resta ben al di sotto dei valori pre-shock**



Nota: variazioni % rispetto alla media registrata tra il 3 gennaio e il 6 febbraio; dati al 16 maggio. Fonte: Google, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Figura 6 - Il "social distancing index" mostra livelli inferiori alla norma del 44% al 16 maggio**



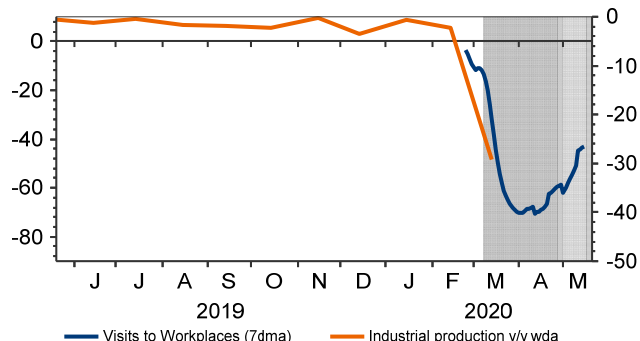
Nota: media dei 4 indicatori di cui alla Figura precedente. Fonte: Google, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Tabella 1 – Gli indici di mobilità segnalano che l'Italia è stata tra i Paesi più colpiti durante il lockdown, ed è tra quelli più indietro nella fase di recupero (dopo Spagna e Regno Unito)**

	Retail and Recreation		Grocery and Pharmacy		Transit Station		Workplaces	
	3-Apr	15-May	3-Apr	15-May	3-Apr	15-May	3-Apr	15-May
Germany	-57.0	-29.0	-11.0	-3.0	-57.0	-35.0	-44.0	-26.0
France	-86.0	-48.0	-38.0	-8.0	-82.0	-52.0	-72.0	-45.0
Italy	-85.0	-58.0	-37.0	-22.0	-79.0	-58.0	-69.0	-42.0
Spain	-89.0	-72.0	-48.0	-29.0	-84.0	-64.0	-74.0	-55.0
Netherlands	-48.0	-32.0	-13.0	-3.0	-65.0	-51.0	-49.0	-35.0
Belgium	-79.0	-50.0	-21.0	-7.0	-72.0	-45.0	-65.0	-44.0
UK	-76.0	-69.0	-30.0	-21.0	-72.0	-60.0	-69.0	-60.0
Japan	-14.0	-32.0	6.0	0.0	-25.0	-44.0	-11.0	-23.0
US	-42.0	-29.0	-12.0	-7.0	-51.0	-40.0	-50.0	-42.0

Nota: variazioni % rispetto alla media registrata tra il 3 gennaio e il 6 febbraio. Fonte: Google, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Figura 7 - Sulla base dei dati sugli spostamenti verso i luoghi di lavoro, la contrazione della produzione industriale potrebbe ampliarsi ad almeno -40% ad aprile (da -29,3% a/a a marzo)**



Fonte: Google, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il recupero dai minimi degli indici di cui sopra riflette evidentemente il graduale allentamento del lockdown, che ha preso avvio in misura parziale per alcune attività industriali dal 27 aprile, ha previsto la riapertura delle imprese manifatturiere e delle costruzioni dal 4 maggio, e delle attività commerciali e della maggiore parte delle attività dei servizi dal 18 maggio<sup>1</sup>. **La quota di attività produttive interessate da provvedimenti di sospensione, che era pari a circa un terzo del valore aggiunto durante la "Fase 1" di lockdown nella sua forma più stretta (tra fine marzo e fine aprile), è oggi intorno al 10%, ed è attesa diminuire ulteriormente nelle prossime settimane, per azzerarsi sostanzialmente da metà giugno.** In sostanza, il fermo legale sta divenendo pressoché irrilevante: a differenza che nella fase precedente, di qui in avanti diventerà decisiva pressoché unicamente l'evoluzione della domanda (al netto di eventuali strozzature dal lato dell'offerta derivanti dagli effetti sulla capacità produttiva dell'adozione dei protocolli di sicurezza). Abbiamo pertanto aggiornato la matrice sulla variazione del valore aggiunto nei vari settori produttivi durante le diverse fasi dell'emergenza sanitaria (Tabella 2 e Figure 8 e 9). Tale matrice tiene conto per le settimane passate della percentuale di attività "sospese"<sup>2</sup>, ovvero del combinato disposto di restrizione dell'offerta e calo della domanda, mentre per le settimane a venire, col graduale rilascio delle misure restrittive, incorpora soprattutto ipotesi sull'evoluzione della domanda.

**Il fermo legale delle attività produttive e commerciali è venuto meno quasi interamente, ma permangono ampi effetti sulla domanda**

<sup>1</sup> Il DPCM del 17 maggio ha disposto la riapertura dal 18 maggio di negozi, bar, ristoranti, pizzerie, parrucchieri, estetisti, musei e stabilimenti balneari, sulla base di "protocolli di sicurezza" approvati dalle regioni, a patto che queste ultime "tengano sotto controllo la curva epidemologica". Dal 25 maggio potranno riaprire palestre, piscine e centri sportivi, solo dal 15 giugno toccherà a cinema, teatri e centri estivi. Ogni regione potrà introdurre misure ampliative o restrittive in maniera autonoma, ma lo Stato, in caso di risalita della curva dei contagi, potrà intervenire qualora non lo facessero i governatori. Per quanto riguarda gli spostamenti personali, resta il divieto di assembramento ma ci si potrà muovere all'interno della regione; per la mobilità extraregionale bisognerà aspettare il 3 giugno (fatta salva la possibilità di spostarsi tra una regione e l'altra con autocertificazione per stato di necessità, salute e lavoro); dal 3 giugno riapriranno anche le frontiere, e non saranno soggetti ad alcuna limitazione gli spostamenti dall'UE, area Schengen (compresa la Svizzera), Regno Unito.

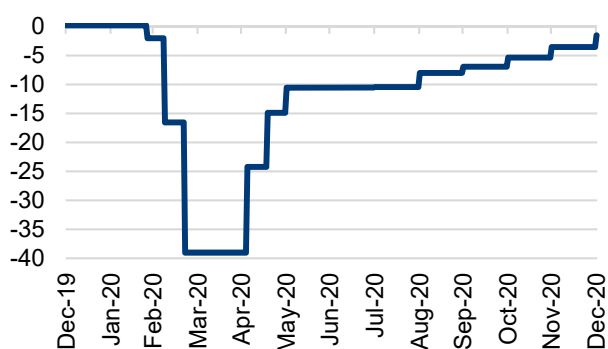
<sup>2</sup> In coerenza con il dato superiore alle attese sul PIL, abbiamo rivisto, dal 43% al 39%, la nostra stima sulla perdita di valore aggiunto durante la fase di lockdown più stretto: la revisione appare motivata da possibili deroghe di fatto ai provvedimenti di sospensione delle attività produttive.

**Tabella 2 - Simulazioni sul possibile calo del valore aggiunto (rispetto alla norma) nei principali settori a seguito dell'emergenza COVID-19**

ECONOMIC ACTIVITIES	Weight on VA	25 Feb - 8 Mar	9-22 Mar	23 Mar - 26 Apr	27 Apr - 3 May	4-17 May	18-31 May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
Agriculture, forestry, fishing	2%	0.0%	0.0%	-10.7%	-9.8%	-8.9%	-7.9%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-1.0%	0.0%	0.0%
Mining and quarrying	0%	0.0%	0.0%	-30.7%	-15.9%	-15.9%	-10.9%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	0.0%	0.0%
Food and beverage manufacturing	2%	0.0%	5.0%	10.0%	10.0%	9.0%	8.0%	8.0%	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%	3.0%	2.0%
Pharmaceutical manufacturing	1%	0.0%	2.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	4.0%	3.0%	2.0%
Other manufacturing industries	14%	0.0%	-26.5%	-79.4%	-53.1%	-25.0%	-20.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-5.0%
Electricity, gas, steam, air conditioning supply	2%	0.0%	-7.5%	-15.0%	-12.5%	-12.5%	-10.0%	-10.0%	-7.5%	-7.5%	-2.5%	0.0%	0.0%	0.0%
Water supply, sewerage, waste management and sanitation	1%	0.0%	-5.0%	-10.0%	-7.5%	-7.5%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-2.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Construction	4%	0.0%	-25.2%	-75.7%	-44.6%	-20.0%	-15.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-5.0%	-5.0%
Retail and wholesale trade	12%	-5.0%	-33.5%	-67.0%	-61.5%	-30.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-20.0%	-15.0%	-10.0%	-5.0%
Transport and warehouse	6%	-7.0%	-30.0%	-50.0%	-40.0%	-30.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-20.0%	-15.0%	-10.0%	-5.0%
Hotels, bars and restaurants	4%	-23.0%	-60.0%	-94.0%	-91.0%	-83.5%	-72.0%	-60.0%	-55.0%	-55.0%	-50.0%	-45.0%	-40.0%	-35.0%
Information and communication	4%	0.0%	0.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	4.0%	3.0%	2.0%	1.0%	0.0%	0.0%
Banking and finance	5%	0.0%	0.0%	-5.0%	-5.0%	-4.0%	-3.0%	-2.0%	-2.0%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Real estate activities	14%	0.0%	-5.0%	-17.4%	-17.4%	-16.5%	-3.0%	-2.0%	-2.0%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Professional, scientific and technical activities	6%	0.0%	-17.5%	-52.4%	-44.4%	-36.5%	-23.5%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-5.0%	-5.0%	0.0%	0.0%
Travel agencies, administrative and support service activities	3%	6.0%	-14.6%	-43.7%	-39.7%	-31.8%	-23.5%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Public administration, defence	6%	0.0%	0.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	4.0%	3.0%	2.0%	1.0%	0.0%	0.0%
Education, healthcare and welfare	10%	0.0%	2.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	4.0%	3.0%	2.0%	1.0%	0.0%	0.0%
Arts, entertainment and recreation	1%	-26.0%	-70.0%	-100.0%	-100.0%	-100.0%	-70.0%	-60.0%	-55.0%	-55.0%	-50.0%	-45.0%	-40.0%	-35.0%
Other service activities	2%	0.0%	-27.7%	-83.1%	-76.3%	-53.6%	-23.5%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-5.0%	0.0%	0.0%
Households and cohabitant activities	1%	0.0%	-20.0%	-40.0%	-30.0%	-20.0%	-23.5%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-5.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Total value added</b>	<b>100%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>-16.6%</b>	<b>-39.0%</b>	<b>-31.6%</b>	<b>-24.2%</b>	<b>-14.9%</b>	<b>-10.6%</b>	<b>-10.5%</b>	<b>-10.4%</b>	<b>-8.0%</b>	<b>-6.9%</b>	<b>-5.4%</b>	<b>-3.6%</b>

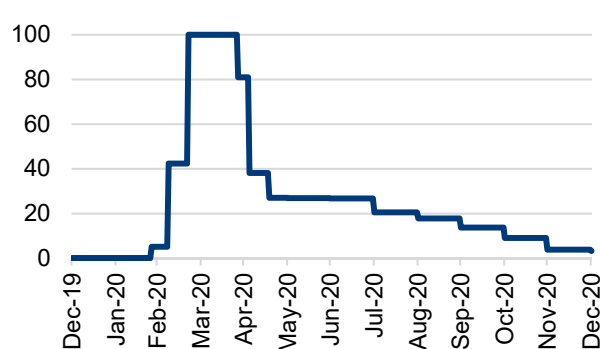
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Figura 8 - Profilo temporale della deviazione del valore aggiunto totale rispetto alla norma**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Figura 9 - Profilo temporale della perdita totale di valore aggiunto in % della perdita massima**

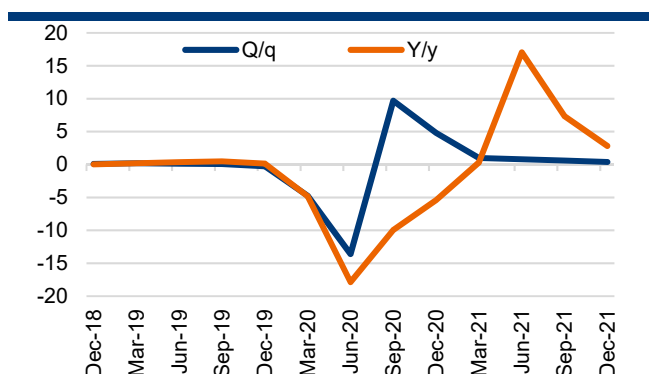


Nota: la perdita di valore aggiunto totale è misurata in % della perdita massima registrata durante la fase di *lockdown* più stretto.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Da queste considerazioni ricaviamo l'ipotesi di un calo del PIL dell'ordine del 14% t/t nel 2° trimestre, seguito da un rimbalzo congiunturale di quasi 10 punti nel trimestre estivo e di quasi 5 punti nei mesi invernali. Parte del recupero di attività si scaricherebbe anche, in misura via via decrescente, sui trimestri del 2021 (Figura 10). Ne deriva una **caduta del PIL di -9,5% quest'anno, e un rimbalzo di 6,5% l'anno prossimo** (Figura 11). Queste proiezioni restano soggette a un grado di incertezza senza precedenti, e a rischi ancora prevalentemente al ribasso. Infatti, nelle nostre ipotesi non assumiamo una seconda ondata di contagi tale da indurre a un nuovo provvedimento di *lockdown* generalizzato. Tale eventualità pregiudicherebbe la ripresa di attività che ci attendiamo nella seconda metà dell'anno, e, verosimilmente, lo stesso recupero su base annua dell'attività economica che ipotizziamo per il 2021. Le proiezioni tengono conto dei recenti provvedimenti di stimolo adottati dal Governo.

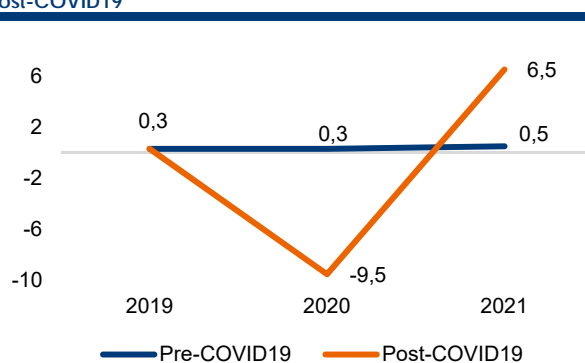
**Il recupero successivo alla fase più acuta della crisi non sarà "pieno"**

Figura 10 - Variazioni % attese t/t e a/a del PIL nel 2020-21



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

Figura 11 - Variazioni % medie annue del PIL: previsioni pre- e post-COVID19



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

Lo scorso 13 maggio, il Governo ha approvato l'atteso **decreto per il rilancio** dell'economia, che è stato pubblicato in Gazzetta Ufficiale lo scorso 19 maggio come DL 34 del 2020 (che si va ad aggiungere ai precedenti interventi, DL 18 del 17 marzo "Cura Italia" e DL 23 dell'8 aprile). Nell'insieme, l'intervento ha un **impatto, nel 2020, di 55 miliardi sull'indebitamento netto**, 65 miliardi sul fabbisogno e ben 155 miliardi sul saldo netto da finanziare (Tabella 3). Vi sono effetti anche per gli anni successivi (26 mld sul 2021 e 35 mld sul 2022, per quanto concerne l'indebitamento netto), che spostano decisamente al rialzo il sentiero previsto sulle principali variabili di finanza pubblica non solo per quest'anno ma anche per gli anni a venire.

**La risposta di politica fiscale allo shock si è di molto ampliata con il "decreto rilancio"**

Tabella 3 – Effetti dei diversi provvedimenti approvati dal Governo in risposta all'emergenza COVID-19 su saldo netto da finanziare, fabbisogno e indebitamento netto, e saldo di bilancio risultante

	Saldo netto da finanziare			Fabbisogno			Indebitamento netto		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Decreto "Cura Italia" marzo (a)	24.8	0.0	0.0	18.6	-0.1	-0.1	20.0	0.0	0.0
Decreto "Liquidità" aprile (b)	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Decreto "Rilancio" maggio (c)	155.0	25.0	32.8	65.0	25.0	32.8	55.0	24.9	32.8
Servizio del debito (d)	0.3	1.5	2.2	0.3	1.5	2.2	0.3	1.5	2.2
<b>TOTALE (e=a+b+c+d)</b>	<b>180.1</b>	<b>26.4</b>	<b>34.9</b>	<b>84.0</b>	<b>26.3</b>	<b>34.8</b>	<b>75.3</b>	<b>26.3</b>	<b>34.9</b>
<b>SALDO A POLITICHE INVARIATE (f)</b>	<b>152.4</b>			<b>125.3</b>	<b>73.9</b>		<b>118.0</b>	<b>74.9</b>	
<b>SALDO CON NUOVE POLITICHE (g=c+d+f)</b>	<b>307.8</b>			<b>190.6</b>	<b>100.4</b>		<b>173.3</b>	<b>101.2</b>	

Nota: il saldo netto da finanziare è il saldo per cassa che comprende le partite finanziarie sia di entrata che di uscita; il fabbisogno è il saldo per cassa al netto delle partite finanziarie; l'indebitamento netto è il saldo per competenza al netto delle partite finanziarie. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su DEF, Relazione al Parlamento, Relazioni Tecniche ai decreti

Rimandiamo alla Tabella 4 e all'approfondimento "Il dettaglio delle misure contenute nel DL Rilancio" per maggiori dettagli sugli interventi inclusi nel decreto. Ci limitiamo qui a osservare che la quantificazione fatta dal Governo in sede di conferenza-stampa successiva al CdM del 13 maggio sulla **ripartizione delle risorse tra famiglie e imprese (25,6 e 15 miliardi, rispettivamente)** nasconde il fatto che il finanziamento della cassa-integrazione guadagni formalmente è un trasferimento dallo Stato alle famiglie, ma in pratica si tratta di una riduzione del costo del lavoro per le imprese. Inoltre, molti degli effetti di altre misure previste (ad esempio i nuovi eco-bonus con aliquota al 110%, i tax credit vacanze o numerosi altri crediti d'imposta previsti dal decreto) andranno anche indirettamente a favorire le aziende. Pertanto, nel decreto **c'è molto più sostegno alle aziende di quanto appaia a prima vista**.

In generale, a nostro avviso, il decreto segna una **svolta rispetto agli interventi precedenti soprattutto dal lato delle imprese**, in quanto i provvedimenti precedenti ("Cura Italia" di marzo e "Decreto Liquidità" di aprile) includevano quasi esclusivamente misure di sostegno temporaneo alla liquidità e di supporto al credito, mentre il "decreto rilancio" prevede rilevanti trasferimenti a fondo perduto per le aziende (non generalizzati - tranne nel caso del taglio dell'IRAP - ma diretti in particolare alle piccole e medie imprese e ai settori più colpiti).

**Tabella 4 – Il dettaglio degli interventi previsti dal DL “Rilancio” a confronto con il precedente “Cura Italia” (effetti sull’indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche in miliardi di euro nel 2020)**

	DL Cura Italia	DL Rilancio	Totale
<b>Salute e sicurezza</b>	<b>3.2</b>	<b>5.0</b>	<b>8.2</b>
<b>Aiuti alle famiglie, di cui:</b>	<b>5.9</b>	<b>12.3</b>	<b>18.2</b>
-bonus autonomi	3.5	3.9	7.4
-tax credit vacanze		1.7	1.7
-congedi parentali e voucher baby-sitting	1.3	1.5	2.8
-reddito di emergenza		1.0	1.0
-indennità per lavoratori domestici		0.5	0.5
-altri aiuti alle famiglie	1.1	3.8	4.9
<b>Sostegno all’occupazione</b>	<b>3.4</b>	<b>13.3</b>	<b>16.7</b>
<b>Aiuti alle imprese, di cui:</b>	<b>2.4</b>	<b>16.0</b>	<b>18.4</b>
-contributi a fondo perduto per PMI		6.2	6.2
-taglio IRAP		4.0	4.0
-crediti d’imposta	1.5	2.8	4.3
-crediti d’imposta per l’adeguamento degli ambienti di lavoro		2.0	2.0
-sostegno al turismo e alla cultura		0.9	0.9
-altri aiuti alle imprese	0.9	0.1	1.0
<b>Altre misure per l’emergenza, di cui:</b>	<b>1.3</b>	<b>8.4</b>	<b>9.7</b>
-trasferimenti agli enti locali	0.4	5.4	5.8
-garanzie PMI	3.8	4.0	7.8
-altre misure	0.9	-0.9	0.0
<b>IMPATTO SU INDEBITAMENTO NETTO</b>	<b>20.0</b>	<b>55.0</b>	<b>75.0</b>
MISURE CHE IMPATTANO SU SNF MA NON SU INDEBITAMENTO NETTO:	4.8	100.0	104.8
Ricapitalizzazioni		48.0	48.0
Garanzie SACE		30.0	30.0
Pagamento debiti commerciali enti locali		12.0	12.0
Altre misure	4.8	10.0	14.8

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su comunicato-stampa successivo al CdM del 13 maggio e fonti di stampa

Nel complesso, il pacchetto è molto rilevante, e rende l’insieme degli interventi adottati dal Governo italiano tra i più corposi nell’Eurozona (si vedano i grafici 1 e 2). **L’effetto sulla crescita è difficile da quantificare, ma potrebbe essere dell’ordine di un punto e mezzo di PIL** (sulla base delle misure genuinamente fiscali), **o anche più ampio**, vista la presenza di misure che non hanno impatto sull’indebitamento netto ma che avranno effetti sulla situazione patrimoniale e di liquidità delle imprese. Si tratta in particolare delle ricapitalizzazioni di aziende (per complessivi 48 miliardi<sup>3</sup>), dello sblocco di crediti commerciali della PA per 12 miliardi e dell’allargamento alle banche della concessione di garanzie statali (fino a un valore di 19 miliardi). Tali strumenti **potrebbero portare l’impatto sulla crescita su valori dell’ordine di grandezza di due punti percentuali** (che si andrebbero ad aggiungere all’effetto, che valutiamo di mezzo punto percentuale, del decreto “Cura Italia”).

Tuttavia, lo stimolo derivante dalle misure del nuovo decreto, che non è stato incorporato nelle stime inserite dal Governo nel DEF, **potrebbe sentirsi a nostro avviso più nella fase di recupero che durante la fase recessiva**, ovvero potrebbe scaricarsi più sulla crescita media annua **2021** che non su quella 2020. Confermiamo pertanto la nostra idea che i rischi rispetto alle stime di crescita governative (-8% nel 2020, +4,7% nel 2021) siano al ribasso quest’anno e al rialzo l’anno prossimo. A nostro avviso, come detto, la variazione annua del PIL potrebbe risultare più bassa di quanto stimato dal Governo di almeno un punto e mezzo quest’anno, ma più alta di quasi un

**Gli effetti di stimolo potrebbero essere rilevanti, ma si scaricheranno più sul 2021 che sul 2020...**

<sup>3</sup> Le ricapitalizzazioni dovrebbero avvenire attraverso beni e rapporti giuridici conferiti da MEF a CDP, che costituisce un patrimonio (“Patrimonio Rilancio”) “per effettuare ogni forma di investimento, comunque di carattere temporaneo, ivi inclusi la concessione di finanziamenti e garanzie, la sottoscrizione di strumenti finanziari e l’assunzione di partecipazioni sul mercato primario e secondario”, e attraverso l’istituzione del “Fondo Patrimonio PMI”, la cui gestione sarà affidata a Invitalia, che sarà “finalizzato a sottoscrivere strumenti finanziari partecipativi emessi dalle società” (le dotazioni finanziarie sono pari rispettivamente a 44 e 4 miliardi).



paio di punti l'anno prossimo; in ogni caso, i livelli del PIL reale anche nel 2021 rimarranno inferiori, nelle nostre stime del 3,6%, rispetto ai valori del 2019.

Infine, la **cancellazione definitiva delle cosiddette "clausole di salvaguardia"** (che valgono quasi **20 miliardi** nel 2021 e **27 miliardi** dal 2022) renderà più trasparente l'evoluzione del quadro tendenziale di finanza pubblica per gli anni a venire. Le clausole in passato non si sono rivelate efficaci presidi di disciplina fiscale, hanno reso più nebuloso il quadro di finanza pubblica e sovente sono state utilizzate dai governi per presentare come espansive manovre che, al netto di aumenti delle imposte mai incorporati nelle attese dagli agenti economici, non lo erano affatto.

**Criticità potrebbero emergere**, come già verificatosi in parte per gli interventi previsti dal decreto "Cura Italia", **sul fronte dell'implementazione in tempi rapidi delle misure**, vista anche la complessità delle norme. Sarebbe stato forse preferibile un quadro normativo più semplice come quello adottato dal Governo tedesco, che ha previsto soltanto 5 aree di azione: sostegno all'occupazione; erogazioni a fondo perduto a professionisti, commercianti, imprese individuali e piccole imprese; garanzie sul credito; ricapitalizzazione delle imprese tramite un fondo statale; spesa sanitaria per l'emergenza. A tal riguardo, il monitoraggio delle precedenti misure adottate dal Governo italiano mostra in particolare **ritardi nel pagamento della CIG in deroga**<sup>4</sup>; per quanto riguarda le misure sulla liquidità, i dati all'8 maggio evidenziano un'adesione ampia alle moratorie (sono pervenute 2,3 milioni di domande su prestiti per 240 miliardi, di cui 161 miliardi dalle imprese e 74 miliardi dalle famiglie), con procedure relativamente rapide (l'80% delle domande o comunicazioni relative alle moratorie è già stato accolto dalle banche), e viceversa **ritmi più lenti sulle richieste di garanzie** (al 19 maggio, 287.268 sono le domande pervenute al Fondo di Garanzia per un importo di 13,1 miliardi, cui si aggiungono 250 richieste a SACE per un valore di 18,5 miliardi; ritardi sono stati rilevati in particolare per le richieste al Fondo di Garanzia<sup>5</sup>); anche sul fronte del bonus autonomi le procedure, specie nella prima fase, sono state più lente del previsto (ma sono state snellite per quanto riguarda le nuove *tranche*). **Sarà quindi importante verificare la tempestività e l'efficacia nell'attuazione degli interventi**, che nel passato sono state spesso un punto debole delle manovre di politica economica. Peraltro, sono necessari, per la piena implementazione delle misure, ben 98 provvedimenti attuativi, che dovranno essere emanati in tempi rapidi.

**...e dipenderanno in misura cruciale dalla tempestività nell'implementazione degli interventi**

Nel complesso, **l'intervento** come detto è molto corposo, ma **non può attenuare del tutto gli effetti negativi dello shock COVID-19** sugli agenti economici. In base alle nostre stime di cui alla Tabella 3, la perdita di valore aggiunto dovuta alle restrizioni ammonta, tra marzo e settembre, a circa 200 miliardi. Le misure fiscali, escludendo i meri rinvii di pagamento, ne trasferiscono al settore privato circa 75, cioè coprono meno del 40% della perdita aggregata dovuta a COVID.

---

<sup>4</sup> Secondo i risultati del sondaggio tra i 1.300 iscritti all'Ordine dei consulenti del lavoro «Il ruolo delle banche nelle misure a sostegno di imprese e lavoratori», predisposto dalla Fondazione studi consulenti del lavoro, tra l'11 e il 13 maggio, per valutare le difficoltà operative e procedurali per l'erogazione dei sostegni al reddito e l'accesso ai prestiti garantiti previsti dal cd. Decreto "Liquidità", solo 6 lavoratori su 100 hanno ricevuto l'anticipo della cassa integrazione dalle banche, e il tempo che intercorre tra la presentazione della domanda di CIG in deroga e l'erogazione dell'assegno è stimato in 50 giornate lavorative.

<sup>5</sup> Al 19 maggio, solo 17 richieste su 250 (il 6,8%) pervenute al Fondo di Garanzia sono state accolte e liquidate.

## Il dettaglio delle misure contenute nel DL Rilancio

Le misure più importanti incluse nel DL 34 del 17 maggio scorso sono:

- circa **5 miliardi** per la **salute** e la **sicurezza**, di cui **3,2 miliardi** per il potenziamento e la riorganizzazione della rete ospedaliera, di quella assistenziale e dell'attività di sorveglianza attiva, e **1,5 miliardi** di euro per il Fondo per le emergenze nazionali (di cui 1 miliardo all'ulteriore finanziamento degli interventi di competenza del Commissario straordinario per l'emergenza sanitaria);
- circa 16 miliardi di sostegno alle imprese, di cui:
  - oltre **6 miliardi** di contributi a fondo perduto per le PMI con fatturato inferiore a 5 milioni di euro che abbiano subito cali del fatturato dell'ordine di un terzo;
  - **4 miliardi di taglio dell'Irap** (esenzione dal versamento del saldo dovuto per il 2019 e della prima rata dell'acconto 2020) per imprese e lavoratori autonomi con un volume di ricavi inferiore ai 250 milioni;
  - **2 miliardi** di crediti d'imposta per l'**adeguamento degli ambienti di lavoro** alle norme sulla sicurezza;
  - **Misure fiscali varie**, tra cui crediti d'imposta sugli affitti, taglio all'IMU su alberghi e pensioni, riduzione delle bollette elettriche, misure per il rafforzamento patrimoniale delle PMI e più in generale per facilitare gli aumenti di capitale delle società;
  - **Sospensione dei versamenti** fiscali fino al 16 settembre;
  - **Aiuti diretti** alle imprese da parte degli enti locali;
- 25,6 miliardi di sostegno all'occupazione e al reddito dei lavoratori e delle famiglie, di cui:
  - oltre **13 miliardi** per la proroga di ulteriori 9 settimane della cassa-integrazione guadagni;
  - **4 miliardi** per la conferma e il potenziamento del "bonus autonomi" (che arriverà in modo automatico e potrà salire fino a 1000 euro);
  - poco meno di **1 miliardo** per il nuovo "**reddito di emergenza**" per il sostegno dei nuclei familiari in condizioni di necessità economica;
  - estensione a cinque mesi del termine previsto dal decreto "Cura Italia" entro il quale sono **vietati i licenziamenti** individuali per giustificato motivo oggettivo e quelli collettivi e sono sospese le procedure in corso;
  - **500 milioni** per un'indennità, pari a 500 euro mensili, per i mesi di aprile e maggio, in favore dei **lavoratori domestici**;
  - circa **1,5 miliardi** per l'estensione e l'ampliamento degli **aiuti alle famiglie** già previsti dal "Cura Italia" ovvero congedi parentali e *voucher baby sitting*, assieme all'allargamento della modalità di lavoro "agile";
  - incremento delle dotazioni del **Fondo per le non autosufficienze**, del Fondo per l'assistenza alle persone con disabilità grave prive del sostegno familiare, del Fondo di sostegno per le strutture semiresidenziali per persone con disabilità e del Fondo per le politiche della famiglia;
  - misure per l'emersione di rapporti di lavoro irregolari;
- oltre 5 miliardi di aiuti agli enti locali, di cui:
  - **3,5 miliardi** di trasferimenti agli **enti territoriali**, distribuiti sulla base della perdita di gettito e dei fabbisogni per le funzioni fondamentali;

- 400 milioni** per il reintegro del **Fondo di solidarietà comunale**, che erano stati utilizzati per l'emergenza alimentare, e anticipo dell'erogazione del fondo sperimentale di riequilibrio per le province e le città metropolitane per il 2020;
- 1,5 miliardi** di dotazione del Fondo per l'esercizio delle funzioni delle **Regioni** e delle Province autonome;
- **altre misure** con impatto sull'indebitamento netto nel 2020, tra le quali:
  - misure fiscali** tra cui compensazioni fiscali, ampliamento del credito d'imposta ricerca e sviluppo al Sud, taglio dell'IVA sui beni necessari al contenimento dell'epidemia, rinvio a inizio 2021 dell'entrata in vigore di *plastic tax* e *sugar tax*, della lotteria degli scontrini e dell'obbligo del registratore telematico;
  - misure di **sostegno al turismo** (fondo turismo, promozione turistica in Italia, soprattutto *tax credit* vacanze alle famiglie, che vale ben 1,7 miliardi) e alla **cultura** (fondo emergenze imprese e istituzioni culturali, 100 milioni per assicurare il funzionamento dei musei e dei luoghi della cultura);
  - ulteriori misure di sostegno per l'editoria e le edicole, le infrastrutture e i trasporti, lo sport, l'agricoltura, l'istruzione;
- **altre misure** senza impatto sull'anno corrente, tra le quali:
  - cancellazione definitiva delle "**clausole di salvaguardia**" ancora pendenti sul quadro di finanza pubblica dall'anno prossimo;
  - detrazione al 110%** per gli interventi volti ad incrementare l'efficienza energetica degli edifici (eco-bonus) e a ridurre il rischio sismico (sisma bonus), e per interventi ad essi connessi relativi all'installazione di impianti fotovoltaici e colonnine per la ricarica di veicoli elettrici;
- altre misure che incidono sul saldo netto da finanziare ma non sull'indebitamento netto, tra le quali:
  - 48 miliardi** per la **ricapitalizzazione delle imprese**, di cui 44 attraverso la costituzione di un "Patrimonio Rilancio" presso la CDP e 4 miliardi per il "Fondo Patrimonio PMI" gestito da Invitalia;
  - 30 miliardi** per la copertura delle **garanzie** concesse da SACE nel "Decreto Liquidità" (cui si aggiunge il rifinanziamento del Fondo di Garanzia per le PMI per quasi **4 miliardi**, che invece impatta sull'indebitamento netto);
  - 12 miliardi** per la costituzione di un fondo per il **pagamento dei debiti commerciali** degli enti locali verso i fornitori (anche questa misura non ha impatto sull'indebitamento netto);
  - concessione di garanzie statali su passività delle banche fino a un valore nominale di 19 miliardi.

## Sintesi della previsione macroeconomica

## Previsioni macroeconomiche

	2019	2020p	2021p	2019		2020				2021			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi 2010, a/a)	0.3	-9.5	6.5	0.5	0.1	-4.8	-17.9	-10.0	-5.4	0.3	17.0	7.3	2.8
- var.ne % t/t				0.1	-0.3	-4.7	-13.6	9.7	4.8	1.0	0.8	0.6	0.4
Consumi delle famiglie	0.5	-11.4	6.7	0.3	-0.2	-7.8	-12.4	10.0	3.7	1.5	0.9	0.5	0.2
Consumi collettivi	-0.4	2.5	1.1	-0.1	-0.1	0.5	2.0	1.0	0.3	-0.1	-0.1	0.1	0.1
Investimenti fissi	1.4	-12.5	8.2	0.0	-0.1	-6.7	-18.1	15.7	3.9	2.0	0.9	0.6	0.2
Investimenti in macchinari	0.5	-13.1	7.0	-0.2	-0.4	-8.0	-15.0	12.0	3.5	2.0	0.7	0.5	0.3
Investimenti in trasporti	0.4	-16.3	6.9	-2.0	4.0	-8.0	-25.0	15.0	6.0	2.0	1.0	0.6	0.2
Investimenti in costruzioni	2.6	-11.3	9.6	0.6	-0.6	-5.0	-20.0	20.0	4.0	2.0	1.0	0.6	0.2
Esportazioni	1.4	-14.8	9.9	-0.2	0.3	-4.0	-30.0	28.0	5.0	2.0	1.0	0.8	0.6
Importazioni	-0.2	-15.1	9.5	1.1	-1.7	-5.0	-20.0	8.0	8.0	3.0	2.0	1.4	0.8
<b>Contr. % PIL</b>													
Commercio estero	0.5	-0.3	0.4	-0.4	0.6	0.2	-3.9	5.2	-0.6	-0.2	-0.2	-0.1	0.0
Domanda finale interna	0.5	-8.9	5.7	0.2	-0.2	-5.9	-10.2	8.9	3.0	1.2	0.7	0.4	0.2
Var. scorte	-0.7	-0.3	0.4	0.3	-0.7	1.0	0.5	-4.4	2.4	0.0	0.4	0.3	0.3
<b>Attività produttiva</b>													
Produzione industriale	-1.1	-21.8	9.5	-0.6	-1.2	-8.4	-34.3	33.0	6.6	1.1	0.6	0.4	0.4
<b>Prezzi, salari e redditi</b>													
Prezzi al consumo (a/a)	0.6	0.0	0.4	0.4	0.3	0.3	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.4	0.5	0.7
- escl. alimentari, energia (a/a)	0.5	0.5	0.2	0.5	0.7	0.7	0.7	0.2	0.4	0.3	-0.1	0.1	0.4
PPI (a/a)	0.2	-1.8	1.7	-1.2	-2.5	-2.9	-2.7	-1.3	-0.5	1.2	2.6	1.9	1.3
Disoccupazione (%)	9.9	10.3	10.8	9.8	9.7	9.3	10.2	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8
Occupati totali	0.6	-1.8	0.2	0.0	0.0	-0.4	-1.5	-1.0	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1
Salari contrattuali	1.0	0.5	0.8										
Reddito disponibile reale	0.6	-3.6	1.6										
Tasso di risparmio (%)	8.2	15.8	11.5										
<b>Bilancia dei pagamenti</b>													
Partite correnti (% PIL)	3.0	3.9	3.5										
<b>Finanza pubblica</b>													
Saldo di bilancio della PA (% Pil)	-1.6	-11.0	-5.5										
Debito (% Pil)	134.8	157.1	153.0										
<b>Variabili finanziarie</b>													
3-mths Euribor	-0.40	-0.38	-0.40	-0.42	-0.40	-0.42	-0.29	-0.36	-0.38	-0.41	-0.41	-0.42	-0.40
Long term (10Y) rate (%)	1.29	1.87	2.08	0.89	1.29	1.53	1.98	2.19	1.87	2.13	1.90	1.80	2.08
BTP/Bund spread	2.12	2.17	1.98	1.85	1.48	1.66	2.32	2.38	2.32	2.12	1.99	1.91	1.89

Fonte: Istat, Refinitiv Datastream elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

### Crolla la produzione nell'industria...

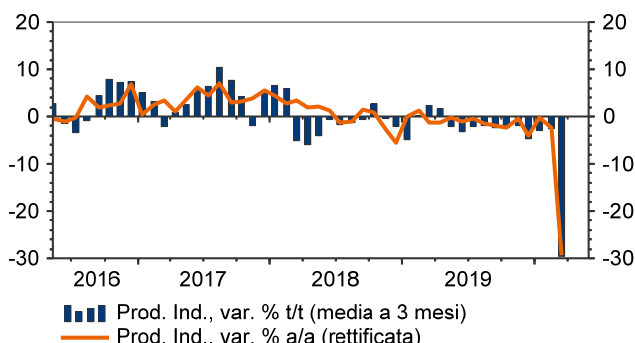
La produzione industriale è crollata di **-28,4% m/m a marzo**. L'aspettativa di consenso era per un calo del -20%: il dato è stato più negativo della previsione più pessimistica. Su base annua, l'output è precipitato a -29,3% (da -2,3% precedente). Sia per la variazione mensile che per quella annua si tratta di gran lunga del calo più ampio mai registrato da quando l'Istat diffonde le serie (1990).

La caduta è diffusa a tutti i raggruppamenti principali di industrie (particolarmente colpiti i beni di investimento, in calo di quasi il -40%) e a tutti i settori: **i mezzi di trasporto e il comparto tessile fanno segnare un calo di oltre il 50% nel mese**; sono risultati in diminuzione su base annua anche l'alimentare e il farmaceutico, sia pure su ritmi meno drammatici rispetto a quelli degli altri settori (-6,5% e -9,1%, rispettivamente).

Nei primi tre mesi dell'anno, la produzione è calata di -8,4% t/t. Considerando che i servizi potrebbero essere stati colpiti almeno tanto quanto l'industria a marzo, ciò suggerisce una **possibile revisione al ribasso dei dati sul PIL**, che ha registrato in Italia una contrazione di -4,7% t/t (meno che in Francia o Spagna, nonostante un *lockdown* più lungo e più stringente). La seconda lettura dei dati sui conti trimestrali è attesa il 29 maggio.

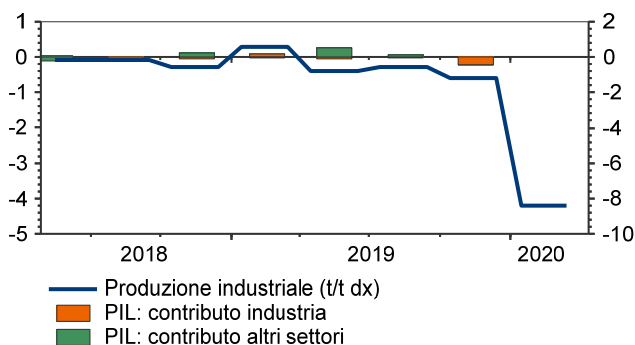
In prospettiva, **la produzione è destinata a calare ulteriormente ad aprile**, in misura almeno altrettanto ampia che a marzo. Una ripresa graduale inizierà a maggio, che lascerà comunque i livelli produttivi ben al di sotto di quelli pre-shock. Stimiamo una contrazione dell'output nell'industria di oltre il 20% quest'anno, e un recupero di quasi il 10% l'anno prossimo.

#### Caduta senza precedenti per la produzione industriale a marzo



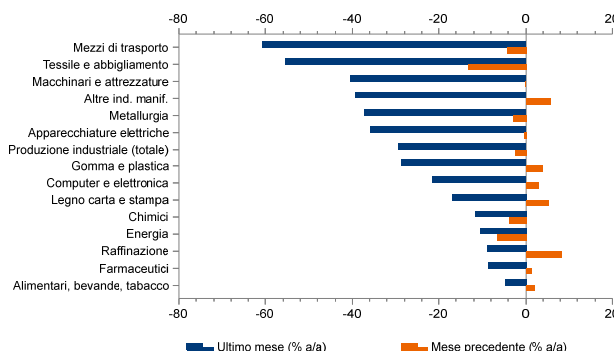
Fonte: Refinitiv Datastream

L'industria ha dato un ampio contributo negativo al valore aggiunto nel 1° trimestre, che si è aggiunto a quello degli altri settori (e che si accentuerà nel trimestre corrente)



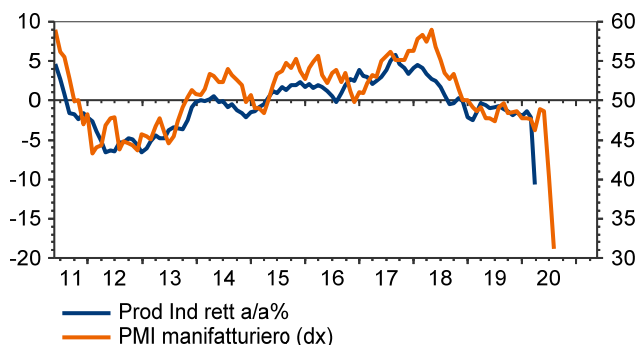
Fonte: Refinitiv Datastream

#### Nessun comparto produttivo si salva dal calo tendenziale



Fonte: Refinitiv Datastream

Le indagini segnalano che il calo della produzione è destinato ad accentuarsi ad aprile



Fonte: Refinitiv Datastream

**...così come fatturato, ordini e fiducia delle imprese**

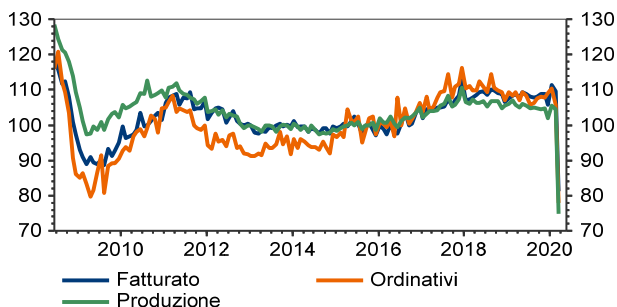
Il mese di marzo ha fatto registrare un crollo sia per il fatturato (-25,8% m/m, -25,2% a/a corretto per gli effetti di calendario) che per gli ordini all'industria (-26,5% m/m, -26,6% a/a). La caduta del fatturato è diffusa a tutti i raggruppamenti principali di industrie (i più colpiti sono i beni durevoli, con un -43,5% m/m, i meno colpiti i beni di consumo non durevoli, che hanno fatto segnare un -16,7% m/m).

L'andamento tendenziale per settore mostra **robusti incrementi sia del fatturato che degli ordini per il comparto farmaceutico** (+9,9% e +19,5%, rispettivamente); l'unico altro settore che registra un segno positivo è, non sorprendentemente, quello alimentare (+3,1% il fatturato). **I comparti più falcidiati sono i mezzi di trasporto e il tessile** (-55,4% e -43,7% gli ordini, rispettivamente). La contrazione è destinata ad ampliarsi nel mese di aprile.

**Il PMI manifatturiero è crollato ad aprile**, a 31,1 da 40 di marzo. Si tratta di un minimo storico. L'indice relativo alla produzione ha toccato un livello senza precedenti (11,4 da 27,8), così come le indicazioni delle imprese sui nuovi ordini (11,6 da 31,1). La componente relativa all'occupazione è calata da 45,3 a 39,3, nuovo minimo da marzo 2009.

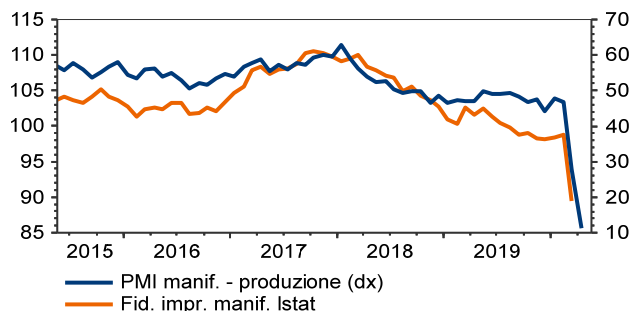
L'Istat non ha diffuso i dati sulla fiducia delle imprese manifatturiere ad aprile. In ogni caso, **i dati sulle indagini appaiono coerenti con una contrazione della produzione industriale** dell'ordine del 50% tra marzo e aprile.

**Fatturato, ordini e produzione mostrano tutti un crollo repentino a marzo (che si accentuerà ad aprile)**



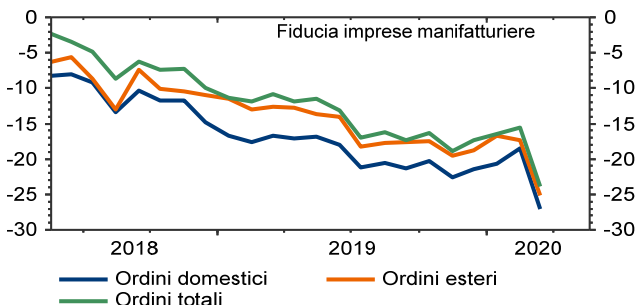
Fonte: Refinitiv Datastream

**Precipitano le valutazioni delle imprese sulla produzione**



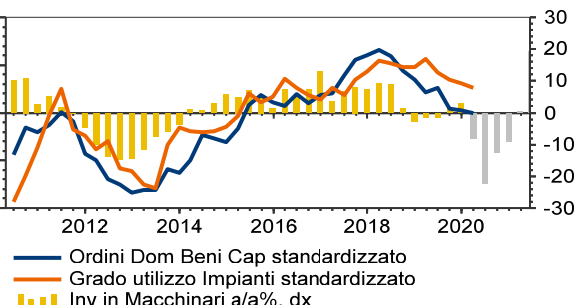
Fonte: Refinitiv Datastream

**I dati sulla fiducia delle imprese manifatturiere rilevata dall'Istat segnalavano già a marzo un nuovo minimo per gli ordinativi**



Fonte: Refinitiv Datastream

**Ordini di beni capitali e grado di utilizzo degli impianti erano già in calo prima dello shock**



Fonte: Refinitiv Datastream

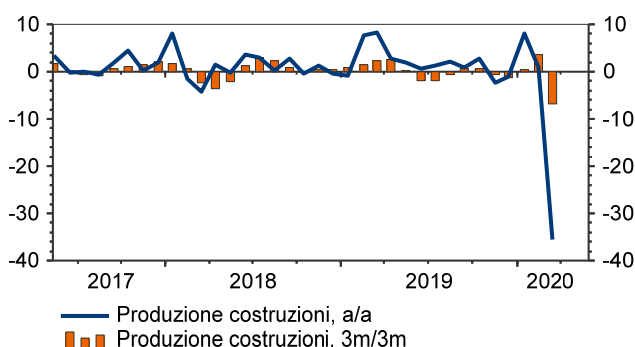
### Ancor più ampio il calo della produzione nelle costruzioni

La produzione nelle costruzioni è crollata di **-36,2% m/m a marzo** (-6,8% t/t, -35,4% a/a). La flessione è senza precedenti, e riflette non solo il fermo legale del 60% circa delle aziende disposto dall'ultima settimana del mese, ma anche gli effetti dello shock COVID-19 sulle settimane precedenti del mese, e sulle attività non sospese. È attesa una ulteriore contrazione, verosimilmente dello stesso ordine di grandezza, ad aprile, seguita da un rimbalzo nei mesi successivi.

L'Istat non ha diffuso i dati sulla fiducia delle imprese delle costruzioni ad aprile. **Il settore fino a marzo risultava meno colpito** rispetto a industria, servizi e commercio (il morale era sceso in misura tutto sommato contenuta, da 142,3 a 139, con un calo dei giudizi su ordini e piani di costruzione, e delle attese sull'occupazione). Tuttavia, l'indagine era stata condotta nella prima metà di marzo, e pertanto rifletteva solo in minima parte gli effetti dello shock COVID-19.

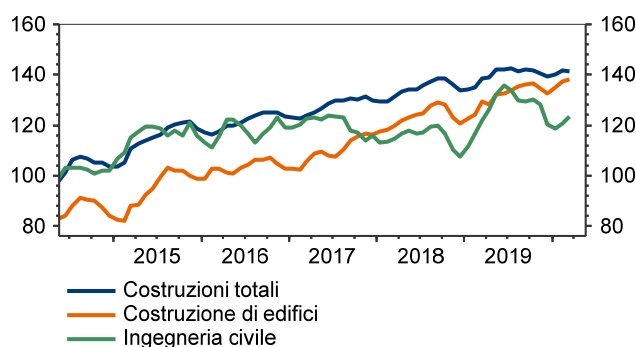
Stimiamo una **contrazione per gli investimenti in costruzioni** di oltre l'11% nel 2020. Il rimbalzo che ci attendiamo l'anno prossimo non sarà pieno (meno del 10%), ma potrebbe essere più accentuato che in altri comparti. **I fondamentali pre-crisi apparivano buoni**, con una fiducia delle imprese relativamente solida, valutazioni immobiliari ancora attraenti e il permanere di condizioni finanziarie favorevoli all'indebitamento.

#### A marzo, la produzione nelle costruzioni crolla ancora di più che non nell'industria



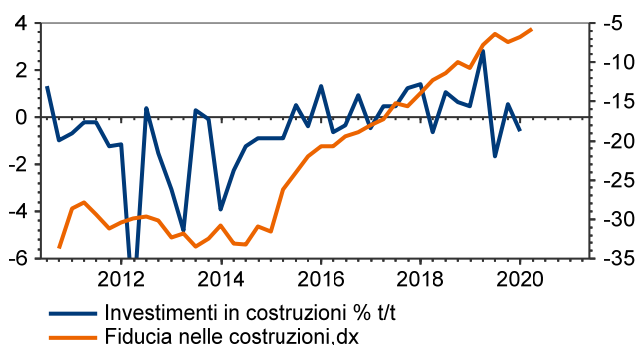
Fonte: Refinitiv Datastream

#### La fiducia delle imprese di costruzioni rimaneva, a marzo, ancora ben impostata



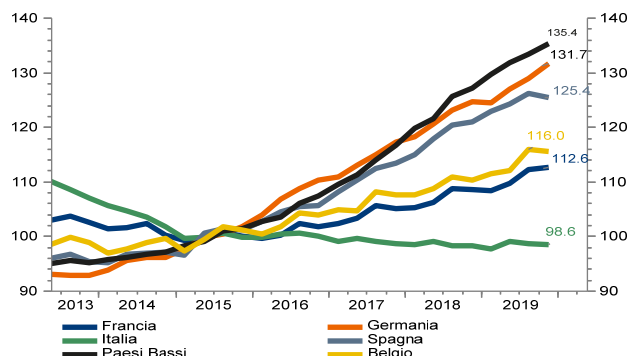
Nota: medie mobile a 3 mesi. Fonte: Refinitiv Datastream

#### Nonostante una tenuta della fiducia dei costruttori a marzo, gli investimenti in costruzioni dovrebbero essersi contratti significativamente nel 1° trimestre



Fonte: Refinitiv Datastream

#### I prezzi delle abitazioni a fine 2019 rimanevano ancora ben inferiori rispetto ai livelli degli anni scorsi



Fonte: Refinitiv Datastream

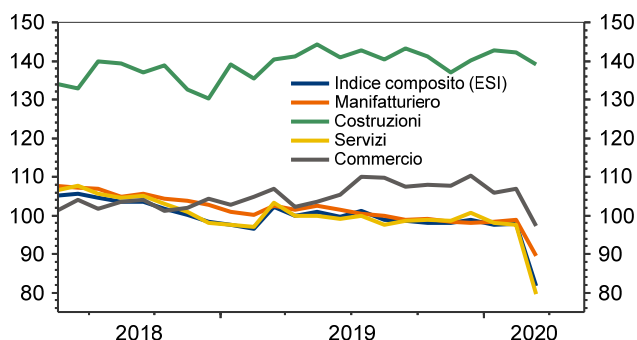
### Il recupero di attività nei servizi sarà più lento che nell'industria

L'indice PMI servizi è sceso ulteriormente ad aprile, dopo essere già crollato a marzo, toccando un nuovo minimo storico a 10,8 (da 17,4 precedente). L'indice sui nuovi affari ha raggiunto il livello senza precedenti di 9,1 (da 13,8 di marzo). Viceversa, le aspettative sui nuovi affari hanno mostrato un recupero, a 44,5 da 35,6. L'occupazione nei servizi è anch'essa ai minimi storici (35,1 da 41,7 precedente).

L'indice PMI è l'unico indicatore disponibile sulla fiducia delle imprese dei servizi, visto che Istat non ha svolto le sue indagini mensili nel mese di aprile. Il calo registrato dal PMI segnalerebbe una **caduta del valore aggiunto nei servizi dell'ordine dell'8%**, ben più ampia di quella registrata verosimilmente nel 1° trimestre. D'altro canto, **la situazione nel settore è assai variegata**, vista la tenuta dei servizi pubblici e di tutti quei comparti nei quali più alta è la percentuale di lavoratori in *smart working* e la cui domanda è meno colpita dalla crisi.

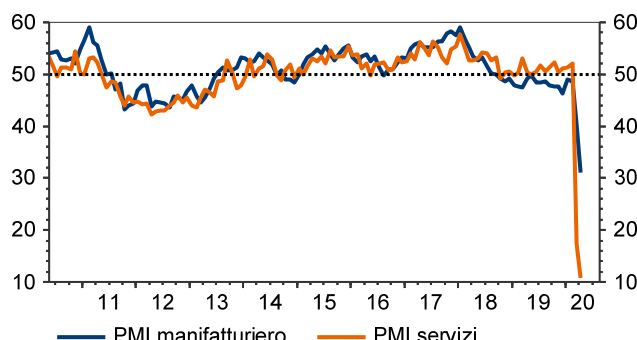
In effetti, sebbene i servizi (specie quelli legati al turismo e ai trasporti, nonché alloggio e ristorazione e spettacoli, cultura e sport) siano stati sin da subito l'epicentro dello shock, **il fermo legale in vigore durante il lockdown è stato nel complesso meno stringente in questo settore** che nell'industria e nelle costruzioni (aveva riguardato, durante la "Fase 1", il 35% degli addetti e il 30% del valore aggiunto, ma con situazioni estremamente differenziate a livello settoriale). In ogni caso, **il recupero di attività nei servizi potrebbe essere più lento che nell'industria, per via di effetti più persistenti sulla domanda** indotti dai cambiamenti negli schemi di comportamento sociale.

#### I servizi già a marzo sono stati tra i settori più colpiti (assieme al commercio)



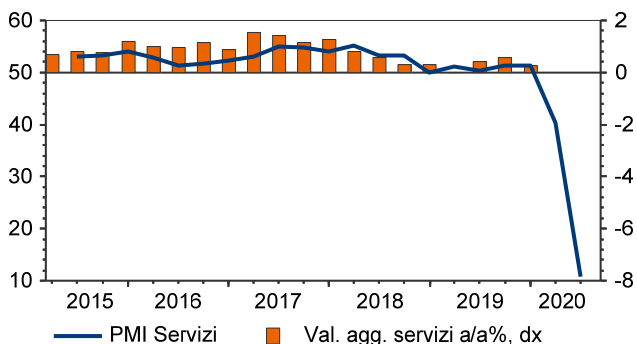
Fonte: Refinitiv Datastream

#### La caduta degli indici PMI in marzo e aprile è stata assai più pronunciata nei servizi che nel manifatturiero



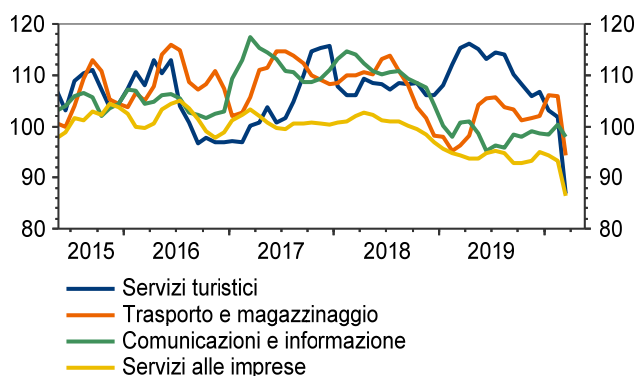
Fonte: Refinitiv Datastream

#### Le indagini sono coerenti con una contrazione senza precedenti del valore aggiunto nei servizi



Fonte: Refinitiv Datastream

#### Già a marzo la fiducia nel settore dei servizi turistici era ai minimi storici



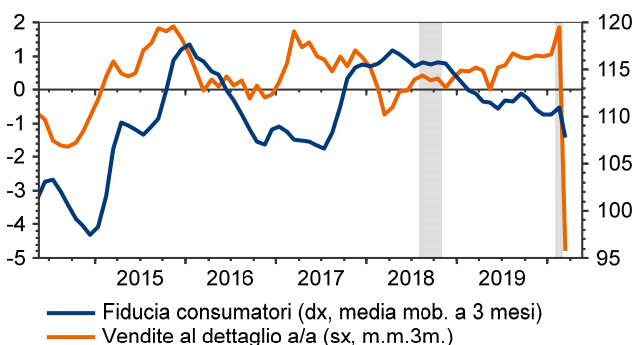
Nota: medie mobili a 3 mesi. Fonte: Refinitiv Datastream



### Crollano le vendite al dettaglio non alimentari, si azzerano le vendite di auto

Le vendite al dettaglio sono crollate di -20,5% m/m a marzo. In presenza di una stabilità per gli alimentari, le vendite di prodotti non alimentari sono cadute di -36% m/m. La flessione è evidentemente il risultato della chiusura degli esercizi commerciali "non essenziali" a partire dal 12 del mese. Su base annua, il calo per i non alimentari è della stessa entità, ma quello complessivo è lievemente meno accentuato (-18,4%), in quanto gli alimentari hanno mantenuto un progresso tendenziale (+3,5%, pur in rallentamento da +8,8% di febbraio). I settori che registrano diminuzioni superiori al 50% sono abbigliamento e pellicceria (-57,1%), giochi, giocattoli, sport e campeggio (-54,2%), calzature, articoli in cuoio e da viaggio (-54,1%) e foto-ottica e pellicole, supporti magnetici, strumenti musicali (-52,9%). Anche i prodotti farmaceutici registrano un calo tendenziale, sia pure di gran lunga il meno accentuato tra i vari gruppi di prodotti non alimentari (-6,3%). Non sorprendentemente, le uniche tipologie distributive a registrare incrementi delle vendite su base annua sono il commercio elettronico (+20,7%) e la grande distribuzione alimentare (+7,4%), soprattutto supermercati (+14%). Per tutti gli esercizi a prevalenza non alimentare si registrano cali eccezionali (particolarmente rilevanti per gli esercizi specializzati nella grande distribuzione: -55,7%). La flessione delle vendite dovrebbe essere all'incirca dello stesso ordine di grandezza ad aprile. Tenendo anche conto dell'eccezionale contrazione delle vendite di beni durevoli (le immatricolazioni di auto sono precipitate dell'85,4% a marzo e del 97,6% ad aprile), il dato evidenzia il ruolo eccezionale che avrà la contrazione dei consumi nell'attuale recessione rispetto a quelle del passato.

#### Crollano già a marzo le vendite al dettaglio, assai più della fiducia dei consumatori



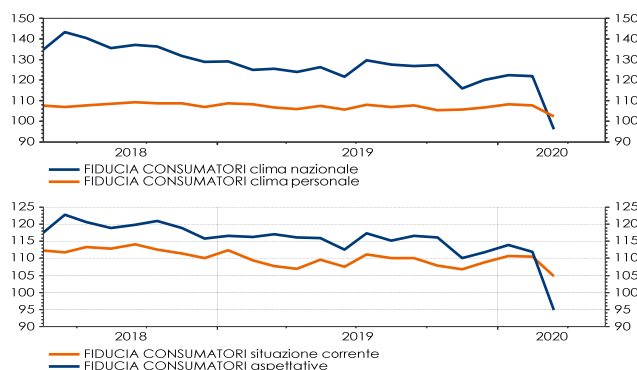
Nota: area ombreggiata=recessione. Fonte: Refinitiv Datastream

#### Le vendite di auto si sono sostanzialmente azzerate ad aprile



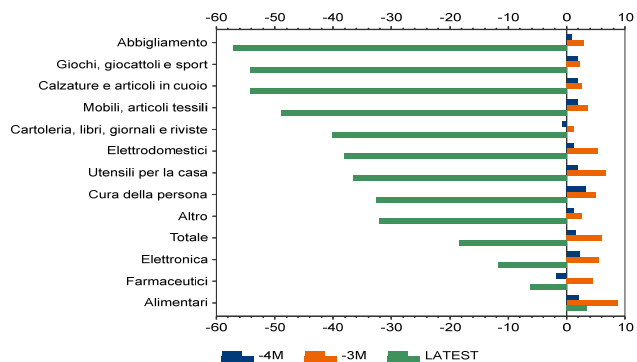
Fonte: Refinitiv Datastream

#### L'indagine sulle famiglie a marzo aveva mostrato una flessione soprattutto del clima nazionale e delle aspettative per il futuro



Fonte: Refinitiv Datastream

#### Solo gli alimentari si salvano dal calo tendenziale delle vendite al dettaglio a marzo. Particolarmente colpito l'abbigliamento



Nota: variazioni % a/a. Fonte: Refinitiv Datastream

### L'effetto sul tasso di disoccupazione potrebbe essere ritardato

Il tasso di disoccupazione è sceso a sorpresa a marzo, all'8,4% dal 9,3% precedente (rivisto da un 9,8% preliminare). È il livello più basso da quasi 9 anni. Le aspettative di consenso erano per un aumento al 10,5% (la nostra previsione era al 10%). Tuttavia, **il calo è interamente il risultato di una diminuzione del tasso di attività**, dovuto evidentemente ai problemi di natura "logistica" nella ricerca attiva di lavoro durante il *lockdown*. Gli inattivi sono aumentati del 2,3% m/m, ovvero di 301 mila unità nel mese (ben +581 mila rispetto a un anno prima). Il tasso di inattività è stato il più alto dal 2015. **Gli occupati sono diminuiti di 27 mila unità nel mese e di ben 121 mila su base annua** (-0,5% a/a). Il tasso di disoccupazione giovanile è sceso al 28% dal 29,2%. Certamente, **l'estensione della cassa-integrazione guadagni ha avuto un ruolo** nel ridurre l'impatto sulla disoccupazione. Tuttavia, a causa di problemi nella raccolta dell'indagine, i dati di marzo sono risultati particolarmente volatili, e potrebbero essere rivisti il mese prossimo, come ammesso anche da Istat. Nel complesso, riteniamo che il calo del tasso di disoccupazione possa dare un'immagine in qualche modo distorta della situazione del mercato del lavoro. **La tendenza in corso per l'occupazione è chiaramente al ribasso, e dovrebbe accentuarsi significativamente ad aprile**. Continuiamo a pensare che il tasso di disoccupazione possa salire al di sopra del 10% forse già da aprile. Tuttavia, l'effetto di minore partecipazione al mercato del lavoro farà sì che l'impatto della crisi sul tasso di disoccupazione possa essere ritardato: non escludiamo che il tasso dei senza-lavoro possa risultare in media d'anno più alto nel 2021 che nel 2020. **Le conseguenze dello shock sul mercato del lavoro rischiano di essere persistenti**.

Il tasso di disoccupazione è calato a sorpresa a marzo...



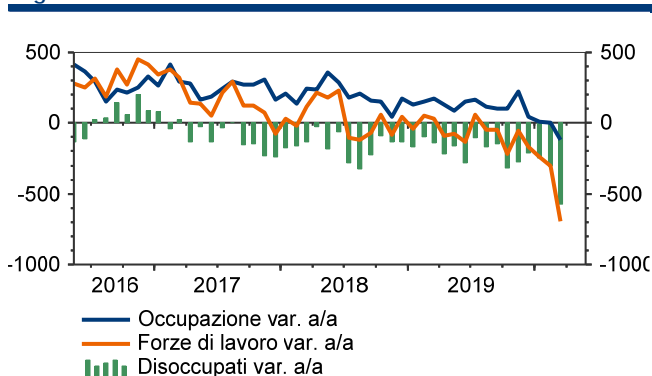
Fonte: Refinitiv Datastream

...ma la flessione è dovuta interamente a un aumento del tasso di inattività



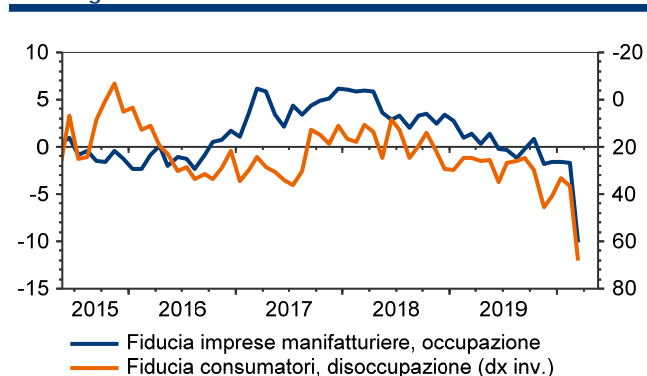
Fonte: Refinitiv Datastream

La tendenza per gli occupati già a marzo è approdata in territorio negativo su base tendenziale



Fonte: Refinitiv Datastream

Le aspettative di imprese e famiglie sull'occupazione erano crollate già a marzo



Fonte: Intesa Sanpaolo

### Contrazione record per gli scambi con l'estero

I dati sul **commercio estero** di marzo hanno evidenziato una **flessione congiunturale pari a -16,8% sia per le esportazioni che per le importazioni**. Si tratta di un minimo storico.

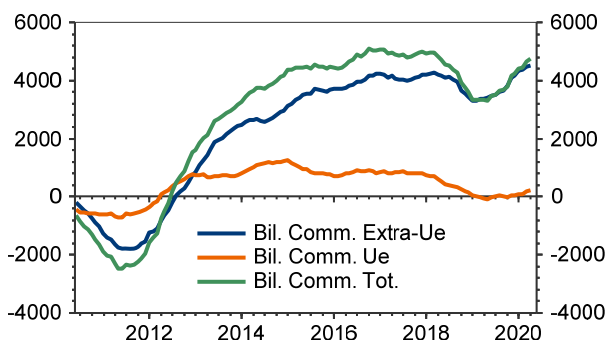
Su base annua, le esportazioni sono calate a -13,5%, le importazioni a -18,1%, in entrambi i casi ai **minimi dal 2009**. La caduta colpisce tutti i principali gruppi di prodotti, ma è meno ampia per i beni di consumo non durevoli.

Gli unici settori che mostrano un progresso tendenziale significativo dal lato dell'export sono il **farmaceutico** e l'**alimentare** (+32,5% e +13,5%); dal lato opposto, gli **autoveicoli** (-40,7%).

Si salvano dal calo tendenziale solo le vendite verso **Belgio** e **Stati Uniti** (+3,2% e +0,9% a/a, rispettivamente). La contrazione dei flussi dovrebbe accentuarsi ulteriormente ad aprile.

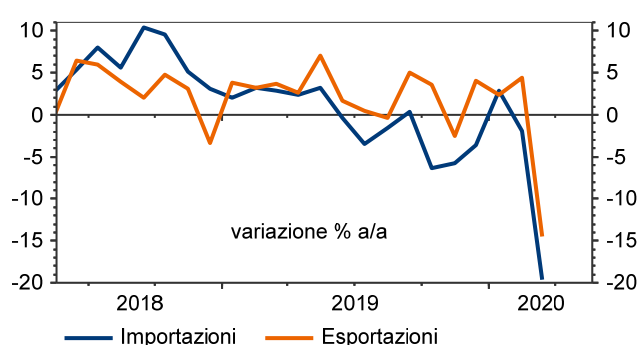
Nel 2020, ci aspettiamo una contrazione di export e import di contabilità nazionale di entità simile a quella vista durante la recessione globale del 2009, ovvero dell'ordine di grandezza del 15%. Nel 2021 vediamo un recupero vicino al 10%. **Il contributo al PIL del commercio estero dovrebbe essere negativo quest'anno e positivo l'anno prossimo.**

#### L'avanzo commerciale resta vicino ai massimi storici, in particolare verso i Paesi extra-UE (comprensivi del Regno Unito)...



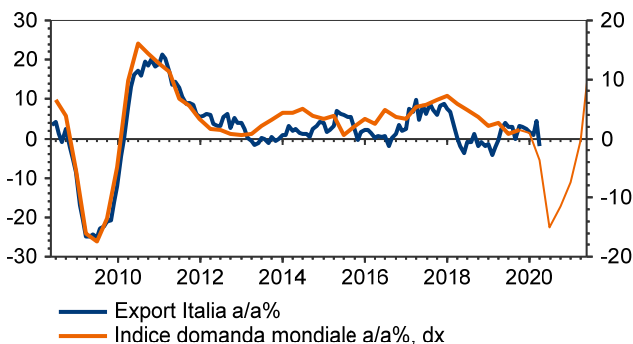
Fonte: Refinitiv Datastream

#### ... ma marzo ha fatto registrare un calo senza precedenti per entrambi i flussi (che con ogni probabilità si accentuerà ad aprile)



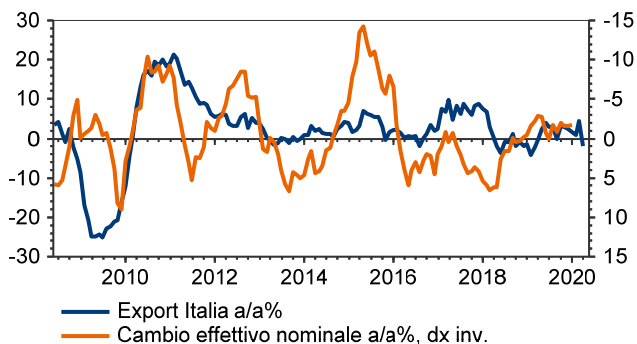
Fonte: Refinitiv Datastream

#### L'export risentirà ulteriormente dell'ampia contrazione in corso della domanda mondiale...



Fonte: Refinitiv Datastream

#### ... in un contesto di tasso di cambio circa neutrale



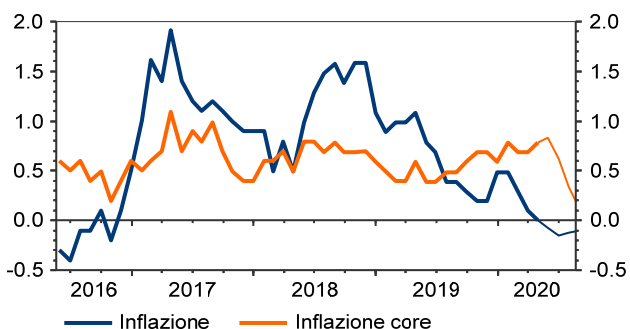
Fonte: Refinitiv Datastream

### L'inflazione per ora ha tenuto, ma è attesa negativa nei prossimi mesi

Ad aprile, l'inflazione annua è scesa di un decimo, a zero, sull'indice nazionale, ed è rimasta invariata allo 0,1% a/a in termini armonizzati UE. Nel mese, i prezzi sono aumentati di un decimo sul NIC e di mezzo punto percentuale secondo l'indice armonizzato. Le pressioni al ribasso sono venute dalle spese per l'abitazione (-3,9% m/m, per via della decisa riduzione delle tariffe su gas ed elettricità) e per i trasporti (-0,6% m/m, a causa del calo sia dei prezzi del carburante che dei servizi di trasporto), mentre si è registrato un forte aumento dei prezzi di prodotti alimentari e bevande (+1,3% m/m) e dei servizi ricettivi e di ristorazione (+2,6% m/m). L'inflazione core è salita di un decimo a 0,8% a/a. In deciso aumento l'inflazione sul cosiddetto "carrello della spesa" (+2,5%, da +1% di marzo). Per il secondo mese, l'Istat ha segnalato che per tre articoli di spesa (abbigliamento e calzature, istruzione, servizi alberghieri e di ristorazione) l'indice viene calcolato imputando, perché non disponibili o non utilizzabili, dati elementari rappresentativi del 50% e più del peso dell'aggregato. A nostro avviso, i problemi di raccolta dei dati potrebbero aver distorto al rialzo i dati sia di marzo che di aprile (in aprile, in particolare per i servizi ricettivi di ristorazione).

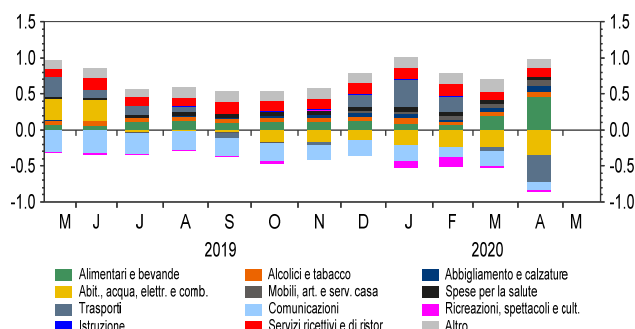
In prospettiva, pensiamo che l'inflazione possa approdare in territorio negativo verosimilmente già da maggio, e restarci almeno per i mesi a cavallo tra fine primavera e inizio estate. Nonostante le pressioni al rialzo in particolare sugli alimentari, destinate verosimilmente a persistere, il forte calo della domanda dovuto alle misure adottate per contrastare l'epidemia di COVID-19 avrà un impatto significativo sull'andamento dell'inflazione, anche sulla componente core.

#### Ci aspettiamo un'inflazione negativa nei prossimi mesi



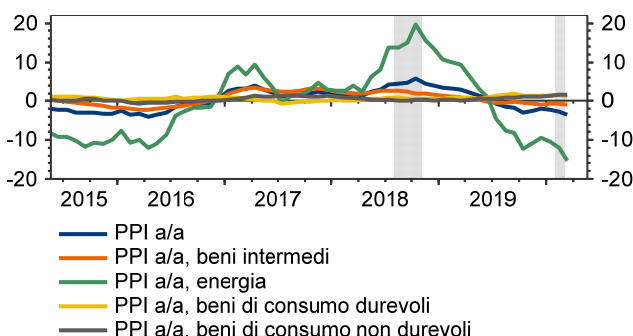
Fonte: Refinitiv Datastream

#### L'unico capitolo di spesa che sta creando pressioni inflazionistiche è quello degli alimentari



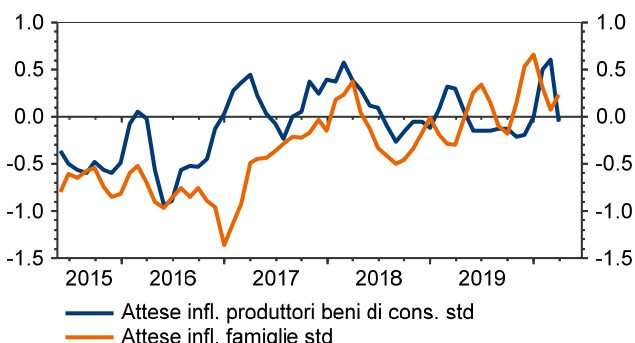
Fonte: Refinitiv Datastream

#### Il PPI è calato in territorio ancor più negativo a marzo (-3,6% a/a), segnalando spinte deflazionistiche a monte della catena produttiva, specie dall'energia



Fonte: Refinitiv Datastream

#### Già a marzo erano tornate a calare le aspettative inflazionistiche di famiglie e imprese manifatturiere



Fonte: Refinitiv Datastream

## Tendenze del settore bancario

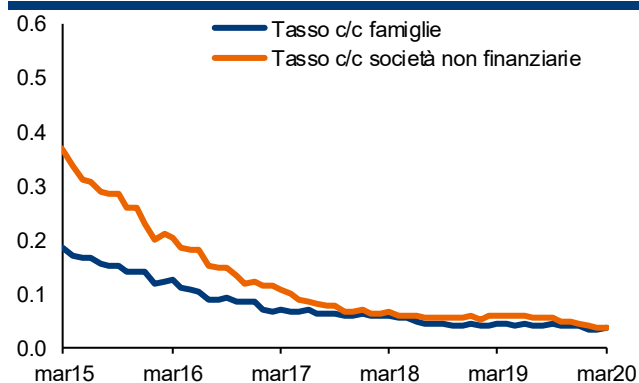
### Significativa riduzione dei tassi sui nuovi prestiti di minore entità alle imprese

A marzo, mentre i tassi sui conti correnti sono rimasti fermi, è proseguito l'aumento dei tassi sui nuovi depositi a tempo delle famiglie, ancora una volta concentrato sulle durate più brevi. Anche il tasso sui nuovi depositi con durata prestabilita delle società non-finanziarie è salito a marzo, dopo essere sceso di fatto a zero a febbraio, confermando l'elevata variabilità. Ciononostante, il tasso sullo stock complessivo dei depositi è rimasto invariato. Per i tassi sui nuovi prestiti, i movimenti sono stati al ribasso. Di particolare rilievo è il calo registrato dai tassi sui nuovi prestiti alle società non-finanziarie, soprattutto in quanto determinato dalla componente dei finanziamenti di minore entità. Anche i tassi sui flussi di prestiti alle famiglie per acquisto abitazioni sono risultati in calo a marzo, sebbene in misura contenuta.

Elisa Coletti

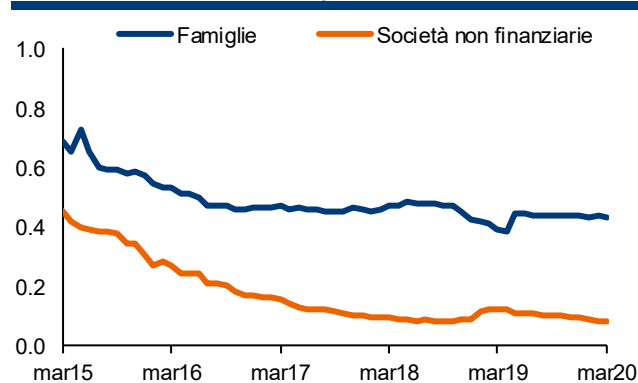
Secondo i dati di marzo e le anticipazioni ABI per aprile, **il tasso medio sullo stock dei depositi e quello sui conti correnti sono rimasti fermi**, a 0,36% il primo e a 0,04% il secondo. Tra le altre componenti dei depositi, primi aumenti hanno interessato il tasso sullo stock di depositi con durata prestabilita delle famiglie, per quanto riguarda le durate più brevi, a seguito dei movimenti registrati con riferimento ai flussi di nuova raccolta. In dettaglio, nel 1° trimestre il tasso sullo stock di depositi con durata fino a 2 anni è salito di 15pb a 1,01%, portando il tasso complessivo sui depositi con durata prestabilita delle famiglie ad aumentare di 5pb nello stesso periodo.

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



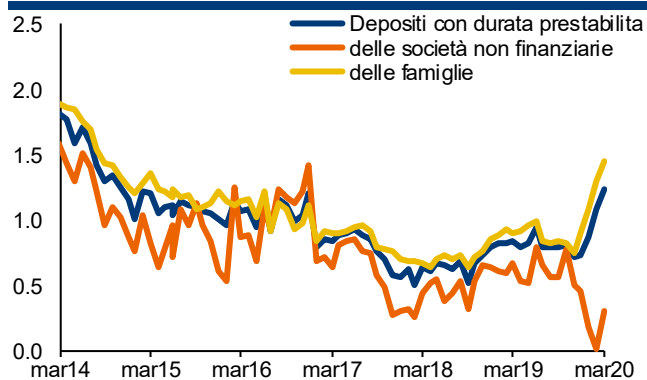
Fonte: Banca d'Italia

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



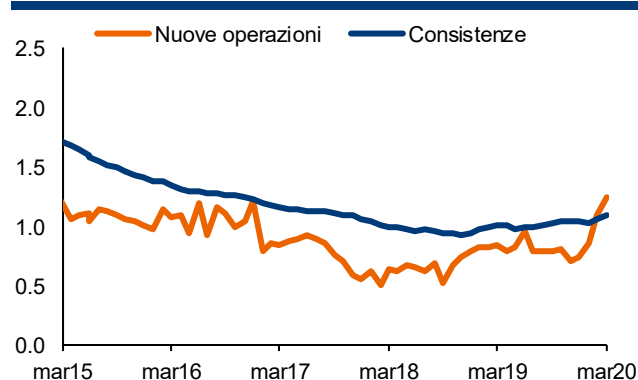
Fonte: Banca d'Italia

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



Fonte: Banca d'Italia

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

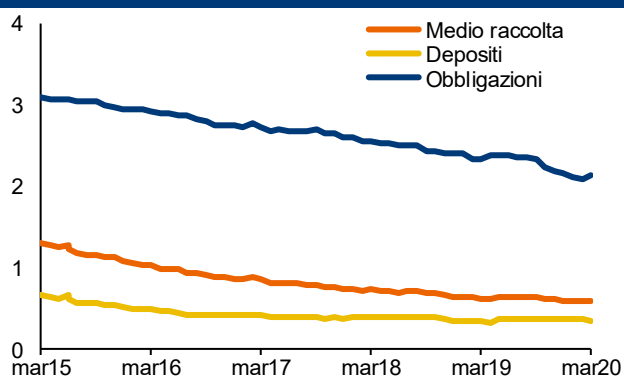


Fonte: Banca d'Italia

Infatti, **movimenti marcati continuano a interessare i tassi sui nuovi depositi con durata prestabilita, con la conferma della rapida risalita di quelli corrisposti alle famiglie**, in aumento da dicembre 2019. **In dettaglio, anche a marzo il tasso medio sui nuovi depositi delle famiglie, ha segnato un altro rialzo significativo**, di +15pb m/m a 1,44%, per un totale di 71pb in quattro mesi. L'andamento continua a essere **determinato dalle scadenze brevi**, anche se l'aumento di marzo, pari a 13pb m/m sui depositi con durata prestabilita fino a 1 anno, è più contenuto di quello registrato nei tre mesi precedenti, per un totale di ben 94pb m/m e un tasso salito a 1,55%. Si tratta del livello più alto da luglio 2014. Diversamente, il tasso sulle durate più lunghe è rimasto di fatto invariato a 0,85%. Per **il tasso sui depositi a tempo delle società non-finanziarie si è osservato un rimbalzo a 0,31%, dal valore di fatto pari a zero raggiunto a febbraio** (0,01%). Il risultato di questi andamenti è stato un aumento di 15pb m/m del tasso complessivo sui nuovi depositi con durata prestabilita di famiglie e imprese, che si è portato a 1,24%.

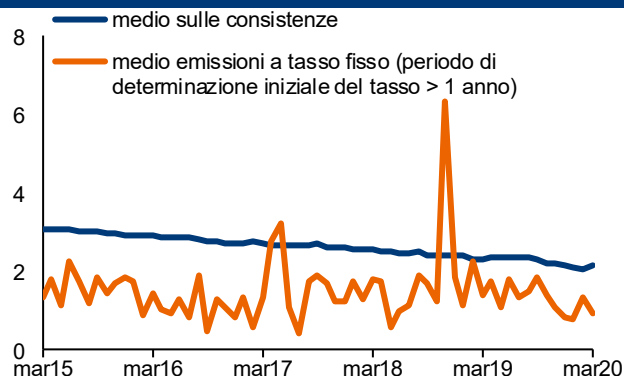
**Anche il tasso sullo stock di obbligazioni ha visto un aumento, dopo otto mesi consecutivi di calo**, portandosi a 2,14% (+6pb m/m) e lasciandosi alle spalle il minimo storico, da gennaio 1997, di 2,08%. Infatti, per aprile, le anticipazioni ABI danno un livello di 2,12%. Ciò considerato, **il costo complessivo dello stock di raccolta da clientela è risultato di fatto invariato**, a 0,58%, livello confermato per aprile sulla base delle stime ABI, con l'interruzione del calo registrato nei sette mesi precedenti.

Tassi sulla raccolta bancaria – consistenze (%)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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

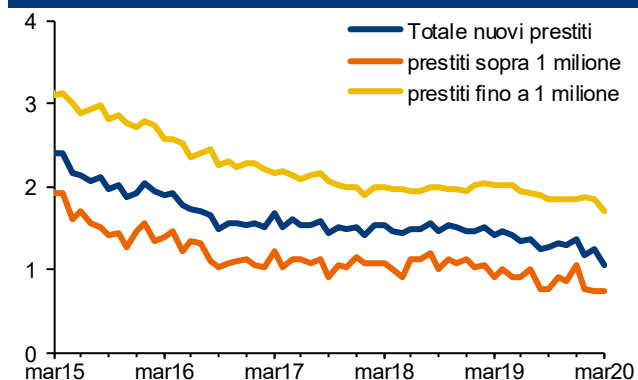


Fonte: Banca d'Italia

Per i tassi sui nuovi prestiti, i movimenti sono stati al ribasso. Di particolare rilievo è il calo registrato dai tassi sui nuovi prestiti alle società non-finanziarie, soprattutto in quanto determinato dalla **componente dei finanziamenti di minore entità**. Quest'ultimo, che solitamente mostra variazioni mensili molto contenute, è sceso rispetto a febbraio di ben 16pb, al minimo storico di 1,69%. Il tasso sui nuovi prestiti di maggiore entità ha visto una limatura di 1pb m/m a 0,74%, anch'esso minimo storico. Di conseguenza, il tasso medio sulle erogazioni è sceso di 19pb m/m, risentendo anche di un effetto composizione visto il notevole aumento dei flussi di taglio superiore a 1 milione. Il nuovo minimo storico raggiunto dal tasso medio è di 1,07%, mentre ad aprile si sarebbe verificato un aggiustamento a 1,18%, secondo le anticipazioni ABI.

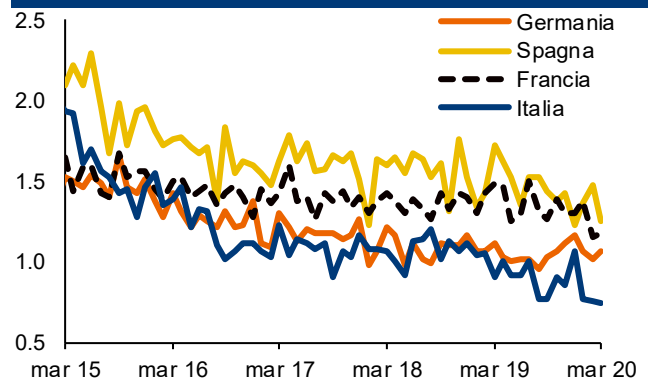
Nel confronto europeo, la notevole riduzione registrata a marzo ha portato **il tasso italiano sui flussi di prestiti fino a 1 milione di nuovo sotto la media dell'area euro** (-10pb il differenziale). **Per il tasso sui nuovi prestiti oltre 1 milione, il differenziale negativo con l'Eurozona è rimasto molto ampio, pari a -40pb**, in linea con i due mesi precedenti.

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



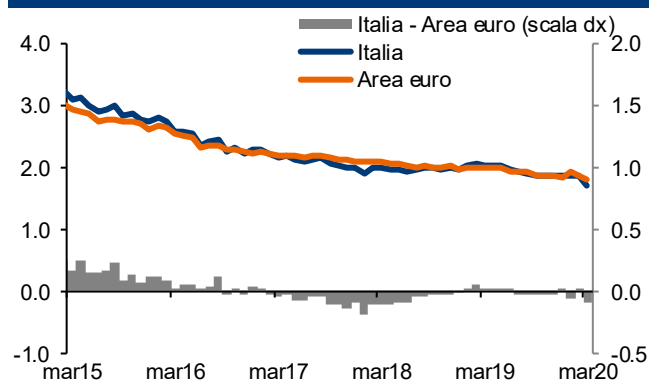
Fonte: Banca d'Italia

Tassi sui nuovi prestiti oltre 1 milione a società non finanziarie (%)



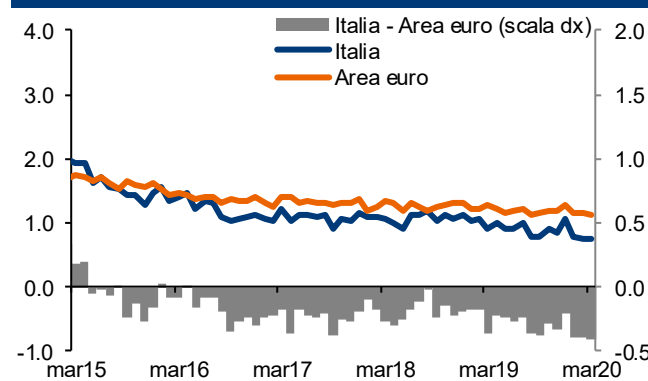
Fonte: BCE

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



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

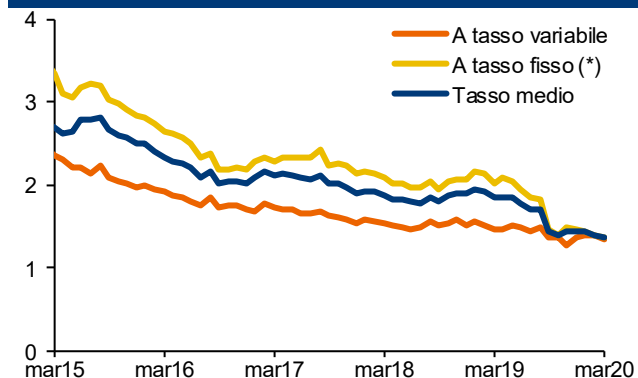
Tasso medio sui nuovi prestiti di importo superiore a 1 milione alle società non finanziarie, confronto Italia - Area euro (%)



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

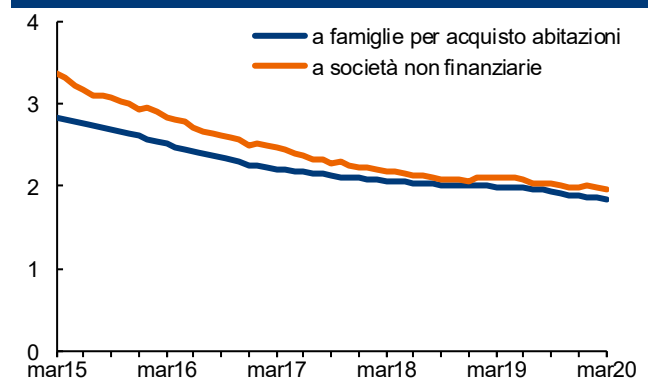
**Anche i tassi sui flussi di prestiti alle famiglie per acquisto abitazioni sono risultati in calo a marzo, sebbene in misura contenuta.** In dettaglio, il tasso medio è sceso di 2pb m/m a 1,38%, nuovo minimo storico, ma sarebbe risalito a 1,40% ad aprile secondo le anticipazioni ABI. Il tasso variabile ha registrato una riduzione di 3pb m/m a 1,36%, analoga a quella del tasso fisso, sceso a 1,37%. Si conferma, quindi, l'allineamento tra il tasso fisso e il variabile già osservato da qualche mese. Anche a marzo, come a febbraio, poco più di 1pb separa i due tassi. Si ricorda che solo un anno prima tale differenziale era sui 60pb.

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



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

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

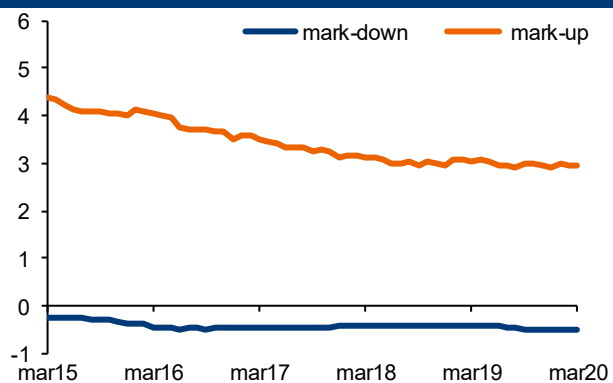


Fonte: Banca d'Italia

Quanto al tasso medio sullo stock di prestiti, a marzo si è osservato un altro calo di 2pb m/m a 2,46%, nuovo minimo storico, seguito ad aprile da un taglio di analoga entità a 2,44%, secondo le stime ABI.

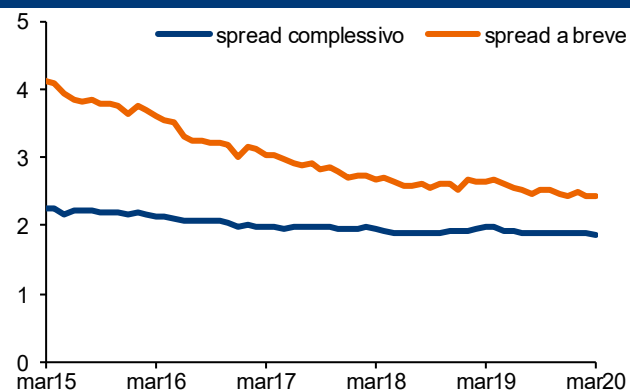
Pertanto, a marzo la forbice tra tassi attivi e passivi si è ridotta ulteriormente a 1.87% (-1pb m/m), portandosi sotto i livelli registrati nel 2019. Per la contribuzione dei depositi a vista si è osservata una stabilità a -0,51%, così come per il mark-up sui tassi attivi a breve, fermo al 2,94% di febbraio.

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



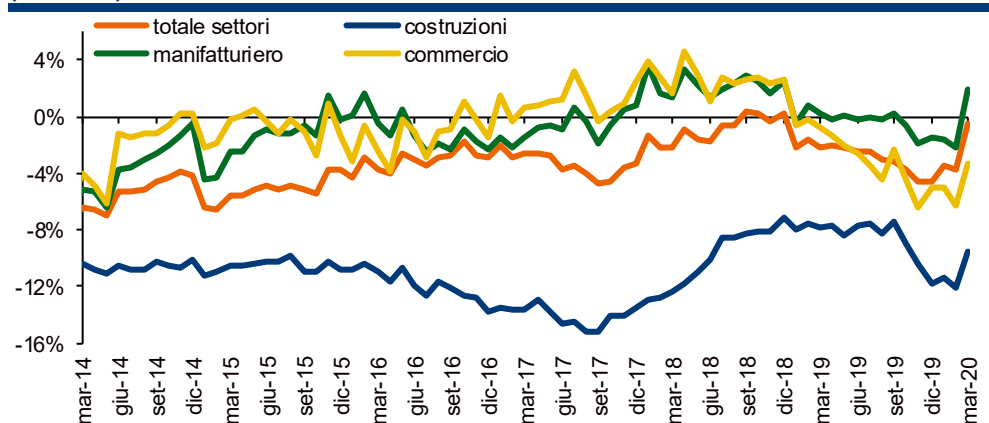
## Tornano in crescita i prestiti alle imprese, rallentano quelli alle famiglie

Già con i dati di marzo, gli effetti del COVID-19 sul credito sono evidenti, con un cambio di passo sia per i prestiti alle imprese, sia per quelli alle famiglie, e un andamento divergente dei due segmenti. I prestiti alle società non-finanziarie hanno sorpreso, registrando un aumento significativo su base mensile, per oltre 16 miliardi, e un gradino del tasso di variazione, passato a +1,4% a/a dal -1,2% di febbraio. I flussi lordi mensili indicano che l'aumento è stato determinato dalle operazioni sopra 1 milione. Ciò fa ritenere che, a seguito del lockdown, le grandi imprese abbiano da subito incrementato gli utilizzi o acceso nuove operazioni. I prestiti alle famiglie, invece, hanno mostrato un rallentamento dello stock, a +1,7% dal 2,5% di febbraio. La frenata dello stock è stata significativa per il credito al consumo, che ha mostrato un forte calo del flusso mensile. Anche le erogazioni di mutui per acquisto abitazioni hanno risentito del calo di attività, risultando in notevole contrazione, che interrompe la forte crescita dei mesi precedenti.

Con la diffusione dell'epidemia di COVID-19 il quadro del credito bancario è cambiato radicalmente. **I prestiti alle società non-finanziarie hanno sorpreso a marzo, segnando un aumento significativo su base mensile e un gradino del tasso di variazione, passato a +1,4% a/a dal -1,2% di febbraio** (dati corretti per le cartolarizzazioni). Si interrompe così la sequenza di variazioni negative ripresa a gennaio 2019, dopo un 2018 tornato in positivo. L'andamento di marzo è stato determinato da un flusso netto di prestiti pari a 16,4 miliardi nel mese, l'importo più elevato da inizio 2018 quando si era avuto un gradino simile del tasso di variazione, a suo tempo riconducibile al rispetto del benchmark sulle TLTRO II. In questa circostanza, l'aumento si è verificato in corrispondenza di un incremento mensile di 45 miliardi dell'utilizzo delle banche italiane del rifinanziamento BCE, un importo elevato che potrebbe aver alimentato la crescita dei prestiti alle imprese a seguito del lockdown. Considerate le tempistiche, si ritiene che l'erogazione di prestiti garantiti dallo Stato o dal Fondo di Garanzia per le PMI non abbia avuto impatti significativi sul flusso di marzo, dopo l'entrata in vigore il giorno 17 delle misure del Decreto Cura Italia.

Il rimbalzo del tasso di variazione dei prestiti alle imprese risulta generalizzato tra i principali settori di attività economica. Sulla base dei dati al netto delle sofferenze (prestiti vivi), per il complesso delle imprese, a marzo la variazione annua è stata quasi nulla, pari a -0,4% a/a dopo il calo significativo del primo bimestre e del 2019 (-3,7% a/a a febbraio e -4,6% nell'ultimo trimestre 2019, questi dati includono le famiglie produttrici). Tra le componenti, **i prestiti al settore manifatturiero sono tornati in aumento**, dell'1,9% a/a a marzo, dopo il calo dei 5 mesi precedenti e una fase di sostanziale stazionarietà da inizio 2019 a settembre (-2,2% a/a a febbraio 2020). **I prestiti al commercio hanno visto dimezzarsi il calo**, a -3,2% a/a dal -6,4% di febbraio. Per **i prestiti alle costruzioni, la contrazione si è fatta più moderata, sebbene ancora molto marcata, del -9,6% a/a** dalla flessione a due cifre dei 4 mesi precedenti (-12,1% a/a a febbraio e -11,8% a fine 2019).

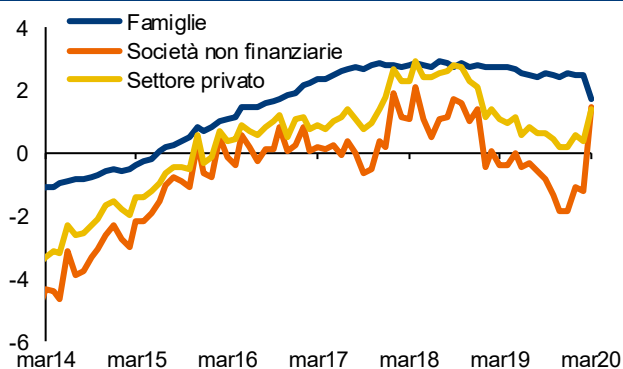
Prestiti vivi per i principali settori di attività economica, società non-finanziarie e famiglie produttrici (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

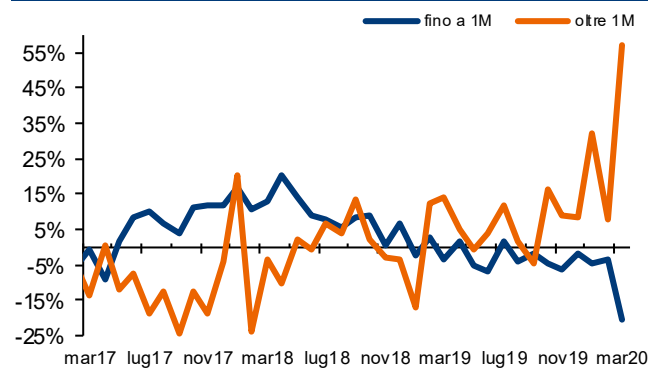
Analizzando i flussi lordi mensili, emerge **che l'incremento dei prestiti alle società non-finanziarie è stato determinato dalle operazioni sopra 1 milione**. Si conferma, infatti, **il segno positivo delle erogazioni lorde complessive**, per il sesto mese consecutivo, con un balzo della dinamica a +19,9% a/a. Ancora una volta, **l'andamento è stato determinato dai prestiti oltre 1 milione**, schizzati a +57% a/a per un importo lordo di 24,4 miliardi, dopo che già a gennaio si erano visti volumi significativi, pari a 20,4 miliardi, in aumento del 15,2% a/a. Ciò fa ritenere che, a seguito del lockdown, le grandi imprese abbiano da subito incrementato gli utilizzi o acceso nuove operazioni. Diversamente, **le erogazioni fino a 1 milione sono rimaste in calo, addirittura più intenso**, pari a -20,6% a/a, dal -3,4% di febbraio.

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



Fonte: Banca d'Italia

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



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

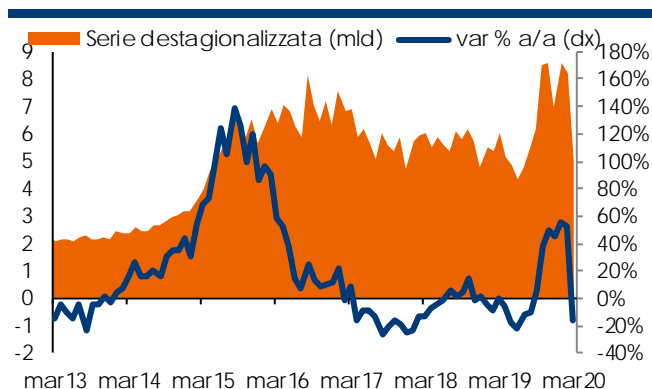
All'opposto rispetto ai prestiti alle imprese, a marzo **la dinamica dei prestiti alle famiglie ha rallentato, scendendo a +1,7% a/a** dopo oltre tre anni di crescita robusta sempre attorno al 2,5% segnato anche il mese precedente, con una media di +2,6% a/a da gennaio 2017 a febbraio 2020. Tra le componenti, la frenata è stata particolarmente evidente per il credito al consumo ma si ricorda che l'aggregato dei prestiti alle famiglie include anche quelli alle famiglie produttrici per i quali non disponiamo al momento di dati recenti. La crescita dello stock di mutui, almeno sulla base delle variazioni non corrette per i prestiti cartolarizzati, non ha mostrato segni di particolare rallentamento (+1,1% a/a a marzo, come a gennaio e a fine 2019).

**Il credito al consumo ha visto una rapida frenata, sebbene i primi segni di rallentamento fossero emersi già nei due mesi precedenti.** A marzo il credito al consumo erogato dalle banche ha registrato un flusso lordo mensile quasi dimezzato rispetto a un anno prima (-47% a/a, dal +2,5% di febbraio e +10% in media nel 2019), con un volume di soli 2,1 miliardi, inferiore persino a quanto realizzato nell'agosto dei tre anni precedenti (2,4 miliardi ad agosto 2019). Inoltre, lo stock di credito al consumo ha rallentato bruscamente, a +5,3% a/a dal +7,9% di febbraio.

**Anche i flussi lordi mensili di prestiti per acquisto abitazioni hanno virato in negativo, interrompendo la forte ripresa che aveva caratterizzato l'ultimo trimestre 2019 e il primo bimestre del 2020.** A marzo, infatti, la variazione annua è risultata pari a -16,8% a/a, da una crescita che, già a due cifre da ottobre 2019, risultava essersi ulteriormente rafforzata nei due mesi precedenti (+52,8% a/a a febbraio e +56,1% a gennaio).

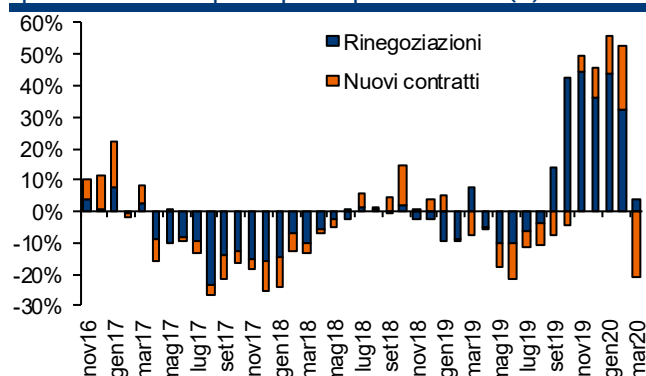
**Il calo è stato determinato dai nuovi contratti**, passati da un +25,3% a/a a febbraio a un -30,9% a/a marzo. **Le rinegoziazioni, invece, pur in forte frenata, sono rimaste in aumento**, dei 12,1% a/a rispetto a un tasso di crescita di febbraio del 161%, dopo importi circa triplicati nei quattro mesi precedenti. Sul totale delle erogazioni, le rinegoziazioni hanno rappresentato una quota del 44% dal 35% di febbraio, ma in linea con le percentuali tra il 35% e il 46% registrate da ottobre 2019.

**Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, flussi lordi mensili**



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

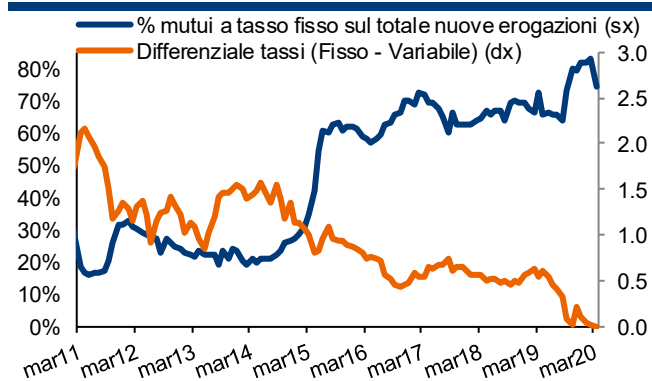
**Contributo di rinegoziazioni e nuovi contratti alla crescita delle operazioni mensili di prestiti per acquisto abitazioni (%)**



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

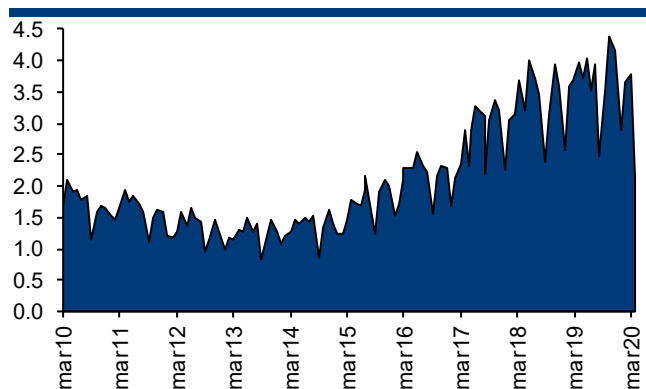
Distinguendo in base al tipo di tasso, a marzo **sia le erogazioni a tasso fisso sia quelle a tasso variabile sono risultate in riduzione**, ma le prime sono state più impattate delle seconde dal calo di attività. Le erogazioni a tasso fisso, infatti, hanno subito una contrazione del -14,6% a/a, che interrompe la crescita a due cifre vista da settembre 2019 (circa +90% a/a in media nel 1° bimestre 2020). Quelle a tasso variabile, invece, hanno mostrato un calo essenzialmente in linea con quello registrato a febbraio (-22,5% a/a e -21,7% rispettivamente nei due mesi).

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



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Erogazioni alle famiglie per credito al consumo (EUR mld)**



Fonte: Banca d'Italia

In conclusione, a seguito del ritorno alla crescita dei prestiti alle società non-finanziarie e nonostante il rallentamento di quelli alle famiglie, a marzo **i prestiti al settore privato hanno accelerato a +1,4% a/a**, dal +0,4% di febbraio e +0,2% dell'ultimo bimestre 2019 (dati al netto delle controparti centrali e corretti per le cartolarizzazioni). Sulla base delle anticipazioni ABI, la dinamica risulta confermata ad aprile, con un +1,5% a/a, mentre l'aggregato più ristretto dei prestiti a famiglie e imprese segnerebbe un +1,4% a/a rispetto al +1,6% di marzo, consolidando il recupero rispetto al +0,5% di febbraio.

## Conti correnti ancora in forte aumento

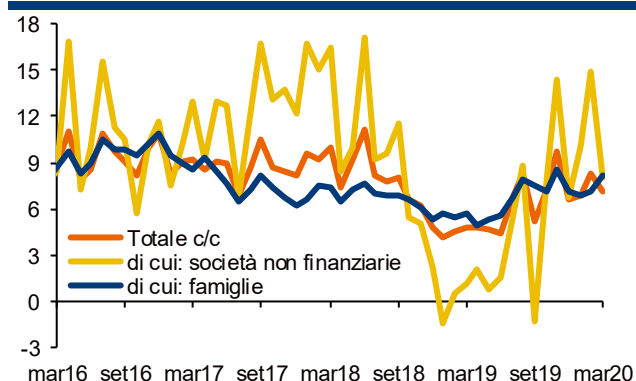
Prosegue la notevole dinamica dei conti correnti, che a marzo hanno visto un afflusso mensile di 14,3 miliardi, dopo i 19,5 miliardi di febbraio, e un tasso di crescita del 7,1% a/a. Questa volta l'incremento mensile è stato trainato dal notevole afflusso verso i conti delle famiglie. Ciò sostiene la dinamica dei depositi da clientela, cresciuti al ritmo del 5,7% a/a. Diversamente, per le obbligazioni, si conferma il ritorno in calo. Grazie alla dinamica dei depositi, la raccolta complessiva da clientela continua a crescere a un ritmo robusto, del 4,3% a/a a marzo, visto rafforzarsi ad aprile (a +4,8% a/a), secondo le anticipazioni ABI.

A marzo è proseguita la dinamica sostenuta dei conti correnti bancari, con un afflusso mensile di 14,3 miliardi, dopo i 19,5 di febbraio, e una crescita del 7,1% a/a, dall'8,3% di febbraio. Diversamente dal mese precedente, questa volta l'incremento mensile è stato trainato dal notevole afflusso verso i conti delle famiglie, pari a 15,1 miliardi, circa il doppio dei 7,4 registrati a febbraio, per un tasso di crescita annuo salito a +8,2% a/a, oltre 1 punto percentuale in più rispetto a febbraio. Anche i conti correnti delle società non-finanziarie sono rimasti in aumento, ma la liquidità affluita nel mese è stata più contenuta rispetto ai 13,4 miliardi di febbraio, fermandosi a 1,7 miliardi per un tasso di crescita dell'8% a/a, dal +14,9% di febbraio, che resta ai massimi da metà 2018.

Per i depositi con durata prestabilita, come da attese l'andamento è tornato leggermente in calo, dopo soli quattro mesi di crescita da ottobre 2019 a gennaio 2020. Nel complesso, la dinamica dei depositi da clientela residente è rimasta vivace, pari a +5,7% a/a dal +6,2% del mese precedente. Secondo le stime ABI, ad aprile la crescita (+6,3% a/a) è tornata sui ritmi di febbraio.

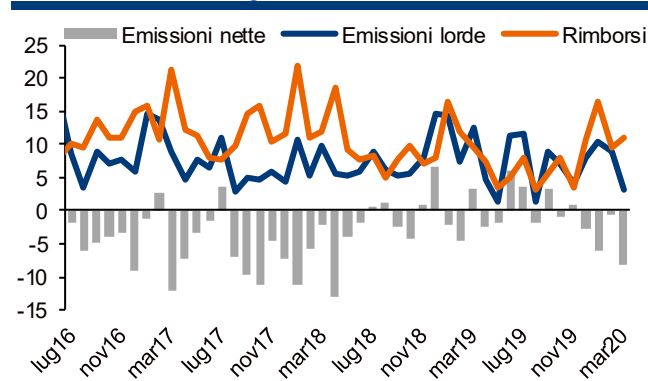
Per le obbligazioni, non solo si conferma il calo, ma il tono negativo risulta più accentuato. A marzo la riduzione dello stock è stata pari a -4,1% a/a, dopo il -1,5% di febbraio, con un ulteriore indebolimento ad aprile a -4,7% a/a, secondo le stime ABI. Per le emissioni obbligazionarie nette, marzo ha registrato un altro saldo negativo, nonché di importo rilevante, pari a -8,1 miliardi, il peggior risultato da aprile 2018.

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



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

Emissioni mensili di obbligazioni di banche italiane (EUR mld)

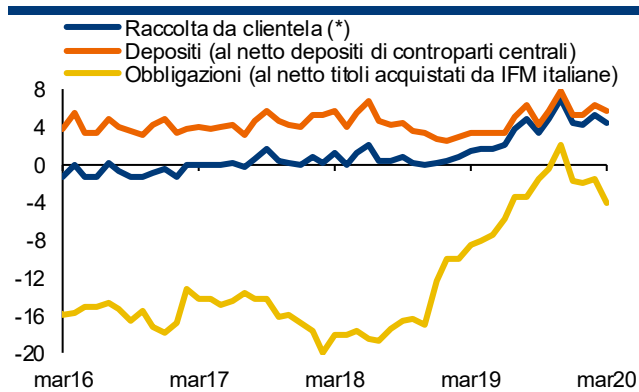


Fonte: Banca d'Italia

Grazie alla dinamica dei depositi, la raccolta complessiva ha mantenuto un buon ritmo di crescita, pari a 4,3% a/a, in linea con quello di inizio anno e di fine 2019. Secondo le anticipazioni ABI, ad aprile il passo si è fatto di nuovo più sostenuto, pari a +4,8% a/a. L'aggregato della raccolta totale, che include il rifinanziamento BCE e i depositi dall'estero, ha confermato il buon ritmo di crescita, sebbene in leggero rallentamento, mostrando una variazione annua del 2,3% a/a dal 2,7% e 3,0% dei due mesi precedenti. I depositi di non residenti - comprensivi dell'interbancario - sono risultati in calo, del -5,2% a/a. Da notare che una variazione negativa non si vedeva da fine 2017, segno della cautela dei non residenti in una fase di avversione al

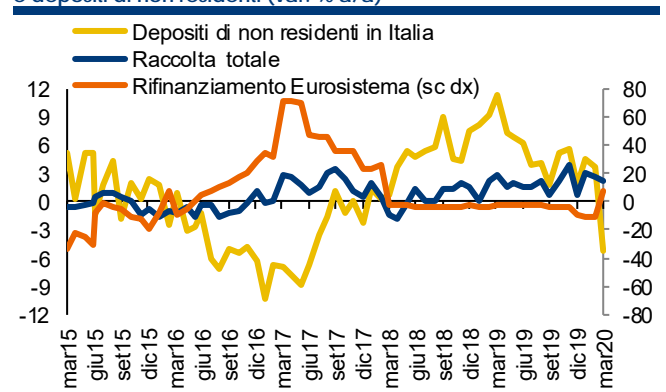
rischio. All'opposto, **il rifinanziamento BCE è tornato ad aumentare**, segnando nel mese 44 miliardi di ricorso delle banche italiane alle nuove LTRO con scadenza a giugno, tanto che lo stock complessivo è salito a 260 miliardi e al 6,6% del totale attivo, oltre 1 punto percentuale in più rispetto ai due mesi precedenti. Tale percentuale si avvicina a quella massima del 6.7% registrata a metà 2012.

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



Nota: (\*) al netto di depositi con controparti centrali e obbligazioni acquistate da IFM italiane. Il totale dei depositi e la raccolta escludono le passività in contropartita dei prestiti ceduti e non cancellati. Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tasso di variazione della raccolta totale, di cui rifinanziamento BCE e depositi di non residenti (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

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

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

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

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

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

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Banca IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

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

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite il sito web di Banca IMI - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

### Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Banca IMI e Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

## Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>, ed in versione sintetica sul sito di Banca IMI S.p.A. all'indirizzo <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/normative.html>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic and Fixed Income Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

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

### Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

#### Macroeconomic Analysis

##### Macro & Fixed Income Research

Paolo Mameli – Economista macro Italia

62128

[paolo.mameli@intesasnpaolo.com](mailto:paolo.mameli@intesasnpaolo.com)

#### Industry & Banking Research

##### Banking Research

Elisa Coletti – Economista Banche

62097

[elisa.coletti@intesasnpaolo.com](mailto:elisa.coletti@intesasnpaolo.com)