



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Bollettino Economico

aprile 2021

2 | 2021



**BANCA D'ITALIA**  
EUROSISTEMA

# **Bollettino Economico**

**Numero 2 / 2021**  
**Aprile**

---

*Le altre pubblicazioni economiche della Banca d'Italia sono le seguenti:*

**Relazione annuale**

Un resoconto annuale dei principali sviluppi dell'economia italiana e internazionale

**Rapporto sulla stabilità finanziaria**

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

**Economie regionali**

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

**Temi di discussione** (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

**Questioni di economia e finanza** (Occasional Papers)

Una miscellanea di studi su tematiche di particolare rilevanza per l'attività della Banca d'Italia

**Newsletter sulla ricerca economica**

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

**Quaderni di storia economica**

Collana di analisi storica dell'economia italiana

---

Queste pubblicazioni sono disponibili su internet all'indirizzo: [www.bancaditalia.it/pubblicazioni](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni)  
Copie a stampa possono essere richieste alla casella della Biblioteca Paolo Baffi: [richieste.pubblicazioni@bancaditalia.it](mailto:richieste.pubblicazioni@bancaditalia.it)

---

© Banca d'Italia, 2021

Per la pubblicazione cartacea: autorizzazione del Tribunale di Roma n. 290 del 14 ottobre 1983

Per la pubblicazione telematica: autorizzazione del Tribunale di Roma n. 9/2008 del 21 gennaio 2008

**Direttore responsabile**

Eugenio Gaiotti

**Comitato di redazione**

Martina Cecioni e Nicola Curci (coordinamento), Valerio Della Corte, Maria Ludovica Drudi, Davide Fantino, Andrea Giovanni Gazzani, Santiago Pereda Fernandez, Pasquale Recchia, Fabiana Sabatini e Alex Tagliabracci

Daniela Falcone, Fabrizio Martello, Teresa Messina (aspetti editoriali)

Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Simone Emiliozzi, Elisa Guglielminetti, Concetta Rondinelli, Fabiana Sabatini, Francesca Zanichelli

**Indirizzo**

Via Nazionale 91 – 00184 Roma – Italia

**Telefono**

+39 06 47921

**Sito internet**

<http://www.bancaditalia.it>

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte

ISSN 0393-2400 (stampa)

ISSN 2280-7632 (online)

Aggiornato con i dati disponibili al 9 aprile 2021, salvo diversa indicazione

Grafica e stampa a cura della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia

# INDICE

SINTESI	<b>5</b>
<b>1</b> L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
1.1 Il ciclo internazionale	<b>7</b>
1.2 L'area dell'euro	<b>10</b>
1.3 I mercati finanziari internazionali	<b>14</b>
<b>2</b> L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	<b>16</b>
2.2 Le imprese	<b>20</b>
2.3 Le famiglie	<b>23</b>
2.4 Gli scambi con l'estero e la bilancia dei pagamenti	<b>27</b>
2.5 Il mercato del lavoro	<b>31</b>
2.6 La dinamica dei prezzi	<b>35</b>
2.7 Le banche	<b>37</b>
2.8 Il mercato finanziario	<b>44</b>
2.9 La finanza pubblica	<b>46</b>
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	<b>51</b>

---

## INDICE DEI RIQUADRI

L'attività economica nel primo trimestre del 2021	<b>18</b>
Le opinioni delle imprese italiane nell'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita	<b>21</b>
Le famiglie italiane durante l'epidemia: l'indagine della Banca d'Italia	<b>24</b>
L'offerta e la domanda di credito	<b>40</b>

---

---

## **AVVERTENZE**

---

Le elaborazioni, salvo diversa indicazione, sono eseguite dalla Banca d'Italia; per i dati dell'Istituto si omette l'indicazione della fonte.

Segni convenzionali:

- il fenomeno non esiste;
- .... il fenomeno esiste, ma i dati non si conoscono;
- .. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato;
- :: i dati sono statisticamente non significativi;
- () i dati sono provvisori.

Nelle figure con differenti scale di destra e di sinistra viene richiamata in nota la sola scala di destra.

---

## SINTESI

### **Migliora il quadro globale ma restano incertezze**

*La prosecuzione delle campagne di vaccinazione e il sostegno da parte delle politiche economiche si sono riflessi in un miglioramento delle prospettive globali; negli Stati Uniti il piano espansivo di bilancio dell'amministrazione Biden ha determinato un aumento delle attese di crescita e dei rendimenti a lungo termine. Nel breve periodo restano però incertezze legate all'evoluzione della pandemia e alle sue ripercussioni sull'economia, per i ritardi nelle campagne di vaccinazione e il diffondersi di nuove varianti.*

### **Nell'area dell'euro è essenziale mantenere condizioni finanziarie favorevoli**

*L'attività economica nell'area dell'euro ha risentito di un nuovo aumento dei contagi; nonostante un temporaneo rialzo dell'inflazione, le prospettive dei prezzi restano deboli. Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha deciso di aumentare il ritmo degli acquisti di titoli nell'ambito del programma per l'emergenza pandemica, per evitare che la trasmissione del rialzo dei rendimenti osservato sui mercati internazionali si traducesse in un inasprimento prematuro delle condizioni finanziarie nell'area, che non sarebbe giustificato dalle attuali prospettive economiche.*

### **In Italia nei primi mesi dell'anno l'attività economica è rimasta pressoché stabile**

*In Italia si conferma la resilienza dell'economia, ma pesa l'aumento dei contagi. Nel quarto trimestre del 2020 la caduta del prodotto, benché significativa, è stata inferiore alle attese. In base agli indicatori disponibili, nei primi tre mesi dell'anno in corso l'attività economica sarebbe rimasta pressoché stabile: a un rafforzamento nell'industria si accompagna un andamento ancora debole nei servizi. Queste stime restano soggette a elevata incertezza, connessa agli impatti della pandemia.*

### **Si prospetta una ripresa graduale di investimenti e consumi**

*Secondo i nostri sondaggi, le imprese programmano di riprendere gli investimenti nella restante parte dell'anno.*

*Le famiglie intervistate dalla Banca d'Italia indicano una graduale ripresa delle intenzioni di consumo, ma la propensione al risparmio resta elevata; la maggior parte del risparmio accumulato nel 2020, che è concentrato tra le famiglie meno colpite dagli effetti della pandemia, non verrebbe spesa nel corso di quest'anno.*

### **Gli scambi con l'estero hanno recuperato**

*Nel quarto trimestre del 2020 le esportazioni italiane di beni sono cresciute in linea con il commercio mondiale. Esse si sono riportate su livelli di poco inferiori a quelli precedenti la pandemia, compensando la caduta dei flussi turistici internazionali, che si sono di nuovo ridotti dopo il recupero dei mesi estivi. Si è rafforzata la domanda estera di titoli italiani; a seguito del surplus di parte corrente, è aumentata la posizione creditoria netta sull'estero dell'Italia.*

### **Sono diminuite le ore lavorate, ma sono cresciuti gli occupati**

*Con le misure di distanziamento sociale decise in autunno, le ore lavorate nell'ultimo trimestre del 2020 sono tornate a contrarsi ed è aumentato il ricorso agli strumenti di integrazione salariale; la richiesta è stata tuttavia assai minore rispetto alla prima ondata pandemica. Il numero degli occupati è salito, ma resta lontano dal livello precedente la crisi sanitaria. Nei primi due mesi dell'anno in corso le posizioni lavorative alle dipendenze sono rimaste stabili. Le condizioni del mercato del lavoro suggeriscono che la dinamica dei salari resti contenuta nei prossimi mesi.*

### **L'inflazione è tornata positiva per l'andamento dei prezzi energetici**

*La variazione dei prezzi al consumo, che era stata negativa negli ultimi mesi del 2020, si è portata allo 0,6 per cento in marzo. Sulla dinamica ha influito l'andamento dei prezzi energetici. L'inflazione di fondo è tornata su valori più contenuti, dopo che nei primi due mesi dell'anno aveva risentito del posticipo dei saldi*

stagionali. Le pressioni all'origine sui prezzi sono modeste; le famiglie e le imprese hanno rivisto al rialzo le attese di inflazione, che tuttavia restano su valori bassi.

**Sono state mantenute condizioni finanziarie e del credito distese**

Le condizioni dei mercati finanziari continuano a essere distese. La spinta al rialzo sui rendimenti dei titoli di Stato italiani proveniente dai mercati degli Stati Uniti è stata contrastata dalle decisioni prese dal Consiglio direttivo della BCE e dalla riduzione del premio per il rischio sovrano. Il credito alle imprese seguita a espandersi a un ritmo solido, riflettendo soprattutto una domanda ancora elevata di prestiti garantiti; le condizioni di offerta sono accomodanti.

**Il Governo ha varato nuove misure di sostegno**

A fronte dei nuovi interventi di contenimento dei contagi, in marzo il Governo ha varato ulteriori misure a sostegno soprattutto delle famiglie e delle imprese. Risorse aggiuntive sono state inoltre destinate al rafforzamento del piano vaccinale e di altre azioni di contrasto alla pandemia in campo sanitario. Nelle valutazioni ufficiali complessivamente i provvedimenti aumentano il disavanzo del 2021 di quasi 32 miliardi rispetto al suo valore tendenziale. Altri interventi potranno essere decisi alla luce della nuova autorizzazione ad aumentare l'indebitamento netto che l'Esecutivo ha chiesto al Parlamento. Un quadro

aggiornato dei conti pubblici è fornito nel Documento di economia e finanza 2021 approvato il 15 aprile.

**È in via di definizione il Piano nazionale di ripresa e resilienza**

Il Governo, nell'ambito dello strumento finanziario per la ripresa dell'Unione europea (Next Generation EU), sta predisponendo il Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR). Secondo le prime indicazioni, le risorse disponibili ammonterebbero a quasi 192 miliardi, di cui circa 123 sotto forma di prestiti: una quota pari al 13 per cento si renderebbe disponibile a titolo di prefinanziamento dopo l'approvazione del Piano da parte del Consiglio europeo.

**Le misure espansive possono sostenere la crescita**

L'andamento del prodotto nel quarto trimestre del 2020, migliore delle attese, si riflette favorevolmente sulla crescita acquisita per l'anno in corso. Secondo i principali previsori, l'espansione potrebbe essere superiore al 4 per cento nel 2021, con una significativa ripresa nella seconda parte dell'anno, agevolata dal contesto globale. Uno scenario di ritorno a una crescita sostenuta e durevole è plausibile, pur se non esente da rischi; presuppone che sia mantenuto il sostegno all'economia e che si dimostrino efficaci gli interventi in corso di introduzione nell'ambito del PNRR. Le prospettive restano soprattutto dipendenti dai progressi della campagna vaccinale e da una favorevole evoluzione dei contagi.

# 1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

## 1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

L'attività economica globale ha continuato a espandersi nei primi mesi del 2021. La prosecuzione delle campagne di vaccinazione e il forte sostegno delle politiche monetarie e fiscali si riflettono in un deciso miglioramento delle prospettive di medio termine, ma la recrudescenza della pandemia pesa nel breve periodo, soprattutto nel settore dei servizi. Secondo le valutazioni correnti, il prodotto globale si riporterebbe sui livelli pre-pandemia alla fine dell'anno.

### Proseguono le vaccinazioni ma sono aumentati i contagi

Le prospettive di medio termine dell'economia globale sono decisamente migliorate grazie alle campagne di vaccinazione, che procedono su vasta scala anche se con andamenti ancora notevolmente difforni tra le diverse aree: più rapidamente negli Stati Uniti e nel Regno Unito, con maggiore lentezza nell'Unione europea, in forte ritardo nei paesi emergenti. Tuttavia nei primi mesi dell'anno la diffusione di varianti del virus ha causato un aumento dei contagi che mantiene elevata l'incertezza sugli sviluppi di breve periodo.

### La ripresa globale è significativa ma eterogenea

Nel quarto trimestre del 2020 la ripresa dell'attività economica è stata considerevole (tav. 1) e sarebbe proseguita nel primo trimestre del 2021, ma in modo eterogeneo tra paesi e settori. In marzo gli indici dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI) sono rimasti nella manifattura al di sopra della soglia di espansione in tutte le principali economie avanzate (fig. 1.a). Nel settore dei servizi, più colpito dalla pandemia, gli indicatori segnalano ancora prospettive deboli nell'area dell'euro e in Giappone; sono invece su valori coerenti con un'espansione negli Stati Uniti e nel Regno Unito (fig. 1.b).

Alla fine dell'anno negli Stati Uniti, in Giappone e nel Regno Unito il prodotto era ancora al di sotto dei livelli precedenti la pandemia rispettivamente per il 2,4, l'1,1 e il 7,8 per cento. In Cina i livelli pre-crisi erano già stati recuperati nel terzo trimestre.

### È in recupero il commercio mondiale

La ripresa del commercio mondiale è proseguita (fig. 2). Nei primi mesi del 2021 gli scambi avrebbero continuato a espandersi, nonostante il recupero nei servizi sia stato frenato dalla recrudescenza dei contagi in alcune aree. Per il resto dell'anno si prevede un andamento più sostenuto che, secondo le nostre stime, dovrebbe portare la crescita complessiva del commercio mondiale nel 2021 al 9,3 per cento.

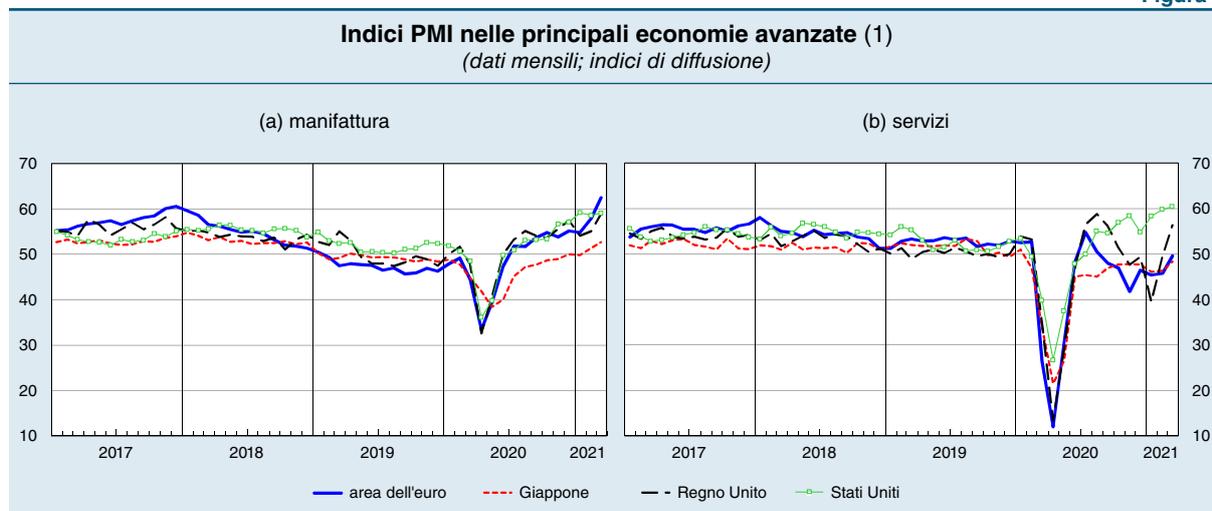
Tavola 1

VOCI	Crescita del PIL e inflazione (variazioni percentuali)			
	Crescita del PIL			Inflazione (1)
	2019	2020 3° trim. (2)	2020 4° trim. (2)	2021 marzo (3)
<b>Paesi avanzati</b>				
Giappone	0,3	22,8	11,7	-0,4
Regno Unito	1,4	87,1	5,2	0,4
Stati Uniti	2,2	33,4	4,3	2,6
<b>Paesi emergenti</b>				
Brasile	1,4	-3,9	-1,1	6,1
Cina	6,0	4,9	6,5	0,4
India	4,8	-7,4	0,4	5,5
Russia	2,0	-3,5	-1,8	5,8

Fonte: statistiche nazionali.

(1) Variazione tendenziale dell'indice dei prezzi al consumo. – (2) Per i paesi avanzati, variazioni sul periodo precedente, in ragione d'anno e al netto dei fattori stagionali; per i paesi emergenti, variazioni sul periodo corrispondente. – (3) Per Giappone e Regno Unito, febbraio 2021.

Figura 1



Fonte: Markit e Refinitiv.

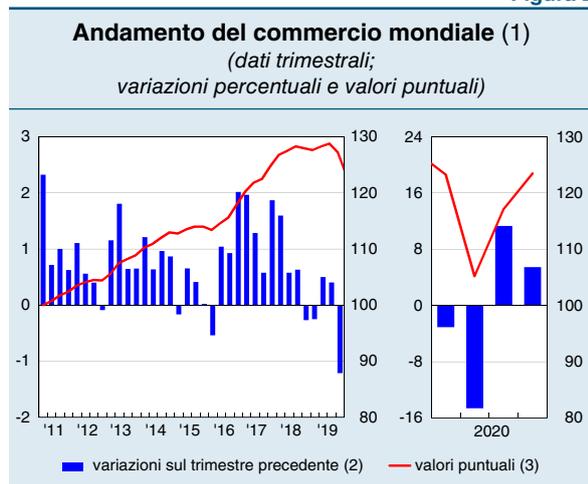
(1) Indici di diffusione desumibili dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (PMI), relativi all'attività economica nel settore manifatturiero e nel settore dei servizi. Ogni indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale delle risposte "stabile".

**Il piano Biden  
stimola la crescita  
negli Stati Uniti**

Negli Stati Uniti il Congresso ha approvato il piano predisposto dall'amministrazione Biden (*American Rescue Plan Act of 2021*), che prevede uno stimolo di bilancio per 1.900 miliardi di dollari nei prossimi dieci anni, concentrato soprattutto nel biennio 2021-22. Le attese sull'andamento dell'attività economica sono fortemente

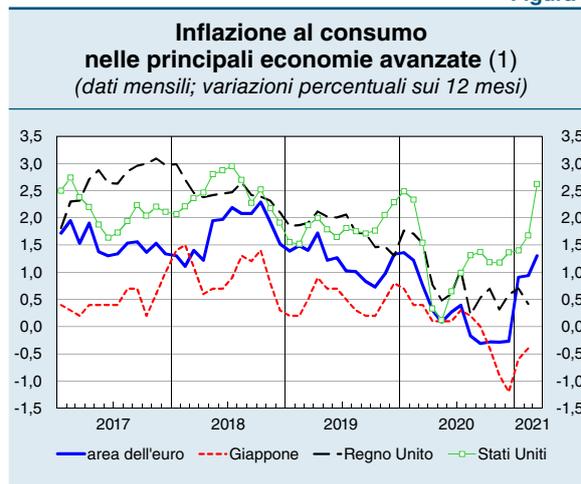
migliorate: secondo le stime dell'OCSE<sup>1</sup> il piano, unito ai progressi nelle vaccinazioni, accrescerebbe il prodotto degli Stati Uniti di oltre 3 punti percentuali nell'anno in corso. L'approvazione del piano si è riflessa in un aumento delle aspettative di inflazione a medio termine; a inizio aprile quelle sull'orizzonte a cinque anni desunte dai mercati finanziari si collocavano intorno al 2,6 per cento.

Figura 2



Fonte: elaborazioni Banca d'Italia su dati di contabilità nazionale e doganali. (1) Dati destagionalizzati. – (2) Per esigenze grafiche, i dati relativi alle variazioni percentuali sul trimestre precedente sono rappresentati, per il 2020, su una scala diversa rispetto a quella utilizzata per gli anni precedenti. – (3) Indice: 1° trimestre 2011=100. Scala di destra.

Figura 3



Fonte: Refinitiv.

(1) Per l'area dell'euro e il Regno Unito prezzi al consumo armonizzati.

<sup>1</sup> OCSE, *OECD Economic Outlook, Interim Report*, marzo 2021.

### L'inflazione è aumentata

Nei primi mesi dell'anno l'inflazione al consumo delle principali economie avanzate è risalita, ma rimane complessivamente contenuta. Nell'area dell'euro la variazione risente anche di fattori temporanei, oltre che dall'andamento della componente energetica (cfr. il par. 1.2). Quest'ultima ha sostenuto la dinamica dell'inflazione in marzo anche negli Stati Uniti (fig. 3).

### Le prospettive globali sono state riviste al rialzo

Secondo lo scenario di base dell'FMI diffuso in aprile, il prodotto globale crescerebbe del 6 per cento nel 2021, superando i livelli antecedenti la pandemia entro la fine dell'anno, e del 4,4 nel 2022 (tav. 2). Rispetto a gennaio, l'FMI ha rivisto al rialzo le previsioni sull'attività economica globale di 0,5 punti percentuali nel 2021 e di 0,2 nel 2022, per effetto del nuovo stimolo di bilancio negli Stati Uniti e delle campagne di vaccinazione in corso. La ripresa globale dipenderà però dall'evoluzione della pandemia, dalle azioni di politica economica e dall'andamento delle condizioni finanziarie.

Tavola 2

VOCI	Scenari macroeconomici (variazioni e punti percentuali)				
	2020	Previsioni (1)		Revisioni (2)	
		2021	2022	2021	2022
<b>PIL</b>					
<b>Mondo</b>	<b>-3,3</b>	<b>6,0</b>	<b>4,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>
<i>di cui:</i>					
<b>Paesi avanzati</b>					
area dell'euro	-6,6	4,4	3,8	0,2	0,2
Giappone	-4,8	3,3	2,5	0,2	0,1
Regno Unito	-9,9	5,3	5,1	0,8	0,1
Stati Uniti	-3,5	6,4	3,5	1,3	1,0
<b>Paesi emergenti</b>					
Brasile	-4,1	3,7	2,6	0,1	0,0
Cina	2,3	8,4	5,6	0,3	0,0
India (3)	-8,0	12,5	6,9	1,0	0,1
Russia	-3,1	3,8	3,8	0,8	-0,1
<b>Commercio mondiale</b>	<b>-8,4</b>	<b>9,3</b>	<b>-</b>	<b>2,1</b>	<b>-</b>

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2021; elaborazioni Banca d'Italia su dati di contabilità nazionale e doganali per il commercio mondiale.

(1) Variazioni percentuali. – (2) Punti percentuali. Per il PIL, revisioni rispetto a FMI, *World Economic Outlook Update*, gennaio 2021. Per il commercio mondiale, revisioni rispetto alle previsioni pubblicate a gennaio 2021 (cfr. Banca d'Italia, *Bollettino economico*, 1, 2021). – (3) I dati si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile.

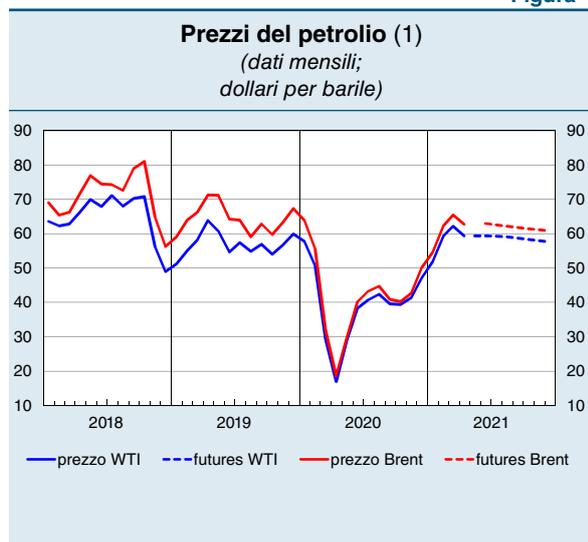
### Risalgono le quotazioni del petrolio

I corsi petroliferi sono risaliti, riflettendo le migliori prospettive di crescita globale. Dal lato dell'offerta, le quotazioni sono state sostenute sia dal calo della produzione degli Stati Uniti, a causa del clima eccezionalmente rigido, sia da una ripresa inferiore alle attese della produzione dei paesi OPEC+. I contratti futures indicano prezzi in lieve calo nel medio termine (fig. 4).

### Restano espansive le politiche monetarie

La Riserva federale, la Banca del Giappone e la Banca d'Inghilterra hanno confermato l'orientamento espansivo delle rispettive politiche monetarie. Le aspettative sui tassi di interesse nel breve termine sono rimaste pressoché stabili e non sono attesi rialzi entro la fine dell'anno nelle principali economie avanzate (fig. 5). In Cina la banca centrale ha lasciato inalterati i tassi di riferimento adottando tuttavia, dall'inizio dell'anno in corso, un orientamento più restrittivo che si è tradotto in un significativo rallentamento del finanziamento erogato all'economia.

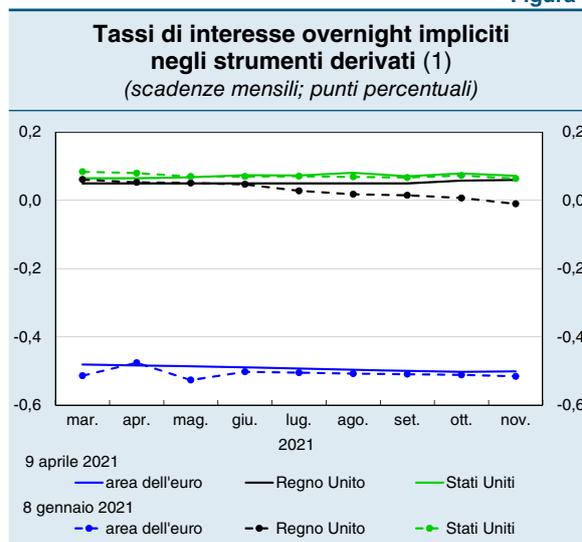
Figura 4



Fonte: Refinitiv.

(1) Per i prezzi a pronti, medie mensili fino a marzo 2021; l'ultimo dato si riferisce alla media dei dati giornalieri dal 1° al 9 aprile 2021.

Figura 5



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) Tasso di interesse atteso implicito nelle quotazioni degli *overnight indexed swaps* (OIS).

## 1.2 L'AREA DELL'EURO

Nell'area dell'euro l'attività economica ha risentito della nuova ondata di contagi; nonostante un rialzo temporaneo dell'inflazione, le prospettive dei prezzi restano deboli. Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ritiene necessario evitare inasprimenti prematuri delle condizioni finanziarie e ha deciso di aumentare il ritmo di acquisti di titoli nell'ambito del programma per l'emergenza pandemica.

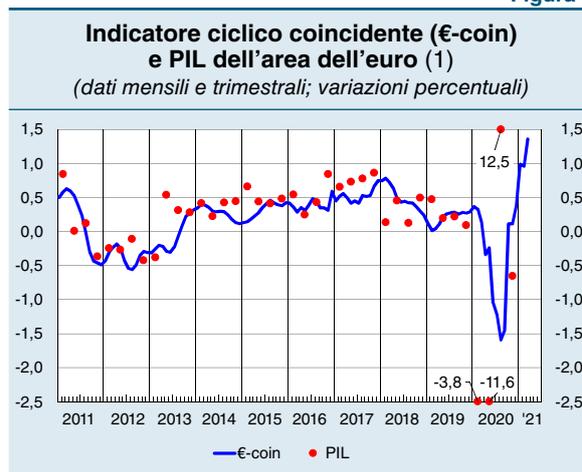
Tavola 3

PAESI	Crescita del PIL			Inflazione
	2020	2020 3° trim. (1)	2020 4° trim. (1)	2021 marzo (2)
Francia	-8,1	18,5	-1,4	(1,4)
Germania	-4,9	8,5	0,3	(2,0)
Italia	-8,9	15,9	-1,9	(0,6)
Spagna	-10,8	17,1	0,0	(1,2)
Area dell'euro	-6,6	12,5	-0,7	(1,3)

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat.

(1) Dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi; variazioni sul periodo precedente. – (2) Variazione sul periodo corrispondente dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA).

Figura 6



Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.

(1) Per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. il riquadro: *€-coin e la congiuntura nell'area dell'euro*, in *Bollettino economico*, 57, 2009. L'indicatore ha subito alcuni interventi di revisione, i cui dettagli sono disponibili sul sito della Banca d'Italia: *Indicatore €-coin: marzo 2021*. Per il PIL, dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente. Per €-coin, stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche.

**Il prodotto è tornato a diminuire**

Dopo il forte recupero nel trimestre estivo, negli ultimi tre mesi del 2020 il PIL dell'area dell'euro si è contratto (tav. 3) riflettendo il contributo negativo dei servizi, a fronte di un apporto positivo dalla manifattura. Il prodotto è lievemente cresciuto in Germania, è rimasto stazionario in Spagna, ma si è ridotto in Francia e in Italia. Sulla base delle informazioni disponibili, il PIL sarebbe diminuito nel primo trimestre di quest'anno. In marzo l'indicatore €-coin è ancora salito (fig. 6).

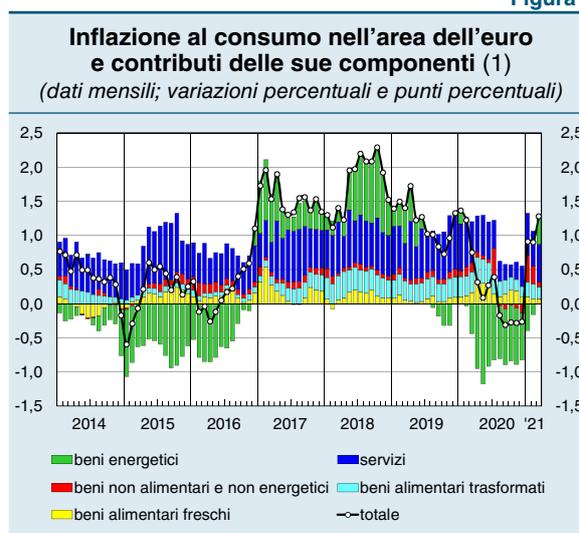
Secondo le proiezioni elaborate in marzo dagli esperti della BCE, il prodotto crescerebbe del 4,0 per cento nel 2021; del 4,1 e del 2,1 per cento, rispettivamente, nei due anni successivi.

**Il rialzo dell'inflazione è temporaneo**

Sulla base dei dati preliminari, l'inflazione si è collocata in marzo all'1,3 per cento sui dodici mesi (fig. 7), allo 0,9 per cento al netto delle voci più volatili. Il rialzo rispetto alla fine del 2020 ha riflesso, oltre all'andamento della componente energetica, alcuni fattori occasionali, il cui impatto tenderebbe a riassorbirsi nel corso dell'anno: (a) il venir meno degli effetti della riduzione delle aliquote dell'imposta sul valore aggiunto in Germania; (b) il posticipo dei saldi stagionali in Italia e in Francia; (c) l'aggiornamento in gennaio dei pesi dei beni e servizi inclusi nel paniere sottostante l'indice.

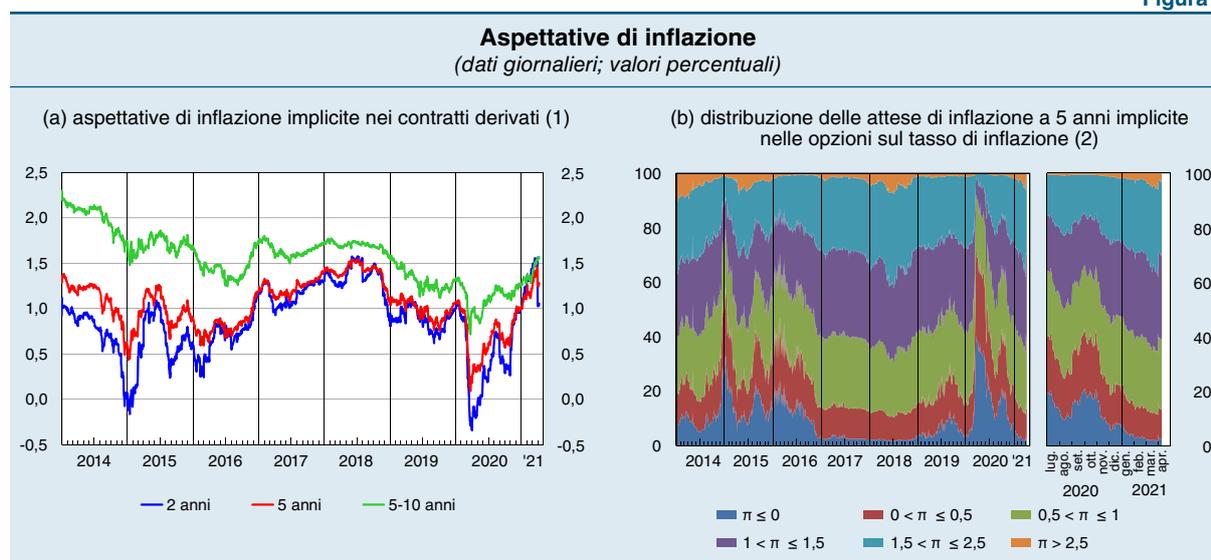
Secondo le proiezioni degli esperti della BCE diffuse in marzo, la variazione dei prezzi al consumo sarebbe pari all'1,5 per cento nel 2021; si porterebbe all'1,2 nel 2022 e all'1,4 per cento nel 2023, in linea con le previsioni dello scorso dicembre.

**Figura 7**



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e BCE. (1) Variazione sui 12 mesi dell'IPCA. Per marzo, stime preliminari.

**Figura 8**



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg. (1) Tassi di inflazione attesi implicite nei contratti di *inflation swap* con durata a 2 anni, a 5 anni e a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti. – (2) La distribuzione dell'inflazione attesa ( $\pi$ ) è stimata a partire dai prezzi delle opzioni zero coupon sul tasso di inflazione dell'area dell'euro su un orizzonte di 5 anni. Il tasso di inflazione sottostante è calcolato sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo dell'area dell'euro al netto dei tabacchi.

Le attese di inflazione sono aumentate su tutti gli orizzonti. Nella prima decade di aprile quelle implicite nei contratti di *inflation swap* si attestavano all'1,1 e 1,3 per cento sugli orizzonti a due e a cinque anni (erano entrambe pari all'1,0 per cento alla fine del 2020; fig. 8.a). Considerato che tali contratti sono indicizzati alla variazione dei prezzi al consumo ritardata di tre mesi, la riduzione che si è verificata il 1° aprile segnala che gli operatori di mercato hanno reputato temporaneo il rialzo dell'inflazione registrato lo scorso gennaio. Anche le aspettative sull'orizzonte tra cinque e dieci anni in avanti sono aumentate (all'1,6 per cento, dall'1,3 di fine 2020).

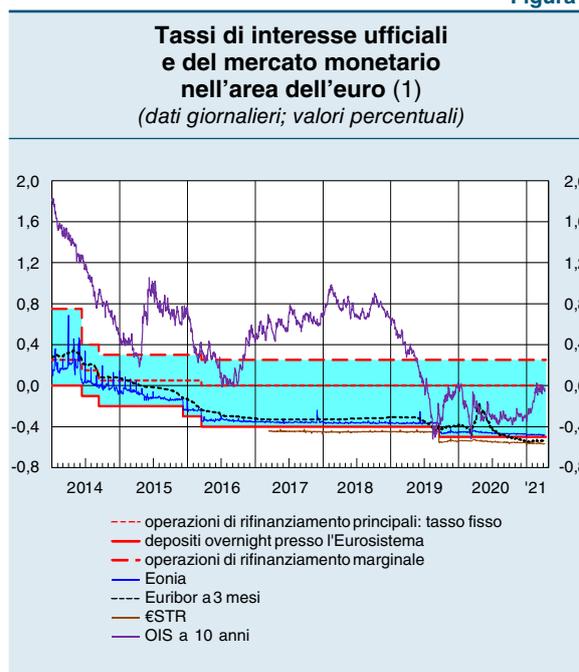
**Il Consiglio della BCE ha aumentato gli acquisti di titoli**

Per contrastare il rischio che il rialzo dei rendimenti osservato da inizio anno sui mercati internazionali pro-

vocasse un inasprimento prematuro delle condizioni di finanziamento nell'area dell'euro (fig. 9), il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di aumentare significativamente, nella seconda metà di marzo e nel trimestre in corso, il ritmo di acquisti mensili nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP), rispetto a quello dei primi mesi dell'anno. Il programma continuerà a essere utilizzato con flessibilità e decisione per mantenere condizioni di finanziamento favorevoli e contrastare le ripercussioni della pandemia sul profilo dell'inflazione.

Gli acquisti netti di titoli pubblici e privati nell'ambito del programma di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP) sono proseguiti in modo regolare; quelli del PEPP hanno accelerato dopo la decisione del Consiglio direttivo. Alla fine di marzo il valore di bilancio dei due portafogli di titoli si è portato rispettivamente a 2.963 e a 938 miliardi (tav. 4).

**Figura 9**



(1) A partire dal 2 ottobre 2019 €STR è un nuovo tasso di riferimento overnight per il mercato monetario della zona euro; per il periodo precedente nel grafico viene riportato il tasso pre-€STR. Dal 2 ottobre 2019 e sino alla fine del 2021 il tasso Eonia è calcolato come €STR incrementato di 8,5 punti base.

**Tavola 4**

**Titoli detenuti nell'ambito dell'APP e del PEPP**  
(miliardi di euro)

VOCI	Titoli privati (1)	Titoli pubblici (1)	di cui: titoli pubblici italiani (2)	di cui: titoli pubblici italiani acquistati dalla Banca d'Italia (2)
<b>APP</b>				
Gennaio 2021	571	2.355	415	373
Marzo 2021	584	2.379	422	378
<b>PEPP</b>				
Gennaio 2021	42	765	136	123
Marzo 2021	44	894	157	141

Fonte: BCE e Banca d'Italia.

(1) Valori di bilancio al costo ammortizzato. – (2) Differenza tra i valori a prezzo di acquisto e gli importi nominali rimborsati.

### Operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema (miliardi di euro)

VOCI	Area dell'euro		Italia	
	Importo	Numero di controparti	Importo	Numero di controparti
<b>Rifinanziamento totale al 31 marzo 2021 (1)</b>	<b>2.108</b>		<b>448</b>	
Rifinanziamento nell'ambito delle TLTRO3	2.080		427	
di cui: ultima operazione regolata a marzo 2021 (lordo)	331	425	77	69
ultima operazione regolata a marzo 2021 (netto) (2)	315		74	

Fonte: BCE e Banca d'Italia.

(1) Include il totale delle operazioni di rifinanziamento principali e a più lungo termine, ossia LTRO a 3 mesi, TLTRO3 e operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations*, PELTRO). – (2) L'importo dei fondi assegnati è calcolato al netto degli importi giunti a scadenza o rimborsati nell'ambito del programma TLTRO2.

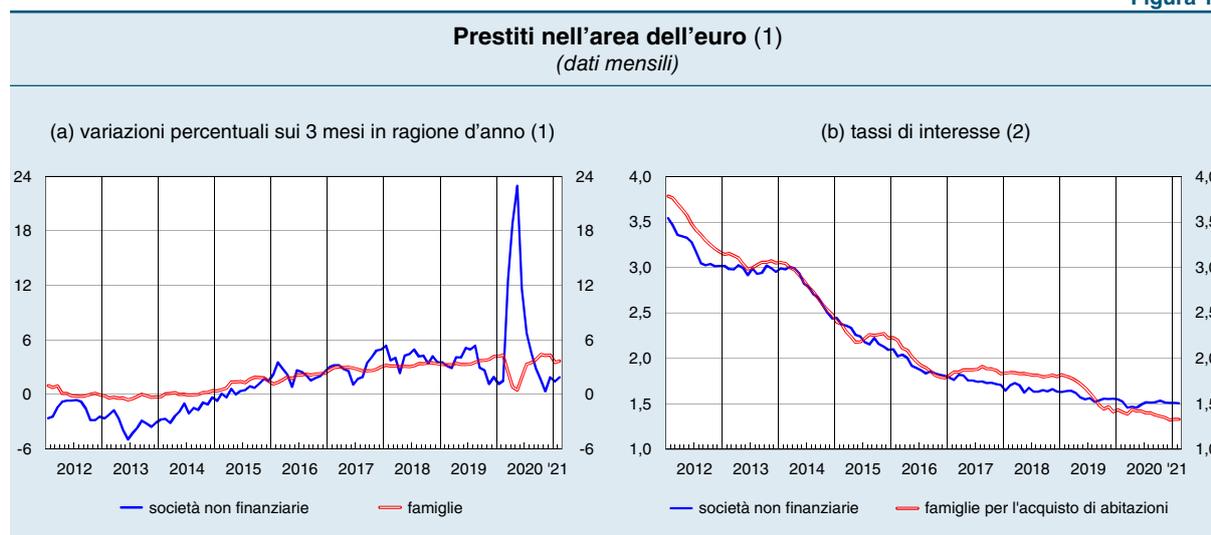
Il 24 marzo è stata regolata la settima asta della terza serie di operazioni di rifinanziamento mirate a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3): sono stati assegnati 331 miliardi alle controparti dell'area dell'euro, di cui 77 a quelle italiane (tav. 5). Il totale dei fondi erogati con queste operazioni è salito a 2.080 miliardi per l'area dell'euro e a 427 per l'Italia.

#### Il credito è cresciuto

In febbraio il credito alle società non finanziarie dell'area dell'euro è cresciuto dell'1,9 per cento sui tre mesi in ragione d'anno (da 0,3 in novembre; dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni; fig. 10.a).

L'espansione dei prestiti è stata significativa in Italia (3,6 per cento; cfr. il par. 2.7), in Francia e Germania (4,0 e 3,6 per cento); è stata moderata in Spagna (0,6 per cento). Il credito alle famiglie ha rallentato al 3,7 per cento (da 4,3 in novembre). Tra novembre e febbraio il costo dei nuovi prestiti alle società non finanziarie e di quelli alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasto stabile e su livelli molto contenuti (all'1,5 e 1,3 per cento, rispettivamente; fig. 10.b).

Figura 10



Fonte: BCE.

(1) I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. I dati sono depurati dalla componente stagionale. – (2) Media ponderata dei tassi di interesse sui nuovi prestiti a breve e a medio-lungo termine, con pesi pari alla media mobile a 24 mesi dei flussi di nuove erogazioni; per le società non finanziarie sono inclusi i finanziamenti in conto corrente.

**Si procede verso l'attivazione della NGEU**

Lo scorso 11 febbraio è stato approvato il regolamento sul Dispositivo per la ripresa e la resilienza; quest'ultimo veicolerà quasi il 90 per cento delle risorse dello strumento per la ripresa dell'Unione europea, la *Next Generation EU* (NGEU), che complessivamente ammontano a 750 miliardi. La dotazione del Dispositivo da ripartire tra gli Stati membri è pari a 672,5 miliardi (di cui 360 sotto forma di prestiti); è destinata a finanziare investimenti e riforme specificati nei piani nazionali di ripresa e resilienza e finalizzati a sei obiettivi strategici: (a) transizione verde; (b) trasformazione digitale; (c) occupazione e crescita intelligente, sostenibile e inclusiva; (d) coesione sociale e territoriale; (e) salute e resilienza; (f) politiche per la prossima generazione, comprese istruzione e competenze. Affinché i fondi siano effettivamente disponibili è necessario non solo che il Consiglio europeo approvi i piani nazionali, ma anche che tutti gli Stati membri ratifichino la decisione sulle risorse proprie dell'Unione.

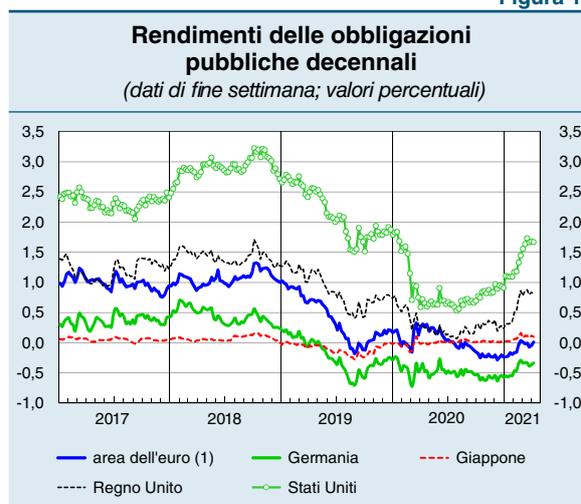
**1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI**

Il miglioramento del quadro globale e l'approvazione dello stimolo di bilancio hanno determinato negli Stati Uniti un deciso rialzo dei rendimenti a lungo termine, che si è in parte esteso agli altri paesi avanzati. Nell'area dell'euro tale aumento è stato contenuto, grazie all'orientamento espansivo della politica monetaria riconfermato dal Consiglio direttivo della BCE.

**I rendimenti a lungo termine sono aumentati**

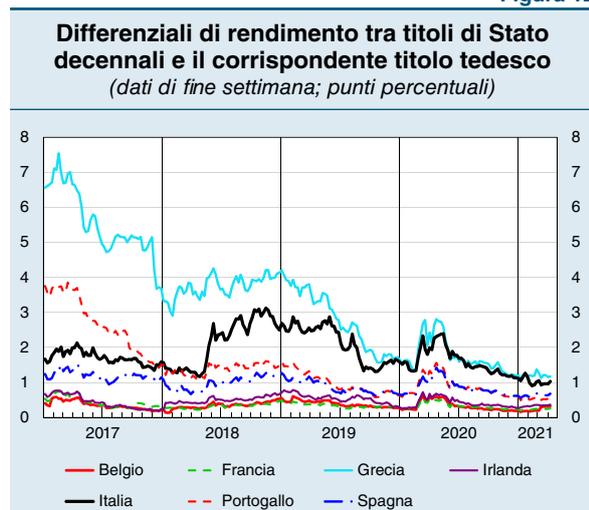
Il rialzo dei tassi statunitensi è stato innescato da valutazioni più favorevoli sulle prospettive di crescita, in buona

**Figura 11**



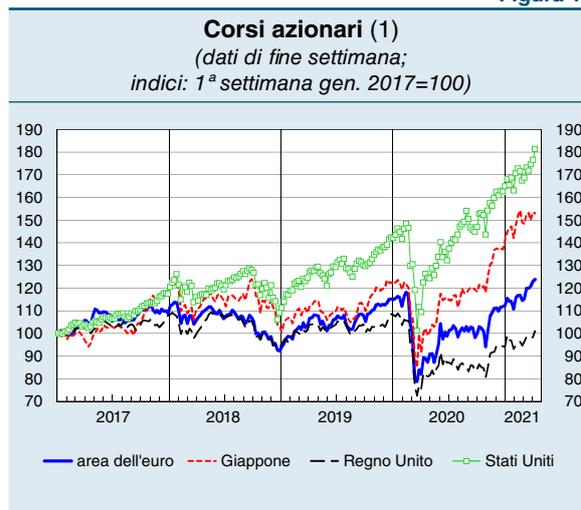
Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.  
(1) Media dei rendimenti dei titoli di Stato benchmark decennali dei paesi dell'area dell'euro, ponderati con il PIL a prezzi concatenati del 2010; il dato esclude Cipro, Estonia, Grecia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Slovacchia e Slovenia.

**Figura 12**



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

**Figura 13**



Fonte: Refinitiv.  
(1) Indici: Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Nikkei 225 per il Giappone, FTSE All Share per il Regno Unito e Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti.

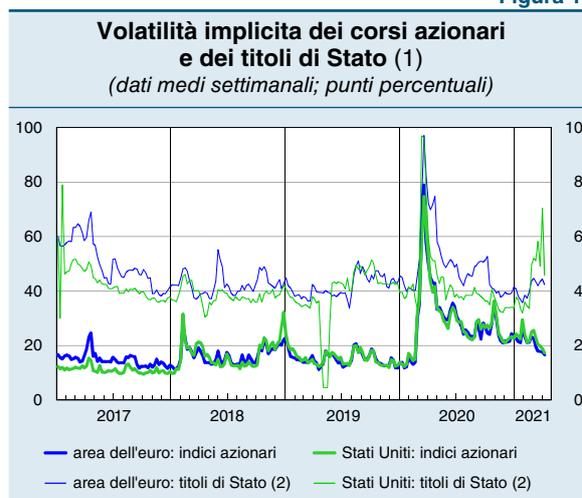
parte riconducibili all'approvazione del significativo stimolo di bilancio dell'amministrazione Biden. Dagli Stati Uniti, l'aumento dei rendimenti si è propagato al resto del mondo; la trasmissione all'area dell'euro è stata più contenuta, anche per effetto delle decisioni prese a marzo dal Consiglio direttivo della BCE (cfr. il par. 1.2).

Il 9 aprile i rendimenti dei titoli pubblici decennali si collocavano all'1,7 per cento negli Stati Uniti, allo 0,8 nel Regno Unito, allo 0,1 in Giappone e a -0,3 in Germania; l'aumento rispetto alla fine del 2020 è di circa 80 punti base negli Stati Uniti e di 60 nel Regno Unito, più contenuto nelle altre economie (fig. 11). Dalla fine della prima decade di gennaio i differenziali di rendimento rispetto ai titoli tedeschi sono rimasti sostanzialmente stabili nei paesi dell'area dell'euro (fig. 12; cfr. il par. 2.8).

I corsi azionari sono cresciuti da gennaio in tutte le principali economie avanzate (fig. 13). La volatilità implicita è aumentata negli Stati Uniti nel mercato dei titoli di Stato, in coincidenza con l'incremento dei tassi a lungo termine (fig. 14).

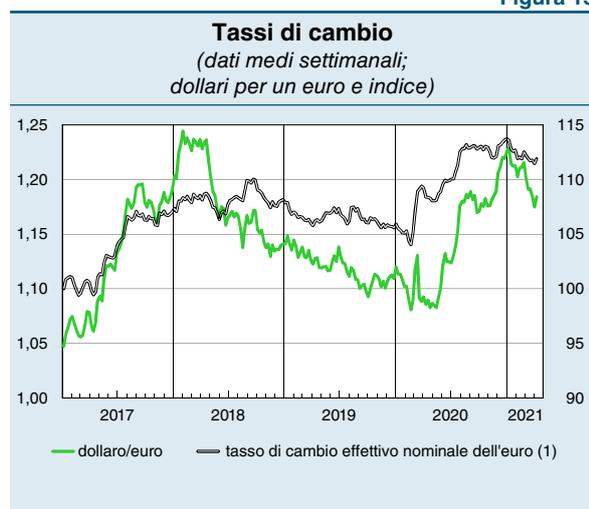
**L'euro si è deprezzato rispetto al dollaro** Dalla metà di gennaio l'euro si è deprezzato del 3 per cento nei confronti del dollaro (fig. 15), in concomitanza con l'approvazione del nuovo pacchetto di stimolo di bilancio negli Stati Uniti. In prospettiva prevalgono tuttavia segnali di un rafforzamento dell'euro: le posizioni lunghe degli operatori non commerciali sono nel complesso preponderanti (fig. 16). In termini effettivi nominali l'euro si è svalutato di circa l'1 per cento.

Figura 14



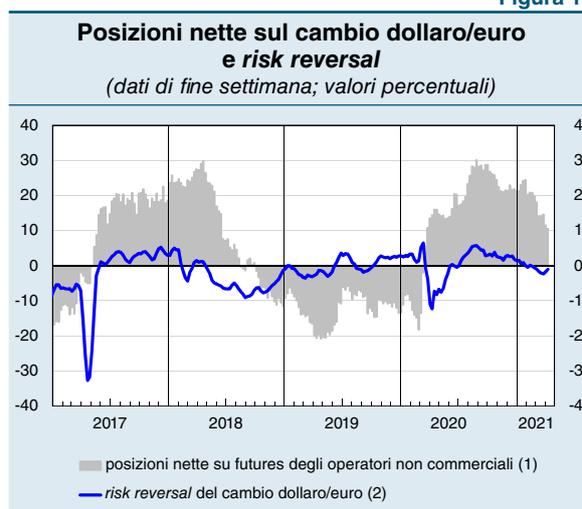
Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.  
(1) Indici azionari: VSTOXX per l'area dell'euro e VIX per gli Stati Uniti. Titoli di Stato: volatilità implicita nelle opzioni sui contratti futures sul Bund tedesco per l'area dell'euro e sul Treasury Note per gli Stati Uniti. – (2) Scala di destra.

Figura 15



Fonte: BCE, Bloomberg e Refinitiv.  
(1) Un incremento del tasso di cambio effettivo nominale indica un apprezzamento dell'euro. Indice: 1<sup>a</sup> settimana gen. 2017=100. Scala di destra.

Figura 16



Fonte: BCE, Bloomberg e Refinitiv.  
(1) Differenza tra le posizioni lunghe e quelle corte in euro degli operatori non commerciali su futures sul cambio dollaro/euro, in percentuale del totale delle posizioni in essere. – (2) Indicatore *risk reversal* a un mese (media mobile a 20 giorni) che misura l'asimmetria della distribuzione delle attese sul cambio dell'euro rispetto al dollaro. Valori negativi (positivi) indicano il prevalere di rischi di un deprezzamento (apprezzamento) dell'euro. Scala di destra.

# 2 L'ECONOMIA ITALIANA

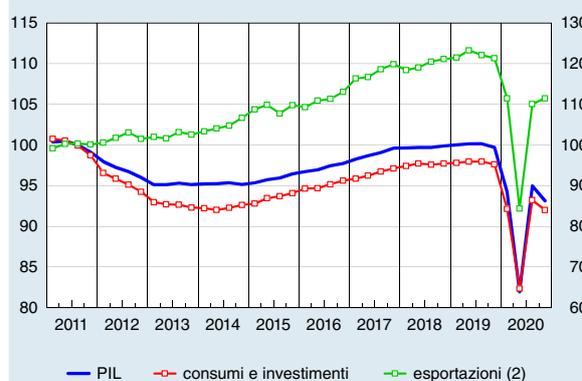
## 2.1 LA FASE CICLICA

In seguito al riacutizzarsi della pandemia, l'attività economica si è ridotta nel quarto trimestre dello scorso anno, seppure in misura inferiore alle attese. Secondo gli indicatori disponibili, il prodotto sarebbe rimasto pressoché stabile nei primi tre mesi del 2021, con un recupero dell'industria ma con una debolezza ancora persistente nei servizi.

**Nel quarto trimestre il PIL è tornato a diminuire...** Nel quarto trimestre del 2020 il PIL è diminuito dell'1,9 per cento sul periodo precedente (fig. 17 e tav. 6), dopo il forte rialzo nel corso dell'estate. Il calo del prodotto, dovuto al riaccuirsi della pandemia, è stato tuttavia meno accentuato di quanto atteso (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2021), grazie alla tenuta degli investimenti. Il valore aggiunto si è ridotto lievemente nella manifattura, in misura più marcata nei servizi (fig. 19).

Figura 17

**PIL e principali componenti della domanda (1)**  
(dati trimestrali; indici: 2011=100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Valori concatenati; dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Scala di destra.

Tavola 6

**PIL e principali componenti (1)**

(variazioni percentuali sul periodo precedente e punti percentuali)

VOCI	2020				2020
	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
PIL	-5,5	-13,0	15,9	-1,9	-8,9
Importazioni totali	-5,7	-18,1	14,1	5,4	-12,6
Domanda nazionale (2)	-4,7	-10,9	11,5	-1,0	-8,4
Consumi nazionali	-5,1	-9,2	10,0	-1,6	-7,8
spesa delle famiglie (3)	-7,1	-11,9	13,2	-2,7	-10,7
spesa delle Amministrazioni pubbliche	1,4	-1,4	1,6	1,5	1,6
Investimenti fissi lordi	-7,9	-17,1	29,1	0,2	-9,1
costruzioni	-6,3	-20,5	41,3	-2,2	-6,3
beni strumentali (4)	-9,1	-14,3	19,7	2,3	-11,4
Variazione delle scorte (5) (6)	0,9	-0,3	-1,7	0,3	-0,3
Esportazioni totali	-8,1	-24,3	30,5	1,3	-13,8
Esportazioni nette (6)	-1,0	-2,4	4,4	-1,0	-0,8

Fonte: Istat.

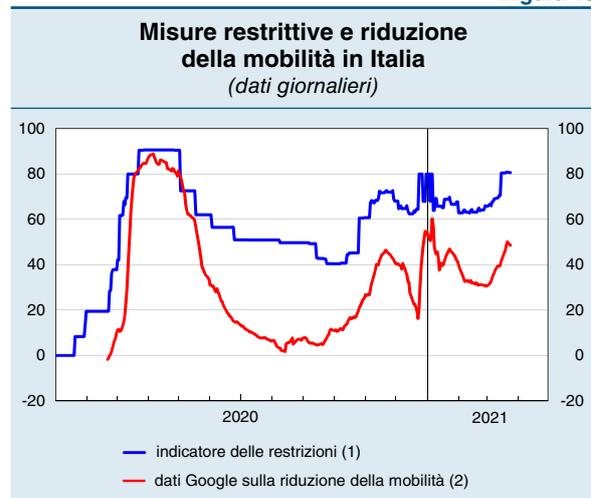
(1) Valori concatenati; i dati trimestrali sono destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Include la voce “variazione delle scorte e oggetti di valore”. – (3) Include le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (4) Includono, oltre alla componente degli investimenti in impianti, macchinari e armamenti (di cui fanno parte anche i mezzi di trasporto), le risorse biologiche coltivate e i prodotti di proprietà intellettuale. – (5) Include gli oggetti di valore. – (6) Contributi alla crescita del PIL sul periodo precedente; punti percentuali.

Secondo gli indicatori disponibili, durante la seconda ondata pandemica il carattere delle restrizioni è stato più mirato<sup>1</sup> e si è tradotto in una riduzione della mobilità che, per quanto significativa, è stata più contenuta di quella osservata nella primavera del 2020 (fig. 18).

**...e sarebbe rimasto pressoché stabile nel primo trimestre del 2021**

Sulla base degli indicatori più recenti il PIL potrebbe essere rimasto pressoché stazionario nei primi mesi dell'anno: al recupero nell'industria si sarebbe accompagnato un andamento ancora debole nel terziario (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel primo trimestre del 2021*). Gli indicatori qualitativi della congiuntura forniscono segnali di rafforzamento della ripresa per la manifattura e di un miglioramento delle prospettive per i servizi, che restano tuttavia ancora deboli (fig. 19). In marzo l'indicatore Ita-coin è rimasto sui livelli del mese precedente, sostenuto dal buon andamento della fiducia delle imprese manifatturiere (fig. 20).

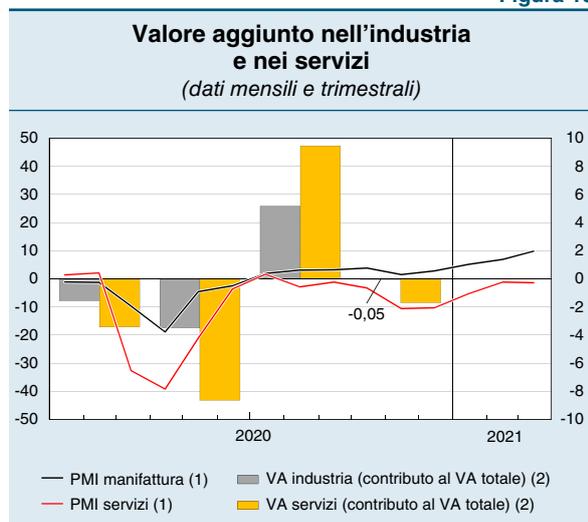
Figura 18



Fonte: elaborazioni Banca d'Italia su dati regionali; Google Covid-19 Community Mobility Reports.

(1) Indicatore qualitativo basato sulla presenza di restrizioni giornaliere, a livello locale, di attività scolastiche, produttive, commerciali, servizi di ristorazione, assemblamenti, eventi pubblici, trasporti, spostamenti domestici e internazionali, campagne di informazione (cfr. F.P. Conteduca, 2021, op. cit.). Il livello 100 dell'indice segnala un contesto di massime restrizioni. – (2) Variazioni delle visite a punti vendita al dettaglio. Segno invertito: un aumento rappresenta una riduzione della mobilità rispetto al periodo 3 gennaio-6 febbraio 2020. Media mobile a 7 giorni.

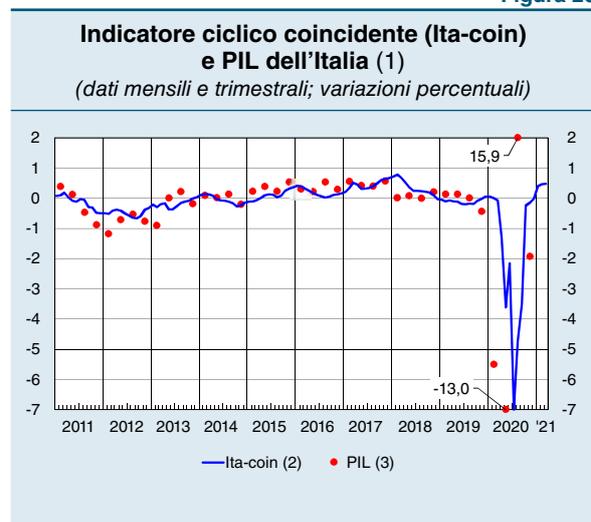
Figura 19



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Markit.

(1) Indici di diffusione desumibili dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI). Distanza dell'indicatore rispetto al valore di 50, che rappresenta la soglia compatibile con l'espansione nel comparto. – (2) Contributi del comparto alla variazione trimestrale del valore aggiunto (VA); punti percentuali; scala di destra.

Figura 20



Fonte: Banca d'Italia e Istat.

(1) Dettagli sull'indicatore sono disponibili sul sito della Banca d'Italia: *Indicatore ciclico coincidente (Ita-coin)*. Da novembre 2019 il campione di dati utilizzato per la stima di Ita-coin è stato ampliato con nuove informazioni relative ai servizi, che hanno comportato la revisione del profilo dell'indicatore. – (2) Stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche. – (3) Dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente.

<sup>1</sup> OCSE, *OECD Economic Outlook, Interim Report*, marzo 2021 e F.P. Conteduca, *Measuring Covid-19 restrictions in Italy during the second wave*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 24 marzo 2021.

## L'ATTIVITÀ ECONOMICA NEL PRIMO TRIMESTRE DEL 2021

Dopo l'allentamento di inizio anno, le restrizioni alla mobilità personale e ad alcune attività economiche sono state gradualmente inasprite ed estese a larga parte del territorio nazionale per contenere la diffusione dei contagi. Il valore aggiunto dei settori interessati dalle misure di contenimento della pandemia in vigore alla fine dello scorso marzo rappresentava però una quota limitata, circa il 6 per cento, di quello complessivo del 2019; era pari al 4 per cento in autunno e al 28 per cento durante la prima ondata, nella primavera dello scorso anno<sup>1</sup>.

I modelli della Banca d'Italia indicano che nel primo trimestre l'attività economica sarebbe rimasta pressoché invariata rispetto ai tre mesi precedenti, pur con un'ampia incertezza intorno a questo andamento e con sviluppi eterogenei tra settori. I servizi avrebbero continuato a risentire dei timori per la diffusione dei contagi e degli effetti delle misure restrittive, mentre sarebbe cresciuta la manifattura.

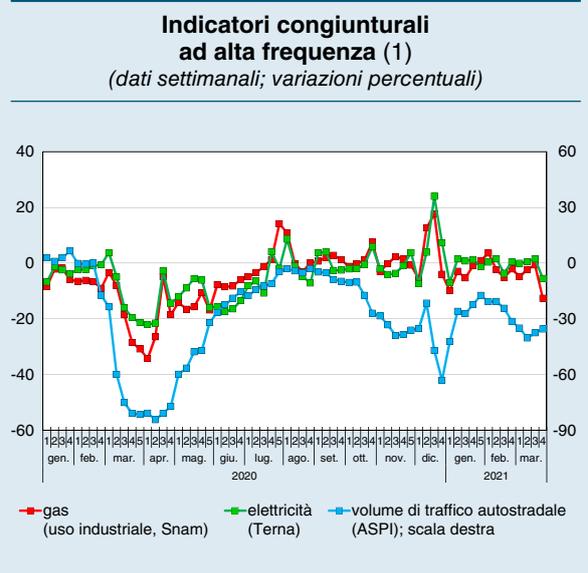
Tenendo conto dei valori osservati sino alla fine di febbraio e delle nostre valutazioni per marzo, nei primi tre mesi dell'anno la produzione industriale sarebbe aumentata di poco meno dell'1 per cento rispetto all'ultimo trimestre del 2020. Questa stima si basa sull'andamento nel complesso favorevole degli indicatori disponibili – quali i consumi di elettricità e di gas a uso industriale e il traffico autostradale (figura A) – e della fiducia delle imprese industriali, migliorata soprattutto nei comparti dei beni strumentali e intermedi. Nello stesso periodo l'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (*purchasing managers' index*, PMI) è salito su valori storicamente elevati (cfr. fig. 21.b).

L'aumento dei contagi e delle conseguenti misure restrittive avrebbe comportato un debole andamento del valore aggiunto dei servizi, che risulterebbe tuttavia in miglioramento rispetto ai mesi autunnali. Lo conferma la graduale risalita dell'indice PMI del settore, che rimane però su valori ancora al di sotto della soglia che denota un'espansione (cfr. fig. 19).

Nei primi due mesi dell'anno l'indicatore dei consumi elaborato da Confcommercio ha continuato a registrare livelli più bassi rispetto a un anno prima, in particolare nella spesa per servizi connessi con il turismo e la ristorazione; in febbraio l'indicatore ha segnato un incremento sul mese precedente. Queste informazioni sono coerenti con la dinamica dei flussi di pagamento, che confermano un quadro di graduale espansione della spesa dei consumatori: in febbraio e in marzo il totale delle transazioni effettuate tramite POS – incentivate dal programma di cashback – e dei prelievi presso gli ATM è aumentato (figura B).

<sup>1</sup> La quantificazione in termini di valore aggiunto delle restrizioni dell'autunno del 2020 si basa sui provvedimenti in vigore dal 24 ottobre 2020 e non tiene conto delle ulteriori disposizioni decise a fine dicembre dal Governo (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2021); quella relativa alla primavera del 2020 si basa sui provvedimenti presi il 22 marzo 2020 (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2020).

Figura A



Fonte: elaborazioni su dati ASPI, Snam e Terna.

(1) Variazioni rispetto alla stessa settimana dell'anno precedente. A partire dalla 9ª settimana del 2021 le variazioni sono calcolate usando come anno base il 2019, per via degli andamenti anomali generati dalla pandemia nelle corrispondenti settimane del 2020. Le variazioni relative alla settimana del 20 aprile 2020 e a quella del 4 aprile 2021 risentono della ricorrenza delle festività di Pasqua.

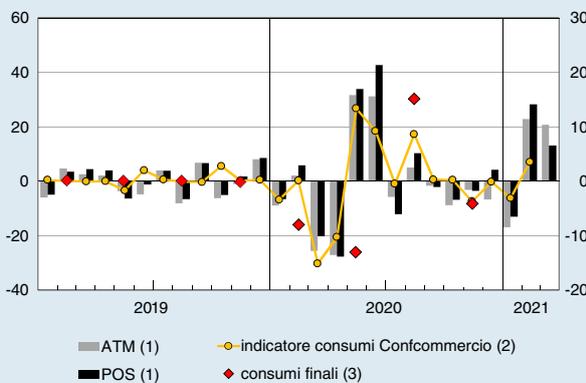
Nelle costruzioni il valore aggiunto sarebbe appena aumentato nei primi tre mesi dell'anno, in linea con la crescita della produzione edile in gennaio e con il forte miglioramento della fiducia delle imprese del comparto, su cui plausibilmente influiscono gli incentivi fiscali all'attività del settore.

L'indicatore settimanale dell'attività economica (*Italian weekly economic index*, Itwei; figura C) è un indice sintetico sviluppato per monitorare su base settimanale l'andamento del PIL in fasi di forte volatilità come quella generata dalla pandemia<sup>2</sup>. Questo indicatore segnala un indebolimento dell'attività economica in gennaio, cui ha fatto seguito un recupero nei due mesi successivi; nel complesso implica una variazione appena positiva nel primo trimestre.

Figura B

**Spesa per consumi e importi dei prelievi ATM e dei pagamenti POS**

(dati mensili e trimestrali; variazioni percentuali sul periodo precedente)

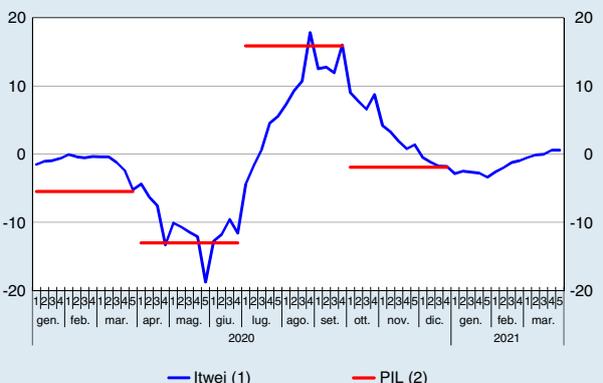


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat e Confcommercio. (1) Dati tratti dal sistema di compensazione multilaterale BI-Comp (per ulteriori dettagli, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *BI-Comp e CAB: i sistemi di pagamento al dettaglio*) e corretti per la stagionalità. – (2) Dati corretti per la stagionalità; il valore di marzo 2021 non è ancora disponibile. – (3) Spesa per consumi finali sul territorio economico da parte delle famiglie residenti e non residenti; prezzi correnti; serie corrette per il numero di giorni lavorativi. Il dato relativo al 1° trimestre 2021 non è ancora disponibile. Scala di destra.

Figura C

**Indicatore settimanale dell'attività economica (Itwei)**

(dati settimanali e trimestrali; variazioni percentuali)



Fonte: Banca d'Italia e Istat. (1) L'indicatore riporta la variazione della media delle ultime 13 settimane (corrispondenti a circa un trimestre) rispetto alla media delle 13 settimane precedenti; per ulteriori dettagli cfr. D. Delle Monache, S. Emiliozzi e A. Nobili, 2021, op. cit. – (2) Dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente.

<sup>2</sup> Per maggiori dettagli cfr. D. Delle Monache, S. Emiliozzi e A. Nobili, *Tracking economic growth during the Covid-19: a weekly indicator for Italy*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 27 gennaio 2021.

Secondo gli organismi internazionali e gli analisti censiti in marzo da Consensus Economics, il PIL si espanderebbe quest'anno a tassi superiori al 4 per cento (tav. 7), con una ripresa significativa nella seconda parte dell'anno, sostenuta dal contesto globale. Un aggiornamento delle proiezioni pubblicate nel *Bollettino economico* dello scorso gennaio indica che andamenti in linea con queste valutazioni sono plausibili; sulla crescita acquisita per l'anno in corso si riflette positivamente l'andamento del prodotto nel quarto trimestre del 2020, meno sfavorevole di quanto previsto in gennaio<sup>2</sup>. Questo scenario non è però esente da rischi; presuppone che sia mantenuto il sostegno all'economia e che si dimostrino efficaci gli interventi in corso di introduzione nell'ambito del *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR). Le prospettive restano soprattutto dipendenti dal successo della campagna di vaccinazione e da una favorevole evoluzione dei contagi.

<sup>2</sup> La crescita acquisita per il 2021 si attesta attorno al 2,3 per cento; la crescita acquisita implicita nel quadro presentato lo scorso gennaio si collocava all'incirca all'1 per cento (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2021).

## 2.2 LE IMPRESE

Dalle informazioni disponibili si stima che l'attività industriale si sia rafforzata nel primo trimestre dell'anno. Sulla base delle nostre indagini le valutazioni delle imprese sul quadro economico generale sono divenute meno sfavorevoli e restano più ottimistiche rispetto alla prima metà del 2020. Un'ampia quota di aziende programma di espandere gli investimenti nell'anno in corso, dopo la forte caduta del 2020.

**La produzione industriale sarebbe aumentata nel primo trimestre**

Dopo il rialzo di gennaio la produzione industriale è aumentata dello 0,2 per cento in febbraio; secondo nostre stime sarebbe scesa

in marzo, collocandosi su livelli ancora inferiori di quasi il 3 per cento a quelli precedenti lo scoppio della pandemia. Nel complesso del primo trimestre la crescita sarebbe stata poco al di sotto dell'1 per cento (-0,4 nel quarto del 2020; fig. 21.a; cfr. il riquadro: *L'attività economica nel primo trimestre del 2021*).

**Gli investimenti tornerebbero gradualmente a crescere**

Secondo le imprese le condizioni per investire sono diventate lievemente più favorevoli: una larga parte di esse si attende un aumento della spesa per investimenti nell'anno in corso, soprattutto nell'industria (cfr. il riquadro: *Le opinioni delle imprese italiane nell'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita*). Gli indicatori qualitativi sono coerenti con un'espansione nella manifattura nel corso del trimestre (fig. 21.b), mentre rimangono più deboli nei servizi.

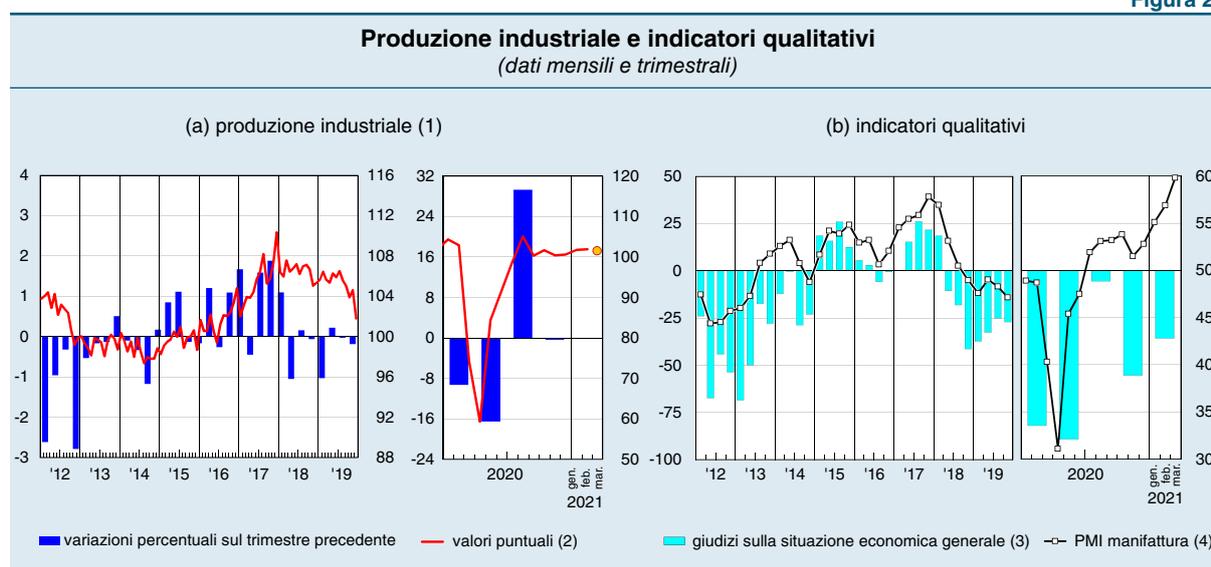
Tavola 7

### Crescita dell'Italia: previsioni delle principali organizzazioni (variazioni percentuali)

	PIL	
	2021	2022
FMI (aprile)	4,2	3,6
OCSE (marzo)	4,1	4,0
Consensus Economics (marzo)	4,2	4,0

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2021; OCSE, *OECD Interim Economic Outlook*, marzo 2021; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, 8 marzo 2021.

Figura 21



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat, Markit e Terna.

(1) Dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. Per esigenze grafiche, i dati relativi al 2020 e al 2021 sono rappresentati su scale diverse rispetto a quelle usate per gli anni precedenti. – (2) Dati mensili. Indice 2015=100. Il punto giallo rappresenta la previsione del dato di marzo 2021. Scala di destra. – (3) Saldo in punti percentuali tra le risposte "migliori" e "peggiori" al quesito sulle condizioni economiche generali (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 12 aprile 2021). – (4) Dati trimestrali medi (a sinistra) e dati mensili (a destra). Indici di diffusione desumibili dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (PMI), relativi all'attività economica nel settore manifatturiero. L'indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale delle risposte "stabile". Scala di destra.

## LE OPINIONI DELLE IMPRESE ITALIANE NELL'INDAGINE TRIMESTRALE SULLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE E CRESCITA

Tra il 25 febbraio e il 19 marzo la Banca d'Italia ha condotto la consueta indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita, basata su un campione di circa 1.500 imprese con almeno 50 addetti dell'industria in senso stretto, dei servizi e delle costruzioni (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 12 aprile 2021).

Le imprese, le cui valutazioni erano peggiorate in dicembre in seguito al diffondersi della seconda ondata della pandemia, esprimono opinioni meno pessimistiche circa la situazione economica generale. La quota di aziende che considera quest'ultima meno favorevole si è ridotta rispetto ai tre mesi precedenti (al 45 per cento, dal 61 di dicembre); si tratta di una percentuale più bassa di quella registrata rispettivamente a marzo e a giugno dello scorso anno, durante la prima ondata di contagi, pur se ancora superiore al minimo toccato temporaneamente alla fine dell'estate. Il saldo tra i giudizi di miglioramento e di peggioramento resta negativo, ma è meno accentuato nell'industria in senso stretto (-25 punti, rispetto a -46 punti nei servizi e a -43 nelle costruzioni).

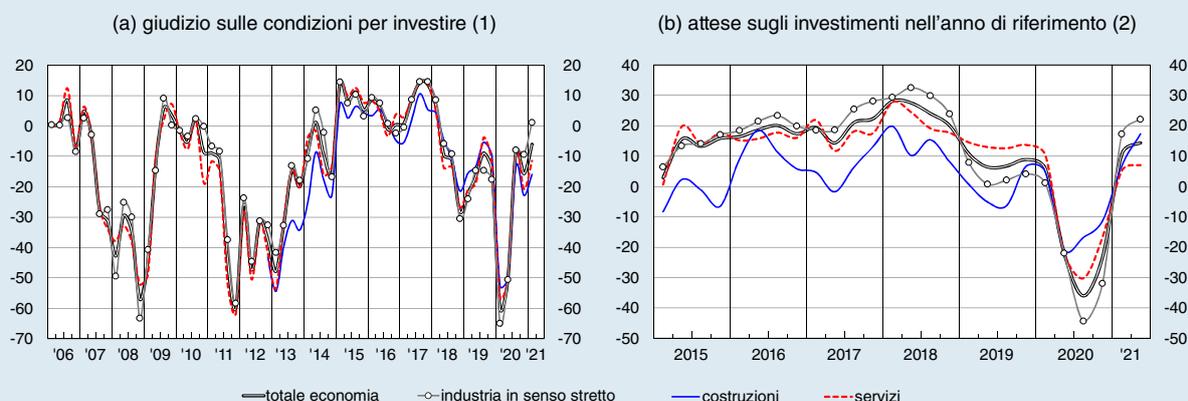
Le opinioni delle imprese sull'andamento della domanda per i propri prodotti sono migliorate. Nell'industria in senso stretto il saldo tra i giudizi di aumento e di riduzione delle vendite correnti è divenuto positivo per la prima volta dall'inizio della pandemia (15 punti, da -8). In prospettiva, la quota di imprese che si attende un rialzo delle vendite nei prossimi tre mesi è superiore di quasi 30 punti a quella che ne prefigura una flessione (erano 2 nell'indagine precedente); il miglioramento ha interessato anche il settore terziario, dove le attese di crescita della domanda nei tre mesi successivi sono tornate a prevalere rispetto a quelle di una sua riduzione.

Nel complesso circa i tre quarti delle imprese ritengono che il loro livello di attività sia ancora inferiore al periodo precedente la crisi sanitaria; il tempo ritenuto necessario per tornare agli standard produttivi pre-pandemici è in media attualmente valutato pari a 16 mesi. Poco meno dell'8 per cento delle società non ritiene di poter recuperare in futuro i livelli produttivi antecedenti l'insorgere della pandemia.

Dopo la caduta eccezionale del 2020 gli investimenti tornerebbero gradualmente a crescere. Il saldo tra giudizi di miglioramento e peggioramento delle condizioni per investire, pur rimanendo negativo nell'insieme, si è ridimensionato (-6 punti percentuali, da -16 in dicembre); è divenuto positivo nella manifattura (1 punto; figura). Secondo circa un terzo delle imprese, la spesa per investimenti dovrebbe tornare ad aumentare nella prima metà del 2021: per questo periodo, il saldo tra i giudizi di miglioramento e diminuzione è pari a 12 punti percentuali, con un incremento rispetto alla precedente rilevazione dovuto soprattutto alle attese più ottimistiche nei servizi. Le previsioni di investimento per il complesso dell'anno in corso si sono moderatamente rafforzate in tutti i settori; sono più favorevoli per le imprese manifatturiere (figura).

Dalle informazioni raccolte attraverso la rete territoriale della Banca d'Italia emerge che l'evoluzione del quadro congiunturale rimane decisamente più sfavorevole per le piccole imprese rispetto alle grandi, soprattutto nel Centro e nel Mezzogiorno. Le condizioni per investire registrano una lieve ripresa, specialmente nel Nord Est, dopo il forte deterioramento osservato nelle rilevazioni successive all'insorgere dell'emergenza sanitaria. Pur in un contesto caratterizzato ancora da un'elevata incertezza, l'attività di accumulazione sarebbe sostenuta dalle imprese di maggiore dimensione e da quelle dotate di una più alta capacità di autofinanziamento.

### Giudizi e attese sugli investimenti (dati trimestrali; punti percentuali)



Fonte: *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 12 aprile 2021.

(1) Saldi tra giudizi di miglioramento e giudizi di peggioramento rispetto al trimestre precedente. Le imprese di costruzione sono incluse nel totale economia a partire dal 1° trimestre del 2013. – (2) Saldi tra giudizi di miglioramento e giudizi di peggioramento rispetto all'anno precedente. La prima indicazione delle attese sull'anno di riferimento viene rilevata nel 4° trimestre dell'anno precedente.

#### Vi sono segnali di ripresa delle transazioni immobiliari

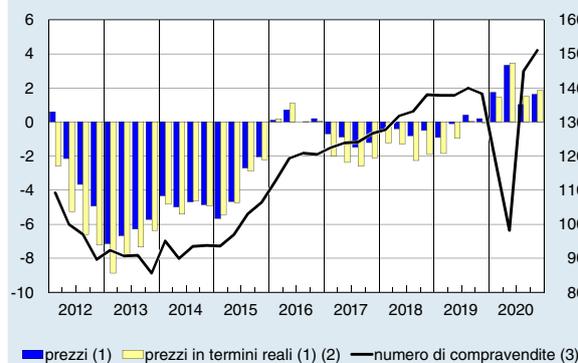
Nel quarto trimestre del 2020 è proseguito il recupero delle transazioni immobiliari – in larga parte sospese nei mesi primaverili – che non ha tuttavia compensato interamente la contrazione del primo semestre, comportando un calo del 7,6 per cento nel complesso dell'anno. In base a nostre elaborazioni sugli annunci presenti sulla piattaforma digitale Immobiliare.it, nei primi tre mesi di quest'anno la domanda di abitazioni rimane elevata, soprattutto nei comuni minori. I prezzi delle case hanno continuato ad aumentare negli ultimi mesi del 2020 (1,6 per cento; fig. 22); la crescita annua è stata pari, nell'insieme, all'1,9 per cento. Secondo il *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*, condotto tra gennaio e febbraio, le valutazioni degli operatori sulle prospettive del proprio mercato sono migliorate rispetto alla precedente rilevazione, pur restando prevalentemente pessimistiche.

#### Salgono debito e depositi delle imprese

Il debito delle società non finanziarie italiane si è ampliato nel quarto trimestre dello scorso anno, raggiungendo il 76,9 per cento del PIL (fig. 23; al 115,5 per cento nell'area dell'euro). Anche la liquidità detenuta dalle imprese su depositi e conti correnti è aumentata (cfr. il par. 2.7), sia per effetto degli interventi di sostegno, sia per la forte contrazione degli investimenti, a fronte delle ampie perdite sofferte a causa

Figura 22

### Compravendite e prezzi delle abitazioni (dati trimestrali; variazioni percentuali e numeri indice)



Fonte: elaborazioni su dati OMI, Banca d'Italia, Istat e *Consulente immobiliare*.

(1) Variazioni sul periodo corrispondente. – (2) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo. – (3) Valori corretti per la stagionalità e per gli effetti di calendario. Indici: 2015=100. Scala di destra.

della pandemia. Ne è derivato un saldo finanziario positivo per il complesso delle imprese<sup>3</sup>. Gli andamenti sono tuttavia assai difforni tra settori, con aumenti del debito molto più marcati per le imprese del comparto dei servizi, in particolare nei settori maggiormente colpiti dalla pandemia.

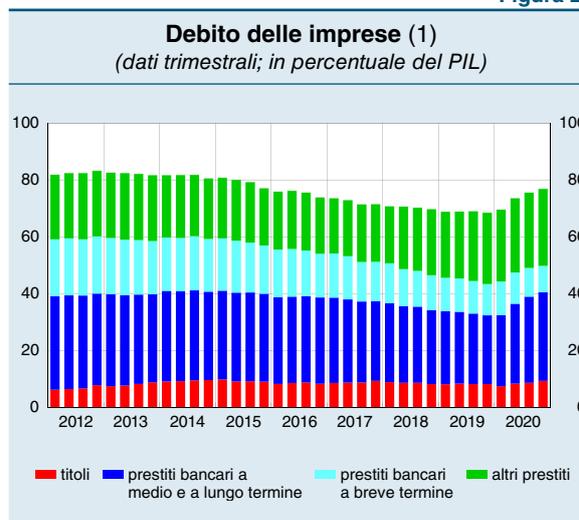
### 2.3 LE FAMIGLIE

Dopo la flessione registrata alla fine dell'anno scorso, i consumi sarebbero rimasti stabili nel primo trimestre del 2021. La propensione al risparmio si conferma elevata, attestandosi alla fine del 2020 su valori ancora molto superiori a quelli precedenti la pandemia. Secondo l'indagine della Banca d'Italia, solo una parte del risparmio accumulato sarà usato nell'anno in corso; la spesa delle famiglie è ancora parzialmente frenata dai timori sull'andamento dei contagi.

**I consumi sono scesi nel quarto trimestre**

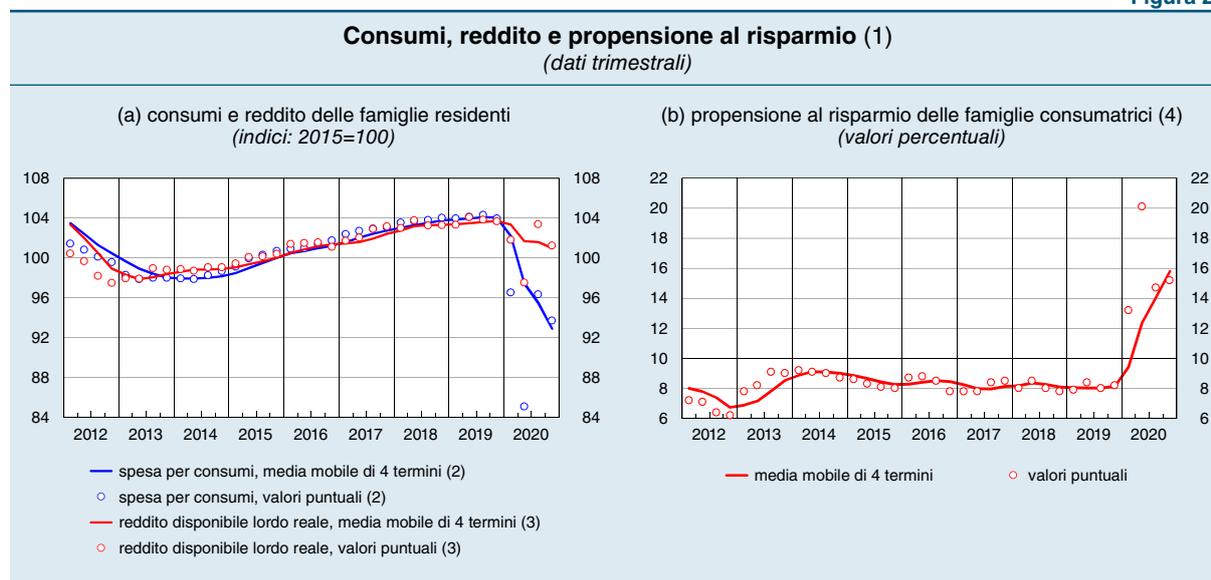
La spesa delle famiglie è diminuita negli ultimi tre mesi del 2020 (-2,7 per cento rispetto al periodo precedente), con un calo diffuso a tutte le componenti, particolarmente marcato per quella dei servizi. La propensione al risparmio è rimasta elevata, al 15,2 per cento (fig. 24.b), riflettendo sia motivazioni

Figura 23



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.  
(1) Per il debito (comprensivo dei prestiti cartolarizzati), consistenze di fine trimestre; per il PIL, flussi cumulati su 4 trimestri. I dati dell'ultimo periodo sono provvisori.

Figura 24



Fonte: elaborazioni su dati Istat.  
(1) Dati destagionalizzati. – (2) Valori concatenati. – (3) Al netto della dinamica del deflatore della spesa per consumi finali delle famiglie residenti. – (4) Rapporto tra il risparmio e il reddito disponibile lordo delle famiglie consumatrici.

<sup>3</sup> Per una discussione sugli andamenti nella prima metà del 2020, cfr. L. Infante, F. Lilla, G. Marinelli, M. Marinucci, G. Semeraro e F. Vercelli, *I conti economici e finanziari durante la crisi sanitaria del Covid-19*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 14 gennaio 2021.

precauzionali di natura economica, sia la rinuncia a effettuare alcuni acquisti per evitare il rischio di contagio o per le restrizioni adottate per fronteggiare la pandemia.

**Il reddito disponibile è sostenuto dalle misure del Governo**

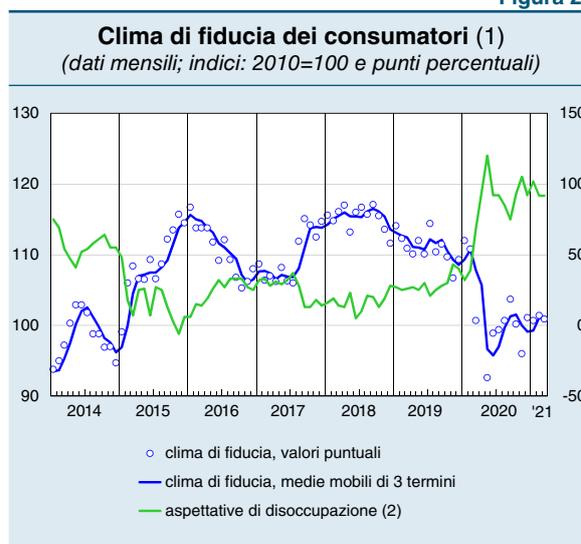
Nel quarto trimestre il reddito disponibile è sceso del 2,1 per cento rispetto al terzo (fig. 24.a). Nel complesso dell'anno la contrazione, pari al 2,8 per cento in termini nominali e molto inferiore a quella del PIL (7,8 per cento), è stata attenuata dalle misure di sostegno disposte dal Governo a supporto delle famiglie nel corso della pandemia. Si può valutare che, in assenza degli interventi sulle prestazioni sociali, il calo del reddito sarebbe stato più ampio di circa 4 punti percentuali.

**La spesa delle famiglie sarebbe rimasta stabile all'inizio di quest'anno**

Le informazioni congiunturali più recenti segnalano una stazionarietà dei consumi nel primo trimestre. Secondo l'indicatore di Confcommercio, nel bimestre gennaio-febbraio

gli acquisti di beni e servizi hanno registrato un parziale recupero rispetto al periodo precedente, anche grazie all'allentamento di alcune restrizioni. I dati giornalieri sui pagamenti indicano un lieve aumento della spesa dall'inizio di gennaio (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel primo trimestre del 2021*). Il clima di fiducia delle famiglie è leggermente peggiorato in marzo, ma nel complesso del trimestre è rimasto sui livelli osservati alla fine del 2020 (fig. 25). Secondo il nostro sondaggio sulle famiglie italiane anche le attese sul mercato del lavoro sono migliorate, pur restando negative (cfr. il riquadro: *Le famiglie italiane durante l'epidemia: l'indagine della Banca d'Italia*).

**Figura 25**



Fonte: elaborazioni su dati Istat.  
 (1) Dati destagionalizzati. In assenza del dato di aprile la media mobile per i mesi di aprile, maggio e giugno 2020 è costruita sulla base delle sole due osservazioni disponibili. - (2) Saldo in punti percentuali tra le risposte "in aumento" e "in diminuzione". Un aumento del saldo segnala un peggioramento delle attese sul tasso di disoccupazione. Scala di destra.

**LE FAMIGLIE ITALIANE DURANTE L'EPIDEMIA: L'INDAGINE DELLA BANCA D'ITALIA**

Tra la fine di febbraio e l'inizio di marzo, prima del nuovo inasprimento delle misure per limitare la diffusione del virus (DL 30/2021), la Banca d'Italia ha condotto la quarta edizione dell'indagine straordinaria sulle famiglie italiane (ISF) per raccogliere informazioni sull'andamento delle loro condizioni economiche e aspettative<sup>1</sup>.

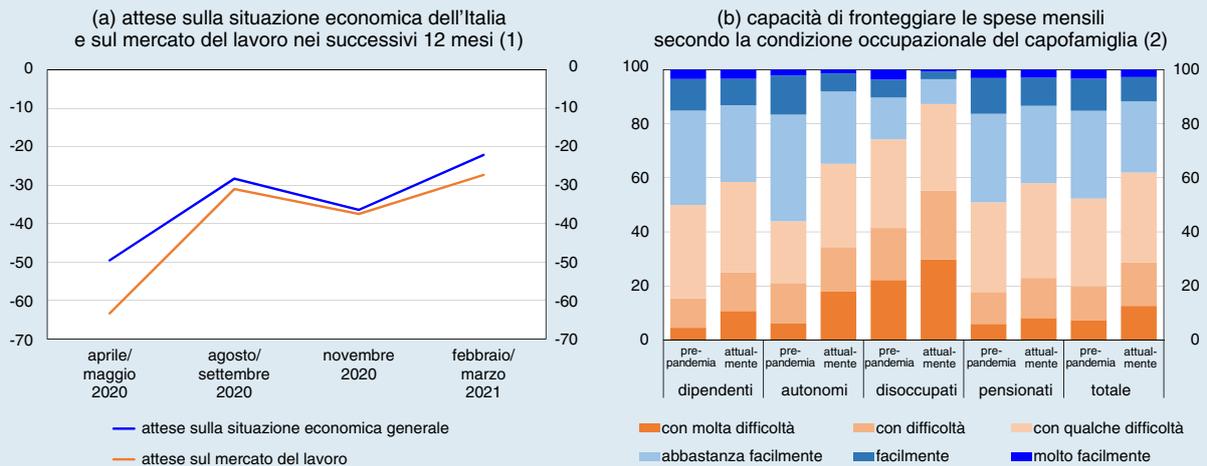
Il saldo delle risposte relative alle prospettive generali dell'economia, pur restando negativo, è tornato a migliorare, collocandosi su un livello più elevato rispetto a quello dei mesi estivi, dopo la prima ondata della pandemia (figura A, pannello a). La percentuale di famiglie che nell'ultima

<sup>1</sup> Le interviste sono state condotte utilizzando un dispositivo di collegamento a distanza (dialogatore) e hanno coinvolto oltre 2.800 nuclei familiari, di cui circa 1.800 avevano partecipato anche alla terza edizione dell'ISF. A partire da aprile del 2020 sono state condotte quattro edizioni; i principali risultati e le caratteristiche metodologiche della terza sono descritti nel riquadro: *Le famiglie italiane durante l'epidemia: l'indagine della Banca d'Italia*, in *Bollettino economico*, 1, 2021, e in C. Rondinelli e F. Zanichelli, *Principali risultati della terza edizione dell'indagine straordinaria sulle famiglie italiane nel 2020*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 30 marzo 2021.

edizione si attende un netto peggioramento del quadro generale nei successivi dodici mesi e diminuita di 9 punti percentuali rispetto all'indagine condotta in novembre, portandosi al 23 per cento. Anche le aspettative sul mercato del lavoro nei successivi dodici mesi sono divenute più favorevoli; i nuclei con capofamiglia nella posizione di lavoratore autonomo restano più pessimisti.

Figura A

**Valutazioni sulle condizioni economiche**  
(punti percentuali e valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, ISF, 1ª, 2ª, 3ª e 4ª edizione. Per la 1ª edizione sono stati utilizzati solo i dati rilevati con la stessa tecnica di intervista di quelle successive.  
(1) Saldi tra giudizi di miglioramento e di peggioramento. Per la 1ª edizione le attese sul mercato del lavoro si riferiscono all'andamento del numero dei disoccupati nei successivi 12 mesi. – (2) Percentuale di famiglie che dichiarano di arrivare alla fine del mese con molta difficoltà, con difficoltà, con qualche difficoltà, abbastanza facilmente, facilmente, molto facilmente. La domanda è stata posta con riferimento sia alla condizione attuale sia a quella precedente l'emergenza sanitaria.

Le famiglie non si attendono che l'emergenza sanitaria venga superata entro un orizzonte ravvicinato: solo il 16 per cento ritiene che verrà meno nel corso del 2021, mentre un terzo stima che si protrarrà almeno fino al 2023.

Quasi il 70 per cento delle famiglie prevede per l'anno in corso un reddito pari a quello percepito nel 2020. Poco più di un sesto si attende che sarà inferiore; tale quota sale a un quarto tra coloro che ritengono che l'emergenza sanitaria si protragga più a lungo (almeno per altri due anni).

Il 30 per cento dei nuclei riporta di aver percepito nell'ultimo mese un reddito più basso rispetto a prima dello scoppio della pandemia; il calo è più diffuso tra quelli con capofamiglia lavoratore autonomo o disoccupato e nelle zone che al momento dell'intervista erano maggiormente colpite dall'emergenza sanitaria (zone arancioni e rosse). Il peggioramento delle condizioni reddituali ha continuato a essere mitigato dalle misure di sostegno al reddito<sup>2</sup>: tra dicembre del 2020 e febbraio del 2021 ne avrebbe beneficiato un quarto delle famiglie.

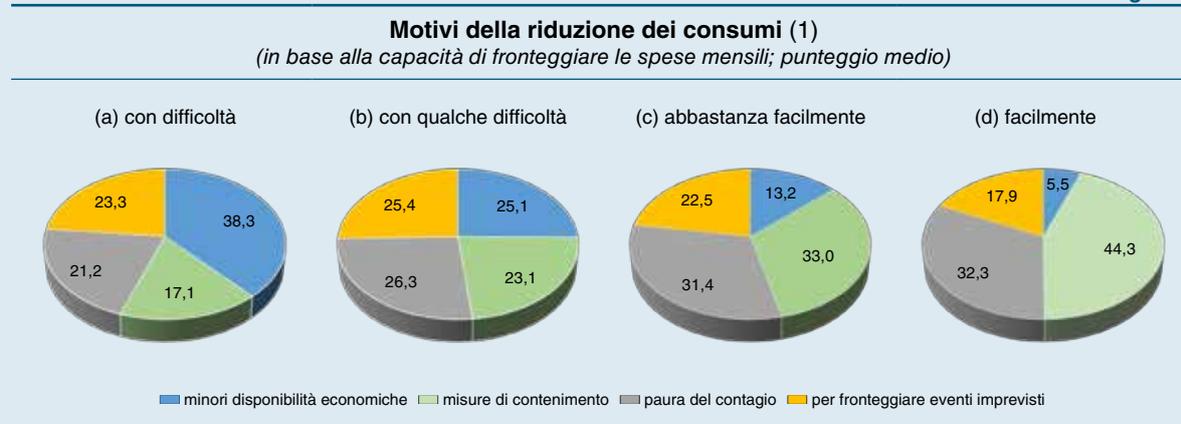
Oltre il 60 per cento dei nuclei dichiara di avere difficoltà economiche ad arrivare alla fine del mese, 10 punti percentuali in più rispetto al periodo precedente la pandemia; la percentuale è aumentata di oltre 20 punti (al 65 per cento) per i nuclei il cui capofamiglia è un lavoratore autonomo (figura A,

<sup>2</sup> Tra le misure di sostegno al reddito considerate sono incluse: la Cassa integrazione guadagni, l'assegno ordinario del fondo di integrazione salariale e dei fondi di solidarietà, l'indennità di disoccupazione (NASpI, disoccupazione agricola), il reddito di cittadinanza, il reddito di emergenza, le misure di sostegno agli autonomi e ai professionisti, il bonus per servizi di baby-sitting e altre tipologie di bonus.

pannello b). Poco meno del 40 per cento delle famiglie riporta che negli ultimi dodici mesi si è verificato che il reddito familiare non fosse sufficiente a coprire le spese; quasi la metà di questi nuclei riferisce che in assenza di reddito o trasferimenti non disporrebbe di risorse finanziarie proprie per far fronte ai consumi essenziali nemmeno per un mese.

I comportamenti di consumo delle famiglie continuano a risentire dell'emergenza sanitaria. Oltre l'80 per cento dichiara di aver ridotto le spese per servizi di alberghi, bar e ristoranti e di aver effettuato meno frequentemente acquisti in negozi di abbigliamento rispetto al periodo precedente la pandemia; una quota pari a due terzi riporta una spesa più bassa per i servizi di cura della persona. Per le famiglie che arrivano con difficoltà alla fine del mese la contrazione dipende in prevalenza dalle minori disponibilità economiche; per i nuclei meno colpiti pesano soprattutto le misure di contenimento e la paura del contagio (figura B).

**Figura B**



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, ISF, 4ª edizione.

(1) Alle famiglie è stato chiesto di distribuire 100 punti tra i seguenti motivi della riduzione dei consumi: minori disponibilità economiche, misure di contenimento, paura del contagio, per fronteggiare eventi imprevisti.

Nei prossimi tre mesi poco più di un quarto delle famiglie pensa di ridurre i consumi non durevoli, contro una percentuale di circa un terzo nell'edizione di novembre. La flessione della spesa sarebbe più pronunciata per i nuclei il cui reddito è diminuito tra gennaio e febbraio e che hanno più difficoltà a fronteggiare le spese mensili (figura C, pannello a); riguarderebbe però anche parte (più di un quinto) di coloro che si aspettano un incremento di reddito nel 2021.

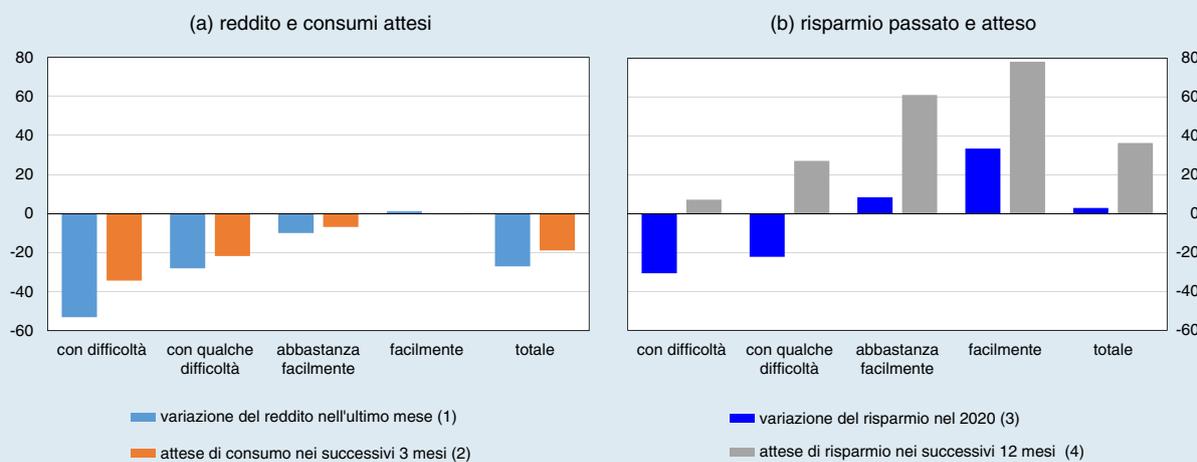
Una quota significativa di famiglie ha risparmiato nell'ultimo anno. Circa il 40 per cento riferisce di aver speso meno del reddito annuo nel 2020, riuscendo ad accumulare un po' di risparmio<sup>3</sup>; tra queste, quasi un terzo lo ha fatto in misura più intensa che nel 2019. L'aumento del risparmio prevale però solo tra i nuclei che arrivano facilmente o abbastanza facilmente alla fine del mese (figura C, pannello b).

Solo un terzo del risparmio accumulato nel 2020 verrebbe consumato nel corso del 2021: poco più della metà sarebbe detenuto sotto forma di depositi o altre forme di investimento; il rimanente verrebbe impiegato per ripagare il debito. Il 45 per cento dei nuclei prevede che nei prossimi dodici mesi spenderà meno del proprio reddito annuo. La percentuale di famiglie che si attendono di risparmiare è prevalente anche tra quelle che dichiarano di avere maggiori difficoltà economiche (figura C, pannello b).

<sup>3</sup> Sulla base dei dati dell'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* (IBF), la percentuale di famiglie che dichiarava di aver speso meno del reddito annuo riuscendo a mettere da parte qualche risparmio era di circa un terzo nel 2016.

**Valutazioni su reddito, consumo e risparmio**

(in base alla capacità di fronteggiare le spese mensili; punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, ISF, 4ª edizione.

(1) Saldo tra la percentuale di famiglie per cui il reddito familiare nell'ultimo mese è aumentato e la quota di quelle per cui è diminuito rispetto a prima della pandemia. – (2) Saldo tra la percentuale di famiglie che si attendono un aumento dei consumi non durevoli nei successivi 3 mesi e la quota di quelle che si attendono una riduzione. – (3) Saldo tra la percentuale di famiglie che nel 2020 hanno risparmiato di più che nel 2019 e la quota di quelle che hanno risparmiato di meno (tra quelle che hanno risparmiato nel 2020). – (4) Saldo tra la percentuale di famiglie che prevede che nei successivi 12 mesi riuscirà a mettere da parte qualche risparmio e la quota di quelle che prevedono di liquidare risparmi o indebitarsi.

**Il debito delle famiglie è aumentato**

Nel quarto trimestre del 2020 l'indebitamento delle famiglie in rapporto al reddito disponibile è

aumentato, raggiungendo il 64,7 per cento (fig. 26), anche se resta al di sotto della media dell'area dell'euro (97,6 per cento). Rispetto al PIL il debito si è collocato al 45,2 per cento (62,7 nell'area dell'euro). L'incidenza sul reddito disponibile degli oneri sostenuti per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale) è salita rispetto al trimestre precedente, attestandosi intorno al 10 per cento.

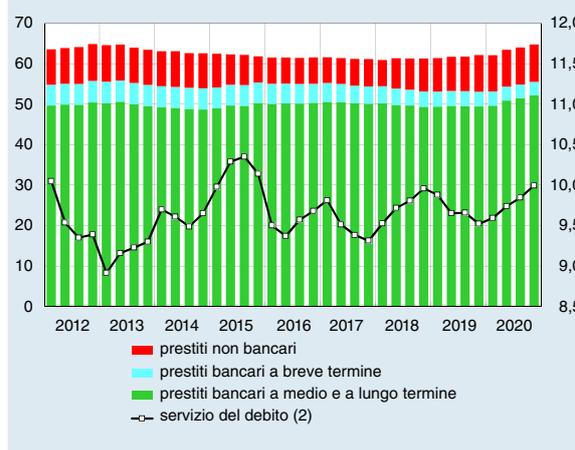
**2.4 GLI SCAMBI CON L'ESTERO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI**

Le esportazioni sono cresciute, nonostante la forte riduzione dei flussi turistici; quelle di beni sono aumentate in linea con l'andamento del commercio mondiale. L'avanzo di conto corrente è ancora migliorato e ha contribuito all'ampliamento della posizione creditoria netta sull'estero. Si è rafforzata la domanda estera di titoli italiani.

Figura 26

**Debito delle famiglie (1)**

(dati trimestrali; in percentuale del reddito disponibile lordo)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.

(1) Per il debito, consistenze di fine trimestre; per il reddito, flussi cumulati su 4 trimestri. I dati dell'ultimo periodo sono provvisori. Il debito include i prestiti cartolarizzati. – (2) Stima degli oneri per il servizio del debito (pagamento di interessi più rimborso delle quote di capitale) imputabili alle sole famiglie consumatrici. Scala di destra.

**Le esportazioni sono aumentate nel quarto trimestre...**

Nel quarto trimestre le esportazioni sono cresciute (tav. 8), nonostante il calo della componente dei servizi, dovuto alla caduta del turismo internazionale per il riacutizzarsi della pandemia. Le importazioni sono aumentate a un ritmo più elevato.

Le vendite all'estero di beni si sono riportate su livelli di poco inferiori a quelli precedenti il diffondersi della pandemia, con un incremento trainato soprattutto dai settori della meccanica, dei prodotti in metallo, della chimica e dei mezzi di trasporto.

**...rallentando nei primi mesi dell'anno anche per effetto della Brexit**

In gennaio le esportazioni di beni, a prezzi correnti e corrette per la stagionalità, sono significativamente

aumentate verso i mercati dell'Unione europea rispetto alla media del quarto trimestre del 2020. Quelle verso i paesi extra UE sono lievemente diminuite nella media del bimestre gennaio-febbraio; tuttavia secondo nostre stime sarebbero marginalmente cresciute al netto degli scambi con il Regno Unito, che hanno risentito dell'entrata in vigore del nuovo accordo sugli scambi e sulla cooperazione tra l'Unione europea e il Regno Unito e dell'introduzione dei controlli doganali da parte della UE. Gli indicatori sugli ordini esteri delle imprese manifatturiere del primo trimestre sono compatibili con un'espansione delle vendite (fig. 27).

Nella media dei quattro trimestri terminanti a marzo del 2021 la competitività di prezzo sarebbe peggiorata in Italia, soprattutto sui mercati esterni all'area dell'euro, per effetto dell'apprezzamento nominale dell'euro (fig. 28).

**L'avanzo di conto corrente si è ulteriormente ampliato**

L'avanzo di conto corrente ha raggiunto 58,6 miliardi di euro nel 2020 (pari al 3,5 per cento del PIL;

tav. 9), 1,2 miliardi in più rispetto all'anno precedente. Vi hanno contribuito l'aumento del surplus dei beni, riconducibile alla riduzione della bolletta energetica, e quello dei redditi primari (fig. 29). Il deficit del saldo dei servizi si è invece ampliato, riflettendo la contrazione dell'avanzo della bilancia turistica (a 7,8 miliardi, da 17,2 nel 2019).

**Tavola 8**

**Esportazioni e importazioni in volume (1)**  
(variazioni percentuali sul trimestre precedente)

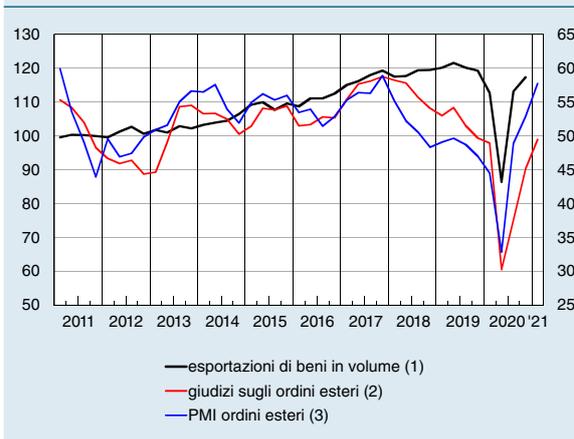
VOCI	2020	2020
	3° trim.	4° trim.
<b>Esportazioni</b>	<b>30,5</b>	<b>1,3</b>
Beni	31,0	3,6
sui mercati dell'area dell'euro	30,3	3,1
sui mercati esterni all'area (2)	31,5	3,9
Servizi	27,6	-11,4
<b>Importazioni</b>	<b>14,1</b>	<b>5,4</b>
Beni	19,2	3,9
sui mercati dell'area dell'euro	24,5	5,8
sui mercati esterni all'area (2)	15,1	2,4
Servizi	-6,8	12,9

Fonte: elaborazioni su dati Istat di contabilità nazionale e di commercio estero.

(1) Valori concatenati; dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Include i paesi e i territori non allocati e, per le esportazioni, le provviste di bordo.

**Figura 27**

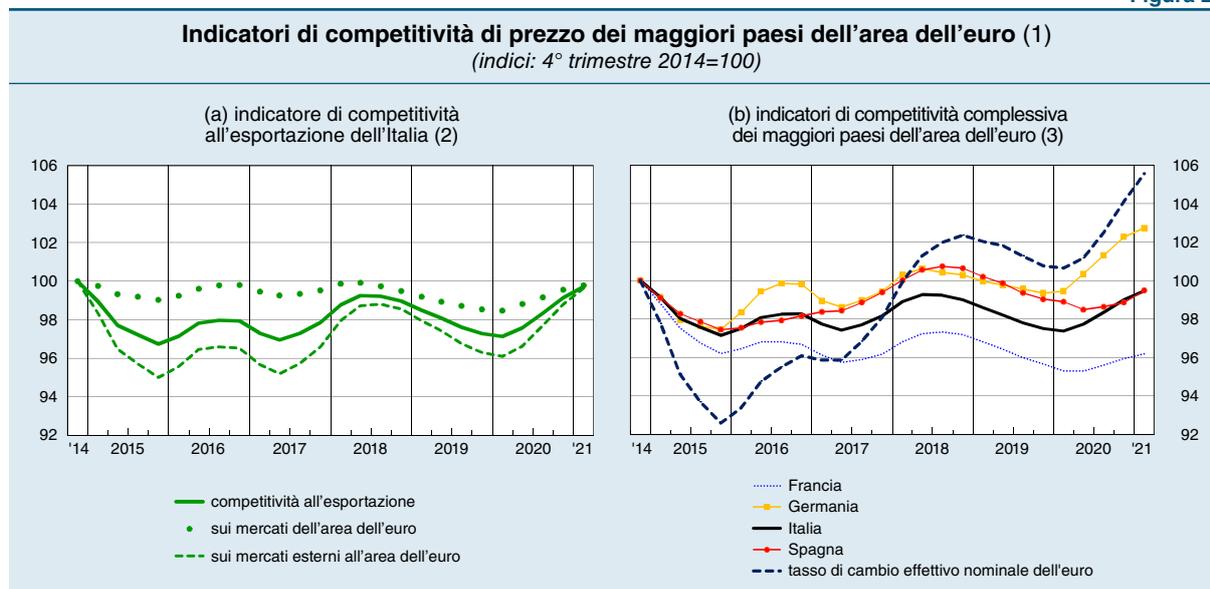
**Valutazioni sugli ordini esteri da parte delle imprese manifatturiere**  
(dati trimestrali)



Fonte: Istat, Markit e Refinitiv.

(1) Dati di contabilità nazionale. Valori concatenati, destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. Indici 2011=100. – (2) Media trimestrale basata sull'inchiesta congiunturale mensile dell'Istat presso le imprese; saldo percentuale delle risposte "in aumento" e "in diminuzione", al quale viene sottratta la media dall'inizio della serie storica (gennaio 2000) e viene sommato il valore 100. Il 2° trimestre 2020 è la media di due mesi: il dato di aprile non è stato rilevato a causa dell'emergenza pandemica. Dati destagionalizzati. – (3) Indici di diffusione, medie trimestrali. L'indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale delle risposte "stabile". Dati destagionalizzati. Scala di destra.

Figura 28



Fonte: per il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, BCE.

(1) Media mobile di 4 trimestri. Un aumento segnala una perdita di competitività. I dati per l'ultimo trimestre sono in parte stimati. – (2) L'indicatore di competitività di prezzo all'esportazione, che misura la capacità di un paese di competere con altri 60 esportatori e con i produttori locali sui mercati di sbocco internazionali, può essere scomposto nei due indicatori calcolati rispettivamente sui soli mercati dell'area dell'euro e sui soli mercati esterni all'area (cfr. A. Felettigh e C. Giordano, *A novel three-market view of price competitiveness*, "Journal of Economic and Social Measurement", 44, 2-3, 2019, pp. 89-116, pubblicato anche in *Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza*, 447, 2018). Tutti gli indicatori sono calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti e ponderati con i flussi commerciali di manufatti. – (3) Indicatori di competitività complessiva: media ponderata della competitività all'importazione, che coglie l'abilità di misurarsi sul mercato domestico con le produzioni importate, e della competitività all'esportazione (cfr. A. Felettigh, C. Giordano, G. Oddo e V. Romano, *New indicators to assess price-competitiveness developments in the four largest euro-area countries and in their main trading partners*, "Journal of Economic and Social Measurement", 41, 3, 2016, pp. 203-235, pubblicato anche in *Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza*, 280, 2015). A differenza degli indicatori riportati, il tasso di cambio effettivo dell'euro è in termini nominali, calcolato nei confronti di 42 paesi esterni all'area dell'euro e ponderato con i flussi commerciali di manufatti e servizi.

Tavola 9

<b>Bilancia dei pagamenti (1)</b> (saldi in miliardi di euro)				
VOCI	2019	2020	gen. 2020	gen. 2021
<b>Conto corrente</b>	<b>57,4</b>	<b>58,6</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,7</b>
<i>per memoria: in % del PIL</i>	3,2	3,5		
<b>Merci</b>	60,2	67,6	1,0	1,8
prodotti non energetici (2)	95,9	88,4	4,2	4,0
prodotti energetici (2)	-35,7	-20,8	-3,2	-2,2
<b>Servizi</b>	-0,8	-6,8	-1,3	-0,5
<b>Redditi primari</b>	15,2	17,0	0,6	1,0
<b>Redditi secondari</b>	-17,1	-19,3	-1,3	-1,6
<b>Conto capitale</b>	<b>-1,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>
<b>Conto finanziario</b>	<b>46,5</b>	<b>49,1</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>
Investimenti diretti	1,5	9,4	-9,2	-3,1
Investimenti di portafoglio	-52,8	109,7	-22,3	-4,4
Derivati	2,5	-2,9	0,6	-0,4
Altri investimenti (3)	92,2	-71,1	34,6	12,1
Variazione riserve ufficiali	3,2	4,0	..	-0,7
<b>Errori e omissioni</b>	<b>-9,1</b>	<b>-9,1</b>	<b>4,9</b>	<b>3,0</b>

(1) Secondo gli standard internazionali pubblicati in FMI, *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6 ed., 2009 (BPM6). Per il mese di gennaio 2021, dati provvisori. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat. – (3) Include la variazione del saldo TARGET2.

**Sono proseguiti gli investimenti esteri in titoli italiani**

Da settembre dello scorso anno, in un contesto di maggiore ottimismo sui mercati finanziari, sono proseguiti gli investimenti in titoli di portafoglio italiani da parte di non residenti (32,8 miliardi fino a gennaio). La domanda degli investitori esteri si è rivolta sia verso titoli di debito emessi da banche e imprese (acquisti per 20,7 miliardi, concentrati in dicembre), sia verso titoli pubblici (9,5 miliardi). I dati di Emerging Portfolio Fund Research (EPFR), relativi a un campione di fondi di investimento internazionali, indicano un rafforzamento nella propensione a investire in titoli italiani nel bimestre febbraio-marzo.

Gli investimenti dei residenti in attività di portafoglio estere (pari a 48,2 miliardi da settembre a gennaio) sono stati effettuati in larga parte dalle famiglie – che si sono orientate interamente verso quote di fondi comuni – e dalle assicurazioni.

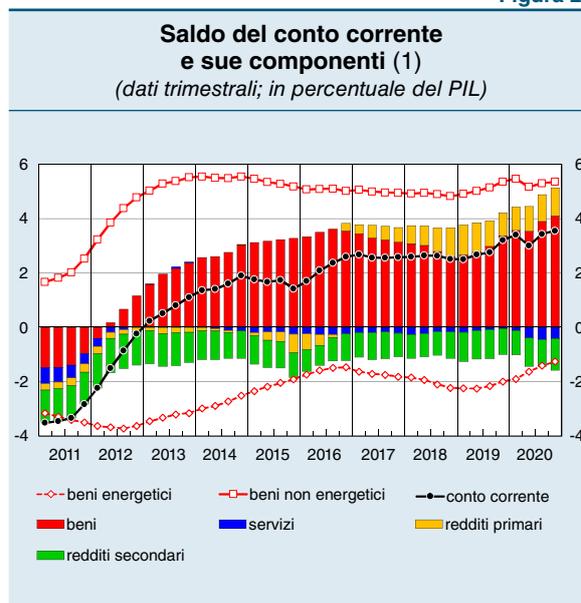
Il saldo passivo della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2 si è marcatamente ridotto nei primi due mesi dell'anno, portandosi a 467 miliardi alla fine di febbraio (fig. 30 e tav. 10). È risalito in marzo (a 516 miliardi), verosimilmente a seguito di un calo dell'indebitamento netto sull'estero delle banche residenti, connesso con il regolamento della settima asta delle TLTRO3 (cfr. il par. 1.2) e con effetti legati alla chiusura del trimestre. Oltre all'avanzo di conto corrente e agli investimenti esteri in titoli italiani, il miglioramento tra la fine di agosto e la fine di gennaio ha riflesso anche l'erogazione dei prestiti della Commissione europea nell'ambito dello strumento di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione legati all'emergenza (*temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency, SURE*).

**La posizione creditoria netta sull'estero è in rialzo**

La posizione netta sull'estero dell'Italia era creditoria per 30,4 miliardi di euro alla fine del 2020 (l'1,8 per cento del PIL), in aumento di 15,2 miliardi rispetto alla fine di settembre. L'incremento è interamente dovuto al surplus di conto corrente.

Da settembre dello scorso anno, in un contesto di maggiore ottimismo sui mercati finanziari, sono proseguiti gli investimenti in titoli di portafoglio italiani da parte di non residenti (32,8 miliardi fino a gennaio). La domanda degli investitori esteri si è rivolta sia verso titoli di debito emessi da banche e imprese (acquisti per 20,7 miliardi, concentrati in dicembre), sia verso titoli pubblici (9,5 miliardi). I dati di Emerging Portfolio Fund Research (EPFR), relativi a un campione di fondi di investimento internazionali, indicano un rafforzamento nella propensione a investire in titoli italiani nel bimestre febbraio-marzo.

Figura 29



Fonte: per il PIL, Istat; per la disaggregazione fra beni energetici e non energetici, elaborazioni su dati Istat di commercio estero. (1) Medie mobili di 4 trimestri.

Figura 30



(1) Utilizzando l'identità contabile della bilancia dei pagamenti, un miglioramento del saldo passivo della Banca d'Italia nei confronti della BCE sul sistema dei pagamenti TARGET2 può riflettere investimenti in Italia da parte dei non residenti (maggiori passività), disinvestimenti di attività estere da parte dei residenti (minori attività) o un saldo di conto corrente e conto capitale in attivo. Flussi cumulati a partire da luglio 2011. – (2) Raccolta netta per prestiti, depositi e altri investimenti del settore bancario (compresa quella intermediata da controparti centrali residenti). – (3) Investimenti diretti, derivati, voci residuali degli altri investimenti, riserve ufficiali, errori e omissioni.

**Variazioni del saldo TARGET2 e relazione con i flussi di bilancia dei pagamenti (1)**  
 (miliardi di euro)

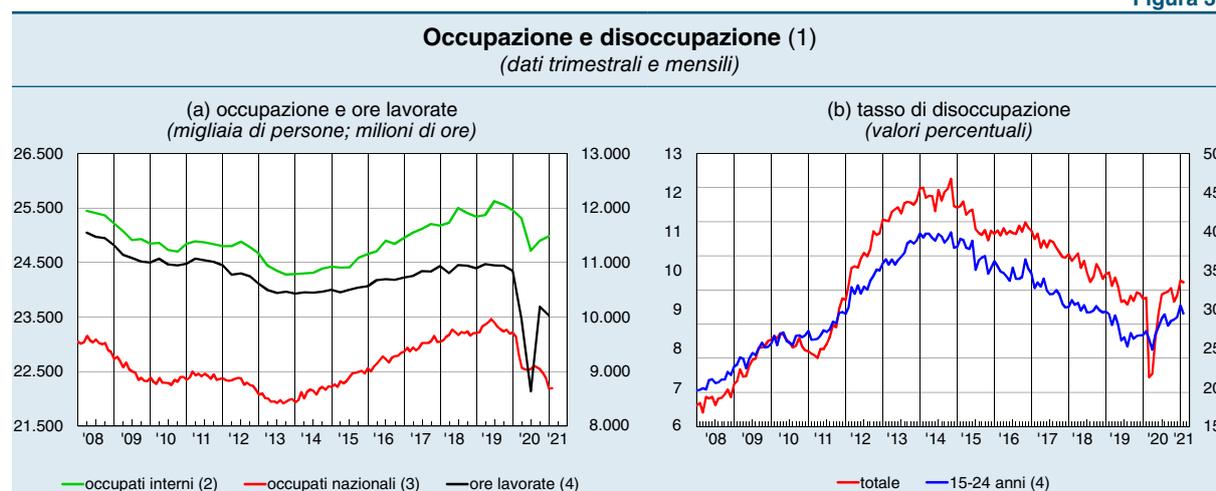
PERIODO	Saldo TARGET2 (alla fine del periodo)	Variazione del saldo TARGET2 (rispetto alla fine del periodo precedente)  (A) + (B) + (C) + (D) + (E) + (F) - (G)	Investimenti di portafoglio esteri in titoli pubblici italiani  (A)	Investimenti di portafoglio esteri in titoli privati italiani (escluse obbligazioni bancarie)  (B)	Investimenti di portafoglio esteri in obbligazioni bancarie italiane  (C)	Raccolta netta all'estero delle banche residenti		Saldo di conto corrente e conto capitale  (E)	Altre voci (2)  (F)	Investimenti di portafoglio italiani in titoli esteri  (G)
						(D)	di cui: intermediata da controparti centrali residenti			
2018	-482	-43	-51	-11	-12	53	43	44	-20	46
2019 – 1° trim.	-475	7	17	2	..	-5	-18	4	-12	-1
2° trim.	-448	27	34	9	..	-20	-3	14	-4	6
3° trim.	-468	-20	22	4	6	-40	-27	18	-4	27
4° trim.	-439	29	11	11	4	7	1	20	12	36
2020 – 1° trim.	-492	-52	-25	-12	..	-24	15	7	2	..
2° trim.	-537	-45	-4	-4	-1	5	5	5	-7	39
3° trim.	-546	-10	17	2	2	-31	-19	24	-5	19
4° trim.	-516	30	-15	19	4	13	4	22	21	34
2020 – lug.	-522	15	3	1	-1	12	-10	10	-8	2
ago.	-523	-1	3	1	..	-18	-4	7	-16	9
set.	-546	-23	12	-1	3	-24	-6	8	-13	9
ott.	-520	27	-3	3	-1	22	-1	8	1	3
nov.	-495	25	-7	4	1	9	9	7	16	5
dic.	-516	-21	-5	11	4	-17	-4	7	4	25
2021 – gen.	-482	34	13	-1	-2	29	16	1	..	6
feb.	-467	15	....	....	....	....	....	....	....	....
mar.	-516	-49	....	....	....	....	....	....	....	....

(1) Un valore negativo della variazione del saldo TARGET2 indica un aumento delle passività della Banca d'Italia su TARGET2. I dati sono disponibili sul sito della Banca d'Italia: *Base dati statistica (BDS)*, in particolare nella tav. TBP60200. Per il mese di gennaio 2021, dati provvisori. – (2) Investimenti diretti, derivati, voci residuali degli altri investimenti, riserve ufficiali, errori e omissioni.

## 2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Con le misure di distanziamento sociale introdotte lo scorso autunno le ore lavorate sono tornate a contrarsi ed è aumentato il ricorso agli strumenti di integrazione salariale, ma in proporzioni assai meno

Figura 31



Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali*, per occupati interni e ore lavorate; Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro (RFL)*, per occupati nazionali e tasso di disoccupazione (dati mensili).

(1) Dati destagionalizzati. – (2) Include tutte le persone che esercitano un'attività di produzione sul territorio economico del paese. – (3) Include tutte le persone residenti occupate, esclusi i dimoranti in convivenze e i militari. – (4) Scala di destra.

marcate rispetto alla prima ondata pandemica. Gli ultimi dati disponibili indicano che la creazione dei posti di lavoro è rimasta stabile nei primi due mesi dell'anno. Resta bassa la crescita dei salari.

**Le ore lavorate sono diminuite nel quarto trimestre...**

Nel quarto trimestre del 2020, con la seconda ondata dei contagi, le ore lavorate sono diminuite dell'1,5 per cento, dopo il forte incremento dei mesi estivi (fig. 31.a e tav. 11); rimangono ancora inferiori del 7,5 per cento rispetto al periodo corrispondente. Il calo ha interessato sia la manifattura (-1,8 per cento) sia i servizi privati (-1,0 per cento).

Tavola 11

Occupazione e ore lavorate					
(dati destagionalizzati; migliaia di persone, milioni di ore e variazioni percentuali sul trimestre precedente)					
VOCI	Consistenze	Variazioni			
	4° trim. 2020	1° trim. 2020	2° trim. 2020	3° trim. 2020	4° trim. 2020
<b>Occupati</b>	<b>24.983</b>	<b>-0,6</b>	<b>-2,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,3</b>
di cui: industria in senso stretto	4.256	0,0	-0,4	0,0	0,2
servizi privati (1)	10.937	-1,0	-3,5	0,7	0,9
costruzioni	1.559	-0,2	-0,9	2,1	-0,1
Dipendenti	19.166	-0,5	-2,4	1,1	0,2
Autonomi	5.817	-0,9	-2,3	-0,4	0,7
<b>Ore lavorate totali</b>	<b>10.031</b>	<b>-8,1</b>	<b>-13,3</b>	<b>17,9</b>	<b>-1,5</b>
di cui: industria in senso stretto	1.743	-9,5	-13,5	23,1	-1,8
servizi privati (1)	4.459	-8,9	-16,6	19,2	-1,0
costruzioni	690	-10,7	-19,0	37,5	-2,9
Dipendenti	7.130	-6,7	-11,7	14,2	-0,8
Autonomi	2.901	-11,3	-17,4	27,7	-3,3

Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali*.

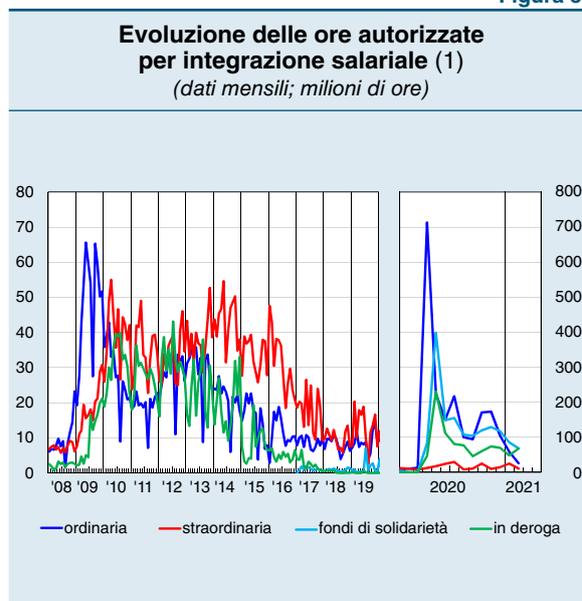
(1) Esclusi i servizi alle famiglie e agli individui (attività artistiche, di intrattenimento e divertimento; lavoro domestico; altri servizi per la persona e la casa).

La flessione della domanda di lavoro nel quarto trimestre è stata in gran parte assorbita dal ricorso ai regimi di integrazione salariale; tra ottobre e dicembre è stato autorizzato oltre un miliardo di ore di Cassa integrazione guadagni (CIG) e fondi di solidarietà (con un aumento del 3,7 per cento nel confronto con i tre mesi precedenti). Il numero di richieste è stato tuttavia inferiore a quello registrato durante la prima ondata della pandemia (oltre 2 miliardi nel trimestre aprile-giugno; fig. 32).

**...ma è salito il numero degli occupati**

La dinamica dell'occupazione, pur indebolendosi progressivamente, è invece rimasta positiva nella media del trimestre (0,3 per cento, da 0,7 dei mesi estivi). Nonostante la crescita, i livelli occupazionali rimangono comunque ampiamente al di sotto di quelli precedenti l'emergenza sanitaria (-1,9 per cento rispetto al quarto trimestre del 2019; -1,6 per il lavoro subordinato, -2,9 per quello indipendente).

Figura 32

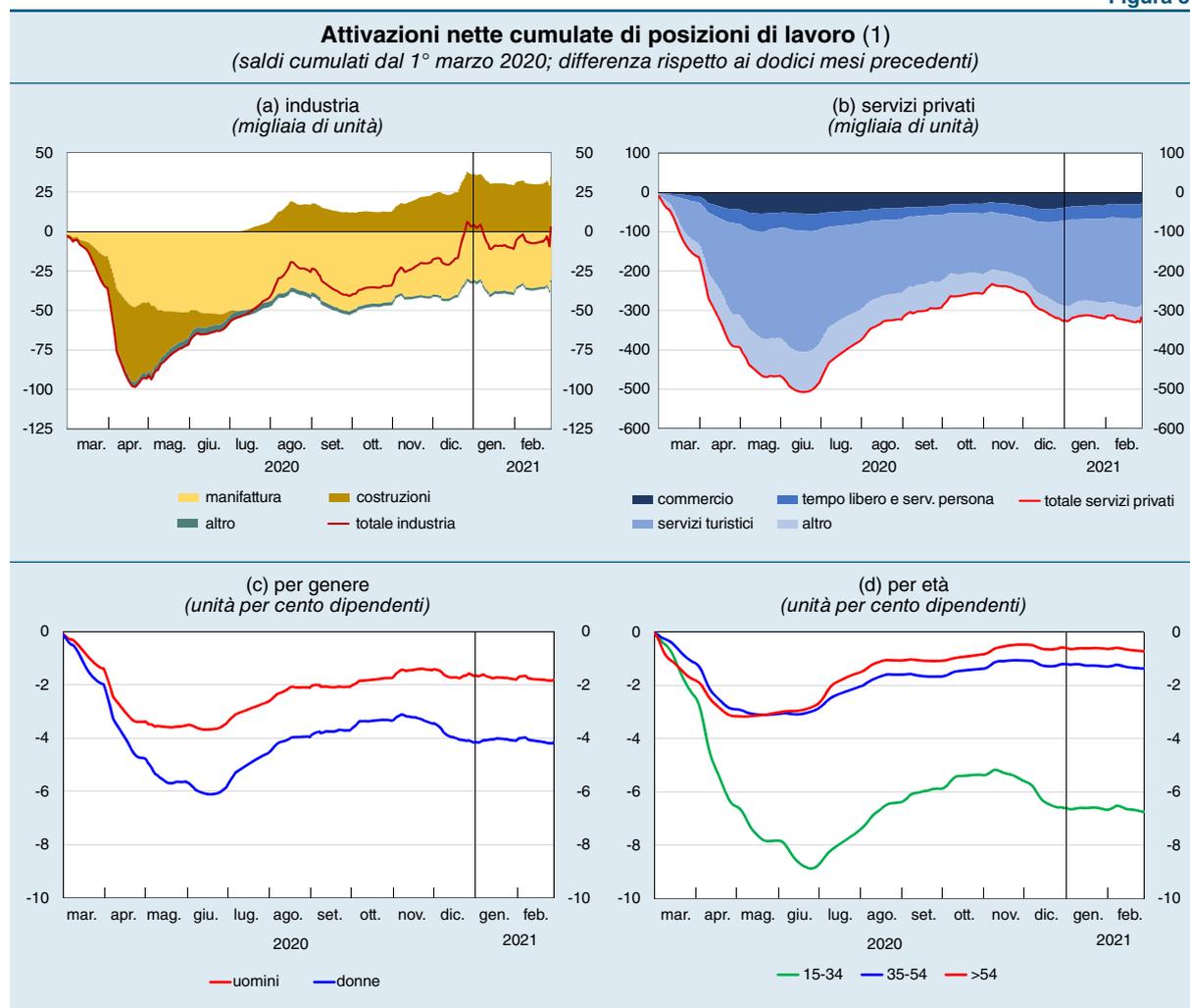


Fonte: elaborazioni su dati INPS.

(1) Per esigenze grafiche i dati relativi al biennio 2020-21 sono rappresentati su una scala diversa rispetto a quella utilizzata per gli anni precedenti.

Secondo i dati amministrativi tratti dal sistema delle comunicazioni obbligatorie, le posizioni lavorative temporanee si sono ridotte nel 2020 di circa 250.000 unità, più che compensate da un aumento di oltre 260.000 contratti a tempo indeterminato<sup>4</sup>. La tenuta dell'occupazione permanente è stata favorita dal blocco dei licenziamenti, dalla CIG e dalle altre misure di sostegno alle imprese<sup>5</sup>: secondo nostre stime, nel 2020 sarebbero stati circa 400.000 i posti di lavoro stabili tutelati da questi provvedimenti. Dall'inizio dell'emergenza sanitaria il numero complessivo di posti di lavoro alle dipendenze è diminuito in modo marcato nei servizi privati, tra i giovani e le donne (fig. 33).

Figura 33



Fonte: elaborazione su dati tratti dalla RFL e dalle comunicazioni obbligatorie del Ministero del Lavoro e delle politiche sociali. Cfr. Banca d'Italia e Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, *Il mercato del lavoro: dati e analisi. Le Comunicazioni obbligatorie*, 2, marzo 2021.

(1) Medie mobili a 7 giorni. La voce "altro" nell'industria include: fornitura acqua e gas e gestione dei rifiuti. La voce "altro" nei servizi include: trasporti e magazzinaggio, informazione e comunicazione, attività finanziarie, assicurative, immobiliari, dei servizi alle imprese e altre attività professionali e altri comparti non ricompresi negli aggregati esplicitamente considerati.

<sup>4</sup> Per commenti dettagliati, cfr. Banca d'Italia e Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, *Il mercato del lavoro: dati e analisi. Le Comunicazioni obbligatorie*, 2, marzo 2021.

<sup>5</sup> In base ai dati delle comunicazioni obbligatorie recentemente diffusi, nel 2020 sono stati effettuati circa 330.000 licenziamenti nel settore privato non agricolo, 200.000 in più rispetto a quanto noto lo scorso novembre (cfr. E. Viviano, *Alcune stime preliminari degli effetti delle misure di sostegno sul mercato del lavoro*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 16 novembre 2020), in gran parte dovuti alla possibilità, prevista dal DL 104/2020 (decreto "agosto", convertito dalla L. 126/2020), di interrompere il rapporto di lavoro in caso di cessazione definitiva dell'attività di impresa o di fallimento della società.

Nel primo bimestre del 2021 le posizioni di lavoro dipendente si sono stabilizzate. Per recepire il regolamento UE/2019/1700 l'Istat ha recentemente rivisto i criteri di definizione della condizione occupazionale nella rilevazione sulle forze di lavoro: non vengono più considerati occupati coloro che, al momento della rilevazione, sono stati assenti dal lavoro per tre mesi (ad esempio perché in CIG) o prevedono di esserlo per oltre tre mesi<sup>6</sup>. Queste persone, nonostante l'esistenza di un rapporto di lavoro, se non cercano attivamente un nuovo impiego vengono adesso computate tra gli inattivi. Secondo tale nuova definizione, il numero di occupati si sarebbe ridotto dell'1 per cento nel primo bimestre rispetto al periodo precedente.

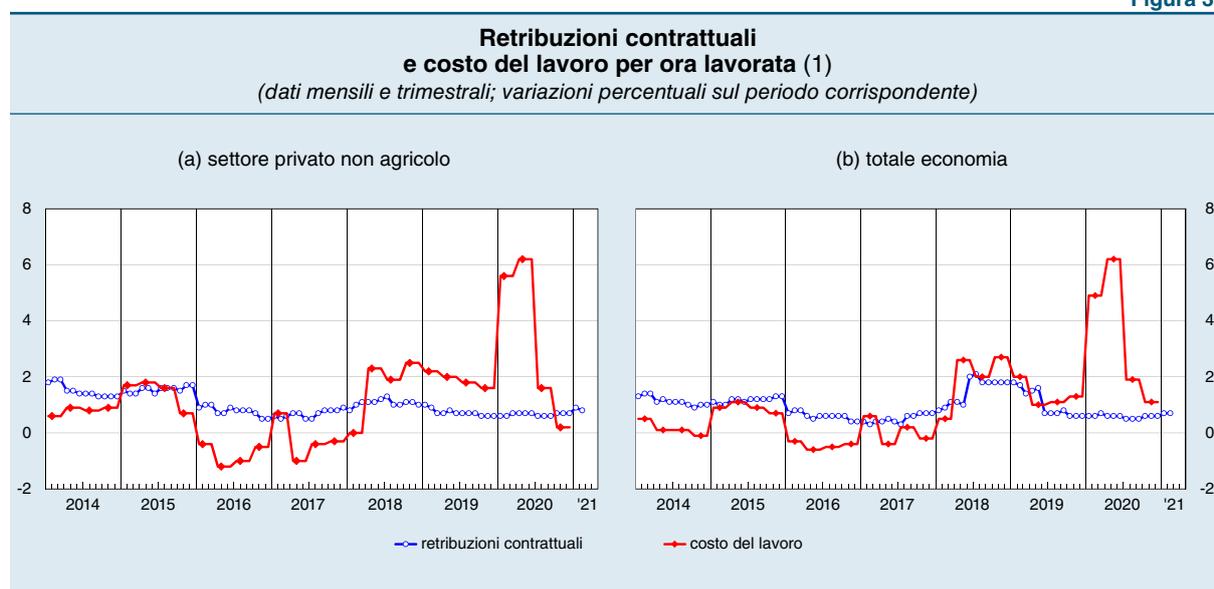
### È sceso il tasso di attività

Il tasso di attività, dopo la parziale ripresa nei mesi estivi, è tornato a contrarsi dall'ultimo trimestre dello scorso anno e si è collocato al 63,0 per cento nella media del bimestre gennaio-febbraio 2021 (inferiore di 2,2 punti percentuali sul periodo corrispondente), il valore più basso dal 2013. Il tasso di disoccupazione è salito al 10,2 per cento nella media del bimestre (5 decimi in più rispetto allo stesso periodo del 2020; fig. 31.b).

### La crescita dei salari rimane contenuta

La crescita delle retribuzioni contrattuali nel settore privato non agricolo è lievemente aumentata (0,8 per cento sui dodici mesi nella media del bimestre gennaio-febbraio; 0,7 nel totale dell'economia; fig. 34) soprattutto per l'erogazione degli incrementi salariali previsti dai contratti rinnovati nel 2019. Nei prossimi mesi la dinamica salariale rimarrebbe comunque contenuta, riflettendo la quota di contratti collettivi scaduti (che interessano oltre il 60 per cento dei lavoratori dipendenti), ancora elevata nonostante il rinnovo, lo scorso febbraio, del contratto collettivo nazionale di lavoro dei metalmeccanici (circa 2 milioni di dipendenti).

Figura 34



Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali* e indagine sulle retribuzioni contrattuali.  
(1) Per le retribuzioni contrattuali, dati mensili grezzi. Per il costo del lavoro, dati trimestrali destagionalizzati.

<sup>6</sup> La revisione è stata attuata dal 1° gennaio 2021. Le serie storiche sono state ricostruite, seppure ancora provvisoriamente, per poter effettuare confronti temporali. I lavoratori non in attività da almeno tre mesi vengono considerati non occupati, salvo che l'assenza sia dovuta a maternità, malattia, part-time verticale, formazione pagata dal datore di lavoro, congedo parentale retribuito, nonché ad alcuni casi di lavoro stagionale.

Nel quarto trimestre il costo orario del lavoro nel settore privato non agricolo è salito dello 0,2 per cento sul periodo corrispondente (1,1 per cento per il totale dell'economia). La forte volatilità di questo indicatore nel 2020 è dovuta in gran parte a un mero effetto statistico, riconducibile alle regole di classificazione delle misure di integrazione salariale nella contabilità nazionale (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2020).

## 2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

L'inflazione, che era stata negativa negli ultimi mesi del 2020, è tornata positiva nel primo trimestre, grazie all'andamento dei prezzi energetici. L'aumento nei primi due mesi dell'anno è stato più sostenuto delle attese, soprattutto per fattori temporanei. Le pressioni all'origine sui prezzi appaiono per ora modeste; le aspettative degli analisti e delle imprese si attestano su valori contenuti.

**L'inflazione torna positiva, riflettendo l'andamento dei prezzi energetici**

Sulla base dei dati preliminari, in marzo l'aumento dei prezzi al consumo è stato dello 0,6 per cento sui dodici mesi (fig. 35 e tav. 12). La dinamica

dell'inflazione non risente più del contributo negativo dei prezzi dei beni energetici, tornati per la prima volta a crescere da luglio 2019. La componente di fondo si è portata su valori più contenuti (allo 0,7 per cento in marzo) dopo che nei primi due mesi dell'anno era stata supportata da fattori temporanei legati al posticipo dei saldi stagionali.

**Le pressioni all'origine sui prezzi restano moderate**

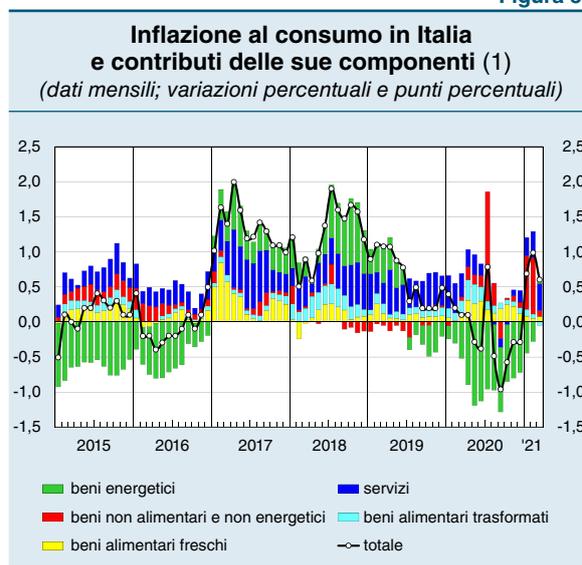
In febbraio i prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno sono

tornati a crescere (0,7 per cento sui dodici mesi, da -0,4 in gennaio), per il venir meno del contributo negativo dei prezzi dei beni energetici. Nel quarto trimestre del 2020 il costo del lavoro per unità di prodotto (la cui volatilità risente ancora di effetti di natura statistica) ha continuato a diminuire, seppure a un ritmo inferiore (-0,3 per cento in termini tendenziali, da -0,5), a fronte di una dinamica moderata dei redditi orari, che sarebbe proseguita anche nei primi mesi del 2021 (cfr. il par. 2.5).

**Sono lievemente cresciute le attese di inflazione**

Gli operatori professionali censiti in marzo da Consensus Economics si attendono che nella media del 2021 l'inflazione sia pari allo 0,8 per cento, tre decimi in più rispetto alla precedente rilevazione. Nell'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita, condotta in marzo dalla Banca d'Italia, le aspettative delle imprese sui propri prezzi di vendita sono aumentate (all'1,0 per cento), soprattutto per quelle appartenenti al comparto manifatturiero. Le aziende hanno inoltre rivisto al rialzo le proprie attese relative all'inflazione al consumo su tutti gli orizzonti temporali, che rimangono tuttavia su livelli modesti (fig. 36). Secondo l'indagine straordinaria sulle famiglie italiane, condotta dalla Banca d'Italia tra la fine di febbraio e l'inizio di marzo, la percentuale di famiglie che prevede un aumento dei prezzi nei prossimi dodici mesi è lievemente cresciuta.

Figura 35



## Indicatori di inflazione in Italia

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, ove non altrimenti specificato)

PERIODO	IPCA (1)			IPC (2)		IPP (3)		Deflatore del PIL
	Indice generale	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale a tassazione costante (4)	Indice generale a 1 mese (5)	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale		
2014	0,2	0,7	-0,1	0,2	-	0,7	-1,8	0,9
2015	0,1	0,7	0,0	0,1	-	0,5	-3,4	0,9
2016	-0,1	0,5	-0,1	-0,1	-	0,5	-2,2	1,1
2017	1,3	0,8	1,3	1,3	-	0,7	2,6	0,7
2018	1,2	0,6	1,2	1,1	-	0,5	3,9	1,0
2019	0,6	0,5	0,6	0,6	-	0,5	0,0	0,7
2020	-0,1	0,5	-0,2	-0,2	-	0,4	-4,4	....
2019 – gen.	0,9	0,6	0,9	0,9	0,2	0,5	4,4	-
feb.	1,1	0,4	1,0	1,0	0,1	0,3	3,9	-
mar.	1,1	0,3	1,0	1,0	0,2	0,3	3,6	-
apr.	1,1	0,7	1,0	1,1	-0,3	0,7	2,8	-
mag.	0,9	0,5	0,8	0,8	0,1	0,4	1,9	-
giu.	0,8	0,4	0,7	0,7	0,0	0,5	1,1	-
lug.	0,3	0,4	0,2	0,4	0,0	0,5	-1,0	-
ago.	0,5	0,6	0,4	0,4	0,1	0,5	-2,1	-
set.	0,2	0,5	0,2	0,3	-0,2	0,5	-2,4	-
ott.	0,2	0,7	0,1	0,2	0,3	0,6	-4,1	-
nov.	0,2	0,7	0,1	0,2	0,0	0,7	-3,6	-
dic.	0,5	0,6	0,4	0,5	0,0	0,6	-3,1	-
2020 – gen.	0,4	0,5	0,3	0,5	0,2	0,7	-3,4	-
feb.	0,2	0,5	0,1	0,3	-0,2	0,7	-3,8	-
mar.	0,1	0,6	0,0	0,1	0,1	0,6	-4,9	-
apr.	0,1	0,6	0,0	0,0	-0,3	0,5	-6,7	-
mag.	-0,3	0,6	-0,4	-0,2	-0,3	0,6	-7,2	-
giu.	-0,4	0,5	-0,5	-0,2	0,0	0,5	-6,1	-
lug.	0,8	2,1	0,7	-0,4	1,2	0,3	-4,5	-
ago.	-0,5	0,3	-0,6	-0,5	-1,3	0,1	-4,0	-
set.	-1,0	-0,5	-1,1	-0,6	-0,7	0,0	-3,8	-
ott.	-0,6	-0,1	-0,7	-0,3	0,7	0,3	-2,9	-
nov.	-0,3	0,3	-0,4	-0,2	0,2	0,4	-2,8	-
dic.	-0,3	0,4	-0,4	-0,2	0,1	0,6	-2,3	-
2021 – gen.	0,7	1,3	0,7	0,4	1,3	0,8	-0,4	-
feb.	1,0	1,5	1,0	0,6	0,1	1,0	0,7	-
mar.	(0,6)	(0,7)	....	(0,8)	....	(0,9)	....	-

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.

(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (2) Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale; differisce dall'indice armonizzato essenzialmente per una diversa modalità di rilevazione dei prezzi dei prodotti medicinali e delle vendite promozionali. – (3) Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno. – (4) Indice calcolato dall'Istat sottraendo dai prezzi di vendita l'impatto delle variazioni delle imposte indirette nell'ipotesi che esse siano state traslate immediatamente e per intero. – (5) Variazione percentuale a un mese, depurata dalla componente stagionale.



Fonte: elaborazioni sui risultati dell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia. Fino a ottobre 2018 l'indagine è stata svolta in collaborazione con Il Sole 24 Ore.

(1) Media robusta delle risposte ai quesiti sul tasso di variazione dei propri prezzi rispetto ai 12 mesi precedenti e su quello atteso nei prossimi 12 mesi. – (2) La data in legenda indica il mese in cui l'indagine è stata condotta. Il primo punto di ciascuna curva rappresenta il dato definitivo dell'inflazione disponibile al momento della realizzazione dell'indagine, fornito agli intervistati nel questionario come riferimento per la formulazione delle loro aspettative; il secondo punto, la media delle previsioni (della variazione dei prezzi a 12 mesi) per i successivi 6 mesi; il terzo punto, la media delle previsioni per i successivi 12 mesi; il quarto punto, la media delle previsioni per i successivi 24 mesi.

## 2.7 LE BANCHE

La dinamica dei prestiti alle imprese si conferma vivace, con una domanda ancora elevata di finanziamenti garantiti dallo Stato; le condizioni di offerta si sono mantenute distese. Sia il costo della raccolta bancaria sia i tassi sui nuovi prestiti sono rimasti invariati su livelli molto bassi. Il tasso di deterioramento del credito è lievemente aumentato, pur rimanendo su valori contenuti grazie anche all'effetto delle misure a sostegno della liquidità.

### La crescita del credito si mantiene solida

In febbraio i prestiti al settore privato non finanziario sono cresciuti del 3,4 per cento sui tre mesi (al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno; tav. 13 e fig. 37.a). Quelli alle società non finanziarie hanno rallentato, ma il loro ritmo di espansione è rimasto piuttosto elevato, in connessione con una domanda di finanziamenti assistiti da garanzia statale che si è mantenuta ampia. Sui dodici mesi la dinamica dei prestiti si è confermata robusta per le imprese operanti nella manifattura e nei servizi (fig. 37.b); nelle costruzioni è proseguita la ripresa.

Tavola 13

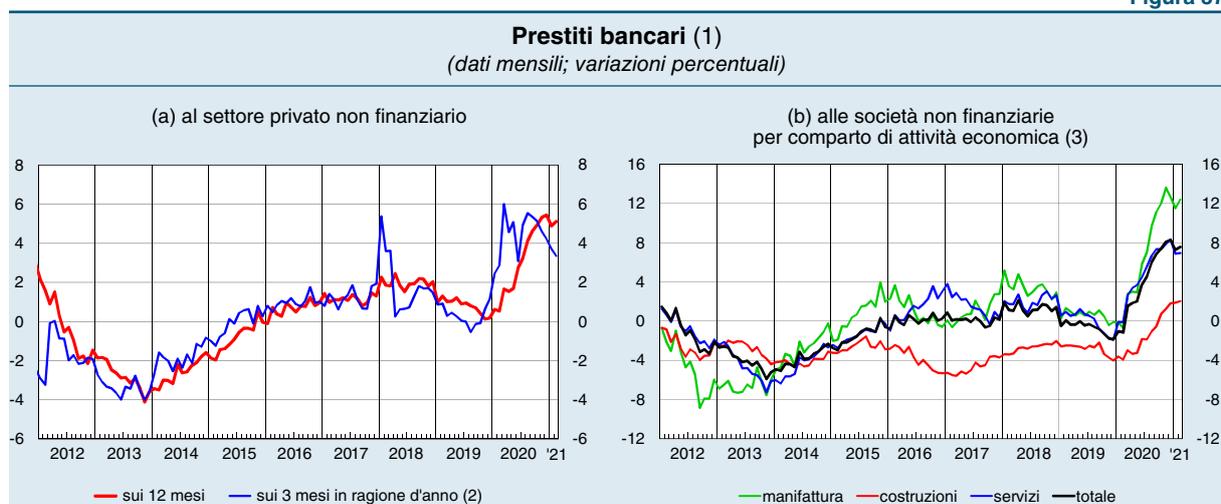
### Prestiti bancari a febbraio 2021 (1) (variazioni percentuali)

SETTORI	sui 12 mesi	sui 3 mesi (2)
<b>Settore privato non finanziario</b>	<b>5,1</b>	<b>3,4</b>
<b>Famiglie</b>	<b>2,4</b>	<b>3,8</b>
di cui: per l'acquisto di abitazioni	2,5	....
credito al consumo	-1,9	....
altri prestiti (3)	5,0	....
<b>Società non finanziarie</b>	<b>7,6</b>	<b>3,6</b>
di cui: manifattura	12,4	....
servizi	6,9	....
costruzioni	2,0	....

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni di cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. – (2) Variazioni in ragione d'anno; dati depurati dalla componente stagionale. – (3) Includono tutti i prestiti alle famiglie (consumatrici e produttrici) e alle istituzioni sociali private senza finalità di lucro diversi da quelli destinati all'acquisto di abitazioni e al consumo.

Figura 37



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. – (2) I dati sono depurati dalla componente stagionale secondo una metodologia conforme alle linee guida del sistema statistico europeo. – (3) Variazioni sui 12 mesi; fino a dicembre 2013 le serie per i comparti non sono corrette per gli aggiustamenti di valore.

Tavola 14

**Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)**  
(miliardi di euro e variazioni percentuali)

VOCI	Consistenze di fine mese		Variazioni percentuali sui 12 mesi (2)	
	Novembre 2020	Febbraio 2021	Novembre 2020	Febbraio 2021
<b>Attività</b>				
Prestiti a residenti in Italia (3)	1.721	1.711	2,8	3,2
di cui: a imprese (4)	682	668	8,1	7,6
a famiglie (5)	642	642	2,3	2,4
Attività verso controparti centrali (6)	63	53	-39,6	-34,9
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (7)	589	581	7,4	7,9
di cui: titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	433	435	7,5	10,3
Attività verso Eurosystema (8)	301	314	116,2	150,8
Attività sull'estero (9)	461	439	7,5	0,9
Altre attività (10)	769	757	6,1	4,1
<b>Totale attivo</b>	<b>3.903</b>	<b>3.855</b>	<b>7,8</b>	<b>8,0</b>
<b>Passività</b>				
Depositi di residenti in Italia (3) (11) (12)	1.742	1.782	7,5	10,2
Depositi di non residenti (9)	321	298	-4,5	-12,9
Passività verso controparti centrali (6)	98	108	-27,9	-11,6
Obbligazioni (12)	218	215	-6,8	-6,0
Passività verso Eurosystema (8)	367	374	56,8	73,5
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	136	124	4,3	-2,2
Capitale e riserve	362	351	-1,5	-0,4
Altre passività (13)	658	604	15,9	6,0
<b>Totale passivo</b>	<b>3.903</b>	<b>3.855</b>	<b>7,8</b>	<b>8,0</b>

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di febbraio 2021 sono provvisori. – (2) Corrette per riclassificazioni, variazioni dovute ad aggiustamenti di valore e a fluttuazioni del cambio. Le variazioni dei prestiti alle imprese e alle famiglie sono corrette per le cartolarizzazioni. – (3) Esclude l'operatività nei confronti delle controparti centrali. – (4) Definizione armonizzata, esclude le famiglie produttrici. – (5) Definizione armonizzata, include le famiglie produttrici, le istituzioni sociali senza scopo di lucro e le unità non classificate. – (6) Include le sole operazioni di pronti contro termine. – (7) Esclude obbligazioni di IFM (istituzioni finanziarie e monetarie, ossia banche e fondi comuni monetari) residenti. – (8) L'aggregato comprende i rapporti con l'Eurosystema per operazioni di politica monetaria; cfr. le tavv. 3.3a e 3.3b in *Banche e moneta: serie nazionali*, Banca d'Italia, Statistiche. – (9) Nel periodo considerato queste voci includono prevalentemente operazioni di natura interbancaria. – (10) Include: obbligazioni emesse da IFM residenti; prestiti a IFM residenti; partecipazioni e azioni in società residenti; cassa; quote di fondi comuni monetari; derivati; beni mobili e immobili; altre voci di minore entità. – (11) Esclude le passività connesse con operazioni di cessioni di crediti. – (12) L'aggregato non include le passività nei confronti di IFM residenti. – (13) Include: obbligazioni detenute da IFM residenti; depositi da IFM residenti; derivati; altre voci di minore entità.

Il credito alle famiglie ha continuato a espandersi (3,8 per cento sui tre mesi e 2,4 sui dodici mesi) sostenuto dai mutui per l'acquisto di abitazioni; il credito al consumo si è invece contratto.

**Aumentano i depositi di imprese e famiglie**

Tra novembre e febbraio la raccolta delle banche italiane è rimasta sostenuta. La crescita dei depositi dei residenti si è irrobustita (10,2 per cento; tav. 14), in linea con la forte preferenza per la liquidità da parte di famiglie e imprese e con il basso costo-opportunità di detenerla. Le passività verso l'Eurosistema sono aumentate, in seguito alla partecipazione delle banche alla sesta asta delle

TLTRO3, regolata lo scorso 16 dicembre.

Le condizioni della raccolta si sono mantenute distese: tra la fine del 2020 e la prima decade di aprile, in Italia i rendimenti delle obbligazioni bancarie sul mercato secondario sono rimasti pressoché invariati su livelli molto bassi (1,2 per cento); il differenziale con la media dell'area è ulteriormente diminuito a circa 70 punti base.

**Il costo dei finanziamenti alle imprese scende ancora**

Il tasso di interesse sui nuovi prestiti bancari alle imprese si è ridotto all'1,1 per cento in febbraio (tav. 15 e fig. 38); la diminuzione ha interessato

sia i finanziamenti oltre un milione di euro sia, in misura più lieve, quelli di importo minore. Il costo medio dei nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasto invariato all'1,3 per cento.

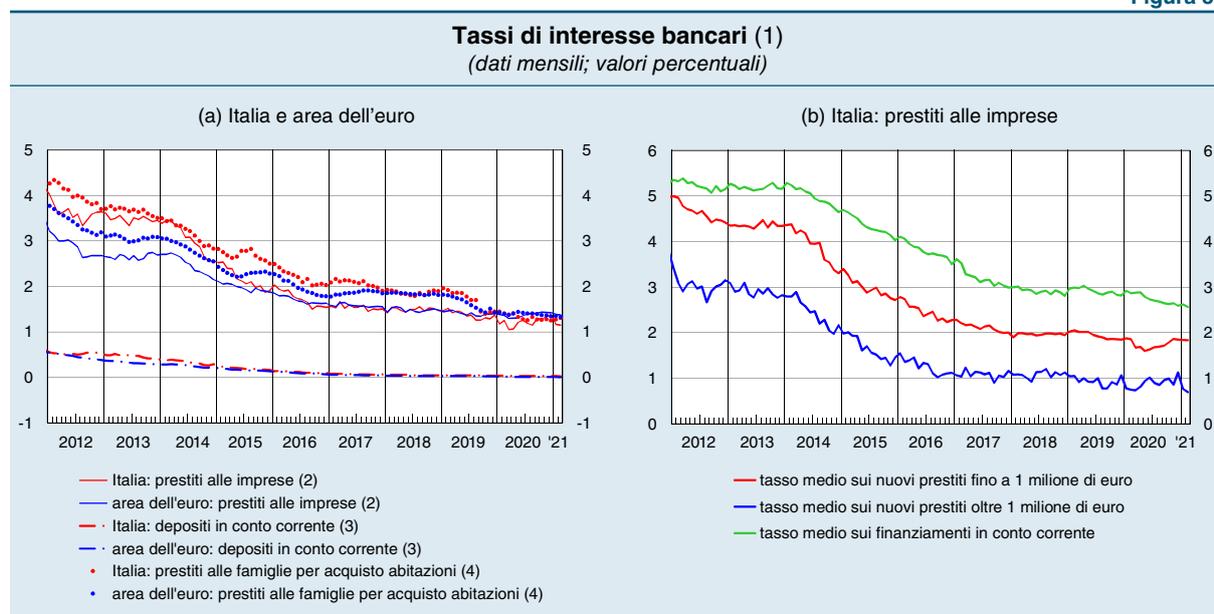
**Tavola 15**

**Tassi di interesse bancari (1)**  
(valori percentuali)

SETTORI	Novembre 2020	Febbraio 2021
<b>Prestiti alle imprese</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>
<i>di cui:</i> fino a 1 milione di euro	1,9	1,8
oltre 1 milione di euro	0,9	0,7
<b>Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>
<i>di cui:</i> a tasso fisso (2)	1,3	1,3
a tasso variabile (3)	1,3	1,3

(1) Valori medi. Tassi sui nuovi prestiti, riferiti a operazioni in euro. I dati sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. – (2) Con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a un anno. – (3) Con periodo di determinazione iniziale del tasso inferiore a un anno.

**Figura 38**



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Valori medi. I tassi sui prestiti e sui depositi si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. – (2) Tasso sui nuovi prestiti alle imprese. – (3) Tasso sui depositi in conto corrente di famiglie e imprese. – (4) Tasso sui nuovi prestiti per l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie.

**Le misure di sostegno mantengono ampia l'offerta di credito**

Nell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro riferita al quarto trimestre del 2020 le banche italiane hanno segnalato che le politiche di offerta sui prestiti alle società non finanziarie si sono mantenute distese, grazie anche agli effetti positivi degli schemi di garanzia pubblica e al sostegno della politica monetaria, che hanno facilitato erogazioni in linea con la domanda di fondi da parte delle imprese (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*). Per il primo trimestre è atteso un lieve irrigidimento dei criteri di offerta applicati ai prestiti alle imprese.

## L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO

Nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS)<sup>1</sup> riferita al quarto trimestre del 2020, le banche italiane hanno segnalato che sia i criteri di offerta sia i termini e le condizioni applicati ai prestiti alle imprese non hanno subito variazioni (figura A), anche grazie al ricorso al credito assistito da garanzia statale nella seconda metà dell'anno; tale fenomeno è stato osservato in misura minore in Germania, Francia e Spagna, dove gli intermediari hanno invece riportato un irrigidimento sulle politiche di offerta dei prestiti alle imprese<sup>2</sup>. Per il primo trimestre del 2021 le banche italiane prevedono criteri di offerta sui prestiti alle imprese solo marginalmente meno accomodanti.

Relativamente ai prestiti alle famiglie, gli intermediari italiani hanno indicato che i criteri di offerta sui prestiti per l'acquisto di abitazioni sono rimasti invariati, mentre quelli per il credito al consumo sono divenuti moderatamente più distesi, per effetto della maggiore tolleranza al rischio da parte delle banche. Per il primo trimestre dell'anno in corso le politiche di offerta sui mutui verrebbero leggermente allentate e quelle sui prestiti per il credito al consumo subirebbero una lieve restrizione.

La domanda di fondi da parte delle imprese è ancora cresciuta, seppure in misura minore rispetto ai trimestri precedenti; l'aumento continua a riflettere prevalentemente le esigenze connesse con il finanziamento delle scorte e del capitale circolante, oltre che quelle relative a rifinanziamento, ristrutturazione e rinegoziazione del debito. Per i primi tre mesi del 2021 le banche si attendono un ulteriore moderato incremento della domanda di prestiti da parte delle imprese; quella delle famiglie è rimasta invariata per i finanziamenti finalizzati all'acquisto di abitazioni, mentre ha registrato una contrazione per il credito al consumo. Per il primo trimestre dell'anno in corso, gli intermediari si attendono che la domanda rimanga invariata per i mutui e che aumenti per il credito al consumo.

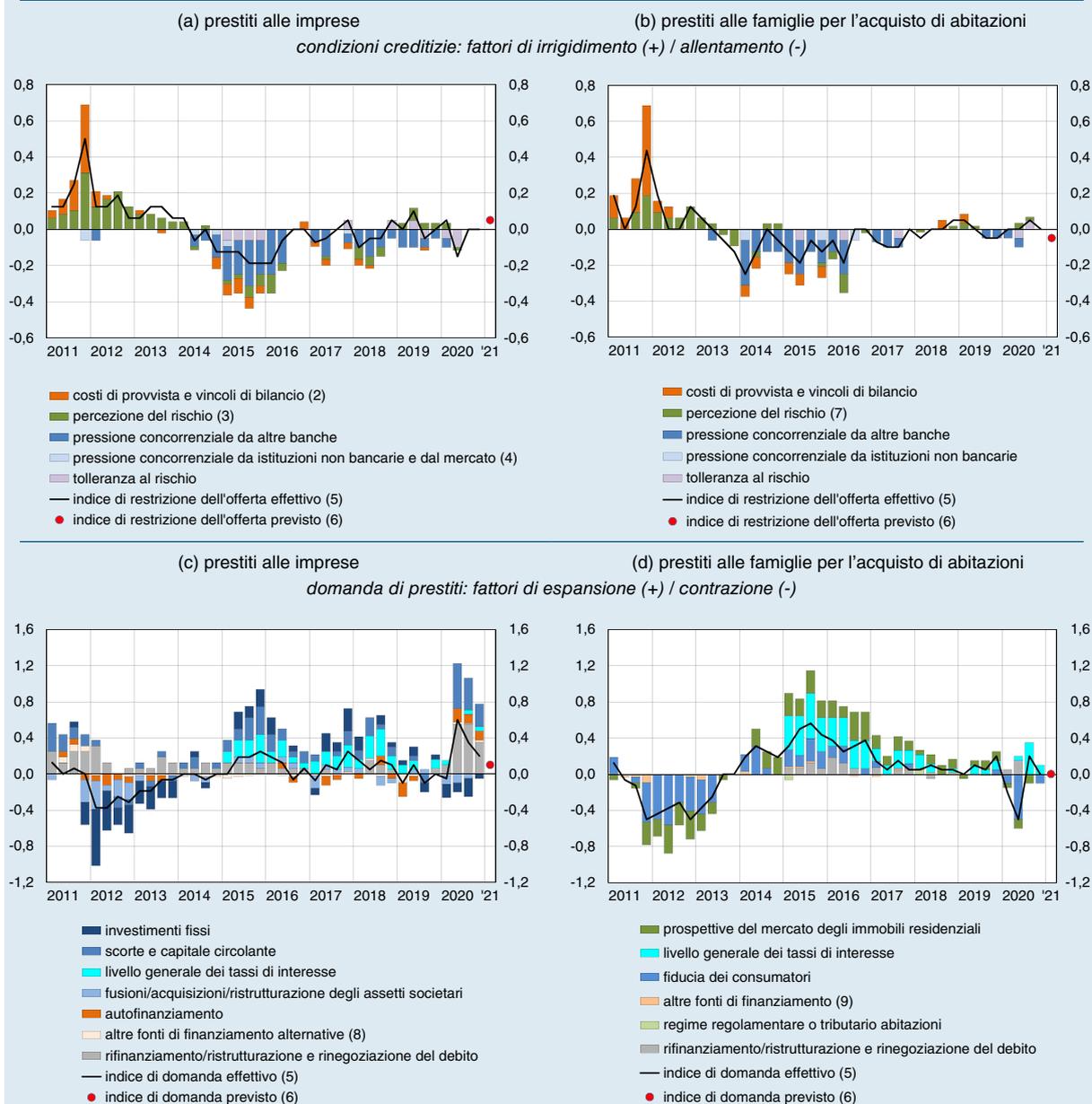
Nell'ambito dell'indagine è stato chiesto alle banche di valutare l'impatto degli schemi di garanzie pubbliche connesse con l'emergenza pandemica sull'offerta e sulla domanda di credito alle imprese nel secondo semestre del 2020. Le risposte indicano che i criteri di concessione dei prestiti assistiti da garanzia, già molto favorevoli nella prima parte dell'anno, sono stati nuovamente allentati; al contrario, gli istituti hanno segnalato un lieve irrigidimento per i finanziamenti privi di garanzia. Riguardo alla domanda di fondi, nella seconda metà dell'anno è stato riportato un nuovo significativo incremento per quelli coperti da garanzia, a fronte di una domanda sostanzialmente invariata per i prestiti che ne sono sprovvisti. Per il semestre in corso le banche si aspettano un ulteriore aumento della richiesta di finanziamenti garantiti, seppure più lieve rispetto a quello osservato nel secondo semestre del 2020.

Secondo i risultati delle indagini presso le imprese condotte dall'Istat e dalla Banca d'Italia relative al primo trimestre del 2021, le condizioni di accesso al credito sono rimaste nel complesso distese in tutti i settori, pur registrando rispetto alla fine del 2020 un leggero peggioramento che ha interessato in particolare le imprese più piccole.

<sup>1</sup> All'indagine hanno partecipato dieci tra i principali gruppi bancari italiani. Per i risultati relativi all'Italia, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Indagine sul credito bancario (BLS)*.

<sup>2</sup> Per maggiori dettagli, cfr. BCE, *January 2021 euro area Bank Lending Survey*, comunicato stampa del 19 gennaio 2021.

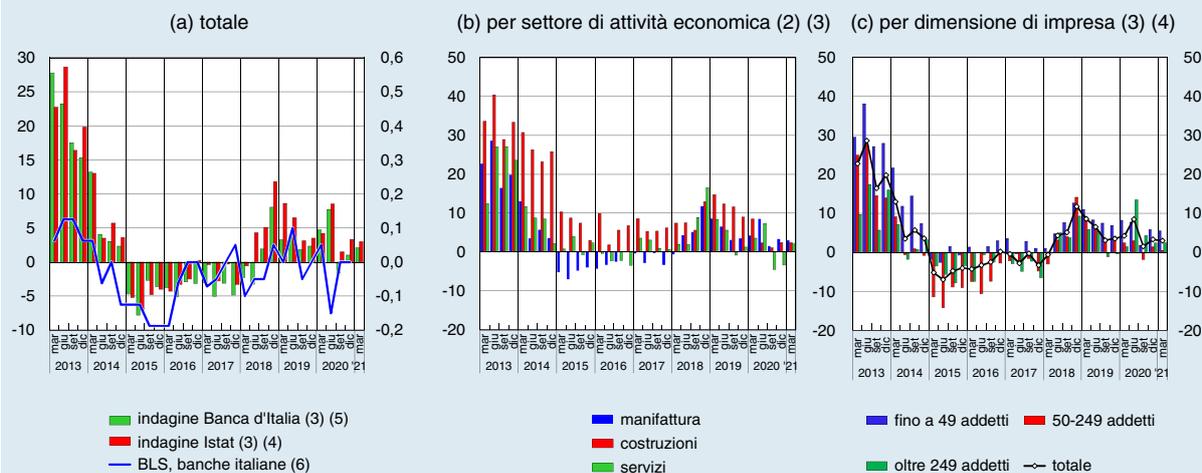
**Criteria di offerta e andamento della domanda di credito in Italia (1)**  
(dati trimestrali; indici di diffusione)



Fonte: BLS.

(1) Valori positivi indicano una restrizione dell'offerta o un aumento della domanda rispetto al trimestre precedente. Indici di diffusione costruiti sulla base del seguente schema di ponderazione: per l'offerta, 1=notevole irrigidimento, 0,5=moderato irrigidimento, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderato allentamento, -1=notevole allentamento; per la domanda, 1=notevole espansione, 0,5=moderata espansione, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderata contrazione, -1=notevole contrazione. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra -1 e 1. - (2) Media dei seguenti fattori: posizione patrimoniale della banca; capacità della banca di finanziarsi sul mercato; posizione di liquidità della banca. - (3) Media dei seguenti fattori: situazione e prospettive economiche generali; situazione e prospettive relative a particolari settori o imprese; rischi connessi con le garanzie. - (4) Media dei seguenti fattori: pressione concorrenziale da parte di istituzioni non bancarie, pressione concorrenziale da parte di altre fonti di finanziamento. - (5) Riferito al trimestre terminante al momento dell'indagine. - (6) Previsioni formulate nel trimestre precedente. - (7) Media dei seguenti fattori: situazione e prospettive economiche generali; prospettive del mercato degli immobili residenziali; merito di credito del mutuatario. - (8) Media dei seguenti fattori: prestiti erogati dalle altre banche; prestiti erogati dalle istituzioni non bancarie; emissioni/rimborsi di titoli di debito; emissioni/rimborsi azionari. - (9) Media dei seguenti fattori: autofinanziamento per l'acquisto di abitazioni mediante risparmio; prestiti erogati da altre banche; altre fonti di finanziamento esterno.

**Condizioni di accesso al credito delle imprese (1)**  
(dati trimestrali)



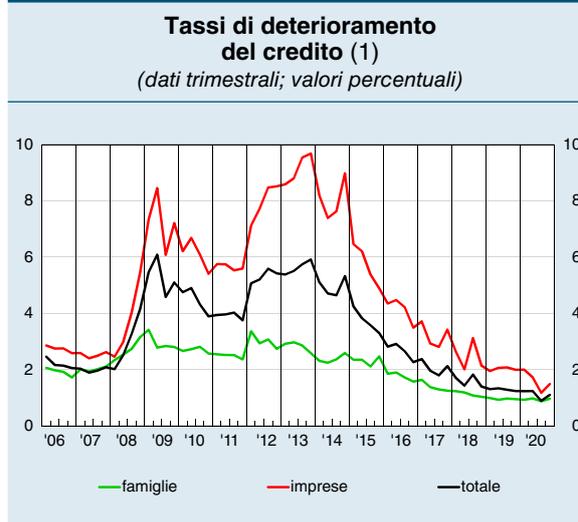
(1) L'indagine Banca d'Italia (in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* fino a ottobre 2018) è condotta trimestralmente su un campione di imprese medio-grandi (con almeno 50 addetti) appartenenti ai settori dell'industria in senso stretto e dei servizi. Le indagini Istat sulla fiducia delle imprese sono condotte su campioni di imprese appartenenti ai settori manifatturiero, dei servizi (con esclusione del commercio) e delle costruzioni. I dati per le indagini Istat sono tratti dalla rilevazione di fine trimestre; a giugno 2013 sono state introdotte alcune innovazioni metodologiche, riguardanti il campione e le tecniche di rilevazione, che rendono non direttamente confrontabile il dato con quello dei periodi precedenti. Per la BLS, cfr. figura A. – (2) Istat, indagini sulla fiducia delle imprese. – (3) Percentuale netta di imprese che riportano difficoltà di accesso al credito, calcolata come differenza tra la percentuale di risposte indicanti un peggioramento delle condizioni di accesso al credito e la percentuale di quelle indicanti un miglioramento. – (4) Istat, *Indagine sulla fiducia delle imprese manifatturiere*. – (5) *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche. – (6) Scala di destra.

**I nuovi crediti deteriorati rimangono contenuti**

Nell'ultimo trimestre del 2020 il flusso dei nuovi crediti deteriorati in rapporto al totale dei prestiti è salito all'1,1 per cento (da 0,9 del terzo trimestre, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno; fig. 39). Il lieve aumento ha interessato sia i prestiti alle famiglie (1,0 per cento, da 0,9), sia quelli alle imprese (1,5 per cento, da 1,2); per queste ultime, l'incremento è stato maggiore per le aziende operanti nei servizi.

Il flusso dei nuovi crediti deteriorati si è mantenuto su valori bassi, beneficiando delle misure di sostegno ai redditi delle famiglie e all'attività di impresa, delle moratorie (sia quelle *ex lege* sia quelle concesse autonomamente dalle banche) e delle garanzie pubbliche; riflette inoltre il fisiologico ritardo degli effetti del peggioramento dell'attività economica sulla qualità del credito<sup>7</sup>.

Figura 39



Fonte: Centrale dei rischi.

(1) Flussi trimestrali di prestiti deteriorati rettificati in rapporto alle consistenze dei prestiti, al netto dei prestiti deteriorati rettificati, alla fine del trimestre precedente e in ragione d'anno. Dati depurati dalla componente stagionale, ove presente.

<sup>7</sup> Cfr. *Le norme europee sul calendar provisioning e sulla classificazione delle clientela da parte delle banche*, audizione del Governatore della Banca d'Italia I. Visco, Commissione parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario, Roma, 10 febbraio 2021.

L'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti erogati dai gruppi bancari significativi ha continuato a ridursi nel quarto trimestre dello scorso anno, sia al lordo sia al netto delle rettifiche di valore (tav. 16), grazie anche alle ingenti cessioni di sofferenze e inadempienze probabili. Il tasso di copertura (ossia il rapporto tra le rettifiche e la consistenza dei prestiti deteriorati) è risultato in lieve diminuzione rispetto al trimestre precedente, a seguito della cessione di crediti deteriorati già ampiamente svalutati.

Tavola 16

Principali indicatori delle banche italiane significative (1) (valori e variazioni percentuali)		
VOCI	Settembre 2020	Dicembre 2020
<b>Crediti deteriorati (2)</b>		
Incidenza lorda sul totale dei finanziamenti	5,4	4,1
Incidenza netta sul totale dei finanziamenti	2,6	2,0
Tasso di copertura (3)	53,8	53,5
<b>Patrimonio di vigilanza</b>		
<i>Common equity tier 1 (CET1) ratio</i>	15,1	15,5
VOCI	2019	2020
<b>Redditività (4)</b>		
ROE (5)	4,9	1,4
Margine di interesse (6)	-6,2	-4,7
Margine di intermediazione (6)	-2,6	-6,2
Costi operativi (6)	-1,6	4,5
Risultato di gestione (6)	-4,5	-26,6
Rettifiche di valore su crediti (6)	0,8	31,5

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate.

(1) Dati provvisori. Le banche significative sono quelle vigilate direttamente dalla BCE. – (2) Dati di fine mese. I crediti includono i finanziamenti verso clientela, intermediari creditizi e banche centrali. L'incidenza dei prestiti è riportata al lordo e al netto delle relative rettifiche di valore. – (3) Ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. – (4) Il perimetro delle banche significative è cambiato a partire dal 1° trimestre 2019, a seguito di una rilevante variazione del perimetro del gruppo ICCREA e dell'inclusione del gruppo Cassa Centrale Banca fra i gruppi significativi. Al fine di confrontare i dati della redditività riferiti a dicembre 2019 con quelli relativi a dicembre 2018, sono stati esclusi i gruppi cooperativi ICCREA e Cassa Centrale Banca. Le variazioni percentuali si riferiscono pertanto a campioni omogenei di banche significative. – (5) Al netto delle componenti straordinarie. – (6) Variazioni percentuali rispetto all'anno precedente.

### È diminuita la redditività delle banche...

Nel 2020 la redditività dei gruppi significativi è diminuita. Il rendimento annualizzato del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE), calcolato al netto delle componenti straordinarie, si è molto ridotto, principalmente per effetto dell'aumento delle rettifiche di valore su crediti. Sono state contabilizzate diverse voci non ricorrenti, alcune delle quali relative a operazioni di ristrutturazione aziendale. Sono diminuiti i ricavi complessivi, soprattutto quelli derivanti dall'attività di negoziazione e dalla cessione di attività finanziarie, il cui andamento era stato particolarmente positivo nell'ultimo trimestre del 2019. I costi operativi sono aumentati per effetto di oneri connessi con operazioni di ristrutturazione aziendale e di consolidamento nonché della contribuzione straordinaria al Fondo nazionale di risoluzione; al netto degli oneri non ricorrenti per l'interruzione anticipata del rapporto di lavoro, i costi operativi sarebbero diminuiti del 2,5 per cento e il risultato di gestione si sarebbe ridotto in misura inferiore, del 13,4 per cento.

### ...ma prosegue il rafforzamento della loro situazione patrimoniale

Nel quarto trimestre dell'anno il livello di patrimonializzazione dei gruppi significativi è ancora salito, di quasi 40 punti base. Al miglioramento hanno contribuito sia l'incremento del patrimonio, dovuto anche all'aumento di capitale di un intermediario<sup>8</sup>, sia, in misura più contenuta, la flessione degli attivi ponderati per il rischio.

<sup>8</sup> Aumento di capitale perfezionato dal gruppo BPER in funzione dell'acquisizione di un ramo di azienda.

## 2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

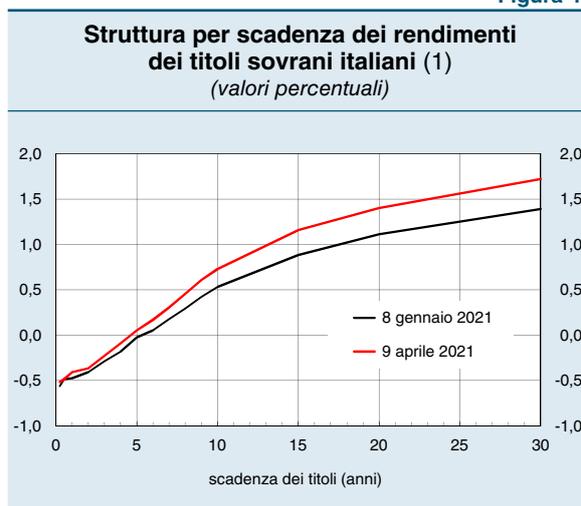
Le condizioni dei mercati finanziari in Italia si sono mantenute favorevoli. I rendimenti dei titoli di Stato sono rimasti contenuti: la riduzione del premio per il rischio sovrano e le decisioni del Consiglio direttivo della BCE hanno bilanciato la spinta al rialzo proveniente dai mercati degli Stati Uniti.

**I rendimenti dei titoli di Stato sono lievemente aumentati**

Nella prima metà di febbraio i rendimenti dei titoli di Stato italiani sono diminuiti, guidati in gran parte dalla riduzione del

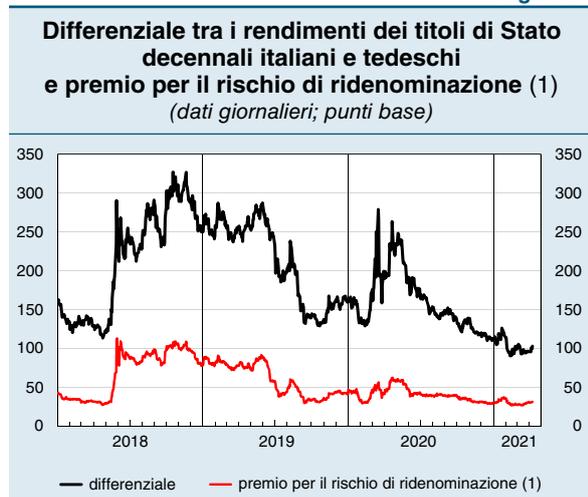
premio per il rischio sovrano. In seguito sono risaliti, portandosi su livelli di poco superiori a quelli di inizio anno (fig. 40), risentendo di un movimento comune alle principali economie avanzate, che nell'area dell'euro è stato però contrastato dalle decisioni del Consiglio direttivo della BCE (cfr. i parr. 1.2 e 1.3). Il differenziale con il rendimento dei titoli di Stato tedeschi sulla scadenza decennale si è mantenuto pressoché invariato, su valori inferiori a quelli osservati prima della pandemia (fig. 41). La volatilità implicita nei contratti derivati sul titolo di Stato decennale italiano è rimasta molto contenuta (fig. 42).

Figura 40



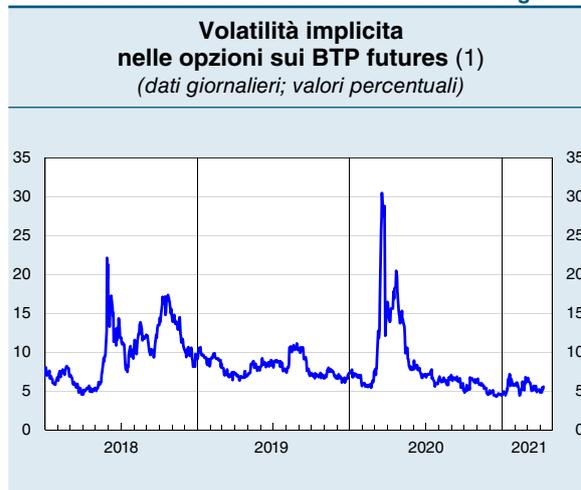
Fonte: Bloomberg.  
(1) Struttura per scadenze, a date selezionate, dei rendimenti dei titoli di Stato italiani.

Figura 41



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e ICE CMA.  
(1) Differenza tra il premio sul contratto CDS ISDA 2014 a 5 anni sul debito sovrano italiano e quello sul CDS ISDA 2003 di pari scadenza. Il regolamento ISDA 2014, rispetto a quello del 2003, offre una maggiore protezione nel caso di ridenominazione del debito sottostante.

Figura 42



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.  
(1) Volatilità implicita nelle opzioni *at the money* con scadenza a un mese sul contratto futures sul titolo di Stato decennale italiano scambiato all'Eurex.

**Le quotazioni azionarie sono salite**

Dall'inizio dell'anno i corsi azionari in Italia sono cresciuti in linea con quelli dell'area dell'euro (7 e 8 per cento, rispettivamente; fig. 43.a). Le conseguenze dei timori connessi con la diffusione di varianti del virus e con le difficoltà di approvvigionamento dei vaccini sono state più che compensate dagli effetti del ribilanciamento dei

portafogli verso attività più rischiose e più esposte al miglioramento del ciclo internazionale, nonché da quelli prodotti dai risultati di bilancio delle società quotate, che sono stati superiori alle attese. L'indice del comparto bancario è aumentato in modo marcato sia in Italia sia nell'area dell'euro (8 e 7 per cento, rispettivamente). La volatilità dei corsi azionari, seppure con temporanei rialzi, nel complesso è scesa, collocandosi alla metà di aprile su un valore inferiore di oltre 7 punti percentuali alla media dell'ultimo decennio (fig. 43.b).

Figura 43



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) Indici: FTSE MIB per l'Italia, Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti. – (2) Indici: VSTOXX per l'area dell'euro, volatilità implicita nelle opzioni sull'indice FTSE MIB per l'Italia, VIX per gli Stati Uniti.

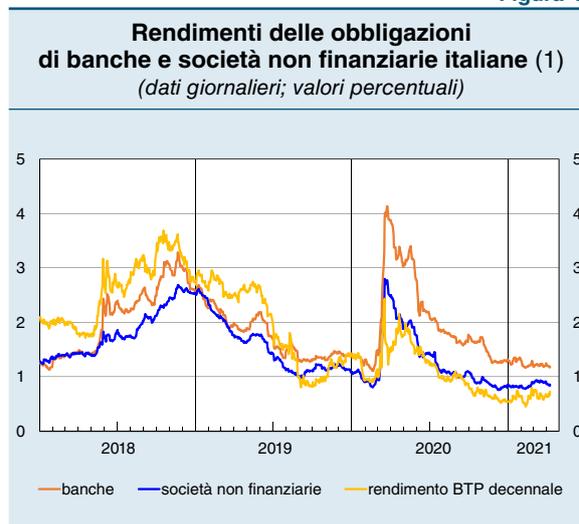
**Si è interrotta  
la discesa dei costi  
di finanziamento**

I costi di finanziamento delle banche italiane sono rimasti pressoché invariati, mentre quelli delle società non finanziarie sono saliti; dall'inizio dell'anno i rendimenti sul mercato secondario delle obbligazioni emesse da queste ultime sono aumentati di 5 punti base (fig. 44). Nella media dell'area dell'euro i rendimenti delle obbligazioni emesse da banche e società non finanziarie sono entrambi saliti di circa 7 punti base.

**Sono aumentate  
le emissioni nette  
delle imprese**

Nel quarto trimestre del 2020, le società non finanziarie hanno effettuato emissioni nette di titoli obbligazionari per 7 miliardi di euro (da 2,3 miliardi nel terzo); i rimborsi netti da parte delle banche sono invece stati pari a 12 miliardi (contro un saldo nullo nel trimestre precedente). Dati preliminari di fonte Bloomberg segnalano che nel primo trimestre del 2021, in media, le emissioni lorde sarebbero aumentate in misura significativa per le banche e lievemente diminuite per le imprese.

Figura 44



Fonte: elaborazioni su dati ICE BofAML e Bloomberg.

(1) I dati si riferiscono ai rendimenti (a scadenza) medi di un paniere di titoli obbligazionari denominati in euro di banche e società non finanziarie italiane scambiati sul mercato secondario. Anche se il paniere contiene titoli di diversa scadenza, selezionati sulla base di un grado sufficiente di liquidità, la figura riporta per confronto il rendimento del BTP decennale, particolarmente rappresentativo dei rendimenti offerti dai titoli di Stato italiani.

**La raccolta netta dei fondi comuni è rimasta positiva nel quarto trimestre**

Secondo dati di fonte Assogestioni il flusso netto di risparmio verso i fondi comuni aperti è stato positivo nel quarto trimestre del 2020 (11,3 miliardi di euro), un risultato interamente ascrivibile ai fondi di diritto estero. Gli investitori si sono rivolti non solo ai fondi azionari (con una raccolta netta pari a 10,4 miliardi) ma anche a quelli obbligazionari (7,2 miliardi) e bilanciati (5,1 miliardi); la raccolta dei fondi *hedge* è stata pari a 0,2 miliardi. Hanno invece registrato una raccolta netta negativa i fondi flessibili e i fondi monetari (-4,2 e -7,3 miliardi, rispettivamente). Il buon andamento della raccolta netta dei fondi comuni aperti è proseguito in gennaio e febbraio, ragguagliandosi a 4,7 e a 2 miliardi, rispettivamente, contro i 2,8 di dicembre dello scorso anno.

## 2.9 LA FINANZA PUBBLICA

In risposta al perdurare dell'emergenza pandemica e a fronte dei connessi interventi restrittivi dell'attività economica, nel mese di marzo il Governo ha varato ulteriori misure, principalmente a sostegno delle imprese e dei lavoratori interessati da tali restrizioni. Nelle valutazioni ufficiali complessivamente i provvedimenti aumentano il disavanzo per quasi 32 miliardi nel 2021, rispetto al suo valore tendenziale. L'Esecutivo ha chiesto al Parlamento l'autorizzazione ad aumentare ulteriormente il disavanzo e fornito un quadro aggiornato dei conti pubblici nel *Documento di economia e finanza 2021*.

**Nel 2020 l'indebitamento netto è aumentato meno delle previsioni di ottobre**

Secondo i dati di consuntivo diffusi dall'Istat, nel 2020 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è risultato pari al 9,5 per cento del PIL (contro l'1,6 del 2019; tav. 17), 1,3 punti percentuali al di sotto della stima contenuta nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2020* dello scorso ottobre, confermata nella lettera inviata dal Governo alla Commissione europea il 20 gennaio<sup>9</sup>. Il peggioramento rispetto al 2019 ha riflesso il calo del saldo primario (passato da un avanzo dell'1,8 per cento del PIL a un disavanzo del 6 per cento), a sua volta dovuto all'aumento delle uscite primarie (8,5 punti percentuali del prodotto; tav. 18) connesso soprattutto con le misure emergenziali adottate in corso d'anno.

**Il rapporto tra il debito e il prodotto è cresciuto di oltre 20 punti percentuali**

Il rapporto fra il debito pubblico e il PIL è salito al 155,8 per cento (fig. 45), dal 134,6 del 2019. All'aumento hanno contribuito sia l'effetto della recessione, che ha determinato l'ampliarsi del divario tra onere medio del debito e crescita nominale del prodotto, sia la formazione di un disavanzo primario. L'incremento del rapporto tra il

Tavola 17

VOCI	Principali indicatori dei conti delle Amministrazioni pubbliche (1) (percentuali del PIL)			
	2017	2018	2019	2020
Indebitamento netto	2,4	2,2	1,6	9,5
Avanzo primario	1,4	1,5	1,8	-6,0
Spesa per interessi	3,8	3,6	3,4	3,5
Pressione fiscale	41,8	41,7	42,4	43,1
Fabbisogno	3,4	2,2	1,9	9,5
Fabbisogno netto (2)	3,4	2,2	1,9	9,5
Debito	134,1	134,4	134,6	155,8

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, elaborazioni su dati Istat (cfr. Istat, *Conto trimestrale delle AP, reddito e risparmio delle famiglie e profitti delle società*, Statistiche flash, 2 aprile 2021).

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti. - (2) Al netto delle dismissioni mobiliari effettuate dallo Stato.

<sup>9</sup> Nella lettera il Governo comunicava alla Commissione europea l'intenzione di richiedere al Parlamento l'autorizzazione ad aumentare il disavanzo dell'anno in corso rispetto a quello indicato nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2020*.

**Spese ed entrate delle Amministrazioni pubbliche**  
(miliardi di euro e variazioni percentuali)

VOCI	Variazioni percentuali			
	2019	2020	2019	2020
<b>SPESE</b>				
Redditi da lavoro	172,9	173,4	0,2	0,3
Consumi intermedi	101,4	104,2	0,6	2,8
Prestazioni sociali in natura	45,6	46,6	-1,0	2,1
Prestazioni sociali in denaro	361,2	399,4	3,7	10,6
Interessi passivi	60,4	57,3	-6,6	-5,0
Altre spese	67,5	75,1	2,3	11,2
<b>Spese correnti</b>	<b>809,0</b>	<b>855,9</b>	<b>1,3</b>	<b>5,8</b>
in % del PIL	45,2	51,8		
<b>Spese correnti al netto degli interessi</b>	<b>748,6</b>	<b>798,6</b>	<b>2,0</b>	<b>6,7</b>
in % del PIL	41,8	48,4		
Investimenti (1)	41,4	44,2	9,5	6,7
Altre spese in c/capitale	20,6	46,1	-0,9	123,8
<b>Spese in c/capitale</b>	<b>62,0</b>	<b>90,3</b>	<b>5,8</b>	<b>45,6</b>
<b>Totale spese al netto degli interessi</b>	<b>810,7</b>	<b>888,9</b>	<b>2,3</b>	<b>9,7</b>
in % del PIL	45,3	53,8		
<b>TOTALE SPESE</b>	<b>871,0</b>	<b>946,2</b>	<b>1,6</b>	<b>8,6</b>
in % del PIL	48,6	57,3		
<b>ENTRATE</b>				
Imposte dirette	258,1	252,6	3,8	-2,1
Imposte indirette	257,8	228,9	1,3	-11,2
Contributi sociali	242,2	228,6	3,3	-5,6
Produzione vendibile e per uso proprio	44,4	39,4	1,0	-11,2
Altre entrate correnti	36,3	35,8	10,8	-1,3
<b>Entrate correnti</b>	<b>838,8</b>	<b>785,3</b>	<b>3,0</b>	<b>-6,4</b>
in % del PIL	46,8	47,5		
<b>Entrate in c/capitale</b>	<b>4,3</b>	<b>4,0</b>	<b>0,4</b>	<b>-7,0</b>
di cui: imposte	1,3	1,0	-20,5	-23,5
<b>TOTALE ENTRATE</b>	<b>843,1</b>	<b>789,4</b>	<b>3,0</b>	<b>-6,4</b>
in % del PIL	47,1	47,5		
di cui: pressione fiscale	42,4	43,1		
<b>INDEBITAMENTO NETTO</b>	<b>-27,9</b>	<b>-156,9</b>		
in % del PIL	-1,6	-9,5		
<b>Saldo primario</b>	<b>32,5</b>	<b>-99,6</b>		
in % del PIL	1,8	-6,0		
<i>per memoria:</i>				
PIL	1.790,9	1.651,6		

Fonte: elaborazioni su dati Istat (cfr. Istat, *Conto trimestrale delle AP, reddito e risparmio delle famiglie e profitti delle società*, Statistiche flash, 2 aprile 2021).  
(1) In questa voce sono contabilizzati con segno negativo i proventi relativi alle vendite di immobili.

debito e il PIL è stato comunque inferiore rispetto alle previsioni ufficiali dello scorso autunno (che ne prefiguravano un aumento di 23,4 punti percentuali), sia per un disavanzo minore registrato a consuntivo sia per una dinamica nominale del prodotto appena migliore delle attese, pur se ampiamente negativa (-7,8 da 1,1 per cento nel 2019).

L'espansione del debito nel 2020 (163,4 miliardi) è stata superiore al fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche (156,5 miliardi), riflettendo l'incremento delle disponibilità liquide del Tesoro (9,6 miliardi), solo parzialmente compensato dall'effetto degli scarti e dei premi all'emissione e al rimborso, della

Figura 45



Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche e per il PIL, elaborazioni su dati Istat.

Tavola 19

**Variazione del debito delle Amministrazioni pubbliche e sue componenti**  
(miliardi di euro)

	VOCI	2017	2018	2019	2020
<b>Variazione del debito = (a)+(b)+(c)+(d)</b>		<b>43,7</b>	<b>51,6</b>	<b>29,0</b>	<b>163,4</b>
(a) Fabbisogno complessivo		59,1	39,0	34,6	156,5
di cui: sostegno ai paesi UEM		0,0	0,0	-0,4	-0,1
(b) Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro		-13,8	5,8	-2,2	9,6
(c) Scarti e premi di emissione (1)		-1,2	6,8	-3,6	-2,3
(d) Controvalore in euro di passività in valuta		-0,4	0,1	0,1	-0,3

(1) È incluso l'effetto della rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione.

rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione e della variazione del cambio, che hanno nel complesso ridotto il debito per 2,6 miliardi (tav. 19).

La riduzione dei tassi di interesse all'emissione sui titoli di Stato osservata nella seconda parte dell'anno ha contribuito a una diminuzione dell'onere medio del debito pubblico, al 2,4 per cento alla fine del 2020 (dal 2,5 nel 2019); la vita media residua si è lievemente allungata a 7,4 anni, da 7,3 al termine del 2019.

Nel primo trimestre di quest'anno il fabbisogno del settore statale è stato pari a 41 miliardi (fig. 46), in aumento di circa 10 miliardi rispetto al corrispondente periodo del 2020.

**A marzo il Governo ha varato nuove misure di sostegno...**

Nel mese di marzo il Governo ha emanato un decreto legge (decreto "sostegni")<sup>10</sup> contenente ulteriori interventi, sostanzialmente di natura temporanea, volti da un lato a mitigare le ripercussioni economiche e sociali dell'emergenza sanitaria su famiglie e imprese e, dall'altro, a rafforzare le azioni di contrasto alla pandemia in campo sanitario. Il provvedimento determina un aumento dell'indebitamento netto nel 2021 di quasi 32 miliardi rispetto al quadro a legislazione

Figura 46



Fonte: Ministero dell'Economia e delle finanze, per il settore statale.  
(1) Al netto delle dismissioni mobiliari effettuate dallo Stato.

<sup>10</sup> DL 41/2021, in corso di conversione; cfr. memoria della Banca d'Italia per le Commissioni 5<sup>a</sup> (Programmazione economica e Bilancio) e 6<sup>a</sup> (Finanze e Tesoro) riunite, *Disegno di legge n. 2144, conversione in legge del decreto-legge 22 marzo 2021, n. 41, recante misure urgenti in materia di sostegno alle imprese e agli operatori economici, di lavoro, salute e servizi territoriali, connesse all'emergenza da Covid-19*, Senato della Repubblica, Roma, 8 aprile 2021.

vigente<sup>11</sup>, costituito per circa il 90 per cento da maggiori spese. Vengono destinate risorse per circa 17 miliardi alle imprese e al supporto dell'attività economica, per poco più di 6 miliardi a interventi in favore di lavoratori e famiglie, per oltre 5 al sostegno del servizio sanitario nazionale e del comparto sicurezza, per circa 3 agli enti territoriali, al comparto istruzione e ricerca e ad altre misure minori.

Il Governo ha chiesto al Parlamento l'autorizzazione ad aumentare ulteriormente il disavanzo. Nel *Documento di economia e finanza 2021*, approvato il 15 aprile, ha aggiornato le stime dei conti pubblici per l'anno in corso e definito gli obiettivi per i prossimi anni, anche alla luce del nuovo quadro macroeconomico e del *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR).

**...e sta ora definendo  
il Piano nazionale  
di ripresa e resilienza**

L'Esecutivo, nell'ambito del programma europeo *Next Generation EU*, sta predisponendo il PNRR, che sarà presentato alla Commissione europea entro la fine di aprile (cfr. paragrafo 1.2). Secondo le prime indicazioni<sup>12</sup>, le risorse disponibili per il finanziamento degli investimenti e delle riforme previsti dal

Piano ammonterebbero a quasi 192 miliardi<sup>13</sup>, di cui circa 123 sotto forma di prestiti. L'erogazione di un importo pari al 13 per cento del valore del Piano, a titolo di prefinanziamento, potrà avere luogo dopo l'approvazione da parte del Consiglio europeo.

<sup>11</sup> Come previsto dalla normativa nazionale, il Governo aveva preventivamente richiesto e ottenuto dal Parlamento l'autorizzazione ad aumentare il disavanzo dell'anno in corso rispetto a quanto programmato nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2020*.

<sup>12</sup> Cfr. *Audizione del Ministro dell'Economia e delle finanze Daniele Franco nell'ambito dell'esame del doc. XXVII, n. 18 (Proposta di piano nazionale di ripresa e resilienza)*, memoria presentata alle Commissioni congiunte 5<sup>a</sup>, 6<sup>a</sup> e 14<sup>a</sup> del Senato della Repubblica e V, VI e XIV della Camera dei Deputati, Senato della Repubblica, Roma, 8 marzo 2021.

<sup>13</sup> A queste risorse, derivanti dal Dispositivo per la ripresa e la resilienza, si aggiungeranno quelle relative agli altri strumenti previsti dalla *Next Generation EU*, quali il programma di assistenza alla ripresa per la coesione e i territori d'Europa (*Recovery Assistance for Cohesion and the Territories of Europe*, React-EU) e il Fondo per una transizione giusta (*Just Transition Fund*, JTF), che dovrebbero ammontare a circa 14 miliardi.



## DOCUMENTAZIONE STATISTICA

Informazioni più estese sono contenute nell'Appendice statistica del *Bollettino economico* disponibile sul sito internet [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it).



## INDICE

A1	Indicatori di competitività di prezzo basati sui prezzi alla produzione dei manufatti	<b>55</b>
A2	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	<b>57</b>
A3	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	<b>58</b>
A4	Prezzi al consumo: Italia, area dell'euro e principali paesi	<b>59</b>
A5	Posizione patrimoniale dell'Italia verso l'estero: consistenze e raccordo con i flussi del conto finanziario della bilancia dei pagamenti	<b>60</b>
A6	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	<b>61</b>
A7	Prestiti delle IFM corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni: Italia e area dell'euro	<b>62</b>
A8	Emissioni nette di obbligazioni: Italia e area dell'euro	<b>63</b>
A9	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche italiane	<b>64</b>
A10	Debito delle Amministrazioni pubbliche italiane	<b>65</b>



**Indicatori di competitività di prezzo basati sui prezzi alla produzione dei manufatti (1)**  
(dati medi nel periodo; indici: 1999=100)

PERIODO	Belgio	Canada	Cina	Corea del Sud	Francia	Germania
2015	105,9	105,1	132,3	93,5	90,9	87,4
2016	105,6	103,8	126,0	90,2	91,4	89,5
2017	111,8	105,3	126,3	93,3	90,9	89,2
2018	117,2	104,6	128,3	93,5	91,8	89,9
2019	116,0	103,0	124,8	89,6	90,4	89,1
2020	115,5	103,6	125,3	87,6	90,7	91,7
2020 – 1° trim.	114,9	102,7	124,2	87,8	89,4	89,7
2° trim.	112,4	101,2	125,4	86,4	90,4	92,2
3° trim.	117,2	104,5	124,2	86,4	91,5	92,7
4° trim.	117,3	105,8	127,6	89,9	91,4	92,3
2020 – gen.	115,8	104,3	123,5	89,2	89,3	88,8
feb.	114,8	103,8	123,6	87,9	89,0	88,7
mar.	114,2	99,8	125,4	86,3	89,8	91,5
apr.	112,2	100,3	127,1	86,7	89,8	92,4
mag.	110,0	100,8	125,6	86,0	90,4	92,2
giu.	114,9	102,6	123,4	86,4	91,0	92,1
lug.	116,4	102,9	123,3	86,4	91,3	92,2
ago.	117,8	105,1	123,4	86,3	91,7	92,9
set.	117,3	105,5	125,9	86,5	91,5	92,9
ott.	116,9	105,3	127,6	88,6	91,4	92,6
nov.	116,8	105,0	128,0	90,0	91,1	92,1
dic.	118,3	107,2	127,3	91,0	91,6	92,1
2021 – gen.	118,4	108,8	128,4	90,6	91,0	91,7

(1) Nella tavola sono riportati gli indicatori di competitività complessiva calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti di 61 paesi. Per il metodo di calcolo cfr. A. Feletigh e C. Giordano, *A novel three-market view of price competitiveness*, "Journal of Economic and Social Measurement", 44, 2019, pp. 89-116, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 447, 2018 e *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero*, Banca d'Italia, Statistiche, Metodi e fonti: note metodologiche, 19 novembre 2019. Eventuali differenze tra i dati mensili, trimestrali e annuali dipendono da arrotondamenti.

continua

**Indicatori di competitività di prezzo basati sui prezzi alla produzione dei manufatti (1)**  
(dati medi nel periodo; indici: 1999=100)

PERIODO	Giappone	Italia	Paesi Bassi	Regno Unito	Spagna	Stati Uniti
2015	60,3	96,1	107,7	91,5	105,9	102,6
2016	67,9	97,2	109,4	83,2	106,6	104,6
2017	64,0	97,1	111,2	78,4	108,0	103,4
2018	63,2	97,9	112,7	79,4	109,3	103,3
2019	66,1	96,5	113,6	79,7	107,6	105,7
2020	68,3	97,9	115,1	80,2	107,4	105,7
2020 – 1° trim.	67,9	96,3	114,7	81,1	107,1	106,4
2° trim.	69,6	97,7	114,1	80,4	106,2	108,1
3° trim.	68,4	98,9	115,8	79,7	108,1	105,4
4° trim.	67,4	98,8	115,9	79,5	108,2	102,9
2020 – gen.	66,6	96,0	114,7	81,6	107,3	105,0
feb.	67,0	95,6	114,2	82,2	106,8	105,7
mar.	69,9	97,4	115,2	79,4	107,1	108,5
apr.	70,1	97,5	113,8	81,3	106,2	108,1
mag.	69,9	97,5	113,8	80,3	105,8	109,3
giu.	68,7	98,1	114,7	79,6	106,7	107,0
lug.	68,7	98,3	115,4	79,4	107,7	106,7
ago.	68,3	99,3	116,1	80,3	108,4	105,1
set.	68,2	99,1	116,0	79,3	108,1	104,4
ott.	68,0	99,0	115,8	79,2	108,0	104,1
nov.	67,6	98,5	115,5	80,1	107,8	103,0
dic.	66,8	98,9	116,4	79,1	108,8	101,7
2021 – gen.	66,3	98,4	117,2	80,1	109,1	101,4

(1) Nella tavola sono riportati gli indicatori di competitività complessiva calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti di 61 paesi. Per il metodo di calcolo cfr. A. Felettigh e C. Giordano, *A novel three-market view of price competitiveness*, "Journal of Economic and Social Measurement", 44, 2019, pp. 89-116, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 447, 2018 e *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero*, Banca d'Italia, Statistiche, Metodi e fonti: note metodologiche, 19 novembre 2019. Eventuali differenze tra i dati mensili, trimestrali e annuali dipendono da arrotondamenti.

**Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia (1)**  
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Redditi per ora lavorata	Produttività oraria			Costo del lavoro per unità di prodotto
		Valore aggiunto (2)	Ore lavorate		
<b>Totale industria al netto delle costruzioni</b>					
2018	1,1	0,6	2,0	1,4	0,4
2019	2,4	-0,2	-0,5	-0,4	2,5
2020	2,4	-0,2	-11,1	-11,0	2,6
2018 – 1° trim.	-0,2	2,1	3,5	1,3	-2,3
2° trim.	2,4	1,4	2,5	1,1	1,0
3° trim.	1,3	-0,2	0,7	0,9	1,6
4° trim.	2,1	-0,6	-0,8	-0,2	2,8
2019 – 1° trim.	3,0	-1,5	-0,1	1,5	4,6
2° trim.	2,0	-0,3	-0,2	0,0	2,3
3° trim.	1,7	0,9	-0,1	-1,1	0,7
4° trim.	2,6	0,0	-1,8	-1,8	2,6
2020 – 1° trim.	6,3	2,3	-9,7	-11,7	3,9
2° trim.	3,9	-5,0	-26,8	-23,0	9,3
3° trim.	-1,0	-0,8	-5,2	-4,5	-0,2
4° trim.	0,5	1,9	-3,6	-5,4	-1,4
<b>Servizi</b>					
2018	1,9	-0,2	0,6	0,8	2,1
2019	1,0	0,0	0,4	0,4	1,0
2020	4,0	4,2	-8,1	-11,8	-0,1
2018 – 1° trim.	0,6	0,2	0,9	0,8	0,4
2° trim.	2,8	-0,3	0,7	0,9	3,1
3° trim.	2,4	-0,1	0,4	0,5	2,4
4° trim.	3,2	0,9	0,5	-0,5	2,3
2019 – 1° trim.	1,8	-1,0	0,2	1,3	2,8
2° trim.	0,5	0,1	0,5	0,4	0,4
3° trim.	0,9	0,1	0,6	0,5	0,8
4° trim.	1,0	0,9	0,3	-0,5	0,1
2020 – 1° trim.	5,1	5,1	-4,4	-9,0	0,0
2° trim.	7,8	7,2	-15,6	-21,2	0,6
3° trim.	3,2	3,9	-5,2	-8,7	-0,7
4° trim.	1,2	1,6	-7,4	-8,8	-0,3
<b>Totale economia</b>					
2018	1,6	0,0	1,0	0,9	1,6
2019	1,4	0,0	0,2	0,2	1,4
2020	3,3	2,7	-8,6	-11,0	0,6
2018 – 1° trim.	0,5	0,9	1,4	0,5	-0,3
2° trim.	2,6	0,0	1,0	1,0	2,6
3° trim.	2,0	-0,3	0,6	0,9	2,3
4° trim.	2,7	0,6	0,2	-0,4	2,0
2019 – 1° trim.	2,0	-1,2	0,3	1,5	3,2
2° trim.	1,0	0,5	0,4	-0,1	0,5
3° trim.	1,1	0,3	0,4	0,0	0,8
4° trim.	1,3	0,3	-0,1	-0,4	1,0
2020 – 1° trim.	4,9	3,9	-5,6	-9,1	1,0
2° trim.	6,2	3,8	-18,1	-21,1	2,3
3° trim.	1,9	2,4	-4,7	-6,9	-0,5
4° trim.	1,1	1,4	-6,2	-7,5	-0,3

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Sulla base delle ore effettivamente lavorate. Per i valori annuali, dati grezzi; per quelli trimestrali, dati destagionalizzati e corretti per il numero di giorni lavorativi. – (2) Valore aggiunto a prezzi base, valori concatenati. Anno di riferimento: 2015.

**Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro (1)**  
*(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)*

PERIODO	Redditi per ore lavorate	Produttività oraria			Costo del lavoro per unità di prodotto
		Valore aggiunto (2)	Ore lavorate		
<b>Totale industria al netto delle costruzioni</b>					
2018	2,0	0,3	1,6	1,4	1,7
2019	2,1	-1,1	-0,9	0,2	3,3
2020	2,9	0,0	-7,6	-7,5	3,0
2018 – 1° trim.	1,9	2,1	3,3	1,1	-0,2
2° trim.	2,2	1,3	2,8	1,5	0,9
3° trim.	2,2	-0,2	1,0	1,2	2,4
4° trim.	2,1	-1,6	-0,7	1,0	3,7
2019 – 1° trim.	1,9	-1,6	-0,1	1,5	3,6
2° trim.	2,1	-1,2	-0,9	0,2	3,4
3° trim.	2,6	-0,9	-0,8	0,1	3,5
4° trim.	1,7	-0,7	-1,4	-0,7	2,5
2020 – 1° trim.	3,5	-0,4	-4,9	-4,5	3,9
2° trim.	7,0	-3,1	-18,9	-16,3	10,5
3° trim.	1,2	0,0	-5,8	-5,8	1,2
4° trim.	2,5	3,5	-2,4	-5,7	-1,0
<b>Servizi</b>					
2018	2,0	0,3	2,0	1,7	1,7
2019	2,2	0,6	1,7	1,1	1,6
2020	6,0	1,8	-6,4	-8,1	4,1
2018 – 1° trim.	2,2	1,2	2,5	1,3	1,0
2° trim.	1,9	0,3	2,2	1,9	1,5
3° trim.	2,3	0,0	1,7	1,7	2,3
4° trim.	2,3	0,2	1,7	1,4	2,1
2019 – 1° trim.	1,7	-0,1	1,8	1,9	1,7
2° trim.	2,4	0,8	1,8	1,0	1,7
3° trim.	2,3	0,9	1,8	0,9	1,3
4° trim.	2,2	0,7	1,5	0,8	1,5
2020 – 1° trim.	4,9	1,3	-2,4	-3,7	3,5
2° trim.	10,8	4,5	-13,7	-17,5	6,0
3° trim.	4,2	1,2	-4,0	-5,2	2,9
4° trim.	6,0	1,3	-6,0	-7,2	4,7
<b>Totale economia</b>					
2018	1,9	0,2	1,9	1,7	1,7
2019	2,2	0,4	1,3	0,9	1,8
2020	5,2	1,3	-6,5	-7,7	3,9
2018 – 1° trim.	2,1	1,3	2,6	1,3	0,7
2° trim.	1,8	0,4	2,3	1,8	1,4
3° trim.	2,2	-0,2	1,6	1,7	2,4
4° trim.	2,1	-0,2	1,2	1,4	2,3
2019 – 1° trim.	1,7	-0,3	1,6	1,8	2,0
2° trim.	2,4	0,5	1,3	0,8	1,9
3° trim.	2,3	0,7	1,3	0,6	1,6
4° trim.	2,1	0,4	0,9	0,5	1,6
2020 – 1° trim.	4,5	1,0	-2,9	-3,9	3,5
2° trim.	9,8	2,7	-14,6	-16,8	6,8
3° trim.	3,4	0,6	-4,3	-4,9	2,8
4° trim.	5,1	1,5	-5,1	-6,5	3,6

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Sulla base delle ore effettivamente lavorate. Per i valori annuali, dati grezzi; per quelli trimestrali, dati destagionalizzati e corretti per il numero di giorni lavorativi. – (2) Valore aggiunto a prezzi base, valori concatenati. Anno di riferimento: 2015.

## Prezzi al consumo: Italia, area dell'euro e principali paesi

(indici: 2015=100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Italia		Francia		Germania		Area dell'euro (1)	
	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici
2018	1,2	0,6	2,1	0,9	1,9	1,3	1,8	1,0
2019	0,6	0,5	1,3	0,6	1,4	1,3	1,2	1,0
2020	-0,1	0,5	0,5	0,6	0,4	0,7	0,3	0,7
2018 – gen.	1,2	0,7	1,5	1,0	1,5	1,2	1,3	1,0
feb.	0,5	0,5	1,3	0,8	1,2	1,3	1,1	1,0
mar.	0,9	0,7	1,7	1,0	1,7	1,6	1,4	1,1
apr.	0,6	0,2	1,8	0,9	1,3	0,9	1,2	0,7
mag.	1,0	0,6	2,3	1,1	2,5	1,9	2,0	1,2
giu.	1,4	0,7	2,3	0,8	2,1	1,1	2,0	1,0
lug.	1,9	0,9	2,6	1,0	2,2	1,4	2,2	1,1
ago.	1,6	0,6	2,6	1,0	2,1	1,3	2,1	1,0
set.	1,5	0,5	2,5	0,7	2,2	1,4	2,1	1,0
ott.	1,7	0,7	2,5	0,8	2,6	1,8	2,3	1,2
nov.	1,6	0,7	2,2	0,7	2,2	1,1	1,9	0,9
dic.	1,2	0,5	1,9	0,6	1,7	1,2	1,5	0,9
2019 – gen.	0,9	0,6	1,4	0,6	1,7	1,8	1,4	1,1
feb.	1,1	0,4	1,6	0,6	1,7	1,6	1,5	1,0
mar.	1,1	0,3	1,3	0,3	1,4	1,0	1,4	0,8
apr.	1,1	0,7	1,5	0,5	2,1	2,0	1,7	1,3
mag.	0,9	0,5	1,1	0,3	1,3	0,9	1,2	0,8
giu.	0,8	0,4	1,4	0,7	1,5	1,5	1,3	1,1
lug.	0,3	0,4	1,3	0,7	1,1	0,9	1,0	0,9
ago.	0,5	0,6	1,3	0,6	1,0	0,8	1,0	0,9
set.	0,2	0,5	1,1	0,8	0,9	1,0	0,8	1,0
ott.	0,2	0,7	0,9	0,8	0,9	1,1	0,7	1,1
nov.	0,2	0,7	1,2	0,8	1,2	1,8	1,0	1,3
dic.	0,5	0,6	1,6	1,0	1,5	1,7	1,3	1,3
2020 – gen.	0,4	0,5	1,7	0,9	1,6	1,3	1,4	1,1
feb.	0,2	0,5	1,6	1,2	1,7	1,4	1,2	1,2
mar.	0,1	0,6	0,8	0,7	1,3	1,3	0,7	1,0
apr.	0,1	0,6	0,4	0,3	0,8	1,0	0,3	0,9
mag.	-0,3	0,6	0,4	0,7	0,5	1,1	0,1	0,9
giu.	-0,4	0,5	0,2	0,4	0,8	1,1	0,3	0,8
lug.	0,8	2,1	0,9	1,4	0,0	0,7	0,4	1,2
ago.	-0,5	0,3	0,2	0,6	-0,1	0,6	-0,2	0,4
set.	-1,0	-0,5	0,0	0,4	-0,4	0,3	-0,3	0,2
ott.	-0,6	-0,1	0,1	0,3	-0,5	0,1	-0,3	0,2
nov.	-0,3	0,3	0,2	0,4	-0,7	-0,1	-0,3	0,2
dic.	-0,3	0,4	0,0	0,2	-0,7	-0,1	-0,3	0,2
2021 – gen.	0,7	1,3	0,8	1,1	1,6	2,0	0,9	1,4
feb.	1,0	1,5	0,8	0,6	1,6	1,7	0,9	1,1
mar.	(0,6)	(0,7)	(1,4)	....	(2,0)	....	(1,3)	(0,9)

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Media ponderata degli indici dei paesi appartenenti all'area dell'euro alla data indicata.

**Posizione patrimoniale dell'Italia verso l'estero:  
consistenze e raccordo con i flussi del conto finanziario della bilancia dei pagamenti (1)**  
(miliardi di euro; valori percentuali)

PERIODO	Consistenze								Raccordo stock-flussi			
	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Strumenti derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	Totale	Totale in percentuale del PIL	Variazione del totale consistenze (a) = (b)+(c)	Aggiustamenti di valutazione (2) (b)	Flussi del conto finanziario (c)	
		Azioni e fondi comuni	Titoli di debito									
<b>Attività</b>												
2017	558	1.391	864	527	76	523	126	2.675	154,0	141	-7	148
2018	594	1.356	822	534	76	551	133	2.710	153,0	36	-68	104
2019	619	1.547	940	607	75	564	156	2.962	165,4	251	132	119
2020	614	1.656	1.011	645	81	564	172	3.086	186,9	125	11	114
2019 – 1° trim.	595	1.431	867	564	80	559	138	2.803	157,8	92	72	20
2° trim.	601	1.457	882	575	83	567	145	2.852	160,4	50	31	19
3° trim.	611	1.504	902	601	87	577	157	2.935	164,4	83	34	49
4° trim.	619	1.547	940	607	75	564	156	2.962	165,4	26	-4	31
2020 – 1° trim.	616	1.412	826	586	85	596	167	2.876	162,9	-86	-120	34
2° trim.	613	1.528	905	623	83	574	175	2.973	175,6	97	82	16
3° trim.	617	1.575	940	634	85	565	178	3.020	180,5	46	14	33
4° trim.	614	1.656	1.011	645	81	564	172	3.086	186,9	67	35	31
<b>Passività</b>												
2017	456	1.308	263	1.045	107	938	-	2.808	161,7	72	-28	101
2018	488	1.146	216	930	107	1.055	-	2.796	157,8	-12	-90	77
2019	519	1.365	282	1.082	116	978	-	2.978	166,3	182	109	72
2020	524	1.342	252	1.090	130	1.061	-	3.056	185,0	78	13	65
2019 – 1° trim.	489	1.210	250	960	117	1.044	-	2.860	161,0	64	45	19
2° trim.	499	1.263	249	1.015	127	1.003	-	2.892	162,6	32	27	5
3° trim.	509	1.352	262	1.089	140	1.002	-	3.003	168,2	111	71	40
4° trim.	519	1.365	282	1.082	116	978	-	2.978	166,3	-25	-33	8
2020 – 1° trim.	522	1.228	206	1.022	133	1.048	-	2.930	166,0	-48	-85	37
2° trim.	523	1.263	231	1.032	132	1.075	-	2.993	176,8	62	45	17
3° trim.	525	1.293	222	1.071	135	1.052	-	3.004	179,5	12	9	2
4° trim.	524	1.342	252	1.090	130	1.061	-	3.056	185,0	51	43	8
<b>Posizione netta</b>												
2017	102	83	601	-518	-31	-415	126	-134	-7,7	68	21	48
2018	106	210	606	-396	-31	-504	133	-86	-4,8	48	21	27
2019	100	182	657	-475	-41	-414	156	-16	-0,9	69	23	47
2020	90	314	759	-445	-49	-496	172	30	1,8	47	-2	49
2019 – 1° trim.	106	221	617	-396	-37	-485	138	-57	-3,2	29	27	1
2° trim.	102	193	633	-440	-44	-436	145	-39	-2,2	18	4	14
3° trim.	102	152	640	-488	-53	-426	157	-68	-3,8	-28	-37	9
4° trim.	100	182	657	-475	-41	-414	156	-16	-0,9	51	29	23
2020 – 1° trim.	94	184	620	-436	-48	-452	167	-54	-3,1	-38	-36	-2
2° trim.	90	265	674	-409	-49	-501	175	-19	-1,2	35	37	-2
3° trim.	92	282	718	-437	-50	-487	178	15	0,9	35	4	30
4° trim.	90	314	759	-445	-49	-496	172	30	1,8	15	-8	23

(1) Dati elaborati secondo gli standard internazionali pubblicati in FMI, *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6 ed., 2009 (BPM6). –  
(2) Aggiustamenti di cambio, di prezzo e altri aggiustamenti in volume.

**Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale (1)**  
(milioni di euro)

PERIODO	Conto corrente					Conto capitale		
	Totale	Merci	Servizi	Redditi primari	Redditi secondari	Totale	Attività intangibili	Trasferimenti unilaterali
2015	23.529	54.144	-4.245	-11.413	-14.956	6.110	-1.183	7.294
2016	43.997	59.963	-4.082	4.794	-16.678	-2.645	-1.973	-673
2017	44.763	54.372	-3.787	9.277	-15.098	1.243	-1.188	2.431
2018	44.487	45.926	-2.920	18.880	-17.399	-322	-1.482	1.160
2019	57.413	60.222	-849	15.167	-17.128	-1.761	-2.603	842
2020	58.585	67.612	-6.797	17.032	-19.263	-362	-1.106	744
2020 – 1° trim.	7.205	13.193	-4.842	4.448	-5.594	-430	-713	283
2° trim.	4.864	12.288	-3.055	-75	-4.294	117	48	69
3° trim.	24.341	20.686	2.930	4.583	-3.858	-193	-384	191
4° trim.	22.175	21.446	-1.830	8.077	-5.518	143	-58	201
2020 – gen.	-1.037	951	-1.325	647	-1.309	-149	-271	122
feb.	4.830	6.395	-1.557	1.843	-1.851	-116	-235	119
mar.	3.412	5.846	-1.959	1.959	-2.433	-164	-207	42
apr.	-1.992	-85	-1.006	418	-1.319	-37	-9	-28
mag.	2.983	5.869	-1.209	-496	-1.180	-6	28	-33
giu.	3.873	6.504	-839	3	-1.794	160	29	130
lug.	10.017	9.771	662	791	-1.207	-41	-128	87
ago.	6.627	4.627	1.413	1.895	-1.308	-25	-104	79
set.	7.696	6.288	854	1.898	-1.343	-127	-152	26
ott.	8.111	7.834	-704	2.403	-1.422	184	-19	203
nov.	6.835	6.910	-863	2.323	-1.534	116	-18	134
dic.	7.229	6.702	-263	3.351	-2.562	-157	-20	-137
2021 – gen.	(710)	(1.813)	(-499)	(1.000)	(-1.604)	(-182)	(-221)	(39)

(1) Dati elaborati secondo gli standard internazionali pubblicati in FMI, *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6 ed., 2009 (BPM6).

**Prestiti delle IFM corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni: Italia e area dell'euro (1)**  
*(variazioni percentuali sui 12 mesi)*

PERIODO	Italia (2)				Area dell'euro (3)			
	Settore privato (4)	Settore privato non finanziario	Società non finanziarie	Famiglie	Settore privato (4)	Settore privato non finanziario	Società non finanziarie	Famiglie
2013	-3,7	-3,6	-5,2	-1,3	-2,4	-1,6	-3,2	-0,3
2014	-1,6	-1,6	-2,3	-0,6	-0,3	-0,6	-1,5	0,1
2015	-0,3	0,0	-0,6	0,7	0,7	1,0	0,6	1,3
2016	1,1	1,0	0,3	1,9	2,4	2,2	2,4	2,0
2017	1,8	1,3	0,1	2,8	2,9	3,0	3,2	2,9
2018	2,1	2,0	1,4	2,8	3,4	3,6	4,1	3,2
2019	0,2	0,2	-1,9	2,6	3,7	3,5	3,2	3,6
2020	4,7	5,4	8,3	2,3	4,7	4,8	7,1	3,1
2019 – gen.	1,1	1,0	-0,5	2,7	3,1	3,4	3,5	3,2
feb.	1,4	1,3	0,1	2,8	3,3	3,6	3,9	3,3
mar.	1,0	1,0	-0,4	2,7	3,3	3,5	3,7	3,3
apr.	1,0	1,0	-0,4	2,7	3,5	3,6	4,0	3,3
mag.	1,1	1,2	0,0	2,7	3,3	3,6	3,9	3,4
giu.	0,6	0,9	-0,5	2,5	3,5	3,6	3,9	3,3
lug.	0,8	1,0	-0,3	2,5	3,6	3,6	4,0	3,4
ago.	0,6	0,8	-0,6	2,4	3,8	3,7	4,2	3,4
set.	0,6	0,7	-0,8	2,5	3,6	3,5	3,6	3,4
ott.	0,4	0,4	-1,3	2,4	3,7	3,6	3,8	3,4
nov.	0,2	0,1	-1,8	2,4	3,6	3,5	3,4	3,5
dic.	0,2	0,2	-1,9	2,6	3,7	3,5	3,2	3,6
2020 – gen.	0,6	0,6	-1,0	2,6	3,8	3,5	3,2	3,7
feb.	0,4	0,5	-1,2	2,5	3,7	3,4	3,0	3,7
mar.	1,5	1,7	1,5	1,8	5,0	4,3	5,5	3,4
apr.	1,5	1,5	1,8	1,2	5,0	4,6	6,7	3,0
mag.	1,6	1,7	2,0	1,3	5,3	4,9	7,4	3,0
giu.	2,3	2,8	3,7	1,7	4,9	4,8	7,2	3,1
lug.	2,9	3,2	4,5	1,8	4,8	4,8	7,1	3,0
ago.	3,7	4,1	6,0	2,0	4,7	4,8	7,2	3,0
set.	3,9	4,6	6,8	2,2	4,7	4,8	7,1	3,1
ott.	4,3	4,9	7,4	2,2	4,6	4,7	6,8	3,2
nov.	4,6	5,3	8,1	2,3	4,8	4,8	7,0	3,1
dic.	4,7	5,4	8,3	2,3	4,7	4,8	7,1	3,1
2021 – gen.	4,3	4,9	7,3	2,2	4,5	4,7	6,9	3,0
feb.	4,5	5,1	7,6	2,4	4,5	4,7	7,1	3,0

(1) I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. Per ulteriori dettagli sui dati relativi all'area dell'euro, cfr. sul sito della BCE: *Monetary Developments in the Euro Area*. – (2) Prestiti a residenti in Italia. – (3) Prestiti a residenti nell'area dell'euro. – (4) Le serie sono basate sulle definizioni degli aggregati monetari e delle contropartite adottate dalla BCE nel settembre 2012, in base alle quali vengono esclusi i pronti contro termine con contropartite centrali (per l'area dell'euro, a partire dai dati del giugno 2010).

**Emissioni nette di obbligazioni: Italia e area dell'euro (1)**  
(miliardi di euro)

PERIODO	Banche	Altre società finanziarie (2)	Società non finanziarie	Totale
<b>Italia</b>				
2019	-2,0	25,8	-3,6	20,1
2020	-19,4	7,6	7,8	-4,0
2019 – 1° trim.	-4,9	-0,3	-1,5	-6,8
2° trim.	1,4	-2,1	2,3	1,5
3° trim.	3,2	-1,1	-5,4	-3,3
4° trim.	-1,7	29,3	1,1	28,8
2020 – 1° trim.	-14,5	-7,6	-3,6	-25,7
2° trim.	7,6	4,1	1,6	13,4
3° trim.	–	-2,0	2,7	0,7
4° trim.	-12,4	13,1	7,0	7,7
<b>Area dell'euro</b>				
2019	119,7	165,6	62,2	347,5
2020	134,3	111,0	165,4	410,6
2019 – 1° trim.	58,6	21,6	15,8	95,9
2° trim.	17,1	27,6	16,5	61,1
3° trim.	22,1	38,0	20,2	80,4
4° trim.	22,0	78,4	9,7	110,0
2020 – 1° trim.	32,9	4,4	10,6	47,8
2° trim.	136,2	45,2	105,6	287,0
3° trim.	1,0	41,0	36,4	78,4
4° trim.	-35,7	20,4	12,8	-2,6

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Obbligazioni con durata all'emissione superiore all'anno, valutate al valore nominale, emesse da società residenti in Italia (pannello superiore) o nell'area dell'euro (pannello inferiore) e appartenenti al settore indicato. Le emissioni nette sono pari alla differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati. – (2) Include le imprese di assicurazione, gli altri intermediari finanziari, gli ausiliari finanziari, i prestatori di fondi e le istituzioni finanziarie captive.

**Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche italiane (1)**  
 (miliardi di euro)

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Prestiti di Istituzioni europee	Altre passività in strumenti di debito	Transazioni in strumenti di debito	Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro (2)		Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	
	<i>di cui:</i> raccolta postale								<i>di cui:</i> impieghi della liquidità		<i>di cui:</i> connesso con sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)	
2015	5,5	-1,1	-9,5	43,6	1,5	–	-1,1	40,0	10,7	8,0	50,7	-2,1
2016	-4,8	0,4	-8,0	63,3	0,5	–	-0,3	50,6	-7,4	-3,0	43,2	0,0
2017	-0,6	-2,4	-0,5	41,1	3,7	–	1,6	45,3	13,8	10,5	59,1	0,0
2018	5,2	-2,1	0,8	42,4	-4,6	–	0,9	44,7	-5,8	19,5	39,0	0,0
2019	-10,3	-4,7	6,4	43,0	-7,4	–	0,7	32,4	2,2	-18,0	34,6	-0,4
2018 – gen.	5,7	-0,7	6,3	12,6	-2,1	–	0,0	22,5	-25,2	-9,1	-2,7	0,0
feb.	-1,1	-0,5	0,0	1,6	0,5	–	-0,4	0,6	6,2	16,0	6,8	0,0
mar.	2,4	-0,2	0,0	15,3	-0,2	–	-0,1	17,3	3,5	5,5	20,8	0,0
apr.	-2,3	-0,1	0,0	12,4	0,6	–	0,1	10,7	-7,3	2,0	3,4	0,0
mag.	-0,8	-0,5	-0,1	13,3	0,0	–	0,1	12,5	-5,4	0,0	7,1	0,0
giu.	-2,3	0,3	0,7	-5,7	0,8	–	0,8	-5,6	9,2	-4,8	3,6	0,0
lug.	5,6	-0,2	-0,2	17,0	-3,8	–	-1,2	17,4	-31,6	-2,5	-14,2	0,0
ago.	-2,3	0,4	-0,6	-13,8	0,1	–	0,0	-16,6	14,9	-1,0	-1,7	0,0
set.	-1,1	-0,6	0,2	5,5	0,3	–	-0,1	4,8	15,4	-5,6	20,3	0,0
ott.	-1,2	0,2	0,0	4,6	-0,4	–	-0,7	2,2	1,0	-1,4	3,2	0,0
nov.	-0,1	-0,8	0,4	6,4	0,8	–	1,0	8,5	-3,3	2,1	5,3	0,0
dic.	2,7	0,6	-5,9	-26,6	-1,2	–	1,3	-29,7	16,9	18,4	-12,9	0,0
2019 – gen.	4,0	-1,0	8,0	29,4	-0,5	–	-0,5	40,4	-44,0	-14,0	-3,6	0,0
feb.	-3,9	-0,4	-0,1	4,0	-0,3	–	0,1	-0,2	9,8	-2,0	9,6	0,0
mar.	0,2	-2,1	0,6	-3,2	-0,2	–	0,3	-2,4	22,4	1,4	20,0	0,0
apr.	0,9	1,3	0,7	12,7	-0,2	–	-0,1	13,9	-11,6	-1,4	2,4	0,0
mag.	-1,0	-0,6	0,3	-10,1	1,0	–	-0,2	-10,0	11,3	3,0	1,3	0,0
giu.	-1,8	-1,1	-0,4	23,1	-0,5	–	0,7	21,0	-20,5	-3,0	0,5	0,0
lug.	5,8	1,6	-0,1	19,1	-2,3	–	1,2	23,7	-27,1	3,0	-3,3	0,0
ago.	-0,1	-1,3	1,8	-4,5	0,1	–	-0,3	-3,0	5,3	-3,0	2,3	0,0
set.	1,8	-0,3	1,0	-23,0	0,0	–	-0,5	-20,6	43,7	-10,0	23,1	0,0
ott.	-0,2	1,2	1,2	6,5	-0,1	–	0,2	7,6	-9,8	-3,4	-2,1	-0,2
nov.	-5,2	-1,8	0,0	3,6	0,4	–	-0,2	-1,5	0,1	2,0	-1,4	-0,2
dic.	-10,8	-0,2	-6,6	-14,5	-4,7	–	0,0	-36,6	22,5	9,4	-14,1	0,0
2020 – gen.	2,7	-1,7	5,8	25,1	1,1	–	-0,1	34,6	-38,6	-6,0	-4,0	0,0
feb.	-2,2	-0,3	-1,1	6,2	0,0	–	-0,4	2,5	-1,8	-0,5	0,7	0,0
mar.	10,8	1,3	-0,2	-23,1	1,3	–	0,1	-11,2	43,2	15,5	32,1	0,0
apr.	-1,9	0,0	10,1	25,7	0,6	–	-0,4	34,0	-16,8	11,5	17,2	0,0
mag.	-4,2	0,2	10,9	32,7	0,6	–	-0,1	39,9	-14,5	-2,5	25,4	0,0
giu.	-0,7	-0,3	1,4	20,4	-1,5	–	0,7	20,4	0,8	0,0	21,2	0,0
lug.	-0,8	-0,4	-3,0	34,7	0,2	–	-0,2	30,8	-23,3	-1,0	7,6	0,0
ago.	0,3	-0,1	1,3	18,4	-1,5	–	-0,2	18,4	-16,8	1,5	1,6	0,0
set.	-1,6	-0,3	-0,3	7,4	0,9	–	0,5	7,0	16,3	-6,0	23,3	0,0
ott.	-1,0	-0,3	-4,1	-1,8	0,5	10,1	0,0	3,7	6,1	-1,0	9,8	0,0
nov.	3,5	-0,5	-0,6	-7,3	-0,4	6,6	-0,2	1,6	16,9	0,5	18,4	0,0
dic.	-3,3	-0,1	-8,7	-3,5	-1,4	0,0	1,1	-15,8	19,1	1,0	3,3	0,0
2021 – gen.	3,6	-1,6	5,6	25,5	0,0	0,0	-0,3	34,4	-32,6	0,0	1,8	0,0
feb.	-1,5	-1,1	-3,4	37,3	0,6	4,6	-0,6	37,0	-27,8	0,0	9,2	0,0

(1) Per maggiori informazioni cfr. la sezione Appendice metodologica in *Indicatori monetari e finanziari. Finanza pubblica, fabbisogno e debito*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, per i dati fino a dicembre del 2016 e, per i mesi successivi, in *Finanza pubblica: fabbisogno e debito*, Banca d'Italia, Statistiche. – (2) Depositi del Tesoro presso la Banca d'Italia e operazioni di liquidità presso il sistema bancario. – (3) Include i prestiti in favore di paesi dalla UEM erogati sia bilateralmente sia attraverso il Fondo europeo di stabilità finanziaria (European Financial Stability Facility, EFSF), e il contributo al capitale del Meccanismo europeo di stabilità (European Stability Mechanism, ESM).

**Debito delle Amministrazioni pubbliche italiane (1)**  
 (miliardi di euro)

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Prestiti di Istituzioni europee	Altre passività		Debito delle Amministrazioni pubbliche	Per memoria:			
	<i>di cui: raccolta postale</i>						<i>di cui: connesse con i prestiti dell'EFSF</i>			disponibilità liquide del Tesoro (2)	<i>di cui: impieghi della liquidità</i>		
											depositi presso IFM finanziari residenti ai paesi della UEM (3)	sostegno ai paesi della UEM (3)	
2015	237,8	76,4	115,0	1.708,5	132,4	–	45,6	33,9	2.239,4	35,7	30,0	26,9	58,2
2016	232,9	76,8	107,0	1.767,3	133,1	–	45,3	33,9	2.285,6	43,1	33,0	29,9	58,2
2017	232,4	74,4	106,6	1.806,8	136,7	–	46,9	33,9	2.329,4	29,3	22,5	32,2	58,2
2018	237,6	72,3	107,4	1.856,0	132,2	–	47,8	33,9	2.381,0	35,1	3,0	31,5	58,2
2019	227,3	67,6	113,8	1.895,5	124,9	–	48,5	33,5	2.409,9	32,9	21,0	35,1	57,8
2018 – gen.	238,1	73,7	112,9	1.819,2	134,7	–	46,9	33,9	2.351,8	54,5	31,6	33,5	58,2
feb.	237,0	73,2	112,8	1.821,2	135,2	–	46,5	33,9	2.352,8	48,3	15,6	34,4	58,2
mar.	239,4	72,9	112,8	1.835,1	135,0	–	46,4	33,9	2.368,7	44,8	10,1	33,2	58,2
apr.	237,1	72,8	112,8	1.847,1	135,6	–	46,5	33,9	2.379,2	52,1	8,1	34,8	58,2
mag.	236,3	72,3	112,7	1.862,0	135,6	–	46,6	33,9	2.393,2	57,6	8,1	35,9	58,2
giu.	234,0	72,6	113,4	1.857,6	136,5	–	47,4	33,9	2.389,0	48,4	12,9	33,8	58,2
lug.	239,6	72,4	113,2	1.876,5	132,6	–	46,3	33,9	2.408,3	80,0	15,4	35,1	58,2
ago.	237,3	72,9	112,6	1.863,4	132,7	–	46,3	33,9	2.392,3	65,1	16,4	34,8	58,2
set.	236,2	72,3	112,8	1.869,0	133,1	–	46,2	33,9	2.397,3	49,6	22,0	33,6	58,2
ott.	235,0	72,5	112,8	1.874,5	132,6	–	45,5	33,9	2.400,4	48,7	23,4	33,7	58,2
nov.	234,9	71,7	113,2	1.882,1	133,4	–	46,5	33,9	2.410,1	51,9	21,4	33,2	58,2
dic.	237,6	72,3	107,4	1.856,0	132,2	–	47,8	33,9	2.381,0	35,1	3,0	31,5	58,2
2019 – gen.	241,6	71,3	115,4	1.885,2	131,7	–	47,3	33,9	2.421,1	79,1	17,0	32,7	58,2
feb.	237,7	70,9	115,3	1.889,0	131,4	–	47,4	33,9	2.420,8	69,3	19,0	33,6	58,2
mar.	237,8	68,8	115,9	1.883,5	131,3	–	47,7	33,9	2.416,1	46,9	17,6	32,2	58,2
apr.	238,7	70,1	116,6	1.896,5	131,1	–	47,6	33,9	2.430,5	58,5	19,0	32,3	58,2
mag.	237,7	69,4	116,9	1.888,0	132,0	–	47,3	33,9	2.422,0	47,2	16,0	34,3	58,2
giu.	235,9	68,3	116,5	1.912,1	131,5	–	48,0	33,9	2.444,0	67,7	19,0	34,5	58,2
lug.	241,8	69,9	116,4	1.931,0	129,2	–	49,2	33,9	2.467,6	94,8	16,0	35,6	58,2
ago.	241,7	68,6	118,2	1.926,2	129,3	–	49,0	33,9	2.464,2	89,5	19,0	35,9	58,2
set.	243,5	68,4	119,2	1.900,9	129,3	–	48,4	33,9	2.441,3	45,8	29,0	36,5	58,2
ott.	243,3	69,6	120,4	1.906,8	129,2	–	48,6	33,7	2.448,4	55,5	32,4	37,4	58,0
nov.	238,1	67,7	120,4	1.909,9	129,6	–	48,4	33,5	2.446,4	55,4	30,4	38,7	57,8
dic.	227,3	67,6	113,8	1.895,5	124,9	–	48,5	33,5	2.409,9	32,9	21,0	35,1	57,8
2020 – gen.	230,0	65,8	119,6	1.920,0	126,0	–	48,4	33,5	2.444,0	71,5	27,0	36,4	57,8
feb.	227,8	65,5	118,5	1.926,4	126,0	–	48,0	33,5	2.446,7	73,4	27,5	36,6	57,8
mar.	238,5	66,9	118,3	1.901,4	127,3	–	48,1	33,5	2.433,6	30,1	12,0	36,4	57,8
apr.	236,6	66,9	128,5	1.928,4	127,9	–	47,7	33,5	2.469,1	46,9	0,5	35,7	57,8
mag.	232,4	67,0	139,3	1.962,1	128,5	–	47,6	33,5	2.510,0	61,4	3,0	36,8	57,8
giu.	231,8	66,8	140,7	1.983,2	127,0	–	48,3	33,5	2.531,1	60,7	3,0	36,5	57,8
lug.	230,9	66,4	137,7	2.016,6	127,3	–	48,1	33,5	2.560,6	83,9	4,0	36,9	57,8
ago.	231,3	66,2	139,0	2.034,9	125,8	–	47,9	33,5	2.578,9	100,7	2,5	36,6	57,8
set.	229,7	66,0	138,7	2.041,5	126,7	–	48,4	33,5	2.585,1	84,5	8,5	36,4	57,8
ott.	228,7	65,7	134,6	2.039,2	127,2	10,0	48,5	33,5	2.588,2	78,4	9,5	36,8	57,8
nov.	232,2	65,1	134,0	2.031,5	126,8	16,5	48,3	33,5	2.589,3	61,5	9,0	39,7	57,8
dic.	228,9	65,1	125,3	2.027,9	125,5	16,5	49,4	33,5	2.573,4	42,5	8,0	38,5	57,7
2021 – gen.	232,6	63,4	130,9	2.052,5	125,4	16,5	49,0	33,5	2.606,9	75,1	8,0	39,3	57,7
feb.	231,1	62,3	127,4	2.089,9	126,0	21,0	48,4	33,5	2.643,8	102,9	8,0	39,3	57,7

(1) Per maggiori informazioni cfr. la sezione Appendice metodologica in *Indicatori monetari e finanziari. Finanza pubblica, fabbisogno e debito*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, per i dati fino a dicembre del 2016 e, per i mesi successivi, in *Finanza pubblica: fabbisogno e debito*, Banca d'Italia, Statistiche. – (2) Depositi del Tesoro presso la Banca d'Italia e operazioni di liquidità presso il sistema bancario. – (3) Include i prestiti in favore di paesi dalla UEM erogati sia bilateralmente sia attraverso il Fondo europeo di stabilità finanziaria (European Financial Stability Facility, EFSF), e il contributo al capitale del Meccanismo europeo di stabilità (European Stability Mechanism, ESM).





