



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Bollettino Economico

gennaio 2021

1 | 2021



**BANCA D'ITALIA**  
EUROSISTEMA

# **Bollettino Economico**

**Numero 1 / 2021**  
**Gennaio**

---

*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**

Alessio Anzuini e Martina Cecioni (coordinamento), Simone Auer, Cristina Conflitti, Enrica Di Stefano,

Santiago Pereda Fernandez, Pasquale Recchia, Maria Lisa Rodano, Andrea Silvestrini, Enrico Tosti

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

Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Valentina Aprigliano, Simone Auer, Vincenzo Cuciniello, Silvia Delrio, Maria Lisa Rodano,

Concetta Rondinelli, Filippo Vergara Caffarelli, Stefania Villa, 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 all'8 gennaio 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>12</b>
1.3 I mercati finanziari internazionali	<b>17</b>
<b>2</b> L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	<b>19</b>
2.2 Le imprese	<b>22</b>
2.3 Le famiglie	<b>25</b>
2.4 Gli scambi con l'estero e la bilancia dei pagamenti	<b>30</b>
2.5 Il mercato del lavoro	<b>33</b>
2.6 La dinamica dei prezzi	<b>36</b>
2.7 Le banche	<b>38</b>
2.8 Il mercato finanziario	<b>45</b>
2.9 La finanza pubblica	<b>47</b>
2.10 Le prospettive	<b>53</b>
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	<b>59</b>

---

## INDICE DEI RIQUADRI

L'accordo sugli scambi commerciali e sulla cooperazione tra l'Unione europea e il Regno Unito	<b>9</b>
Le misure di politica monetaria adottate dalla BCE nel dicembre 2020	<b>15</b>
L'attività economica nel quarto trimestre del 2020	<b>20</b>
Le opinioni delle imprese italiane nell'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita	<b>23</b>
Le famiglie italiane durante l'epidemia: l'indagine della Banca d'Italia	<b>27</b>
L'offerta e la domanda di credito	<b>41</b>
I provvedimenti a favore di imprese e lavoratori colpiti dalle nuove restrizioni per contrastare la pandemia	<b>47</b>
Le ipotesi sottostanti allo scenario macroeconomico	<b>54</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

**Sulla ripresa pesa la nuova ondata pandemica, ma sono iniziate le vaccinazioni**

*La recrudescenza dei contagi dall'autunno ha indotto un rallentamento dell'attività globale alla fine del 2020, soprattutto nei paesi avanzati. L'avvio delle campagne di vaccinazione si riflette favorevolmente sulle prospettive per il medio termine, ma i tempi e l'intensità del recupero restano incerti.*

**Il Consiglio direttivo della BCE continuerà a sostenere l'economia**

*Nell'area dell'euro, gli effetti della pandemia sull'attività economica e sui prezzi si prefigurano più protratti di quanto precedentemente ipotizzato. Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha ampliato e prolungato lo stimolo monetario, per assicurare condizioni di finanziamento favorevoli a tutti i settori per tutto il tempo che sarà richiesto a garantire il pieno sostegno all'economia e all'inflazione; è pronto a ricalibrare ancora i suoi strumenti se sarà necessario.*

**In Italia a un forte recupero del PIL è seguita una sua flessione a fine 2020...**

*In Italia la crescita superiore alle attese nel terzo trimestre ha evidenziato una forte capacità di ripresa dell'economia. La seconda ondata pandemica, come negli altri paesi dell'area, ha tuttavia determinato una nuova contrazione del prodotto nel quarto trimestre: sulla base degli indicatori disponibili, tale flessione è attualmente valutabile nell'ordine del -3,5 per cento, anche se l'incertezza attorno a questa stima è molto elevata.*

**...concentrata nei servizi...**

*Il calo dell'attività è stato pronunciato nei servizi e marginale nella manifattura. Nelle nostre indagini le valutazioni delle imprese sono divenute meno favorevoli, ma restano lontane dal pessimismo raggiunto nella prima metà dello scorso anno; le aziende intendono espandere i propri piani di investimento per il 2021. Secondo le famiglie intervistate dalla Banca d'Italia sono i*

*timori di contagio, più che le misure restrittive, a frenare ancora i consumi di servizi.*

**...ma si sono riavviati gli scambi di beni e gli afflussi di capitali**

*Nel terzo trimestre del 2020, il recupero delle esportazioni italiane di beni e servizi è stato molto significativo, ben superiore a quello registrato dal commercio mondiale; in autunno è proseguito ma con meno vigore. Negli ultimi mesi dello scorso anno sono ripresi gli afflussi di capitali e gli acquisti di titoli pubblici italiani da parte di non residenti; il saldo della Banca d'Italia su TARGET2 è migliorato. Grazie al protratto surplus di conto corrente, la posizione netta sull'estero è divenuta lievemente positiva dopo trent'anni di saldi negativi.*

**La ripresa dell'occupazione si è indebolita dopo l'estate**

*Nel trimestre estivo, con la riapertura delle attività sospese in primavera, sono fortemente aumentate le ore lavorate e si è ridotto il ricorso agli strumenti di integrazione salariale. Anche il numero di posizioni di lavoro alle dipendenze è tornato a crescere. Gli ultimi dati disponibili indicano tuttavia un nuovo incremento dell'utilizzo della Cassa integrazione guadagni a partire da ottobre, seppure su livelli molto inferiori a quelli raggiunti durante la prima ondata dei contagi. In novembre il recupero del numero di nuove posizioni lavorative si è sostanzialmente interrotto, evidenziando un divario rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, in particolare per i giovani e le donne.*

**La debolezza della domanda si riflette sui prezzi**

*La variazione dei prezzi al consumo è rimasta negativa, rispecchiando l'andamento dei prezzi nei settori dei servizi più colpiti dalla crisi, la cui dinamica continua a risentire della debolezza della domanda. Le aspettative di inflazione degli analisti e delle imprese prefigurano ancora valori molto contenuti nei prossimi dodici mesi.*

**Sui mercati finanziari si è diffuso un maggiore ottimismo**

*Gli annunci sulla disponibilità dei vaccini, l'ulteriore sostegno monetario e di bilancio e il risolversi dell'incertezza legata alle elezioni presidenziali negli Stati Uniti hanno rafforzato l'ottimismo degli operatori sui mercati finanziari all'estero e in Italia. Il differenziale di rendimento tra i titoli pubblici italiani e tedeschi sulla scadenza decennale permane su livelli inferiori a quelli osservati prima dell'emergenza sanitaria. I mercati finanziari restano tuttavia sensibili agli sviluppi della pandemia.*

**La crescita del credito rimane robusta**

*Le banche italiane hanno continuato a soddisfare la domanda di fondi da parte delle imprese. Le condizioni di offerta si sono mantenute nel complesso distese grazie al perdurare del sostegno proveniente dalla politica monetaria e dalle garanzie pubbliche. Il costo della provvista obbligazionaria delle banche si è ulteriormente ridotto e i tassi sui prestiti a imprese e famiglie sono rimasti su livelli contenuti.*

**Il Governo ha varato nuovi interventi di sostegno**

*In risposta al riacutizzarsi dell'emergenza sanitaria, il Governo ha varato ulteriori interventi a supporto di famiglie e imprese nell'ultimo trimestre del 2020. La manovra di bilancio prevede un aumento dell'indebitamento netto, rispetto al quadro a legislazione vigente, nell'anno in corso e nel seguente. Un impulso espansivo aggiuntivo verrebbe dagli interventi che dovranno essere definiti nell'ambito della Next Generation EU (NGEU).*

**Questo Bollettino aggiorna gli scenari macroeconomici per l'Italia**

*In questo Bollettino si presentano le proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana nel triennio 2021-23, che aggiornano quelle predisposte in dicembre per l'esercizio previsivo dell'Eurosistema. Alla base dell'esercizio di proiezione vi sono le ipotesi che l'emergenza sanitaria ritorni gradualmente sotto controllo nella prima metà di quest'anno e venga del tutto superata entro il 2022; che prosegua il deciso*

*sostegno della politica di bilancio, rafforzato dall'utilizzo dei fondi disponibili nell'ambito della NGEU; che la politica monetaria garantisca il mantenimento di condizioni finanziarie favorevoli in tutto il periodo, come prefigurato dal Consiglio direttivo della BCE.*

**Dalla primavera si tornerebbe a una crescita sostenuta...**

*Sulla base di tali ipotesi il prodotto tornerebbe a crescere in misura significativa dalla primavera, con un'espansione del PIL attualmente valutabile nel 3,5 per cento in media quest'anno, nel 3,8 il prossimo e nel 2,3 nel 2023, quando si recupererebbero i livelli precedenti la crisi pandemica. Gli investimenti riprenderebbero a crescere a ritmi sostenuti, beneficiando delle misure di stimolo, e sarebbe considerevole la ripresa delle esportazioni; quella dei consumi sarebbe invece più graduale, con un riassorbimento solo parziale della maggiore propensione al risparmio osservata dall'insorgere dell'epidemia. L'inflazione rimarrebbe bassa anche nel corso di quest'anno, per poi salire solo gradualmente nel biennio 2022-23.*

**...dopo una flessione a fine 2020...**

*La stima di crescita per l'anno in corso risente in misura significativa dell'effetto sfavorevole di trascinarsi della flessione del prodotto prefigurata per la parte finale del 2020. La dinamica dell'attività, rispetto a quanto previsto nel Bollettino economico dello scorso luglio, è invece più robusta a partire dal secondo trimestre e significativamente più forte nel 2022, grazie allo stimolo delle misure di sostegno.*

**...ma devono essere contrastati rischi ancora elevati**

*La possibilità di conseguire questi ritmi di incremento del prodotto presuppone che si manifestino appieno gli effetti espansivi degli interventi (ancora in corso di definizione) previsti nell'ambito della NGEU; che le misure di sostegno evitino che il maggiore indebitamento delle imprese abbia ripercussioni negative sulla stabilità finanziaria; che non tornino a peggiorare i timori sull'evoluzione dell'epidemia. La crescita potrebbe per contro essere più elevata nell'ipotesi di un più rapido progresso nel controllo dei contagi.*

# 1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

## 1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

L'attività economica globale, dopo un recupero superiore alle attese nei mesi estivi, nel quarto trimestre avrebbe rallentato risentendo della nuova ondata pandemica, soprattutto nei paesi avanzati. L'avvio delle campagne di vaccinazione si riflette favorevolmente sulle prospettive di più lungo periodo, ma restano incerti i tempi della ripresa.

**Si avviano le vaccinazioni, ma pesa la nuova ondata pandemica**

La recrudescenza della pandemia tra ottobre e dicembre, particolarmente intensa nell'Unione europea e negli Stati Uniti, e il conseguente rafforzamento

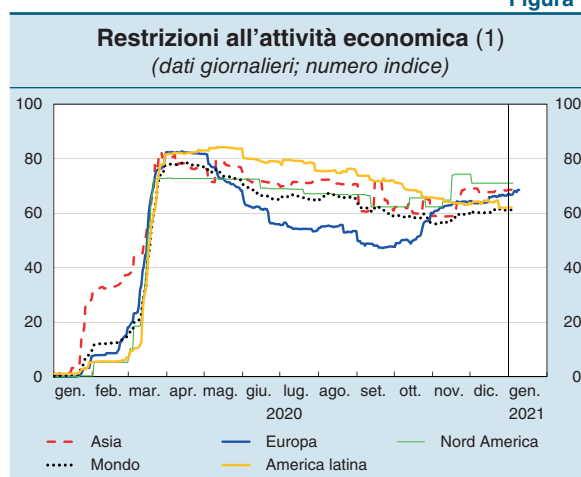
in molti paesi delle misure di contenimento – pur se in generale con un'intensità inferiore a quella della scorsa primavera (fig. 1) – si sono tradotte in un nuovo rallentamento dell'economia mondiale nell'ultimo trimestre del 2020. Sono invece migliorate le prospettive di più lungo periodo, grazie all'avvio delle campagne di vaccinazione in molti paesi; rimangono tuttavia ancora incerti i tempi di distribuzione e somministrazione dei vaccini su larga scala, da cui dipenderanno gli effetti sul ciclo economico.

**In estate il recupero dell'economia è stato intenso...**

Nel terzo trimestre la ripresa dell'attività economica è stata robusta (tav. 1), anche se in misura molto ridotta nel comparto dei servizi,

rimasto ovunque debole. Negli Stati Uniti, in Giappone e nel Regno Unito il prodotto si è collocato ancora al di sotto dei livelli precedenti la pandemia, rispettivamente per il 3,5, il 4,2 e il 9,7 per cento; ha invece superato i valori antecedenti l'emergenza sanitaria in Cina, dove la crescita si è rafforzata.

Figura 1



Fonte: elaborazioni Banca d'Italia su dati Oxford Covid-19 Government Response Tracker.

(1) Per ciascun paese, l'indice è la media semplice di 9 indicatori che misurano l'intensità delle restrizioni in diversi ambiti (scuole, luoghi di lavoro, trasporto pubblico, ecc.). Gli indicatori considerano, ove possibile, anche se le restrizioni sono adottate su tutto il territorio nazionale o su una parte di esso. Gli aggregati regionali sono calcolati pesando per la popolazione i dati nazionali.

Tavola 1

### Crescita del PIL e inflazione (variazioni percentuali)

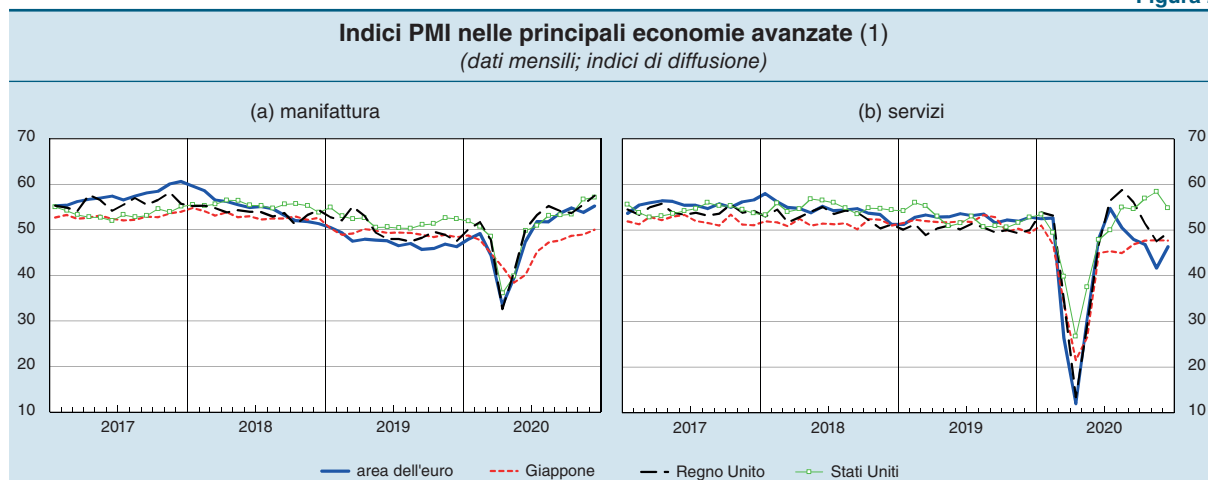
VOCI	Crescita del PIL (1)			Inflazione (2)
	2019	2020 2° trim.	2020 3° trim.	2020 dicembre
<b>Paesi avanzati</b>				
Giappone (3)	0,3	-29,2	22,9	-0,9
Regno Unito (3)	1,3	-58,7	78,0	0,3
Stati Uniti	2,2	-31,4	33,1	1,4
<b>Paesi emergenti</b>				
Brasile	1,1	-11,4	-3,9	4,5
Cina	6,1	3,2	4,9	0,2
India	4,9	-23,9	-7,5	4,6
Russia	1,3	-8,0	-3,4	4,9

Fonte: statistiche nazionali.

(1) Per i dati annuali, variazione percentuale. Per i dati trimestrali: per i paesi avanzati, variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno e al netto dei fattori stagionali; per i paesi emergenti, variazioni percentuali sul periodo corrispondente. – (2) Variazione tendenziale dell'indice dei prezzi al consumo. – (3) Dati di novembre.



Figura 2



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".

**...ma i nuovi contagi stanno frenando l'attività...**

Nell'ultima parte del 2020 l'accelerazione dei contagi ha frenato l'attività economica, soprattutto nelle economie avanzate. In dicembre nel settore manifatturiero gli indici dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI) sono rimasti al di sopra della soglia di espansione negli Stati Uniti, nell'area dell'euro e nel Regno Unito (fig. 2.a). Nel settore dei servizi, il più colpito dalle misure di contenimento della pandemia, le prospettive si mantengono nel complesso negative (fig. 2.b), in particolare nel comparto del turismo e in quello dei servizi ricreativi. Solo in Cina, dove i contagi si sono pressoché azzerati dalla scorsa primavera, gli indici segnalano un'espansione in tutti i settori.

**...e il commercio mondiale**

Questi andamenti si riflettono sul commercio mondiale. Dopo il recupero robusto degli scambi registrato nel terzo trimestre (fig. 3), i dati più recenti segnalano un rallentamento nel quarto. Nel complesso del 2020 la contrazione del commercio mondiale sarebbe nell'ordine del 9 per cento.

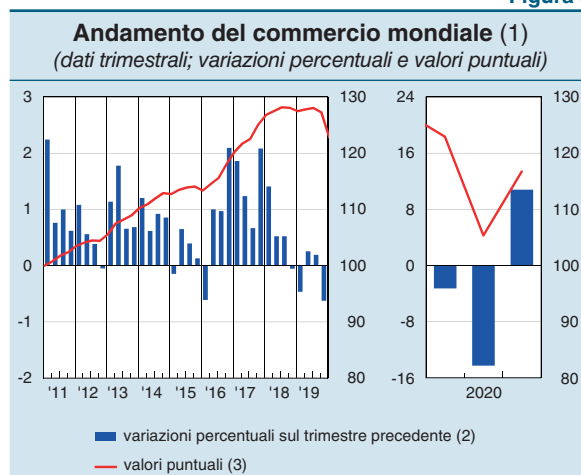
**La debolezza della domanda si ripercuote sull'inflazione**

L'inflazione al consumo delle principali economie avanzate resta inferiore ai livelli precedenti la pandemia (fig. 4). La dinamica dei prezzi rispecchia soprattutto la debolezza della domanda aggregata. Le aspettative di inflazione a lungo termine, rilevate sui mercati finanziari, sono aumentate dopo le notizie positive sull'efficacia dei vaccini, che hanno indotto valutazioni più favorevoli sulla crescita nel medio termine.

**Le prospettive restano dipendenti dalle politiche di sostegno**

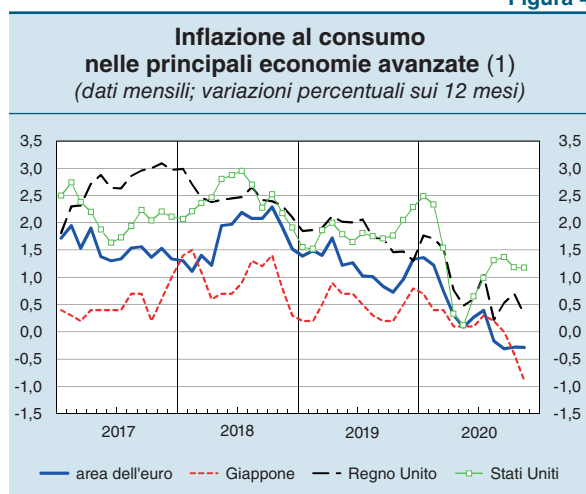
Secondo le previsioni dell'OCSE diffuse in dicembre, il prodotto globale tornerrebbe a espandersi del 4,2 per cento nel 2021 (tav. 2), superando i livelli antecedenti la pandemia entro la fine dell'anno. Le proiezioni scontano il manteni-

Figura 3



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 4



Fonte: Refinitiv.

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

mento del supporto delle politiche economiche espansive nel contesto internazionale e una vaccinazione su larga scala entro la fine dell'anno in corso; già incorporavano, inoltre, la sottoscrizione di un accordo sulle relazioni bilaterali tra Regno Unito e Unione europea (cfr. il riquadro:

*L'accordo sugli scambi commerciali e sulla cooperazione tra l'Unione europea e il Regno Unito*). La Cina arriverebbe a contribuire per oltre un terzo all'espansione globale nel 2021.

## L'ACCORDO SUGLI SCAMBI COMMERCIALI E SULLA COOPERAZIONE TRA L'UNIONE EUROPEA E IL REGNO UNITO

Il 30 dicembre 2020, al termine di complessi negoziati, è stata firmata l'intesa sulle future relazioni tra Regno Unito e Unione europea<sup>1</sup>, la cui ratifica da parte di quest'ultima avrà luogo solo in seguito all'approvazione – nei primi mesi di quest'anno – del Parlamento europeo. Il Consiglio della UE ne ha autorizzato l'applicazione in via provvisoria dal 1° gennaio 2021, al termine del periodo di transizione che era stato previsto dall'accordo di recesso (cfr. il riquadro: *Il recesso del Regno Unito dall'Unione europea*, in *Bollettino economico*, 1, 2020).

Il trattato si fonda su tre pilastri: (a) l'istituzione di un'area di libero scambio e di un nuovo partenariato economico e sociale con il Regno Unito; (b) un nuovo partenariato per la sicurezza dei cittadini; (c) un accordo orizzontale in materia di governance. Sono state inoltre raggiunte intese sullo scambio di informazioni classificate e sul nucleare civile e sono state formulate 15 dichiarazioni su ulteriori temi di interesse comune.

Il primo pilastro prevede l'istituzione di una zona di libero commercio dei beni prodotti all'interno dell'Unione europea e del Regno Unito, con piena esclusione di dazi e restrizioni quantitative<sup>2</sup>; in base

<sup>1</sup> *Trade and Cooperation Agreement between the European Union and the European Atomic Energy Community, on the One Part, and the United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland, on the Other Part.*

<sup>2</sup> Altri importanti accordi, quale quello della UE con il Canada – *Comprehensive Economic and Trade Agreement*, CETA – e quello dello Spazio economico europeo con Norvegia, Islanda e Liechtenstein, mantengono invece i dazi in alcuni specifici settori merceologici.

Tavola 2

**Scenari macroeconomici**  
(variazioni e punti percentuali)

VOCI	2019	Previsioni (1)		Revisioni (2)	
		2020	2021	2020	2021
<b>PIL</b>					
<b>Mondo</b>	<b>2,7</b>	<b>-4,2</b>	<b>4,2</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,8</b>
di cui:					
<b>Paesi avanzati</b>					
area dell'euro	1,3	-7,5	3,6	0,4	-1,5
Giappone	0,7	-5,3	2,3	0,5	0,8
Regno Unito	1,3	-11,2	4,2	-1,1	-3,4
Stati Uniti	2,2	-3,7	3,2	0,1	-0,8
<b>Paesi emergenti</b>					
Brasile	1,1	-6,0	2,6	0,5	-1,0
Cina	6,1	1,8	8,0	0,0	0,0
India (3)	4,2	-9,9	7,9	0,3	-2,8
Russia	1,3	-4,3	2,8	3,0	-2,2
<b>Commercio mondiale</b>	<b>0,6</b>	<b>-8,7</b>	<b>7,2</b>	<b>1,3</b>	<b>-</b>

Fonte: Per il PIL, OCSE, *OECD Economic Outlook*, dicembre 2020; per il commercio mondiale, elaborazioni Banca d'Italia su dati di contabilità nazionale e doganali.(1) Variazioni percentuali. – (2) Punti percentuali. Revisioni rispetto a OCSE, *OECD Economic Outlook, Interim Report*, settembre 2020 e, per il commercio mondiale, da Banca d'Italia, *Bollettino economico*, 4, 2020. – (3) I dati si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile.

alle regole d'origine concordate, nel calcolo del valore aggiunto per identificare i beni ammessi a tale trattamento si cumulano i contributi al valore aggiunto delle due economie, ma non quelli di altri paesi con i quali UE e Regno Unito simultaneamente abbiano accordi commerciali, né ovviamente quelli di altri paesi terzi<sup>3</sup>. Con riferimento alle dogane, vengono incluse le facilitazioni già presenti in altre intese commerciali dell'Unione, compresa la possibilità di semplificazioni procedurali per operatori autorizzati, ma non la totale esenzione dai controlli doganali, sanitari e fitosanitari (assenti invece all'interno della UE); è inoltre previsto un quadro di collaborazione contro le frodi doganali e quelle sull'IVA. L'intesa contiene infine disposizioni per la restituzione di oggetti di valore culturale illecitamente sottratti.

Quanto allo scambio di servizi, saranno presenti significative limitazioni: in particolare, non sono contemplati il diritto di stabilimento per le persone fisiche (salvo poche eccezioni per alcuni casi specifici)<sup>4</sup> e il mutuo riconoscimento delle qualifiche professionali, delle autorizzazioni allo svolgimento di determinate attività e dei sistemi di vigilanza bancaria e finanziaria. Nel campo dei servizi finanziari, l'intesa non prevede un accesso reciproco al mercato<sup>5</sup> più ampio di quanto stabilito negli accordi dell'Unione con altri partner commerciali. Con un'apposita dichiarazione congiunta le parti si impegnano a stipulare, entro il 31 marzo di quest'anno, un *Memorandum of Understanding* sulla cooperazione regolamentare in materia finanziaria.

L'intesa commerciale copre anche i trasporti aerei e terrestri, il coordinamento dei sistemi di sicurezza sociale, i diritti di proprietà intellettuale, gli appalti e la pesca. Riguardo a quest'ultimo punto, sul quale fino alla fine le posizioni delle parti sono rimaste molto distanti, è stata stabilita una riduzione del 25 per cento delle quote di cattura attuali della UE nelle acque britanniche, che si attuerà gradualmente nell'arco dei prossimi cinque anni e mezzo, al termine dei quali si terranno negoziati annuali sull'accesso.

L'accordo contiene un articolato meccanismo di divieti e relative sanzioni per assicurare la parità concorrenziale tra le parti in materia di sussidi distorsivi del funzionamento del mercato e il rispetto del principio di non regressione (ossia la salvaguardia del livello di protezione) in ambito sociale, ambientale e dei diritti dei lavoratori.

Il secondo pilastro dell'accordo, relativo al partenariato per la sicurezza dei cittadini, prevede la cooperazione di polizia, quella giudiziaria in materia penale e la protezione dei diritti fondamentali e dei dati personali; disciplina lo scambio di informazioni, la partecipazione britannica ai programmi dell'Unione e la collaborazione in materia di contrasto al riciclaggio.

Il terzo pilastro dell'accordo stabilisce che la governance sia articolata in un Consiglio di partenariato, presieduto da un membro della Commissione europea e da un ministro del governo britannico, comitati specializzati di natura tecnica e un Consiglio di partenariato commerciale, copresieduto da alti funzionari delle due parti. Il sistema di risoluzione delle controversie prevede consultazioni politiche e il possibile ricorso a un tribunale arbitrale per le aree del partenariato economico (ivi compresi il divieto di aiuti di Stato e le aree di non regressione) e, seppure con alcuni limiti, la pesca, il coordinamento dei sistemi di sicurezza sociale e la partecipazione britannica ai programmi della UE. In caso di violazioni<sup>6</sup> dell'accordo è concessa all'altra parte la facoltà di restringere, attraverso dazi, tariffe o quote, l'accesso al mercato per il

<sup>3</sup> Sarebbe infatti in aperta contraddizione con la logica di un accordo commerciale ammettere al calcolo i contributi al valore aggiunto di altri paesi terzi.

<sup>4</sup> Sono in particolare previste l'esenzione dal visto per i soggiorni di lavoro di breve durata e facilitazioni per i distacchi temporanei di dipendenti altamente qualificati.

<sup>5</sup> Come concordato nella dichiarazione politica annessa all'accordo di recesso, l'accesso al mercato dei servizi finanziari non è regolato dall'intesa commerciale, in quanto si applicano i regimi di equivalenza e le altre regole previsti per gli intermediari di paesi terzi (cfr. il riquadro: *Il recesso del Regno Unito dall'Unione europea*, in *Bollettino economico*, 1, 2020).

<sup>6</sup> Qualsiasi violazione sostanziale degli obblighi sanciti come elementi essenziali dell'accordo (lotta al cambiamento climatico, rispetto dei valori democratici e dei diritti fondamentali, non proliferazione delle armi di distruzione di massa) può innescare la sospensione o la risoluzione dell'intesa. È la prima volta che un'intesa commerciale della UE include la lotta al cambiamento climatico tra i suoi elementi essenziali.

settore oggetto della violazione. È prevista inoltre la possibilità di ritorsioni incrociate in altri settori, o su altre parti dell'intesa, in caso di mancato rispetto di una sentenza del tribunale arbitrale.

Nel complesso l'accordo consente all'Unione europea e al Regno Unito di mantenere alcuni benefici del commercio bilaterale, principalmente nello scambio di beni, tutelando al contempo la UE da distorsioni alla concorrenza e da abbassamenti degli standard da parte del Regno Unito. La creazione di un'area di libero scambio con solide salvaguardie della parità concorrenziale è importante anche per l'Italia: un settimo delle esportazioni di beni verso il Regno Unito (circa il 5 per cento di tutte le esportazioni del nostro paese) è costituito da prodotti agroalimentari e bevande, che in caso di tensioni commerciali internazionali sono in genere più a rischio di subire misure restrittive. La dimensione relativamente più piccola delle imprese esportatrici italiane, inoltre, le espone in maniera maggiore a eventuali distorsioni delle condizioni del mercato.

La ripresa potrebbe essere rallentata dagli effetti di ulteriori recrudescenze dei contagi che non fossero fronteggiati con nuove misure di sostegno fiscale. Di contro, un'eventuale somministrazione su larga scala dei vaccini effettuata in tempi più rapidi rispetto alle attese potrebbe essere di supporto alla crescita.

**Risalgono le quotazioni del petrolio**

Dalla fine di ottobre i corsi petroliferi sono aumentati portandosi su valori prossimi ai 50 dollari al barile. Vi

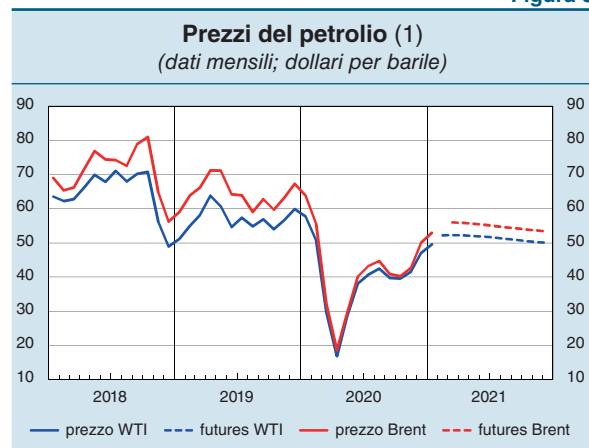
hanno contribuito la diffusione delle notizie incoraggianti sui vaccini, il superamento dell'incertezza sull'esito delle elezioni statunitensi e la tenuta della domanda asiatica. In dicembre i prezzi hanno beneficiato anche della decisione dell'OPEC+ di adottare un più graduale ripristino della produzione da gennaio 2021, dell'approvazione di un nuovo stimolo fiscale negli Stati Uniti e della riduzione dell'incertezza legata al negoziato per la Brexit. I contratti futures indicano prezzi in lieve calo nel medio termine (fig. 5), ma le prospettive risentiranno verosimilmente degli sviluppi della pandemia.

**Si protrae l'espansione monetaria**

Nella riunione di dicembre la Riserva federale ha annunciato che gli acquisti di titoli proseguiranno fino

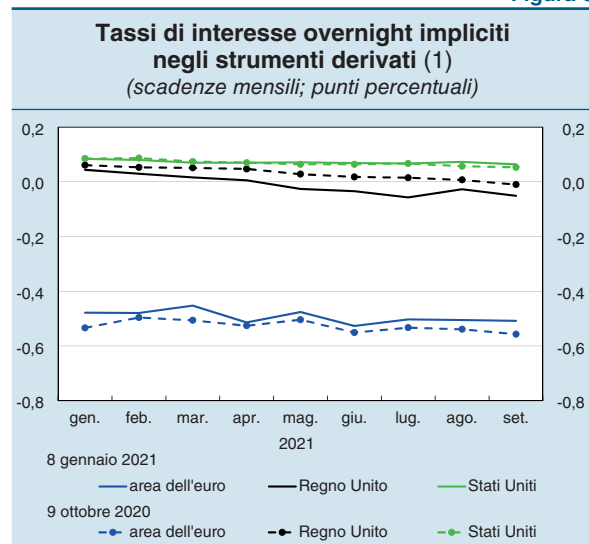
a quando non saranno conseguiti progressi sostanziali nel raggiungimento degli obiettivi di massima occupazione e stabilità dei prezzi (fig. 6). La Banca del Giappone ha mantenuto invariato il proprio orientamento mentre la Banca d'Inghilterra ha aumentato di 150 miliardi di sterline (pari al 7 per cento del PIL) il livello obiettivo degli acquisti di titoli pubblici. In Cina la banca centrale ha lasciato inalterati i tassi di riferimento; ha però limitato gli interventi in alcuni casi di insolvenza di

**Figura 5**



Fonte: Refinitiv.  
(1) Per i prezzi a pronti, medie mensili fino a dicembre 2020; l'ultimo dato si riferisce alla media giornaliera dal 1° all'8 gennaio 2021.

**Figura 6**



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.  
(1) Tasso di interesse atteso implicito nelle quotazioni degli overnight indexed swaps (OIS).

società controllate dai governi locali che avevano generato pressioni sui tassi interbancari, segnalando il progressivo venir meno delle garanzie implicite da parte dello Stato centrale, al fine di contenere i rischi di instabilità finanziaria.

## 1.2 L'AREA DELL'EURO

Secondo gli indicatori più recenti, nell'area dell'euro l'attività economica si sarebbe indebolita nell'ultima parte dell'anno, con la recrudescenza dei contagi e l'inasprimento delle misure di contenimento. Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha ricalibrato in senso espansivo i propri strumenti di politica monetaria per garantire condizioni di finanziamento favorevoli per tutto il periodo della crisi indotta dalla pandemia, che si prefigura più esteso di quanto precedentemente ipotizzato.

**Dopo una ripresa nel terzo trimestre più forte delle attese...** Nel terzo trimestre il PIL nell'area dell'euro è salito in misura più ampia di quanto atteso, del 12,5 per cento (tav. 3), dopo una perdita cumulata del 15 per cento nella prima metà dell'anno. Il valore aggiunto è aumentato in tutti i settori, sebbene resti lontano dai livelli di fine 2019 in special modo nei servizi più esposti all'interazione sociale. Il prodotto è cresciuto in tutte le principali economie, ma in nessuna si è riportato sui valori precedenti l'insorgere dell'epidemia.

**...gli indicatori segnalano una contrazione nel quarto** Secondo le informazioni disponibili, nel quarto trimestre il PIL si sarebbe ridotto. Gli indicatori PMI sono nel complesso compatibili con una contrazione dell'attività: nella media del quarto trimestre si sono consolidati i segnali di ripresa nella manifattura, a fronte di un indebolimento nei servizi, seppure meno accentuato rispetto ai mesi primaverili. In dicembre l'indicatore €-coin è salito riflettendo la resilienza dell'attività manifatturiera e il miglioramento delle attese di famiglie e imprese (fig. 7).

Le proiezioni elaborate in dicembre dagli esperti dell'Eurosistema indicano che il calo del PIL nel 2020 sarebbe stato pari al 7,3 per cento; nei tre anni successivi il prodotto crescerebbe del 3,9, del 4,2 e del 2,1 per cento. Il quadro dei rischi rimane orientato al ribasso.

**L'inflazione risente della debolezza della domanda** Sulla base dei dati preliminari la variazione dei prezzi al consumo in dicembre è stata

Tavola 3

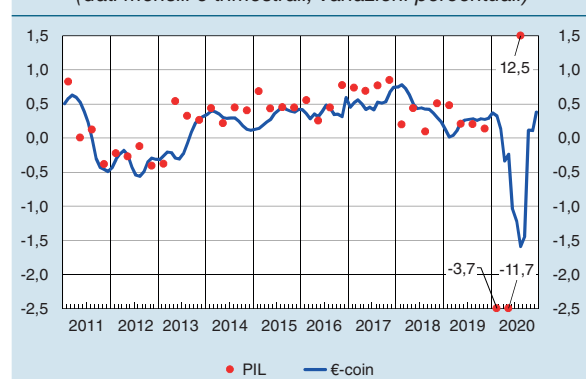
### Crescita del PIL e inflazione nell'area dell'euro (variazioni percentuali)

PAESI	Crescita del PIL			Inflazione
	2019	2020 2° trim. (1)	2020 3° trim. (1)	2020 dicembre (2)
Francia	1,5	-13,8	18,7	(0,0)
Germania	0,6	-9,8	8,5	(-0,7)
Italia	0,3	-13,0	15,9	(-0,3)
Spagna	2,0	-17,9	16,4	(-0,6)
Area dell'euro	1,3	-11,7	12,5	(-0,3)

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 7

### Indicatore ciclico coincidente (€-coin) e PIL dell'area dell'euro (1) (dati mensili e trimestrali; variazioni percentuali)



Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.  
(1) Per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. il riquadro: *€-coin e la congiuntura dell'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: dicembre 2020*. 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.

pari al -0,3 per cento sui dodici mesi (fig. 8). La componente di fondo si attesta allo 0,2 per cento dallo scorso settembre, il valore più basso mai registrato; su di essa pesa la debolezza dei prezzi dei servizi connessi al turismo (in particolare di trasporto). Secondo le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema diffuse in dicembre, la variazione dei prezzi al consumo sarebbe pari all'1,0 per cento nel 2021 e si porterebbe all'1,1 e all'1,4 per cento nel 2022 e nel 2023, rispettivamente.

Le aspettative di inflazione a due anni implicite nei contratti di *inflation swap* sono risalite a inizio gennaio all'1,1 per cento; quelle sull'orizzonte tra cinque e dieci anni in avanti all'1,3 (fig. 9.a). In base ai prezzi delle opzioni, la probabilità che la variazione dei prezzi al consumo risulti inferiore allo 0,5 per cento nella media dei prossimi cinque anni è diminuita significativamente ed è prossima al 20 per cento, in linea con i livelli dello scorso febbraio (fig. 9.b).

Figura 8

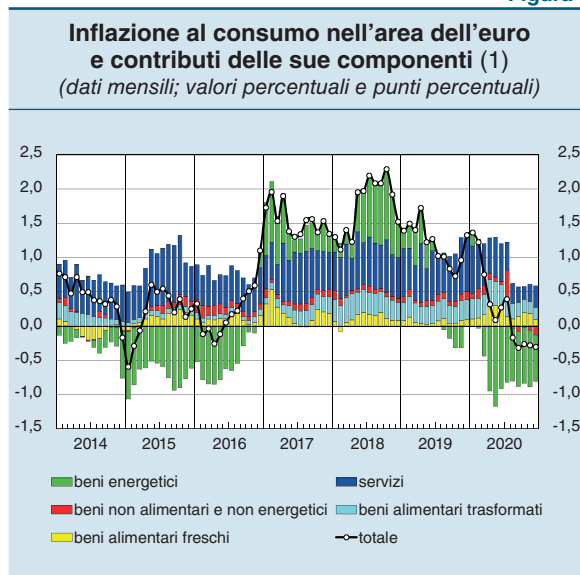
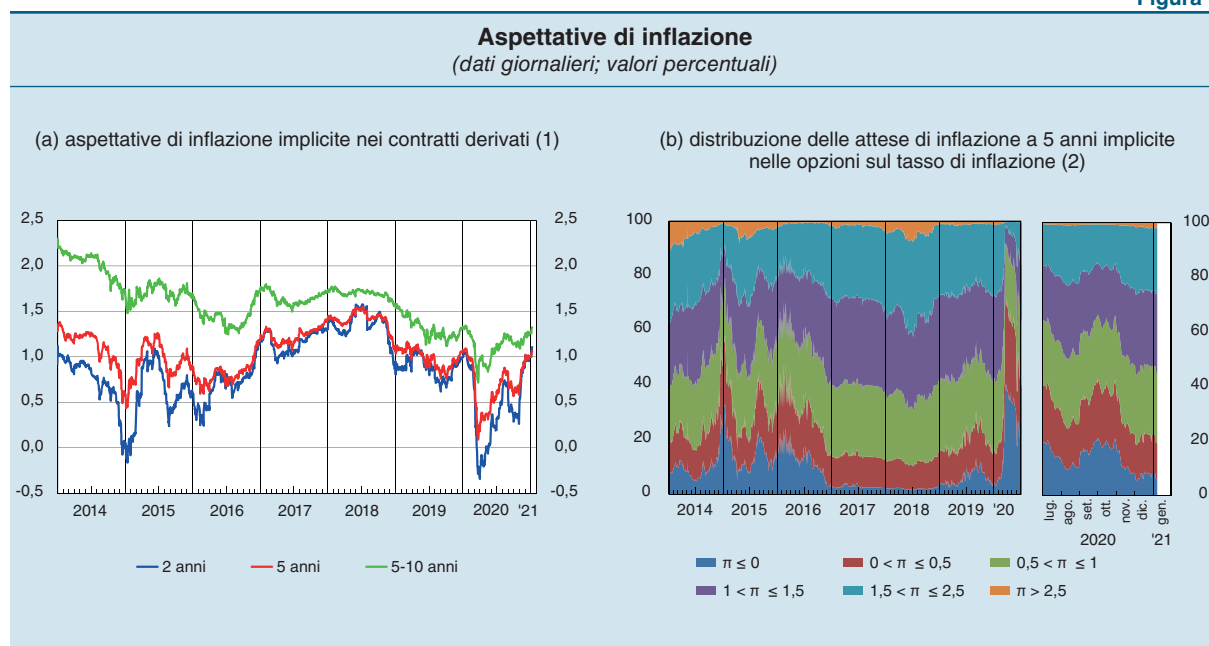


Figura 9



**Il Consiglio direttivo ha ampliato lo stimolo monetario**

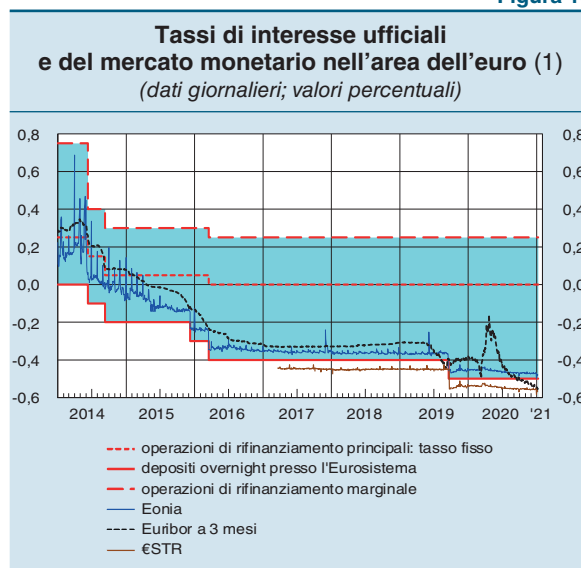
Nella riunione del 10 dicembre il Consiglio direttivo della BCE ha ricalibrato in senso espansivo gli strumenti di politica monetaria, per contribuire a preservare condizioni di finanziamento favorevoli a fronte degli effetti della pandemia sull'economia e sui prezzi, che si prefigurano di durata più estesa di

quanto precedentemente ipotizzato (fig. 10; cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate dalla BCE nel dicembre 2020*).

Gli acquisti netti di titoli nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP) e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) hanno portato il valore di bilancio dei due portafogli di titoli rispettivamente a 2.909 miliardi alla fine di dicembre e 698 miliardi alla fine di novembre (tav. 4).

Il 16 dicembre è stata regolata la sesta asta della terza serie di operazioni di rifinanziamento mirate a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3): sono stati assegnati 50 miliardi a controparti dell'area dell'euro, di cui 11 a quelle italiane (tav. 5). Il totale dei fondi erogati con queste operazioni è salito, rispettivamente, a 1.749 e 350 miliardi.

Figura 10



Fonte: BCE e Refinitiv.

(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 fino alla fine del 2021 il tasso Eonia è calcolato come €STR incrementato di 8,5 punti base.

Tavola 4

<b>Titoli detenuti nell'ambito dell'APP e del PEPP</b> (miliardi di euro)				
VOCI	Titoli privati (1)	Titoli pubblici (1)	Titoli pubblici italiani (2)	Titoli pubblici italiani acquistati dalla Banca d'Italia (2)
<b>APP</b>				
Dicembre 2019	477	2.103	364	327
Dicembre 2020	567	2.342	411	370
<b>PEPP</b>				
Novembre 2020	48	650	118	107

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.

Tavola 5

<b>Operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema</b> (miliardi di euro)				
VOCI	Area dell'euro		Italia	
	Importo	Numero di controparti	Importo	Numero di controparti
<b>Rifinanziamento totale al 31 dicembre 2020 (1)</b>				
	<b>1.793</b>		<b>374</b>	
Rifinanziamento nell'ambito delle TLTRO3				
	1.749		350	
di cui: ultima operazione regolata a dicembre 2020 (lordo)				
	50	156	11	25
ultima operazione regolata a dicembre 2020 (netto) (2)				
	37		6	

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, TLTRO2, 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.

## LE MISURE DI POLITICA MONETARIA ADOTTATE DALLA BCE NEL DICEMBRE 2020

Nella riunione del 10 dicembre 2020 il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha adottato nuove misure per preservare condizioni di finanziamento favorevoli, sostenere il credito bancario a imprese e famiglie, contrastare le ricadute della pandemia sull'economia e sull'inflazione. Le misure hanno riguardato: (a) il programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP); (b) la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3); (c) le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations*, PELTRO); (d) i criteri di idoneità per le attività che le banche utilizzano come garanzie nelle operazioni con l'Eurosistema.

La dotazione complessiva del PEPP è stata incrementata di ulteriori 500 miliardi, a 1.850 miliardi. L'orizzonte temporale degli acquisti netti è stato esteso almeno sino a marzo 2022 e, in ogni caso, finché non sarà conclusa l'emergenza sanitaria; quello di reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza è stato ampliato almeno fino al termine del 2023.

In considerazione delle conseguenze economiche della pandemia, che si protrarranno più a lungo di quanto in precedenza ipotizzato, il rafforzamento del PEPP ha l'obiettivo di evitare in tutto il periodo dell'emergenza sanitaria eventuali restrizioni premature delle condizioni finanziarie, che metterebbero a rischio il sostegno all'attività economica e all'inflazione. Gli acquisti nell'ambito del PEPP continueranno a essere effettuati in maniera flessibile nel tempo, tra tipologie di attività e tra giurisdizioni, al fine di preservare l'ordinata trasmissione della politica monetaria e il mantenimento di condizioni finanziarie espansive; le risorse disponibili potrebbero non essere utilizzate appieno se ciò si rivelasse non necessario, ma saranno invece aumentate se richiesto per contrastare gli effetti dello shock pandemico.

Per le TLTRO3 è stato ampliato di dodici mesi, fino a giugno 2022, il periodo nel quale si applicheranno le condizioni di costo più favorevoli<sup>1</sup>; sono state aggiunte tre operazioni, che saranno effettuate tra giugno e dicembre del 2021; l'ammontare totale di fondi che le controparti potranno ottenere in prestito è stato portato dal 50 al 55 per cento del rispettivo stock di prestiti idonei a fine febbraio 2019<sup>2</sup>. La ricalibrazione e l'estensione delle TLTRO3 aiuteranno anche a contrastare i segnali di lieve irrigidimento delle condizioni di offerta del credito, recentemente osservati per le banche dell'area<sup>3</sup>.

Nel corso del 2021 verranno offerte quattro ulteriori PELTRO; le regolari operazioni di rifinanziamento continueranno a essere condotte mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo richiesto alle condizioni vigenti, finché ciò sarà necessario<sup>4</sup>.

Affinché le controparti possano avvalersi appieno di tutte le operazioni utili per ottenere la liquidità, in particolare delle TLTRO3 ricalibrate, è stato esteso fino a giugno del 2022 l'allentamento dei criteri di idoneità applicabili alle attività che le banche utilizzano come garanzie nelle operazioni con l'Eurosistema.

<sup>1</sup> Da giugno 2021 a giugno 2022 alle TLTRO3 sarà applicato un tasso di interesse inferiore di 50 punti base rispetto al tasso medio sulle operazioni di rifinanziamento principali. Per le controparti i cui prestiti tra l'inizio di ottobre 2020 e la fine di dicembre 2021 siano uguali ai rispettivi livelli di riferimento (*benchmark net lending*), il tasso praticato sarà di 50 punti base più basso di quello sui depositi presso la banca centrale, e comunque non superiore a -1 per cento. Cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate dalla BCE*, in *Bollettino economico*, 3, 2020.

<sup>2</sup> Per ulteriori informazioni sulle modifiche apportate alle operazioni TLTRO3, cfr. BCE, *ECB prolongs support via targeted lending operations for banks that lend to the real economy*, comunicato stampa del 10 dicembre 2020.

<sup>3</sup> Cfr. BCE, *October 2020 euro area bank lending survey*, comunicato stampa del 27 ottobre 2020.

<sup>4</sup> Per ulteriori informazioni sulle operazioni PELTRO, cfr. BCE, *ECB extends pandemic emergency longer-term refinancing operations*, comunicato stampa del 10 dicembre 2020.

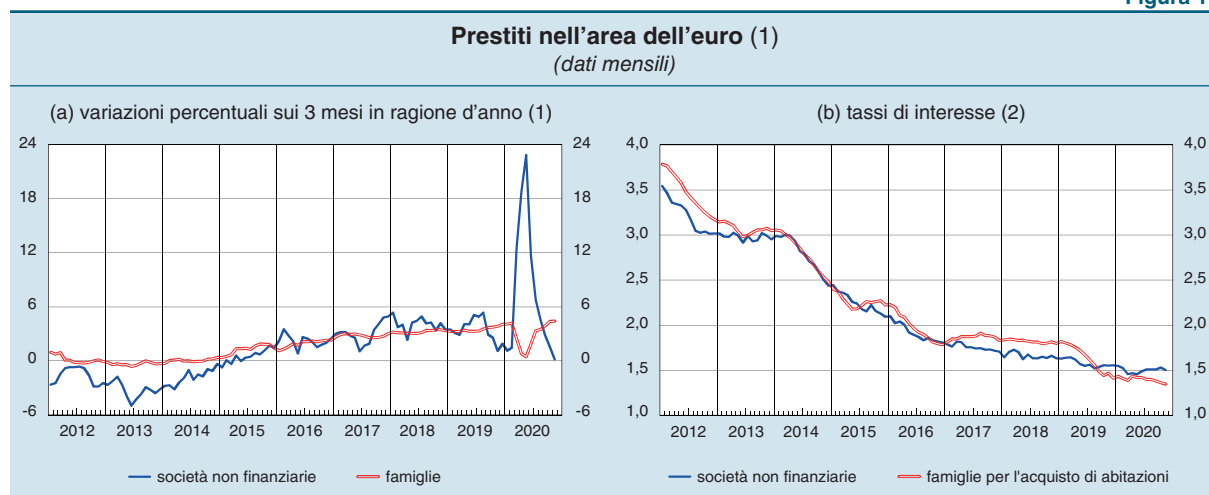


L'insieme delle misure adottate contribuirà a sostenere la crescita economica, riportando l'inflazione verso valori coerenti con la stabilità dei prezzi. Il Consiglio direttivo continuerà inoltre a monitorare le implicazioni degli andamenti del cambio sulle prospettive di medio termine dell'inflazione. A fronte di un grado di incertezza ancora elevato – anche riguardo l'evoluzione della pandemia e la distribuzione dei vaccini – ha annunciato di essere pronto ad adeguare tutti gli strumenti di politica monetaria, ove opportuno, per assicurare che l'inflazione si avvicini stabilmente e in modo simmetrico al livello perseguito.

**La dinamica del credito alle imprese si è attenuata**

Dalla fine dell'estate la minore richiesta di fondi per soddisfare le esigenze di liquidità e per finanziare investimenti si è riflessa in un'attenuazione della dinamica del credito alle imprese dell'area dell'euro. Sulla base dei dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni, nei tre mesi terminanti in novembre il tasso di crescita dei prestiti alle società non finanziarie è sceso allo 0,2 per cento in ragione d'anno (da 4,6 in agosto; fig. 11.a). Tra i principali paesi dell'area, la dinamica è stata negativa in Spagna e in Germania (-2,5 e -0,9 per cento, rispettivamente), moderata in Francia (4,4) e sostenuta in Italia (8,9; cfr. il par. 2.7). I prestiti alle famiglie hanno lievemente accelerato: in novembre la crescita sui tre mesi in ragione d'anno è salita al 4,4 per cento nella media dell'area (da 3,5 in agosto).

**Figura 11**



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.

Tra agosto e novembre il costo dei nuovi prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasto sostanzialmente stabile (all'1,5 e 1,3 per cento, rispettivamente; fig. 11.b).

**Il Consiglio della UE ha adottato il quadro finanziario pluriennale dell'Unione**

Nella riunione del 10 dicembre del 2020, il Consiglio europeo ha raggiunto un accordo sul bilancio della UE e sullo strumento per la ripresa dell'Unione europea, la *Next Generation EU* (NGEU)<sup>1</sup>. A seguito dell'accordo, lo scorso 17 dicembre il Consiglio della UE ha approvato il quadro finanziario pluriennale per gli anni 2021-27. La dotazione finanziaria del bilancio per l'intero periodo è di

<sup>1</sup> Per commenti dettagliati, cfr. *Audizione nell'ambito dell'attività conoscitiva preliminare ai fini dell'individuazione delle priorità nell'utilizzo del Recovery Fund*, testimonianza del Capo del Servizio Struttura economica della Banca d'Italia F. Balassone, Camera dei deputati, Roma, 7 settembre 2020.

1.074,3 miliardi<sup>2</sup> (di cui 166 per il 2021). Per l'effettivo avvio della NGEU è ancora necessaria la ratifica della decisione sulle risorse proprie dell'Unione da parte di tutti gli Stati membri, secondo le norme costituzionali nazionali. Per favorire la ripresa economica, il 18 dicembre la Presidenza del Consiglio della UE e i negoziatori del Parlamento europeo hanno raggiunto un accordo provvisorio sulla base del quale, dopo la ratifica, gli Stati membri potranno richiedere un prefinanziamento dei fondi richiesti pari al 13 per cento (anziché al 10, come prefigurato in luglio), previa approvazione del *Piano per la ripresa e la resilienza*<sup>3</sup>.

### 1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

Le condizioni sui mercati finanziari internazionali sono progressivamente migliorate, a seguito del venir meno dell'incertezza sull'esito delle elezioni statunitensi e dell'ottimismo diffusosi sull'efficacia di alcuni vaccini. Le quotazioni restano tuttavia vulnerabili agli sviluppi della pandemia.

#### I rendimenti a lungo termine restano bassi

I tassi a lungo termine sono rimasti su livelli contenuti o lievemente negativi nelle principali economie avanzate, dove le politiche monetarie si sono mantenute fortemente accomodanti. L'8 gennaio i rendimenti dei titoli pubblici decennali si collocavano all'1,1 per cento negli Stati Uniti, allo 0,3 nel Regno Unito, allo 0,0 in Giappone e a -0,6 in Germania (fig. 12). Dalla fine della prima decade di ottobre i differenziali di rendimento rispetto ai titoli tedeschi si sono ridotti di 29 punti base in Grecia, di 21 in Portogallo, di 20 in Italia, e di 14 in Spagna (fig. 13; cfr. il par. 2.8).

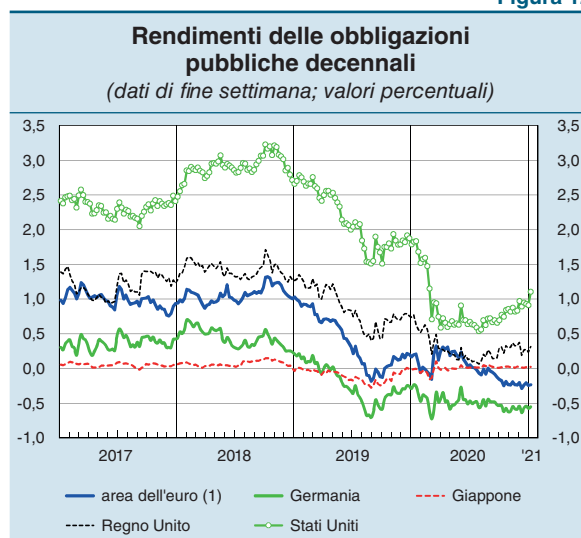
#### Gli indici di borsa sono risaliti da novembre

I corsi azionari sono saliti da novembre in tutti i principali paesi avanzati (fig. 14). Negli Stati Uniti e in Giappone le quotazioni hanno superato i livelli precedenti la pandemia, mentre restano ancora incompleti i recuperi nel Regno Unito e nell'area dell'euro. La volatilità implicita, che a ridosso dello svolgimento delle elezioni statunitensi era risalita, si è ridotta in tutti i comparti, tornando per i titoli di Stato sui livelli antecedenti l'emergenza sanitaria (fig. 15).

<sup>2</sup> A prezzi del 2018.

<sup>3</sup> Cfr. la nota 7 del capitolo 2.

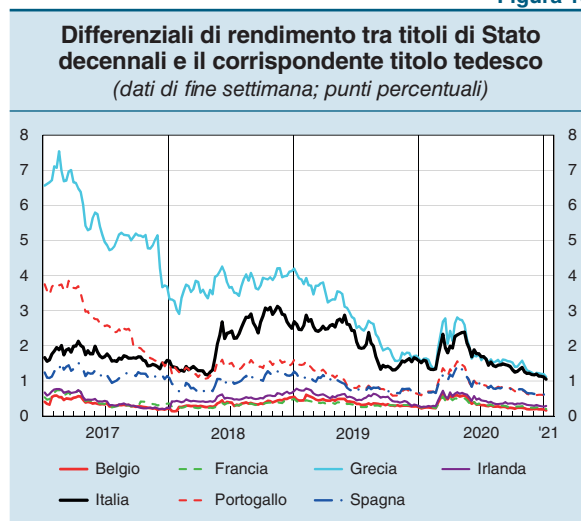
Figura 12



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

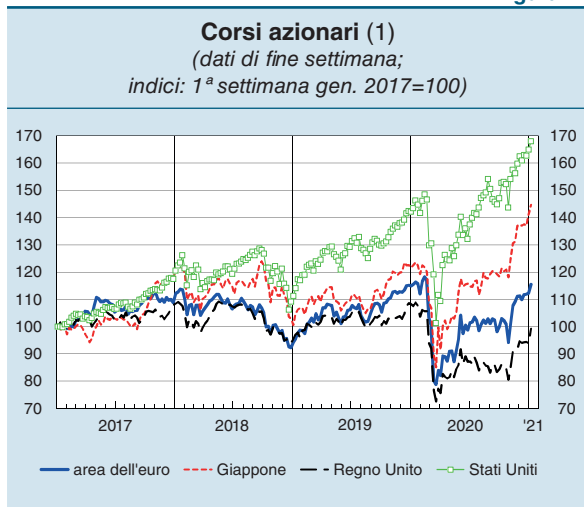
(1) Rendimenti medi dei titoli di Stato benchmark decennali dei paesi dell'area dell'euro, ponderati con il PIL a prezzi concatenati del 2010; il dato esclude Cipro, Estonia, Grecia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Slovacchia e Slovenia.

Figura 13



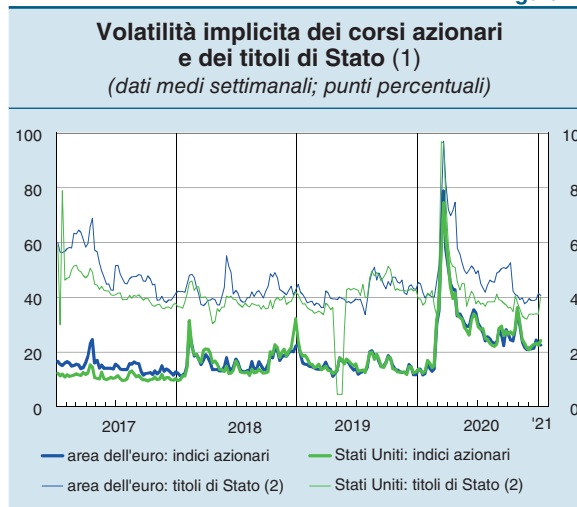
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Figura 14



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.

Figura 15

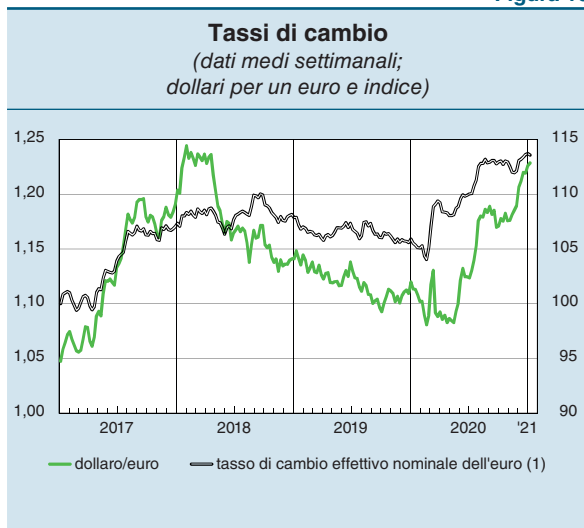


Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.  
(1) Indici azionari: VSTOXX per l'area dell'euro e VIX per gli Stati Uniti. Titoli di Stato: volatilità implicita nelle opzioni sui contratti futures sul Bund tedesco per l'area dell'euro e sul Treasury Note per gli Stati Uniti. – (2) Scala di destra.

**L'euro si è apprezzato rispetto al dollaro**

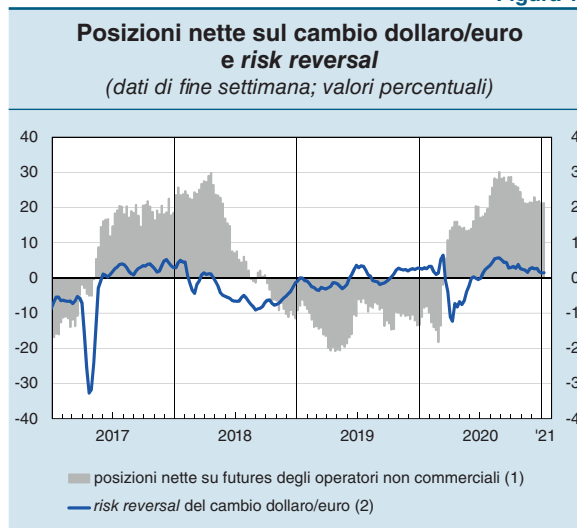
Dalla fine della prima decade di ottobre l'euro si è apprezzato del 4,3 per cento nei confronti del dollaro (fig. 16), riflettendo principalmente una riduzione dell'avversione al rischio nei mercati finanziari globali a cui corrisponde, tipicamente, una maggiore domanda di attività in dollari. In prospettiva, prevalgono attese di un ulteriore rafforzamento: le posizioni nette lunghe degli operatori non commerciali sono positive e il costo per assicurarsi contro un forte apprezzamento è lievemente superiore a quello per assicurarsi contro un significativo deprezzamento (fig. 17). In termini effettivi nominali l'euro è rimasto pressoché stabile.

Figura 16



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 17



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 4 settimane) 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

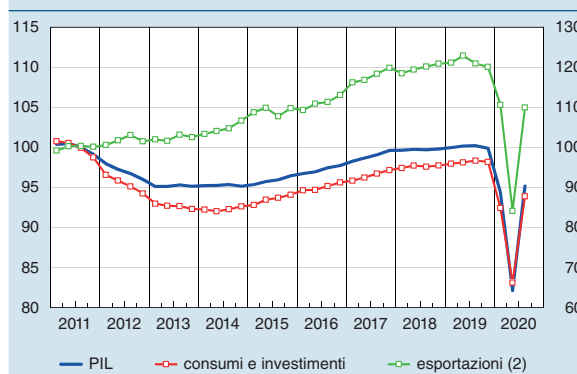
La crescita nei mesi estivi del 2020 è stata superiore alle attese, indicando una significativa capacità di recupero della nostra economia. Nel complesso del quarto trimestre, tuttavia, l'attività è tornata a diminuire con la recrudescenza della pandemia. Sulla base delle informazioni disponibili, la flessione del PIL nel quarto trimestre è attualmente valutabile attorno a un valore centrale del -3,5 per cento sul periodo precedente; l'incertezza relativa a questa stima è però molto elevata.

**Nel terzo trimestre il PIL è cresciuto...**

Nel terzo trimestre il PIL è aumentato del 15,9 per cento (fig. 18 e tav. 6). L'attività è stata sospinta

Figura 18

**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; contributi alla crescita per variazione delle scorte ed esportazioni nette)

VOCI	2020				2019
	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	
PIL	-0,3	-5,5	-13,0	15,9	0,3
Importazioni totali	-2,4	-5,3	-17,8	15,9	-0,6
Domanda nazionale (2)	-0,8	-4,7	-11,0	11,9	-0,1
Consumi nazionali	-0,2	-5,5	-8,5	9,2	0,3
spesa delle famiglie (3)	-0,2	-6,8	-11,5	12,4	0,4
spesa delle Amministrazioni pubbliche	-0,1	-1,1	0,3	0,7	-0,2
Investimenti fissi lordi	-0,1	-7,6	-17,0	31,3	1,6
costruzioni	-0,4	-6,7	-22,2	45,1	2,5
beni strumentali (4)	0,2	-8,3	-12,7	21,2	0,9
Variazione delle scorte (5) (6)	-0,6	1,2	-0,9	-1,0	-0,7
Esportazioni totali	-0,7	-7,9	-23,9	30,7	1,0
Esportazioni nette (6)	0,5	-1,0	-2,3	4,0	0,5

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.

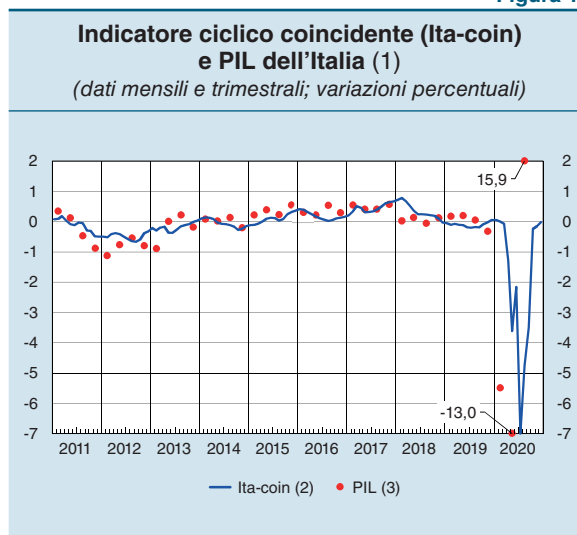
dal forte rialzo sia delle esportazioni sia della domanda nazionale, particolarmente pronunciato per gli investimenti fissi lordi, che hanno superato i livelli della fine del 2019. Il valore aggiunto è salito in tutti i comparti; nelle costruzioni ha superato i valori precedenti lo scoppio dell'epidemia. Nei servizi il recupero è stato parziale per settori come il commercio, il trasporto, l'alberghiero e la ristorazione, le attività professionali e i servizi ricreativi, culturali e di cura della persona.

**...tornando a diminuire nel quarto**

Secondo gli indicatori più recenti il PIL sarebbe tornato a diminuire nel complesso dell'ultimo

trimestre del 2020 a seguito del forte aumento dei contagi. Le informazioni congiunturali finora disponibili, di natura sia qualitativa sia quantitativa, segnalano che il calo dell'attività sarebbe stato pronunciato nei servizi e marginale nella manifattura (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel quarto trimestre del 2020*). Alla fine dell'anno l'indicatore Ita-coin è salito su livelli prossimi allo zero, sostenuto dal miglioramento della fiducia delle imprese manifatturiere (fig. 19). In dicembre i pagamenti elettronici presso i punti vendita hanno parzialmente beneficiato degli effetti del *cashback*.

Figura 19



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.

## L'ATTIVITÀ ECONOMICA NEL QUARTO TRIMESTRE DEL 2020

La recrudescenza della pandemia ha reso necessarie nuove misure di restrizione dell'attività economica e della mobilità personale, anche se assai meno intense di quelle applicate in primavera: le attività sospese dai provvedimenti in vigore dal 24 ottobre 2020 rappresentano una quota del valore aggiunto complessivo quantificabile intorno al 4 per cento, a fronte del 28 in primavera (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2020)<sup>1</sup>. Gli effetti indiretti sui comportamenti di consumo e produzione sono però segnalati dall'andamento di diversi indicatori di natura qualitativa e quantitativa.

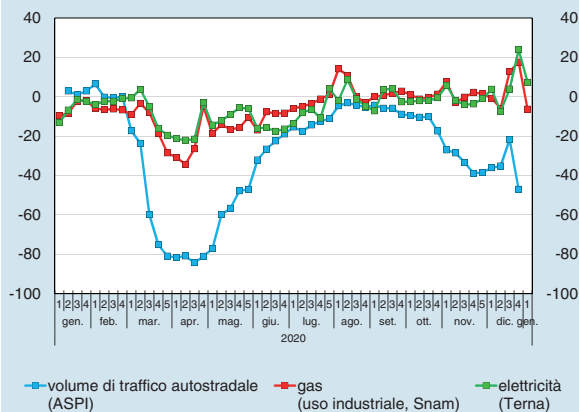
Le informazioni disponibili sono concordi nel mostrare una flessione del prodotto nel quarto trimestre, la cui entità si colloca tuttavia all'interno di un intervallo di stima molto ampio. Sulla base dell'insieme dei modelli utilizzati dalla Banca d'Italia, è attualmente verosimile ipotizzare una diminuzione del PIL del 3,5 per cento sul trimestre precedente, ma con una significativa dispersione di stima attorno a questo valore centrale.

Il calo dell'attività riflette sviluppi eterogenei tra i settori. Gli effetti della seconda ondata di contagi e dei conseguenti provvedimenti per contrastarne la diffusione hanno pesato in misura maggiore sui servizi, mentre la manifattura ne avrebbe risentito di meno.

<sup>1</sup> Tale stima non tiene conto delle ulteriori misure di contenimento disposte a fine dicembre e limitate al periodo natalizio, che tuttavia hanno avuto un effetto contenuto sulla media del trimestre.

Figura A

**Indicatori congiunturali ad alta frequenza (1)**  
(dati settimanali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: elaborazioni su dati ASPI, Snam e Terna.

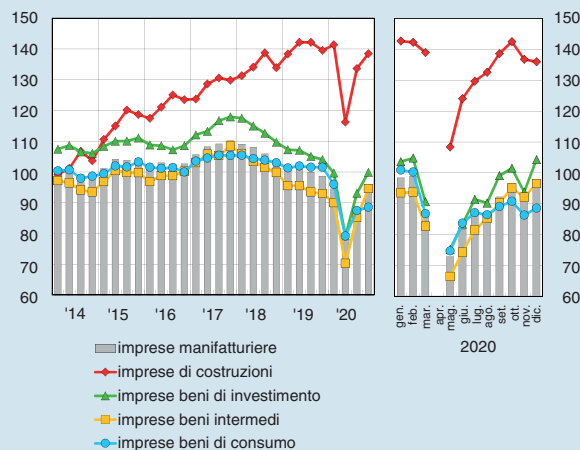
(1) Dati settimanali; variazioni percentuali rispetto alla stessa settimana del 2019. Le variazioni relative alla settimana del 20 aprile risentono della ricorrenza della Pasqua dello scorso anno (21 aprile).

Nel quarto trimestre la produzione industriale, tenendo conto dei valori osservati fino a novembre e delle nostre stime per dicembre, si sarebbe lievemente indebolita dopo il forte rialzo dei mesi estivi, scendendo di circa l'1 per cento rispetto al periodo precedente. Tale andamento appare coerente con quelli di alcuni rilevanti indicatori disponibili con elevata tempestività, quali la flessione, pur contenuta, dei consumi di gas a uso industriale e di elettricità e il forte calo, nell'intero periodo, del traffico autostradale (figura A). Gli indici di fiducia delle imprese industriali hanno risentito dell'aggravarsi dell'emergenza sanitaria tra ottobre e novembre, ma sono tornati a migliorare in dicembre con le notizie positive sulla disponibilità di vaccini (figura B); gli indici dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (*purchasing managers' index*, PMI) sono rimasti poco sopra la soglia di espansione (cfr. fig. 20.b).

Nel settore dei servizi, maggiormente interessato dalle misure di contenimento, il valore aggiunto avrebbe registrato un calo nel quarto trimestre, seppure più contenuto rispetto a quanto osservato in primavera. Nello stesso periodo l'indice PMI del settore, dopo il parziale recupero dei mesi estivi, è diminuito (figura C).

Figura B

**Indici di fiducia delle imprese industriali (1)**  
(dati mensili e trimestrali; indici: 2010=100)

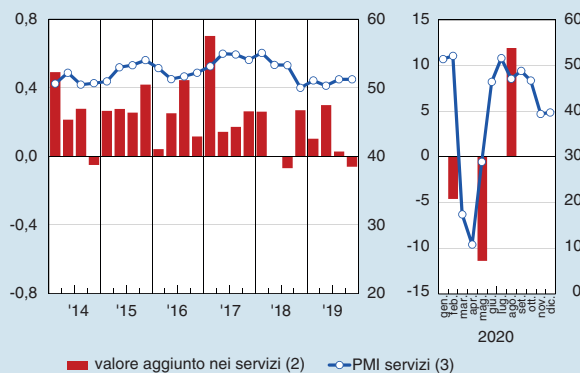


Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) A sinistra, livello medio nel trimestre di riferimento. La media per il 2° trimestre del 2020 è calcolata sulla base dei valori di maggio e giugno; il dato per aprile non è disponibile per via della sospensione dell'indagine a causa dell'emergenza sanitaria.

Figura C

**PMI e valore aggiunto nei servizi (1)**  
(dati mensili e trimestrali; indici di diffusione e variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Markit.

(1) Indice PMI: a sinistra, livello medio nel trimestre di riferimento. Valore aggiunto nei servizi: variazione percentuale sul periodo precedente, dati destagionalizzati. Per esigenze grafiche, i dati relativi al 2020 sono rappresentati su scale diverse rispetto a quelle utilizzate per gli anni precedenti. - (2) Il dato del valore aggiunto nel 4° trimestre del 2020 non è ancora disponibile. - (3) Scala di destra.

In ottobre e novembre, rispetto agli stessi mesi dell'anno precedente, l'indicatore elaborato da Confcommercio ha segnalato una significativa flessione della spesa per servizi, in particolare quelli ricreativi e quelli connessi al turismo, e una riduzione meno accentuata degli acquisti di beni (figura D).

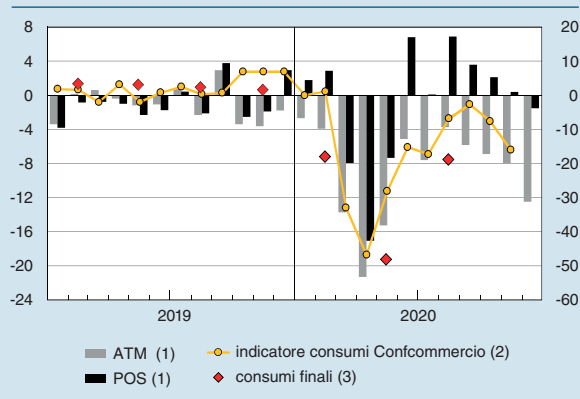
Indicazioni di indebolimento dell'attività nel complesso del trimestre provengono anche dai flussi di pagamento. Fra ottobre e dicembre i prelievi con ATM hanno continuato a contrarsi; dopo il marcato recupero dalla fine del primo lockdown le transazioni effettuate tramite POS hanno decisamente rallentato (figura D), nonostante l'aumento registrato nelle due settimane precedenti le festività natalizie anche per effetto dei rimborsi ottenibili con il *cashback*.

Negli ultimi tre mesi dell'anno è atteso un calo del valore aggiunto nelle costruzioni, che in estate si era portato su valori superiori a quelli del quarto trimestre del 2019. Contribuiscono a questa valutazione l'andamento negativo della produzione edile e i risultati delle indagini condotte presso le imprese del comparto.

Figura D

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

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



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat e Confcommercio. (1) Dati tratti dal sistema di compensazione multilaterale BI-Comp; scala di destra. Per ulteriori dettagli, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *BI-Comp e CAB: i sistemi di pagamento al dettaglio*. – (2) Scala di destra; il dato per dicembre 2020 non è ancora disponibile. – (3) Spesa per consumi finali sul territorio economico delle famiglie residenti e non residenti; prezzi correnti; serie corrette per il numero di giorni lavorativi. Il dato relativo al 4° trimestre 2020 non è ancora disponibile.

## 2.2 LE IMPRESE

Sulla base delle informazioni disponibili la produzione industriale, dopo il forte recupero in estate, sarebbe lievemente diminuita negli ultimi mesi dell'anno. Nelle nostre indagini le valutazioni delle imprese sono divenute meno favorevoli, ma restano lontane dal pessimismo raggiunto nella prima metà del 2020. Le aziende prefigurano un aumento della spesa per investimenti per l'anno in corso.

**La produzione industriale si sarebbe lievemente ridotta nel quarto trimestre**

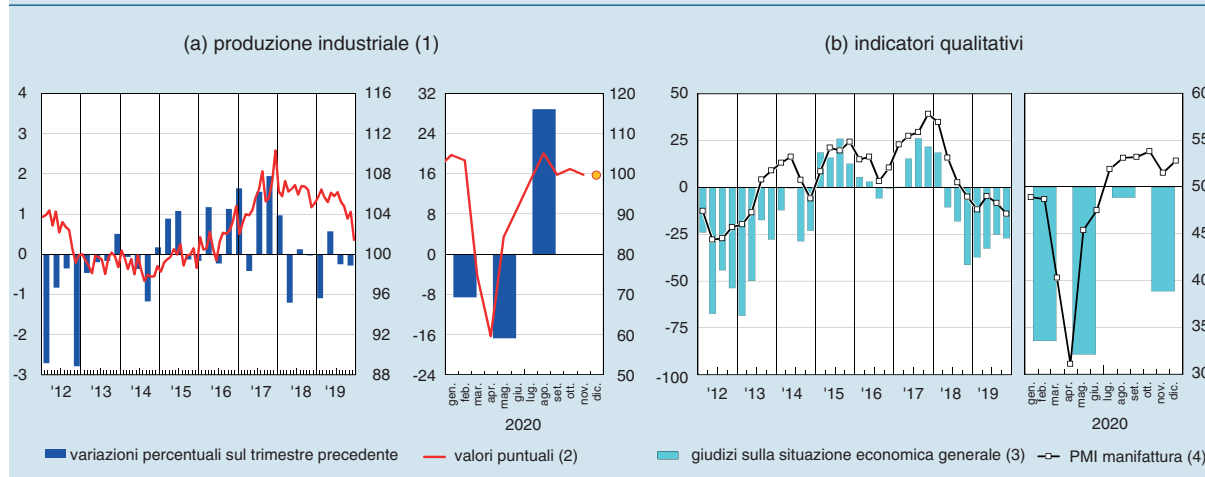
Dopo il rialzo del terzo trimestre in novembre la produzione industriale è diminuita dell'1,4 per cento rispetto a ottobre, portandosi su un livello del 4,7 per cento inferiore a quello di gennaio 2020. Secondo nostre stime, l'attività industriale sarebbe tornata a ridursi lievemente (di circa l'1 per cento) nel complesso del quarto trimestre; sarebbe scesa di oltre il 10 per cento per l'intero 2020 (-1,0 nel 2019; fig. 20.a; cfr. il riquadro: *L'attività economica nel quarto trimestre del 2020*).

**Le valutazioni delle imprese restano positive nell'industria**

Nelle valutazioni delle imprese le condizioni per investire sono peggiorate, sebbene le aziende prefigurino 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*).

In dicembre gli indici dei responsabili degli acquisti (*purchasing managers' index*, PMI) sono saliti; si mantengono oltre la soglia compatibile con l'espansione nella manifattura (fig. 20.b), mentre nei servizi – che risentono maggiormente dell'incremento dei contagi e delle misure restrittive per il loro contenimento – si collocano ancora molto al di sotto di tale livello.

### Produzione industriale e indicatori qualitativi (dati mensili e trimestrali)



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 sono rappresentati su scale diverse rispetto a quelle utilizzate per gli anni precedenti. – (2) Dati mensili. Indice: 2015=100. Il punto giallo rappresenta la previsione del dato di dicembre. 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, 13 gennaio 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 23 novembre e il 15 dicembre la Banca d'Italia ha condotto la consueta indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita, basata su un campione di circa 1.200 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, 13 gennaio 2021).

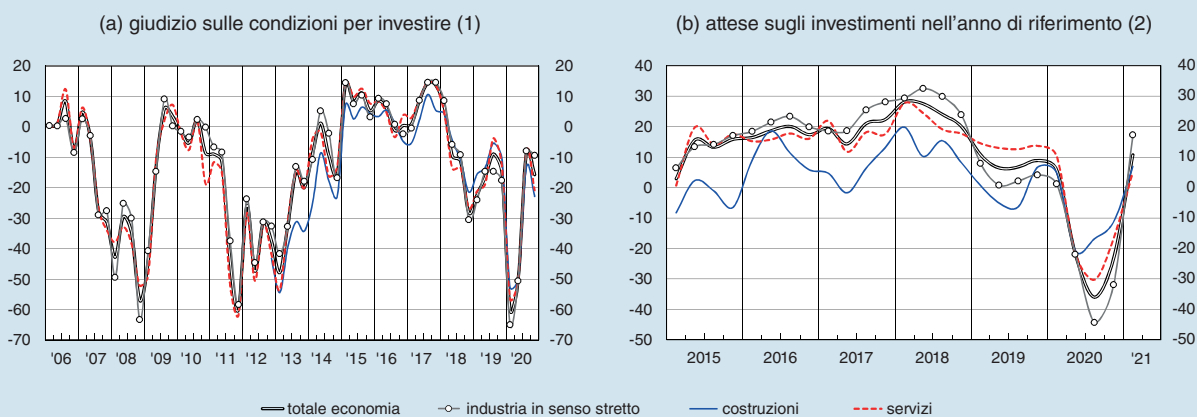
La seconda ondata della pandemia, diffusasi in Italia in autunno, si è riflessa sui giudizi delle imprese circa la situazione economica generale: le valutazioni sono divenute meno favorevoli, pur restando ben lontane dai livelli minimi raggiunti nella prima metà dell'anno. Il 61 per cento delle aziende considera la situazione economica peggiore di quella dei tre mesi precedenti, una quota più alta rispetto alla rilevazione di settembre (35 per cento) ma largamente inferiore a quella di giugno (92 per cento); il 6 per cento ne indica un miglioramento (contro quasi il 30 nell'indagine precedente). Il saldo tra i giudizi di miglioramento e di peggioramento è inferiore nei servizi rispetto alla manifattura (-63 e -47 punti percentuali, rispettivamente).

Le valutazioni sull'andamento della domanda, pur se meno ottimistiche che in settembre, si mantengono nel complesso favorevoli nell'industria, ma non nei servizi. Nell'industria in senso stretto la quota di imprese che si attende un aumento della domanda per i propri prodotti nei tre mesi successivi all'indagine resta superiore di otto punti percentuali a quella che ne prefigura una riduzione, un risultato comunque più contenuto rispetto a settembre; il saldo è invece diventato negativo nei servizi (sei punti percentuali in meno).

Il 77 per cento delle imprese nell'industria in senso stretto riporta livelli produttivi correnti ancora inferiori a quelli antecedenti l'insorgere dell'epidemia, come nella precedente rilevazione; nei servizi



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



Fonte: *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 13 gennaio 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.

e nelle costruzioni questa percentuale è rispettivamente del 73 e del 67 per cento (in aumento nel confronto con il mese di settembre, quando era del 67 e del 54). Il tempo ritenuto necessario per il recupero completo della propria attività è al momento valutato in 15 mesi in media, con un intervallo delle risposte relativamente ristretto che si colloca tra 14 e 16 mesi.

Il saldo fra la quota di imprese che ritengono migliorate le condizioni per investire e quelle che le considerano peggiorate è lievemente sceso nel confronto con l'indagine di settembre (-15,7 punti percentuali, da -8,4; figura), ma rimane lontano dai valori fortemente negativi di giugno (-50,6).

In questo quadro le aziende prefigurano un aumento della spesa per investimenti nell'anno in corso. Il bilancio fra le attese di crescita e di diminuzione dell'accumulazione nel 2021 è divenuto positivo, per circa 11 punti percentuali, al di sopra dei livelli registrati prima della pandemia ma ancora inferiore rispetto al triennio 2016-18 (figura). Per il primo semestre dell'anno il saldo tra chi prefigura un aumento e chi si attende una riduzione degli investimenti è più elevato nell'industria rispetto ai servizi (18,4 e 1,7 punti percentuali, rispettivamente) e in miglioramento rispetto a quello riferito alla seconda metà del 2020.

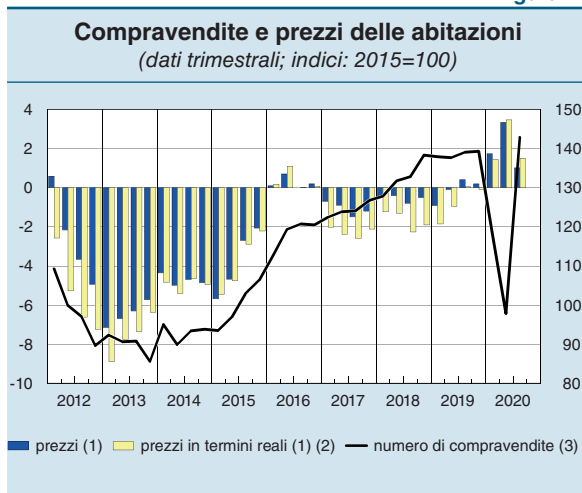
#### Il mercato immobiliare ha mostrato segnali di ripresa, ma sono peggiorate le prospettive

Nel terzo trimestre le compravendite di abitazioni sono tornate a crescere; i prezzi hanno rallentato (fig. 21). Tuttavia, secondo il *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* condotto tra novembre e dicembre, le prospettive degli operatori sull'evoluzione del proprio mercato di riferimento sono decisamente peggiorate, sia nel breve sia nel medio termine. In base a nostre elaborazioni sul numero di annunci rimossi dalla piattaforma digitale Immobiliare.it, che generalmente forniscono indicazioni sui futuri acquisti di casa, nel quarto trimestre il recupero delle compravendite di abitazioni potrebbe essersi interrotto.

#### Sale il debito delle imprese

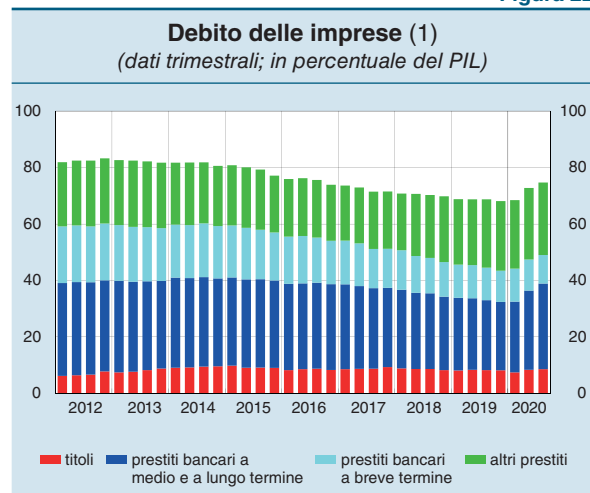
Gli interventi di sostegno hanno attenuato l'aumento del fabbisogno di liquidità delle società non finanziarie e contenuto i rischi di insolvenza; ne hanno però

Figura 21



Fonte: elaborazioni su dati OMI, Banca d'Italia, Istat e *Consulente immobiliare*.  
 (1) Variazioni percentuali 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. Scala di destra.

Figura 22



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.

ampliato ulteriormente l'indebitamento<sup>1</sup>, che nel terzo trimestre del 2020 è salito al 74,7 per cento del PIL (fig. 22), un livello comunque ancora molto più basso di quello medio dell'area dell'euro (pari al 115,4 per cento).

## 2.3 LE FAMIGLIE

Dopo il recupero in estate, le informazioni più recenti indicano un indebolimento della spesa delle famiglie nella parte finale dell'anno. La propensione al risparmio è rimasta elevata. Secondo i nuclei intervistati dalla Banca d'Italia, più che le misure restrittive sono i timori di contagio a frenare ancora i consumi di servizi.

**I consumi hanno recuperato nel terzo trimestre...**

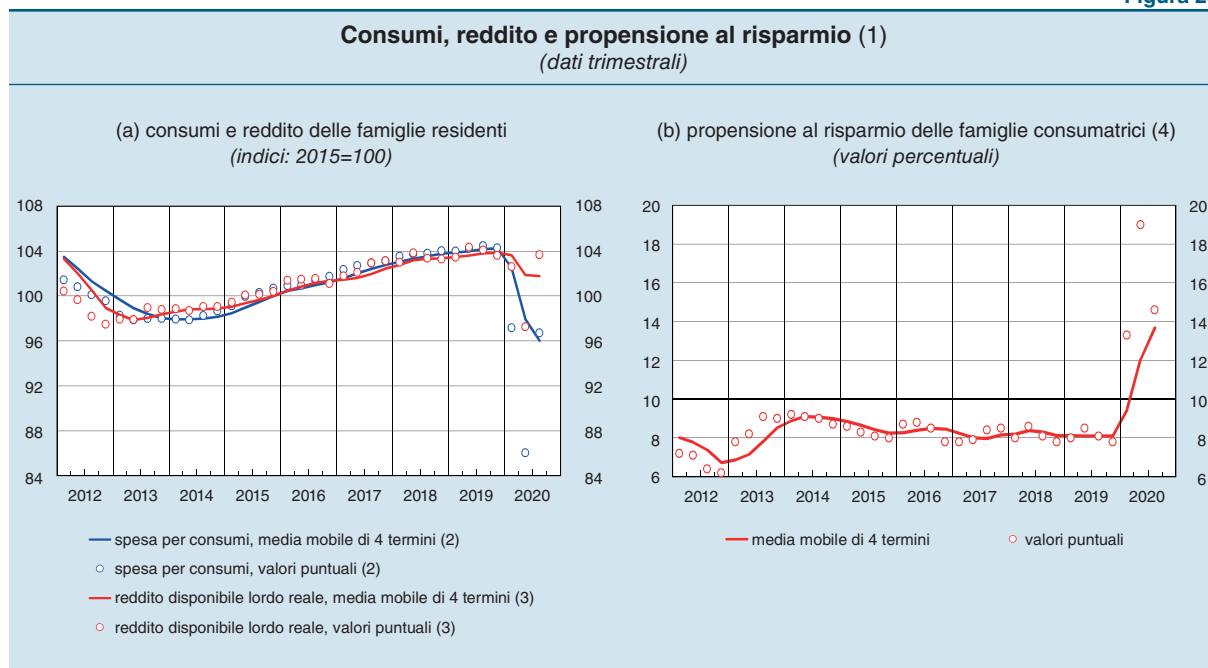
Nel terzo trimestre la spesa delle famiglie, dopo la forte contrazione nella prima metà dell'anno, è cresciuta del 12,4 per cento rispetto al periodo precedente, con un aumento diffuso a tutte le componenti e particolarmente marcato per gli acquisti di beni durevoli. Anche il reddito disponibile in termini reali ha segnato un forte recupero (6,6 per cento rispetto al trimestre precedente;

fig. 23.a), pur rimanendo al di sotto dei livelli precedenti la pandemia. La propensione al risparmio è calata significativamente, ma è rimasta elevata (al 14,6 per cento; fig. 23.b), riflettendo sia motivazioni precauzionali di natura economica, sia la rinuncia a effettuare alcune spese per evitare il contagio (cfr. il riquadro: *Le famiglie italiane durante l'epidemia: l'indagine della Banca d'Italia*).

**...ma avrebbero risentito della ripresa dei contagi in autunno**

Le informazioni congiunturali più recenti segnalano un indebolimento dei consumi nel quarto trimestre. L'indicatore Confcommercio mostra in ottobre e novembre un forte calo della spesa per servizi, in particolare quelli ricreativi e quelli connessi al turismo, a fronte di una tenuta degli acquisti di beni. I dati giornalieri sui pagamenti indicano una contrazione della spesa dall'inizio di

<sup>1</sup> Cfr. il riquadro: *L'impatto della pandemia sulla rischiosità delle imprese*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2020.

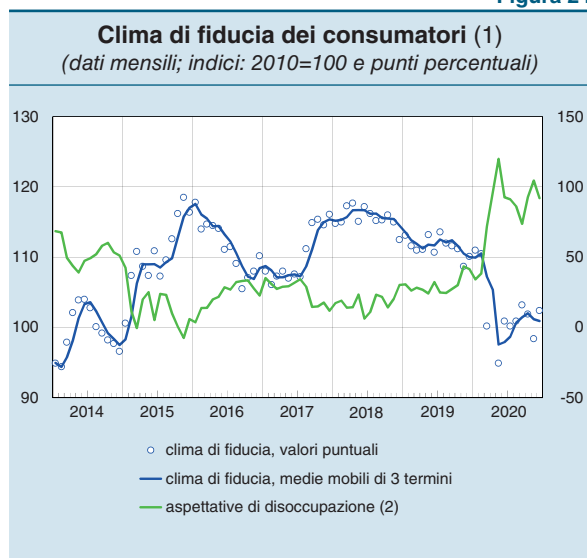


Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

novembre (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel quarto trimestre del 2020*). La fiducia delle famiglie è tornata a migliorare in dicembre, sospinta soprattutto dalla componente prospettica, anche se il livello dell'indice rimane ancora molto inferiore a quello precedente la pandemia (fig. 24). Secondo

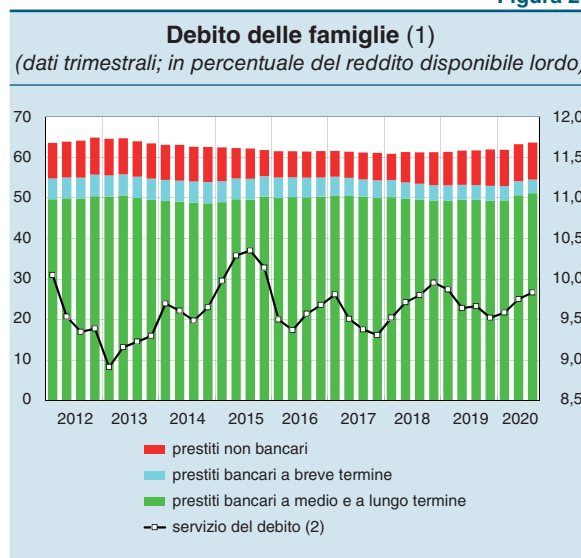
Figura 24



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.

Figura 25



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.

il nostro sondaggio poco meno della metà delle famiglie valuta che la flessione delle spese dipenda dalle minori disponibilità economiche, mentre tra gli altri motivi prevale la paura del contagio (cfr. il riquadro: *Le famiglie italiane durante l'epidemia: l'indagine della Banca d'Italia*).

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

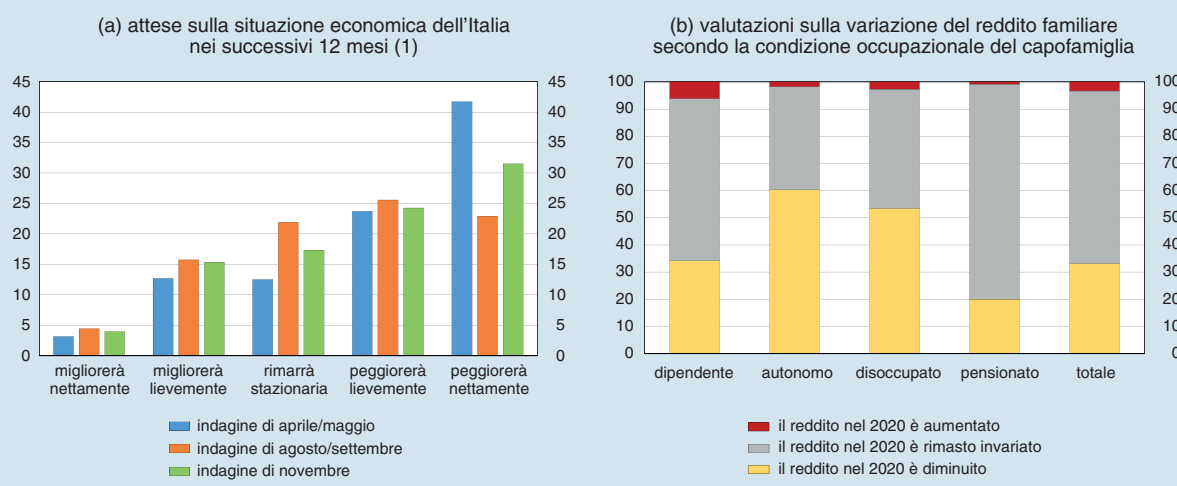
Alla fine di novembre la Banca d'Italia ha condotto la terza edizione dell'indagine straordinaria sulle famiglie italiane (ISF) per raccogliere informazioni sull'evoluzione delle condizioni economiche e delle aspettative durante la seconda ondata dell'epidemia di Covid-19<sup>1</sup>.

Le valutazioni sulle prospettive generali dell'economia italiana sono peggiorate rispetto alla rilevazione estiva<sup>2</sup>, ma rimangono meno pessimistiche di quelle formulate tra la fine di aprile e l'inizio di maggio<sup>3</sup>, durante la prima ondata dei contagi. La percentuale di famiglie che nell'ultima edizione si attende un netto deterioramento nei successivi dodici mesi è aumentata di nove punti percentuali rispetto a quella precedente (figura A, pannello a), soprattutto per il

Figura A

### Attese e valutazioni sulle condizioni economiche

(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, ISF, 1<sup>a</sup>, 2<sup>a</sup> e 3<sup>a</sup> ed.

(1) La figura non include la categoria di risposta "non so".

<sup>1</sup> Le interviste sono state condotte utilizzando un dispositivo di collegamento a distanza (dialogatore) e hanno coinvolto oltre 2.000 nuclei familiari, che avevano partecipato anche alla seconda edizione dell'ISF.

<sup>2</sup> La seconda edizione dell'ISF è stata realizzata tra la fine di agosto e l'inizio di settembre del 2020; i principali risultati e le caratteristiche metodologiche sono descritti in C. Rondonelli e F. Zanichelli, *Principali risultati della seconda edizione dell'indagine straordinaria sulle famiglie italiane nel 2020*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 19 novembre 2020, e nel riquadro: *Le famiglie italiane durante l'epidemia: l'indagine della Banca d'Italia*, in *Bollettino economico*, 4, 2020.

<sup>3</sup> Nella prima edizione dell'ISF, condotta tra la fine di aprile e l'inizio di maggio del 2020, erano state utilizzate, oltre alle interviste attraverso dialogatore – cui si è fatto esclusivamente ricorso nella seconda e nella terza edizione – altre due tecniche di rilevazione: le interviste telefoniche e via web. Per rendere comparabili i risultati, le analisi che utilizzano i dati delle tre indagini sono state effettuate, per la prima rilevazione, sulla sola componente del campione che è stata intervistata con dialogatore. I principali risultati e le caratteristiche metodologiche della prima indagine sono descritti in A. Neri e F. Zanichelli, *Principali risultati dell'indagine straordinaria sulle famiglie italiane nel 2020*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 26 giugno 2020, e nel riquadro: *Valutazioni e aspettative delle famiglie italiane nell'attuale fase di emergenza sanitaria* del capitolo 5 nella *Relazione annuale* sul 2019.

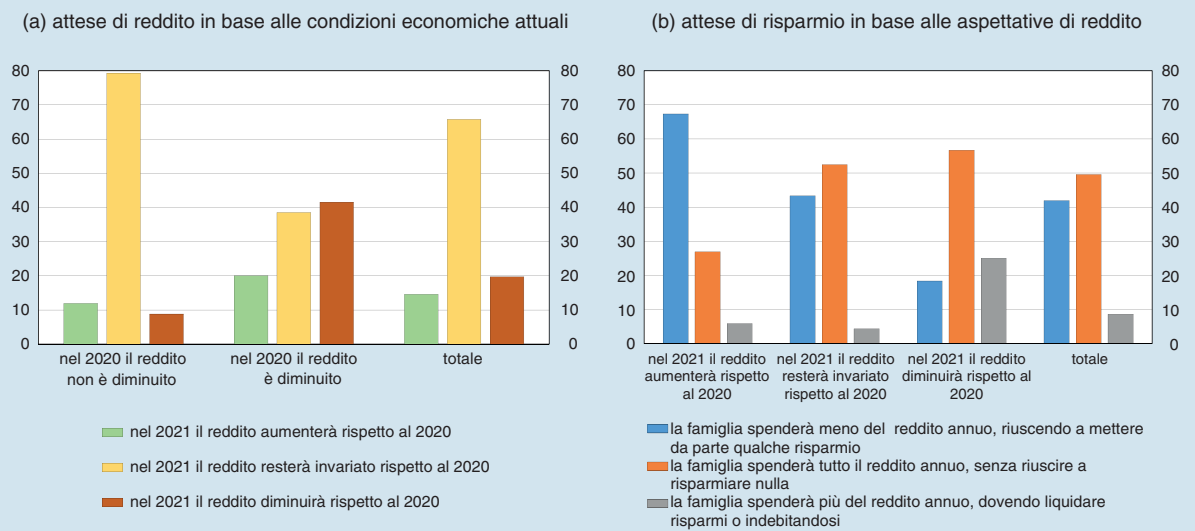
maggior pessimismo dei nuclei residenti nelle regioni più colpite dall'epidemia al momento dell'intervista (cosiddette zone rosse e arancioni)<sup>4</sup>. Anche le valutazioni sulle prospettive del mercato del lavoro nei successivi dodici mesi si sono deteriorate, confermandosi meno favorevoli per i lavoratori autonomi.

Un terzo dei nuclei dichiara di aver subito nel complesso del 2020 un calo del reddito familiare rispetto all'anno precedente; quasi un sesto del totale segnala una contrazione superiore al 25 per cento. Oltre la metà delle famiglie dei lavoratori autonomi e dei disoccupati riferisce una diminuzione delle entrate (figura A, pannello b). Per il 2021 più del 60 per cento dei nuclei si attende un reddito uguale a quello percepito nel 2020; il 20 per cento prevede che sarà inferiore. Tra le famiglie che dichiarano di aver subito una riduzione del reddito lo scorso anno, più del 40 per cento prefigura un'ulteriore diminuzione in quello corrente, soltanto un quinto si aspetta una ripresa (figura B, pannello a).

In base alle risposte delle famiglie sulle proprie risorse finanziarie, si può stimare che in assenza di reddito e di trasferimenti oltre la metà della popolazione non riuscirebbe a mantenere un livello di benessere economico minimo per almeno tre mesi<sup>5</sup>, in linea con quanto rilevato

Figura B

**Attese di reddito e risparmio**  
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, ISF, 3ª ed.

<sup>4</sup> All'inizio della rilevazione erano in zona rossa la Provincia autonoma di Bolzano e le regioni Calabria, Campania, Lombardia, Piemonte, Toscana e Valle d'Aosta; rientravano in zona arancione le regioni Abruzzo, Basilicata, Emilia-Romagna, Friuli Venezia Giulia, Liguria, Marche, Puglia, Sicilia e Umbria. Tutte le altre regioni e la Provincia autonoma di Trento erano in zona gialla (DPCM del 3 novembre 2020 e ordinanze successive).

<sup>5</sup> La stima si riferisce alla quota di popolazione che vive in famiglie che dichiarano di possedere attività finanziarie (contanti, conti correnti, depositi a risparmio, azioni, obbligazioni e titoli di Stato) inferiori a un livello che consenta di sostenere uno standard di vita pari alla soglia di povertà per tre mesi. Tale soglia, stimata sulla base dei dati dell'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* (IBF) nel 2016 e aggiustata per l'inflazione, è definita come il 60 per cento della mediana del reddito equivalente, ottenuto dividendo il reddito familiare per la radice quadrata del numero dei componenti della famiglia.

in primavera. Quasi il 40 per cento degli affittuari e oltre il 30 per cento delle famiglie indebitate dichiarano di avere difficoltà nel sostenere il pagamento dell'affitto o delle rate del debito.

Più del 40 per cento dei nuclei prevede di spendere meno del proprio reddito annuo nei successivi dodici mesi (figura B, pannello b). Le aspettative di risparmio interessano una quota elevata non solo delle famiglie che prefigurano un aumento del reddito (67 per cento), ma anche di quelle che se ne attendono una riduzione (poco meno del 20).

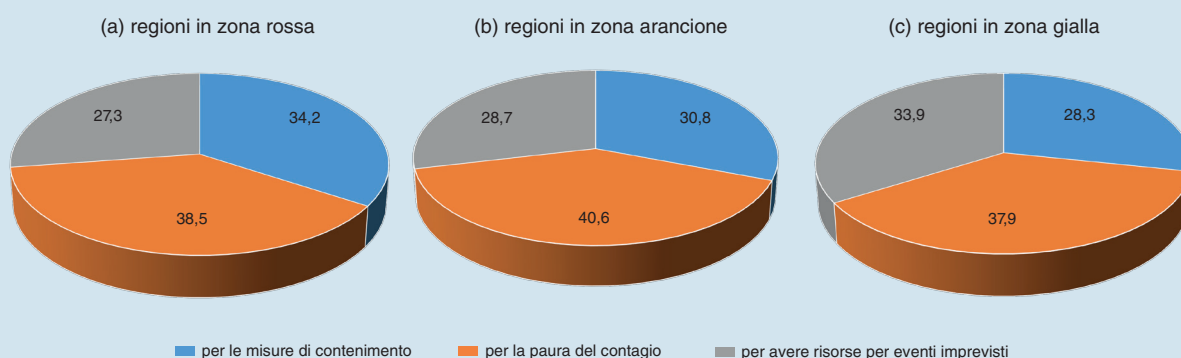
Le intenzioni di risparmio rifletterebbero sia il movente precauzionale di ordine economico, a fronte del rischio di diminuzione del reddito, sia la scelta di ridurre alcuni consumi per timore del contagio. Circa l'80 per cento delle famiglie dichiara di aver usufruito con minore assiduità di alcuni servizi – alberghi, bar e ristoranti – e di aver ridotto la frequenza degli acquisti in negozi di abbigliamento rispetto al periodo precedente la pandemia; una quota pari a due terzi riporta di aver ridotto la spesa per i servizi di cura della persona. La flessione dell'insieme di queste voci di consumo ha interessato in misura maggiore le regioni più esposte all'emergenza sanitaria.

Poco meno della metà delle famiglie valuta che la contrazione dei consumi dipenda dalle minori disponibilità economiche. Tra le altre motivazioni prevale la paura del contagio (per circa il 40 per cento), indipendentemente dalla severità dei provvedimenti restrittivi nella regione di residenza. La riduzione forzata delle spese attribuibile alle misure di contenimento è nel complesso meno rilevante (32 per cento in media) anche se più accentuata per le famiglie che risiedono nelle zone rosse. L'accantonamento di risorse per fronteggiare eventi imprevisti pesa in media il 29 per cento, con maggiore rilievo nelle zone gialle (figura C).

Nei prossimi tre mesi poco meno di un terzo delle famiglie italiane pensa di diminuire ulteriormente i consumi non durevoli; per circa la metà di queste la contrazione della spesa sarebbe superiore al 20 per cento. La flessione interesserebbe soprattutto i nuclei residenti nelle regioni più esposte all'emergenza sanitaria; riguarderebbe anche poco più di un quarto di coloro che si aspettano un incremento di reddito nel 2021.

Figura C

**Motivi della riduzione delle spese  
in base alla severità delle misure restrittive (1)**  
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, ISF, 3<sup>a</sup> ed.

(1) Tra i motivi della riduzione delle spese non sono incluse le minori disponibilità economiche.

**Il debito delle famiglie è aumentato ma resta basso**

Nel terzo trimestre del 2020 l'indebitamento delle famiglie in rapporto al reddito disponibile è aumentato raggiungendo il 63,6 per cento (fig. 25), un livello ancora al di sotto della media dell'area dell'euro (96,9 per cento). In rapporto al PIL il debito si è collocato al 44,4 per cento (contro il 61,6 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.

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

Nel terzo trimestre il recupero delle esportazioni italiane di beni e servizi è stato assai cospicuo, significativamente al di sopra di quello del commercio mondiale; gli scambi con l'estero avrebbero rallentato in autunno. L'avanzo di conto corrente è aumentato; sono ripresi gli afflussi di capitali e gli acquisti di titoli pubblici italiani da parte di non residenti; il saldo della Banca d'Italia su TARGET2 è migliorato. La posizione patrimoniale sull'estero è divenuta creditoria dopo oltre trent'anni di saldi negativi.

**Nel terzo trimestre gli scambi sono fortemente cresciuti...**

Il recupero delle esportazioni nel terzo trimestre è stato superiore a quello delle importazioni (rispettivamente 30,7 e 15,9 per cento sul periodo precedente, in volume; tav. 7).

Le vendite all'estero di beni sono aumentate del 29,6 per cento, un dato appena inferiore a quello registrato in Spagna (30,3 per cento) e superiore a quelli di Francia e Germania (26,8 e 21,3 per cento, rispettivamente). In Italia l'incremento ha riguardato in uguale misura i mercati dell'area dell'euro e il resto del mondo; la crescita è derivata soprattutto dai settori dei mezzi di trasporto, della meccanica, della pelle e dell'abbigliamento. Le esportazioni di servizi hanno avuto un rialzo più deciso (36,5 per cento), anche per il parziale recupero del turismo internazionale legato alla migliore situazione epidemiologica nei mesi estivi.

**...ma hanno rallentato nei mesi autunnali**

Nel bimestre ottobre-novembre, le esportazioni di beni verso i mercati extra UE hanno rallentato, crescendo rispetto alla media del terzo trimestre del 5,0 per cento (a prezzi correnti e corrette per la stagionalità); in ottobre le vendite verso i paesi dell'Unione hanno ristagnato.

UE hanno rallentato, crescendo rispetto alla media del terzo trimestre del 5,0 per cento (a prezzi correnti e corrette per la stagionalità); in ottobre le vendite verso i paesi dell'Unione hanno ristagnato.

Tavola 7

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

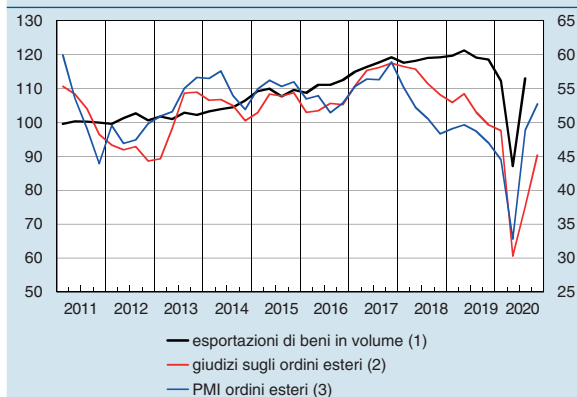
VOCI	2020	2020
	2° trim.	3° trim.
<b>Esportazioni</b>	<b>-23,9</b>	<b>30,7</b>
Beni	-22,4	29,6
sui mercati dell'area dell'euro	-20,9	29,0
sui mercati esterni all'area (2)	-23,3	30,1
Servizi	-31,7	36,5
<b>Importazioni</b>	<b>-17,8</b>	<b>15,9</b>
Beni	-16,2	19,5
sui mercati dell'area dell'euro	-19,4	25,2
sui mercati esterni all'area (2)	-13,5	15,2
Servizi	-23,7	0,8

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 26

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

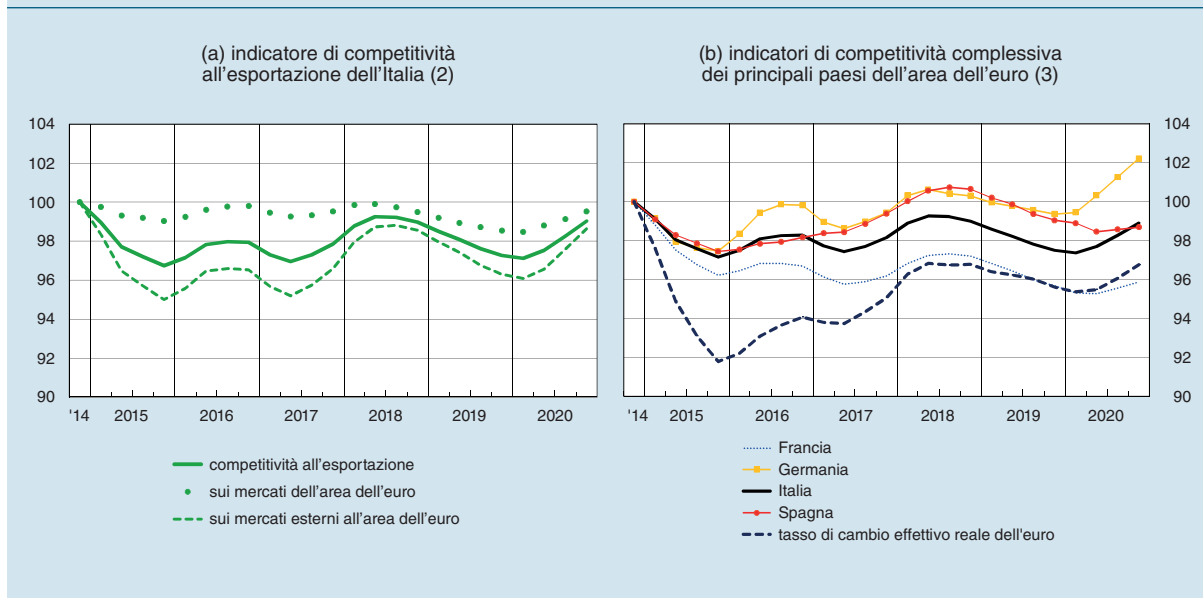


Fonte: Istat, Markit e Refinitiv.

(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 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.

**Indicatori di competitività di prezzo dei maggiori paesi dell'area dell'euro e tasso di cambio effettivo reale dell'euro (1)**

(numeri indice: 4° trimestre 2014=100; media mobile di 4 trimestri)



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

(1) Sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti e ponderati con i flussi commerciali di manufatti. 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 (per i dettagli della scomposizione, 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). – (3) Gli indicatori di competitività complessiva rappresentano una media ponderata della competitività all'importazione, che coglie l'abilità di misurarsi sul mercato domestico con le produzioni importate, e della competitività all'esportazione (per la metodologia, 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).

Gli indici sugli ordini esteri delle imprese manifatturiere si collocano comunque intorno alla soglia compatibile con un'espansione delle vendite (fig. 26). Sull'interscambio dei servizi pesa in misura più accentuata il riacutizzarsi della pandemia, in particolare per quelli legati al turismo.

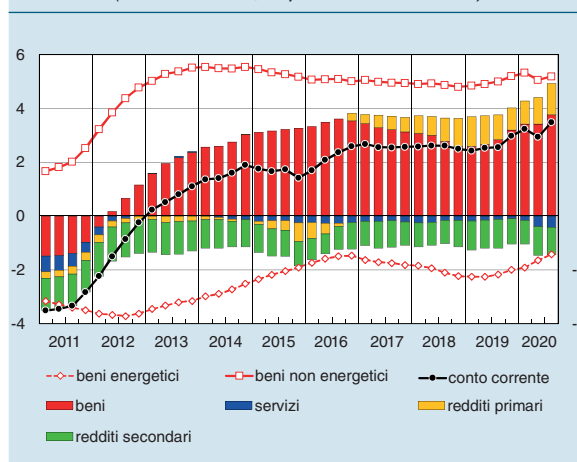
Nella media del 2020 la competitività di prezzo all'esportazione e complessiva dell'Italia – calcolata sia rispetto ai concorrenti interni, sia a quelli esterni all'area dell'euro – sarebbe peggiorata, sebbene in misura modesta, rispetto al 2019, soprattutto sui mercati esterni all'area (fig. 27), riflettendo l'apprezzamento del tasso di cambio nominale dell'euro.

**Il surplus di conto corrente è in aumento**

Il surplus di conto corrente è stato pari a 46,2 miliardi nei primi dieci mesi del 2020 (tav. 8), 3,6 miliardi

Figura 28

**Saldo del conto corrente e sue componenti (1)**  
(dati trimestrali; in percentuale del PIL)



Fonte: Istat per il PIL; elaborazioni su dati Istat di commercio estero per la disaggregazione fra beni energetici e non energetici.

(1) Medie mobili di 4 termini.

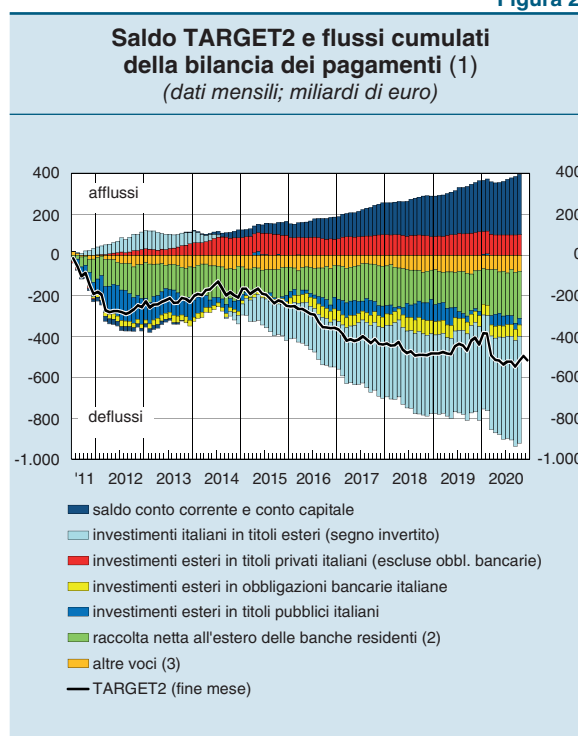


Tavola 8

Bilancia dei pagamenti (1) (saldi in miliardi di euro)				
VOCI	2018	2019	gen.- ott. 2019	gen.- ott. 2020
<b>Conto corrente</b>	<b>44,2</b>	<b>53,4</b>	<b>42,6</b>	<b>46,2</b>
per memoria: in % del PIL	2,5	3,0		
Merci	45,6	57,2	46,9	52,0
prodotti non energetici (2)	85,1	93,0	77,4	69,6
prodotti energetici (2)	-39,5	-35,8	-30,5	-17,6
Servizi	-2,8	-1,7	0,6	-5,0
Redditi primari	18,9	14,9	10,0	14,8
Redditi secondari	-17,5	-16,9	-14,9	-15,6
<b>Conto capitale</b>	<b>-0,6</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,4</b>
<b>Conto finanziario</b>	<b>26,7</b>	<b>48,0</b>	<b>31,3</b>	<b>44,9</b>
Investimenti diretti	-4,1	1,3	-2,5	13,6
Investimenti di portafoglio	120,2	-51,2	-76,8	92,9
Derivati	-2,7	2,5	1,6	-3,8
Altri investimenti (3)	-89,3	92,2	105,9	-61,1
Variatione riserve ufficiali	2,6	3,2	3,1	3,3
<b>Errori e omissioni</b>	<b>-16,9</b>	<b>-3,2</b>	<b>-9,7</b>	<b>0,2</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 ottobre 2020, dati provvisori. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat. – (3) Include la variazione del saldo TARGET2.

Figura 29



(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, altri investimenti, riserve ufficiali, errori e omissioni.

in più rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, grazie ai maggiori avanzi nei beni e nei redditi primari. Il surplus mercantile ha beneficiato del basso prezzo del petrolio, mentre i maggiori acquisti di prodotti sanitari hanno contribuito a ridurre l'avanzo non energetico. Il saldo dei servizi è ritornato negativo, per effetto della contrazione del surplus turistico (a 7,8 miliardi, da 16,3 nello stesso periodo dell'anno precedente). In rapporto al PIL l'avanzo di conto corrente è stato pari al 3,5 per cento (valutato nella media dei quattro trimestri terminanti in settembre; fig. 28).

### È proseguita la domanda estera di titoli pubblici italiani

Sono continuati gli acquisti di titoli pubblici italiani da parte di non residenti (26,1 miliardi tra giugno e ottobre), anche se il saldo dei primi dieci mesi dell'anno è ancora negativo (-14,7 miliardi) per via delle vendite nette concentrate nel mese di marzo.

Tra gennaio e ottobre i residenti hanno investito in attività di portafoglio estere 63,9 miliardi (da 35,8 l'anno precedente), acquistando soprattutto titoli di debito e quote di fondi comuni. Nello stesso periodo, in connessione con il maggiore ricorso degli intermediari alle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema, la raccolta netta all'estero delle banche italiane per prestiti e depositi è diminuita di 27,7 miliardi.

Il saldo passivo della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2 si è ridotto negli ultimi mesi in seguito alla ripresa degli afflussi di capitali e grazie anche all'erogazione delle prime quote dei prestiti al settore pubblico italiano da parte della Commissione europea, come previsto

**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)	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 (D)		Saldo di conto corrente e conto capitale (E)	Altre voci (2) (F)	Investimenti di portafoglio italiani in titoli esteri (G)
							di cui: intermediata da controparti centrali residenti			
		(A) + (B) + (C) + (D) + (E) + (F) - (G)								
2018	-482	-43	-51	-11	-12	53	43	44	-19	46
2019 – 1° trim.	-475	7	17	1	..	-5	-18	3	-11	-1
2° trim.	-448	27	34	9	..	-20	-3	12	-1	7
3° trim.	-468	-20	22	5	6	-40	-27	16	-3	27
4° trim.	-439	29	11	9	4	7	1	20	14	36
2020 – 1° trim.	-492	-52	-25	-12	..	-24	15	7	4	1
2° trim.	-537	-45	-4	-4	-1	5	5	5	-7	39
3° trim.	-546	-10	17	..	2	-31	-19	25	-5	19
4° trim.	-516	30	....	....	....	....	....	....	....	....
2020 – gen.	-383	56	25	-2	..	26	21	-1	9	1
feb.	-385	-1	2	..	2	..	-1	5	-5	5
mar.	-492	-107	-52	-10	-3	-50	-5	3	..	-5
apr.	-513	-21	-14	-4	-2	5	2	-2	1	5
mag.	-517	-4	-1	..	..	17	-1	3	-11	12
giu.	-537	-19	12	..	1	-17	3	4	3	22
lug.	-522	15	3	1	-1	12	-10	10	-8	1
ago.	-523	-1	3	..	..	-18	-4	7	16	8
set.	-546	-23	12	-1	3	-24	-6	8	-13	9
ott.	-520	27	-3	2	-1	22	-1	8	4	6
nov.	-495	25	....	....	....	....	....	....	....	....
dic.	-516	-21	....	....	....	....	....	....	....	....

(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 ottobre 2020, dati provvisori. – (2) Investimenti diretti, derivati, voci residuali degli altri investimenti, riserve ufficiali, errori e omissioni.

dallo strumento di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione legati all'emergenza sanitaria (*temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency, SURE*); a fine dicembre tale saldo era pari a 516 miliardi (fig. 29 e tav. 9).

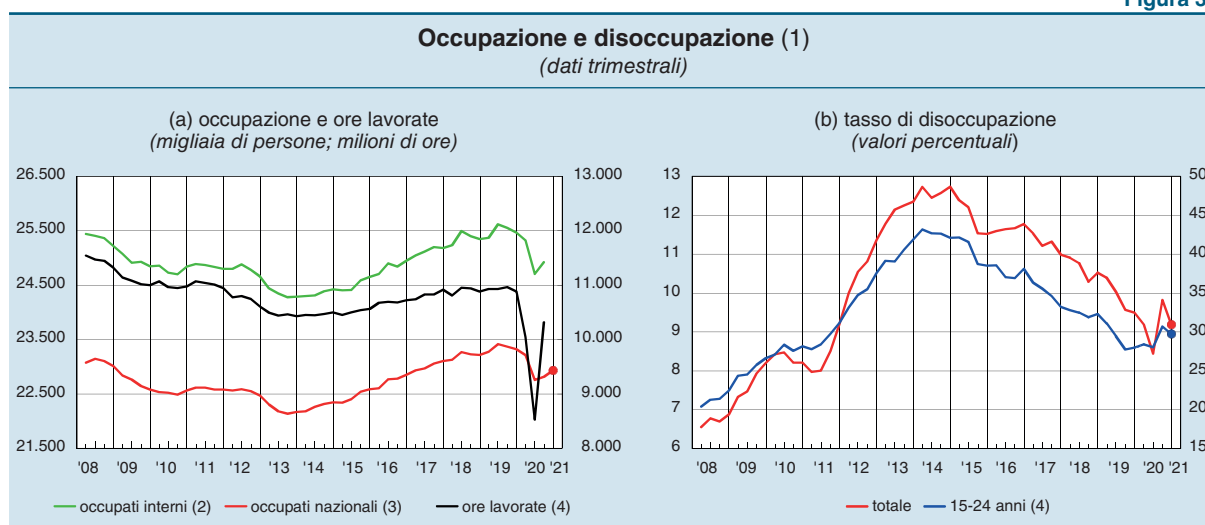
### La posizione netta sull'estero è creditoria

Alla fine di settembre 2020 la posizione netta sull'estero dell'Italia era marginalmente creditoria per 3,1 miliardi di euro (0,2 per cento del PIL), dopo oltre 30 anni di continui saldi negativi. Il miglioramento rispetto alla fine di giugno, pari a 32 miliardi, è dovuto per oltre tre quarti al surplus di conto corrente.

## 2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Nel terzo trimestre, con la riapertura delle attività sospese durante la prima ondata di contagi, sono fortemente aumentate le ore lavorate e si è ridotto il ricorso agli strumenti di integrazione salariale; il numero di occupati è salito. Gli ultimi dati disponibili indicano tuttavia un incremento delle richieste di Cassa integrazione guadagni (CIG) e un rallentamento nella creazione di posti di lavoro.

Figura 30



Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali* (CET), per l'occupazione e le ore lavorate; *Rilevazione sulle forze di lavoro* (RFL), per l'occupazione e il tasso di disoccupazione.

(1) Dati destagionalizzati. Il punto indica il valore medio del bimestre ottobre-novembre. – (2) Include tutte le persone che esercitano un'attività di produzione sul territorio economico del paese (fonte: CET). – (3) Include tutte le persone residenti occupate, esclusi i dimoranti in convivenze e i militari (fonte: RFL). – (4) Scala di destra.

### La crescita dell'occupazione è stata forte nel terzo trimestre...

Nel trimestre estivo le ore lavorate, dopo il calo dei mesi primaverili (-15,1 per cento), sono decisamente aumentate (21,0 per cento; fig. 30.a e tav. 10): la ripresa dell'attività produttiva si è associata a una marcata diminuzione del ricorso ai regimi di riduzione dell'orario di lavoro in costanza di rapporto di lavoro (CIG e Fondo di integrazione salariale, FIS). Le ore lavorate sono tuttavia rimaste

inferiori rispetto al quarto trimestre dell'anno precedente, soprattutto nei servizi privati (-9 per cento; -6,4 nel complesso del settore privato non agricolo).

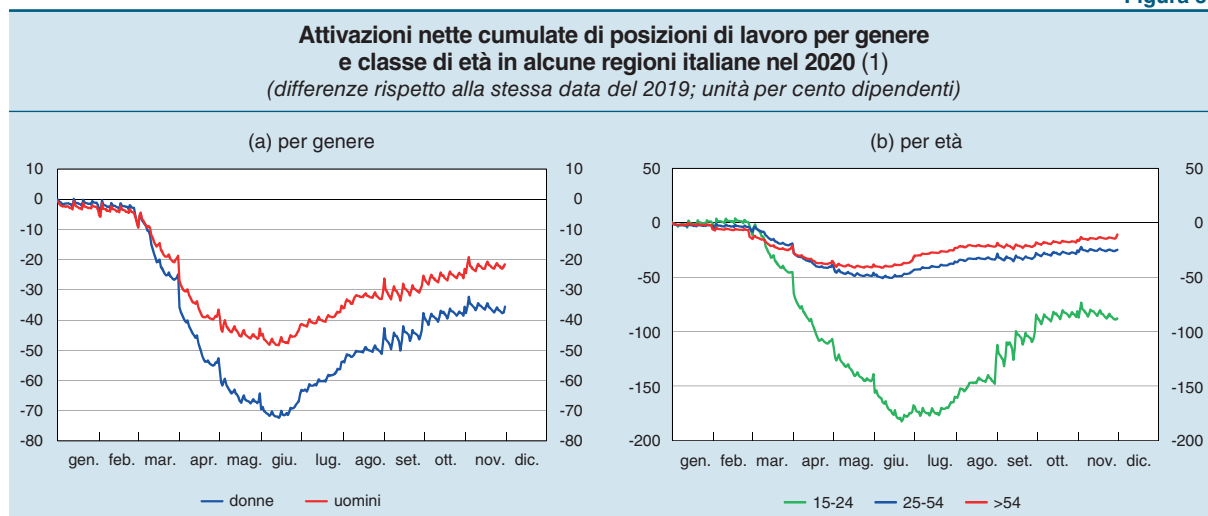
Anche il numero di occupati è tornato a crescere (0,9 per cento), pur rimanendo ancora del 2,1 per cento al di sotto del livello precedente l'emergenza sanitaria; il miglioramento ha interessato in maniera esclusiva il lavoro dipendente, mentre è proseguito il calo di quello autonomo (-0,3 per cento; -3,4 rispetto al quarto trimestre del 2019).

Tavola 10

<b>Occupazione e ore lavorate</b>					
(dati destagionalizzati; migliaia di persone, milioni di ore e variazioni percentuali sul trimestre precedente)					
VOCI	Consistenze	Variazioni			
	3° trim. 2020	4° trim. 2019	1° trim. 2020	2° trim. 2020	3° trim. 2020
<b>Occupati</b>	<b>24.924</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,4</b>	<b>0,9</b>
di cui: industria in senso stretto	4.237	-0,3	0,0	-0,5	-0,2
servizi privati (1)	10.857	-0,7	-1,1	-3,5	1,0
costruzioni	1.549	0,9	-0,5	-1,1	2,2
Dipendenti	19.123	-0,3	-0,5	-2,5	1,2
Autonomi	5.800	-0,6	-0,8	-2,3	-0,3
<b>Ore lavorate totali</b>	<b>10.318</b>	<b>-0,7</b>	<b>-7,7</b>	<b>-15,1</b>	<b>21,0</b>
di cui: industria in senso stretto	1.814	-1,0	-8,8	-14,0	24,9
servizi privati (1)	4.557	-1,0	-8,7	-20,5	25,4
costruzioni	714	0,3	-12,4	-21,4	45,9
Dipendenti	7.321	-0,5	-6,1	-12,9	16,6
Autonomi	2.998	-1,2	-11,3	-20,8	33,2

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).



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Rilevazione delle forze di lavoro* e su dati delle comunicazioni obbligatorie fornite dall'Osservatorio sul mercato del lavoro della Regione Piemonte, da Veneto Lavoro, dalla Regione Friuli Venezia Giulia, dall'Osservatorio del mercato del lavoro della Provincia autonoma di Bolzano e dall'Agenzia Sarda per le politiche attive del lavoro (ASPAL).

(1) Attivazioni al netto delle cessazioni. L'universo di riferimento è costituito dalle posizioni di lavoro dipendente nel settore privato a tempo indeterminato, in apprendistato e a tempo determinato. Le attivazioni e le cessazioni che hanno avuto luogo il 29 febbraio sono sommate a quelle del 28 febbraio. Sono state prese in considerazione la Provincia autonoma di Bolzano e le regioni Friuli Venezia Giulia, Piemonte, Sardegna e Veneto.

**...ma si è indebolita dopo l'estate**

Secondo i dati amministrativi tratti dal sistema delle comunicazioni obbligatorie, relativi soltanto ad alcune regioni, da settembre sono emersi segnali di un rallentamento nella creazione di posti di lavoro. Il recupero di posizioni lavorative alle dipendenze, che dall'estate aveva interessato soprattutto i più giovani, si è interrotto in novembre (fig. 31); la perdita di posizioni evidenzia ancora un divario a sfavore dell'occupazione femminile e giovanile. Sulla base dei dati preliminari dell'Istat nel bimestre ottobre-novembre la flessione del lavoro temporaneo (-1,2 per cento rispetto al bimestre precedente; -13,2 rispetto allo stesso periodo dell'anno prima), più reattivo alle condizioni cicliche, sarebbe stata compensata dalla tenuta dell'occupazione a tempo indeterminato sostenuta dal prolungamento, fino a marzo 2021, del blocco dei licenziamenti.



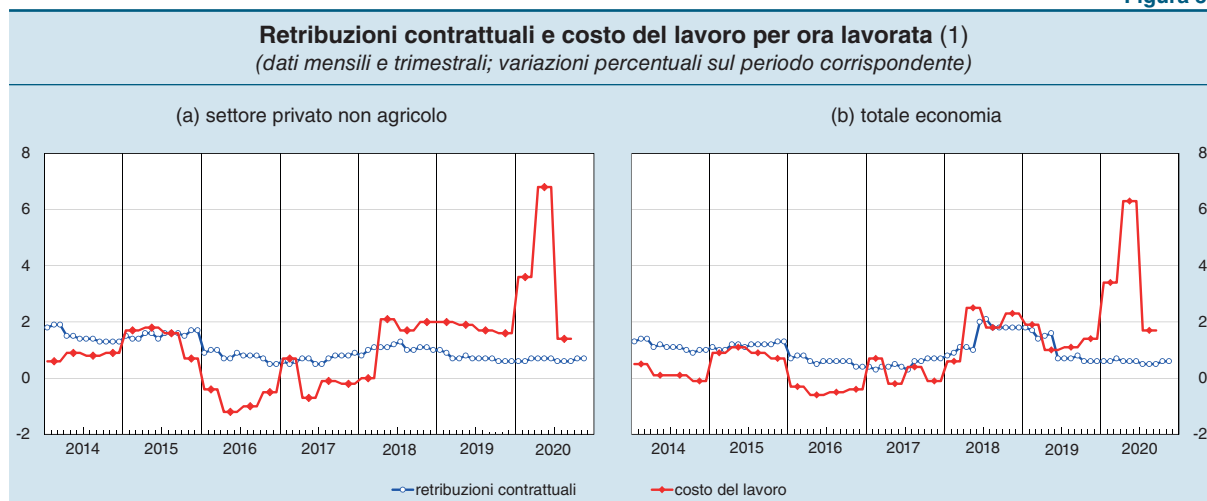
Fonte: elaborazioni su dati INPS.

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

Dopo il calo dei mesi estivi il numero di ore di integrazione salariale (l'accesso agevolato alla quale è stato prorogato fino al 31 marzo 2021 per la modalità ordinaria e fino al 30 giugno per le restanti modalità) è tornato ad aumentare in autunno (381,3 milioni nella media del bimestre ottobre-novembre), pur restando ben al di sotto dei livelli raggiunti in primavera durante l'emergenza sanitaria (863,1 milioni nella media del bimestre aprile-maggio; fig. 32).

**Il tasso di attività si è ridotto in autunno**

Il tasso di attività, dopo la parziale ripresa nel terzo trimestre (64,3 per cento), è tornato a contrarsi (al 64,2 per cento in novembre, un punto percentuale in meno rispetto ai valori registrati prima dell'emergenza sanitaria). La minore



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.

partecipazione al mercato del lavoro ha contribuito al calo del tasso di disoccupazione, fermo al 9,2 per cento nella media del bimestre ottobre-novembre (10,0 per cento nel terzo trimestre; fig. 30.b).

**La dinamica retributiva rimane debole**

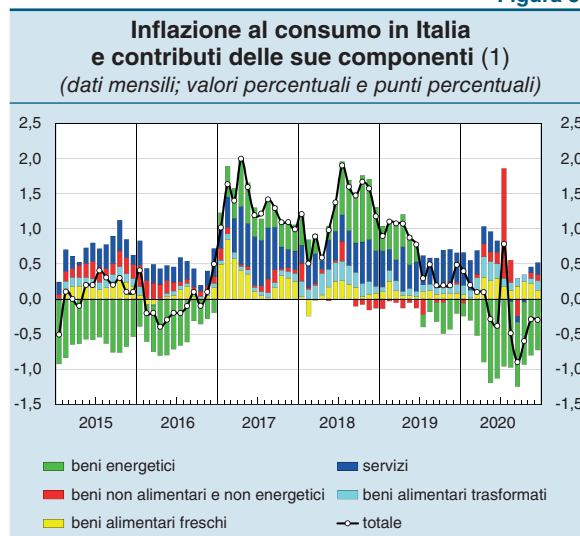
La crescita delle retribuzioni contrattuali nel settore privato non agricolo rimane moderata (0,7 per cento sui dodici mesi nel bimestre ottobre-novembre; 0,6 per cento nel totale dell'economia; fig. 33). Il perdurare dell'incertezza derivante dall'emergenza sanitaria potrebbe prolungare le trattative per il rinnovo dei numerosi contratti scaduti (che interessano circa l'80 per cento dei dipendenti), continuando a frenare la dinamica salariale anche nei primi mesi del 2021.

Nel terzo trimestre il costo orario del lavoro nel settore privato non agricolo è aumentato dell'1,4 per cento sul periodo corrispondente (1,7 per cento per il totale dell'economia), in netta frenata rispetto all'accelerazione dei mesi primaverili, che è stata però in gran parte dovuta a un mero effetto statistico, riconducibile alle regole di classificazione delle misure di integrazione salariale nella contabilità nazionale; le prestazioni erogate ai lavoratori dal FIS sono incluse nei redditi da lavoro, mentre le ore non lavorate sono escluse dal monte ore.

**2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI**

Negli ultimi mesi del 2020 la variazione dei prezzi al consumo è stata negativa, riflettendo la dinamica dei prezzi dei beni energetici e l'andamento dei prezzi nei settori dei servizi più colpiti dalla crisi. Le aspettative di inflazione degli analisti e delle imprese continuano a prefigurare valori molto contenuti nei prossimi dodici mesi.

Figura 34



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

## 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)	—	(0,5)	....	....
2019 – gen.	0,9	0,6	0,9	0,9	0,1	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	-0,2	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	-0,1	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	-0,1	0,5	-2,4	—
ott.	0,2	0,7	0,1	0,2	0,2	0,6	-4,1	—
nov.	0,2	0,7	0,1	0,2	0,1	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	0,1	0,7	-3,4	—
feb.	0,2	0,5	0,1	0,3	-0,1	0,7	-3,8	—
mar.	0,1	0,6	0,0	0,1	0,0	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	-0,1	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	-0,3	0,3	-4,5	—
ago.	-0,5	0,3	-0,6	-0,5	0,0	0,1	-4,0	—
set.	-1,0	-0,5	-1,1	-0,6	-0,2	0,0	-3,8	—
ott.	-0,6	-0,1	-0,7	-0,3	0,5	0,3	-2,9	—
nov.	-0,3	0,3	-0,4	-0,2	....	0,4	-2,8	—
dic.	(-0,3)	(0,4)	....	(-0,1)	....	(0,6)	....	—

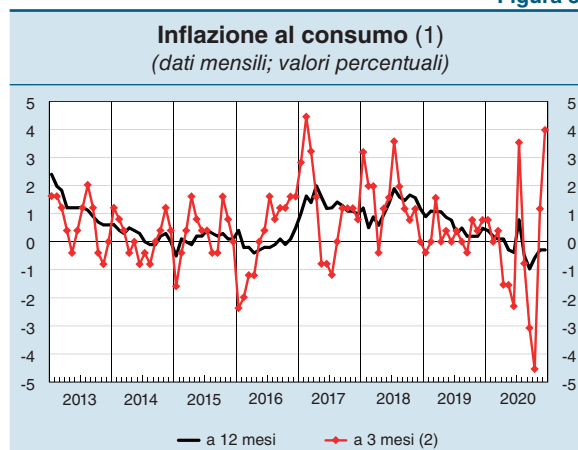
Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat. I numeri tra parentesi indicano stime preliminari.

(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.

**Continua a essere negativa la variazione sia dei prezzi al consumo...**

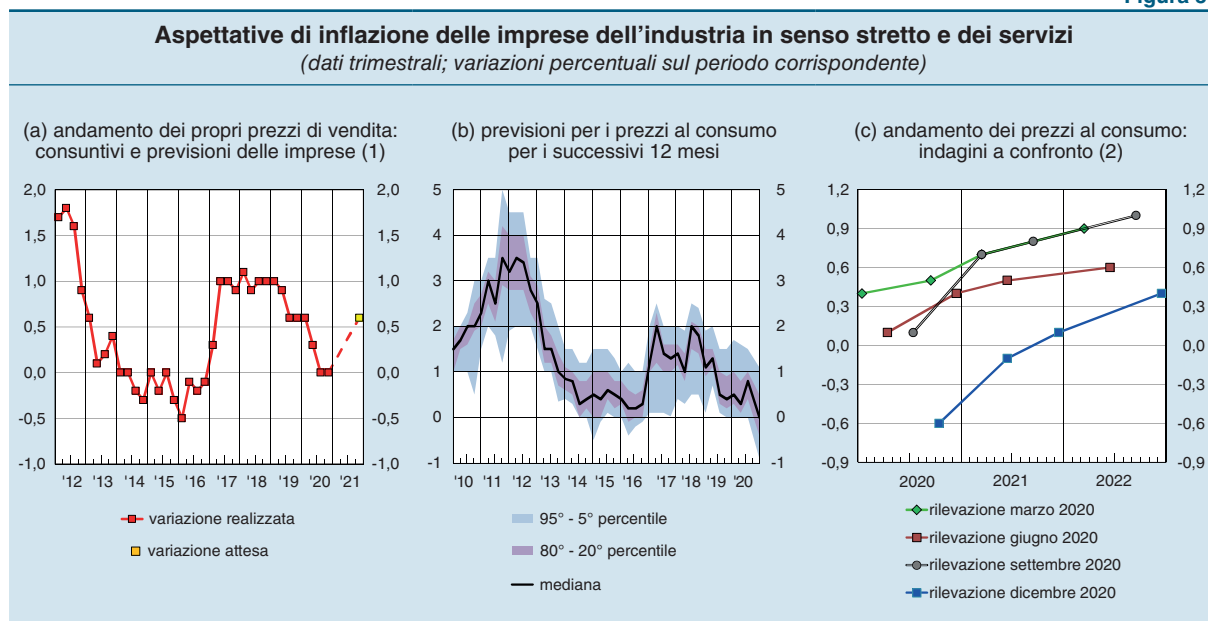
Sulla base dei dati preliminari, in dicembre la variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) si è stabilizzata a -0,3 per cento (fig. 34 e tav. 11). Sull'inflazione incidono la riduzione dei prezzi dei beni energetici e la debolezza della componente di fondo (0,4 per cento). All'andamento di quest'ultima contribuiscono sia la crescita modesta dei prezzi dei beni, sia la riduzione di quelli dei servizi connessi con il turismo (in particolare quelli di trasporto), che hanno risentito in misura maggiore delle conseguenze della pandemia. Sui prezzi dei servizi hanno inciso negativamente anche gli effetti transitori dell'abolizione del superticket sulle prestazioni sanitarie ambulatoriali (in settembre) e la

Figura 35



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat. Per dicembre, stime preliminari.

(1) Variazione percentuale dell'IPCA, sui periodi indicati in legenda. – (2) In ragione d'anno e depurata dai fattori stagionali.



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.

rimodulazione delle tasse universitarie (in ottobre). L'inflazione sui tre mesi, depurata dai fattori stagionali e in ragione d'anno, ha mostrato forti oscillazioni (fig. 35). Nel complesso del 2020 l'inflazione si è attestata al -0,1 per cento e allo 0,5 al netto delle voci più volatili (da 0,6 e 0,5 rispettivamente nel 2019).

**...sia di quelli alla produzione**

In novembre è continuata la flessione dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno (-2,8 per cento sui dodici mesi, da -2,9 in ottobre). Nel terzo trimestre il costo del lavoro per unità di prodotto (sulla cui dinamica continuano a pesare effetti di natura statistica; cfr. il par. 2.5) ha rallentato rispetto al periodo precedente (0,7 per cento, da 1,3 in termini tendenziali).

**Le attese di inflazione restano basse**

Secondo gli operatori professionali censiti in dicembre da Consensus Economics, nella media del 2021 l'inflazione sarebbe pari allo 0,4 per cento. Nell'indagine trimestrale condotta in dicembre dalla Banca d'Italia, le attese delle imprese sull'aumento dei propri prezzi di vendita nei prossimi 12 mesi sono stabili allo 0,6 per cento. Le aziende hanno rivisto al ribasso le proprie aspettative di inflazione al consumo su tutti gli orizzonti temporali (fig. 36). L'indagine condotta dalla Banca d'Italia presso le famiglie alla fine di novembre segnala che la percentuale di nuclei intervistati che si attende un aumento dei prezzi nei prossimi dodici mesi è rimasta sostanzialmente stabile.

**2.7 LE BANCHE**

Le banche hanno continuato a soddisfare la domanda di fondi da parte delle imprese. Le condizioni di offerta si sono mantenute nel complesso distese anche grazie alle misure di politica monetaria e a quelle governative a sostegno della liquidità. Il costo della provvista obbligazionaria delle banche si è ulteriormente

ridotto e i tassi sui prestiti a imprese e famiglie sono rimasti su livelli contenuti.

**La crescita del credito rimane sostenuta**

In novembre i prestiti al settore privato non finanziario sono cresciuti del 6,1 per cento sui tre mesi per cento (al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno; tav. 12 e fig. 37.a). A differenza degli altri principali paesi dell'area (cfr. il par. 1.2), la dinamica del credito alle società non finanziarie si mantiene robusta (8,9 per cento; fig. 37.b), ancora sospinta dall'ampio ricorso delle imprese ai finanziamenti coperti da garanzia pubblica. I prestiti alle famiglie si sono espansi a ritmi pressoché invariati rispetto ad agosto (4,1 per cento). I mutui hanno lievemente accelerato, mentre il credito al consumo si è mantenuto debole. Gli schemi di garanzia sui nuovi finanziamenti e le moratorie sui prestiti esistenti, adottati dal Governo a sostegno della liquidità di imprese e famiglie, sono stati estesi fino a giugno 2021.

**La raccolta delle banche è aumentata**

Tra agosto e novembre il tasso di crescita della raccolta delle banche italiane è aumentato, soprattutto per effetto dell'accelerazione dei depositi dei residenti (al 7,5 per cento; tav. 13), sospinti da un'accresciuta preferenza per la liquidità da parte di imprese e famiglie. L'espansione delle passività verso l'Eurosistema si è anch'essa rafforzata, dopo il regolamento della quinta asta della terza serie di operazioni mirate di

**Tavola 12**

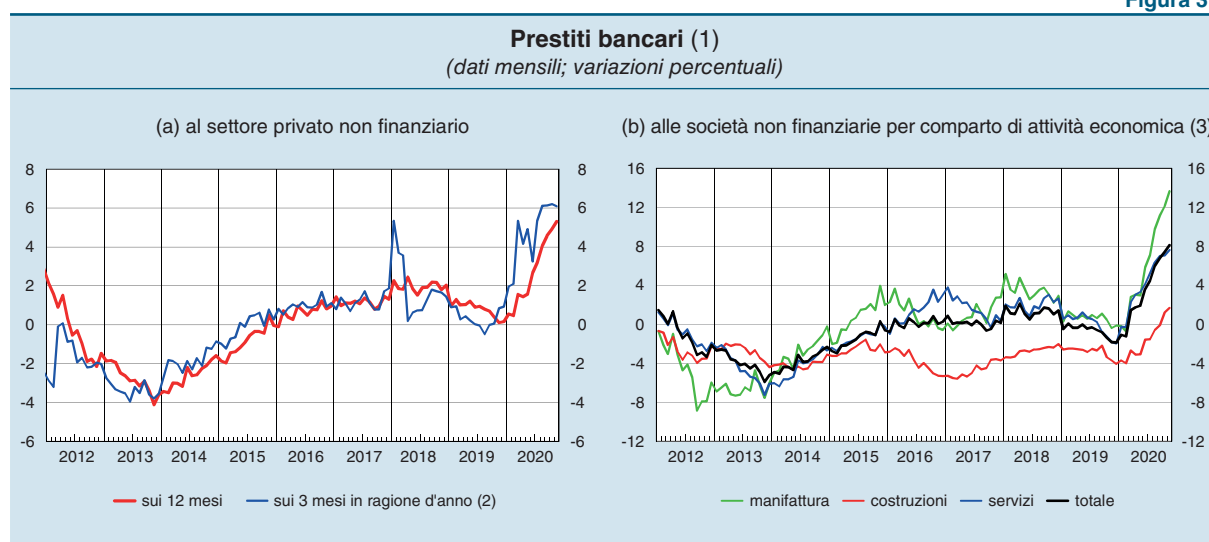
**Prestiti bancari a novembre 2020 (1)**  
(variazioni percentuali)

SETTORI	sui 12 mesi	sui 3 mesi (2)
<b>Settore privato non finanziario</b>	<b>5,3</b>	<b>6,1</b>
<b>Famiglie</b>	<b>2,2</b>	<b>4,1</b>
<i>di cui:</i> per l'acquisto di abitazioni	2,2	....
credito al consumo	-0,4	....
altri prestiti (3)	4,1	....
<b>Società non finanziarie</b>	<b>8,1</b>	<b>8,9</b>
<i>di cui:</i> manifattura	13,7	....
servizi	7,6	....
costruzioni	1,7	....

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.



**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)	
	Agosto 2020	Novembre 2020	Agosto 2020	Novembre 2020
<b>Attività</b>				
Prestiti a residenti in Italia (3)	1.704	1.721	1,4	2,8
<i>di cui:</i> a imprese (4)	671	682	6,0	8,1
a famiglie (5)	634	642	1,9	2,2
Attività verso controparti centrali (6)	82	63	-18,0	-39,6
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (7)	598	579	11,9	5,5
<i>di cui:</i> titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	451	433	10,3	7,4
Attività verso Eurosystema (8)	182	301	136,0	116,2
Attività sull'estero (9)	458	461	8,9	8,3
Altre attività (10)	744	769	1,1	7,3
<b>Totale attivo</b>	<b>3.768</b>	<b>3.893</b>	<b>6,0</b>	<b>7,9</b>
<b>Passività</b>				
Depositi di residenti in Italia (3) (11) (12)	1.695	1.742	6,1	7,5
Depositi di non residenti (9)	310	321	-6,5	-4,5
Passività verso controparti centrali (6)	115	98	-5,0	-27,9
Obbligazioni (12)	226	218	-6,3	-9,0
Passività verso Eurosystema (8)	350	367	46,7	56,8
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	127	124	11,9	-4,9
Capitale e riserve	358	361	-1,3	-1,8
Altre passività (13)	588	662	6,5	19,9
<b>Totale passivo</b>	<b>3.768</b>	<b>3.893</b>	<b>6,0</b>	<b>7,9</b>

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di novembre 2020 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.

rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO3*) attraverso la quale le banche hanno raccolto 22 miliardi.

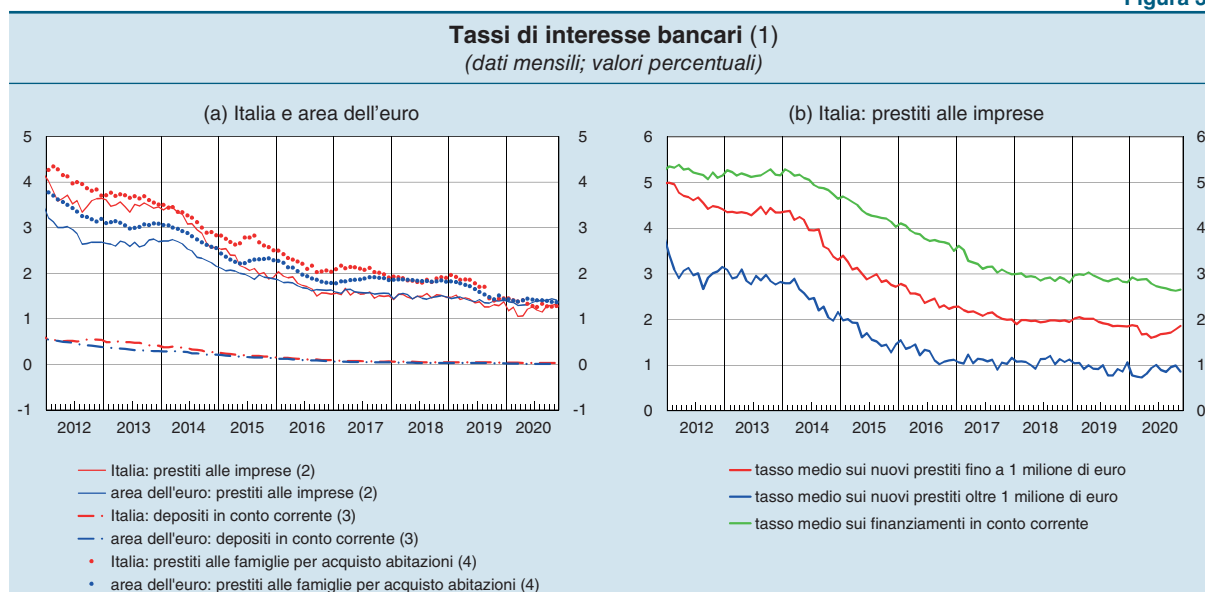
Il costo della raccolta si è mantenuto basso, continuando a beneficiare della politica monetaria fortemente accomodante. Dall'inizio di ottobre in Italia i rendimenti delle obbligazioni bancarie sul mercato secondario si sono ancora ridotti, scendendo a inizio gennaio all'1,2 per cento, un valore prossimo a quelli osservati prima dell'emergenza sanitaria. Il differenziale con la media dell'area è diminuito, a circa 80 punti base.

**Il costo del credito alle imprese resta contenuto** Il tasso di interesse sui nuovi prestiti bancari alle imprese è rimasto basso, all'1,3 per cento in novembre (tav. 14 e fig. 38); il moderato incremento rispetto ad agosto ha riguardato i finanziamenti di importo fino a un milione di euro. Il costo medio dei nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si è mantenuto stabile, all'1,3 per cento.

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

SETTORI	Agosto 2020	Novembre 2020
<b>Prestiti alle imprese</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>
<i>di cui:</i> fino a 1 milione di euro	1,7	1,9
oltre 1 milione di euro	0,9	0,9
<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)	1,4	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'Eurosystema. – (2) Con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a un anno. – (3) Con periodo di determinazione iniziale del tasso inferiore a un anno.



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.

**I criteri di offerta del credito alle imprese sono rimasti invariati**

I risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*) riferita al terzo trimestre del 2020, che si è conclusa il 6 ottobre, incorporano solo in parte le prime valutazioni circa le conseguenze della seconda ondata della pandemia. Le banche italiane intervistate hanno segnalato criteri di offerta invariati sui prestiti alle imprese, anche grazie agli effetti positivi delle

misure di politica monetaria (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*). Per il quarto trimestre gli intermediari si attendono un ulteriore, seppur più contenuto, aumento della domanda di finanziamenti da parte delle società non finanziarie.

## L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO

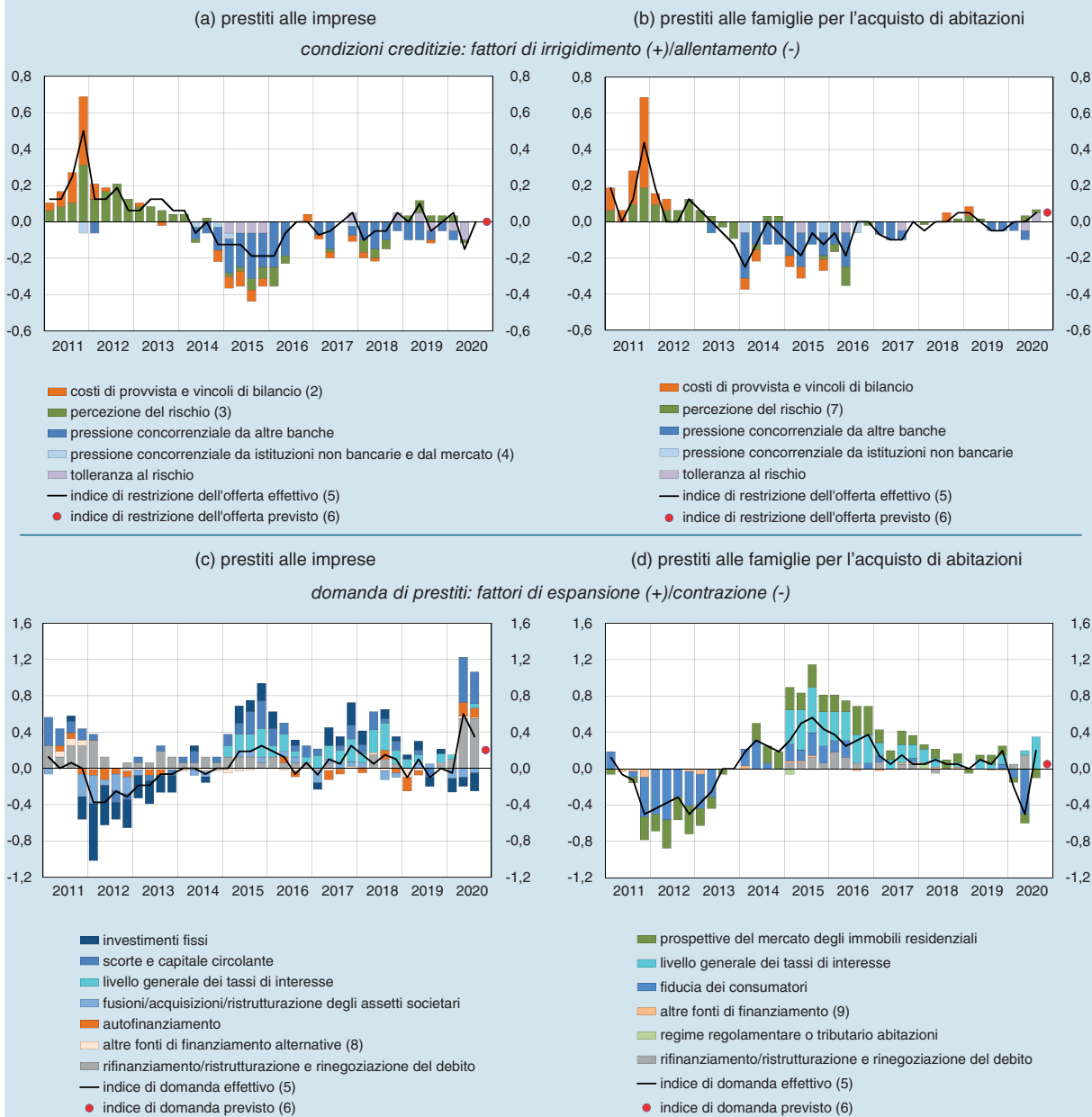
L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*)<sup>1</sup> riferita al terzo trimestre del 2020 si è conclusa il 6 ottobre; incorpora quindi solo in parte gli effetti della seconda ondata della pandemia. Le banche italiane intervistate segnalano che i criteri di offerta sui prestiti alle imprese sono rimasti invariati (figura A); sono stati tuttavia ridotti i margini applicati sia sulla media dei finanziamenti sia su quelli più rischiosi<sup>2</sup>. Per il quarto trimestre gli intermediari si attendono che le proprie politiche di offerta resteranno ancora immutate.

Per i prestiti alle famiglie nel terzo trimestre i criteri di offerta sia sul credito al consumo sia sui mutui hanno registrato un moderato irrigidimento, in linea con il deteriorarsi delle prospettive economiche generali e con un calo della tolleranza al rischio da parte delle banche; i termini e le condizioni generali

<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> Gli intermediari degli altri principali paesi dell'area dell'euro, a differenza di quelli italiani, segnalano un irrigidimento dei criteri di offerta applicati ai prestiti alle imprese; cfr. BCE, *October 2020 euro area bank lending survey*, comunicato stampa del 27 ottobre 2020.

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



Fonte: indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (Bank Lending Survey).

(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.

sono rimasti nel complesso invariati. Per il quarto trimestre gli intermediari prevedono un'ulteriore lieve restrizione delle politiche di offerta sul mercato dei mutui.

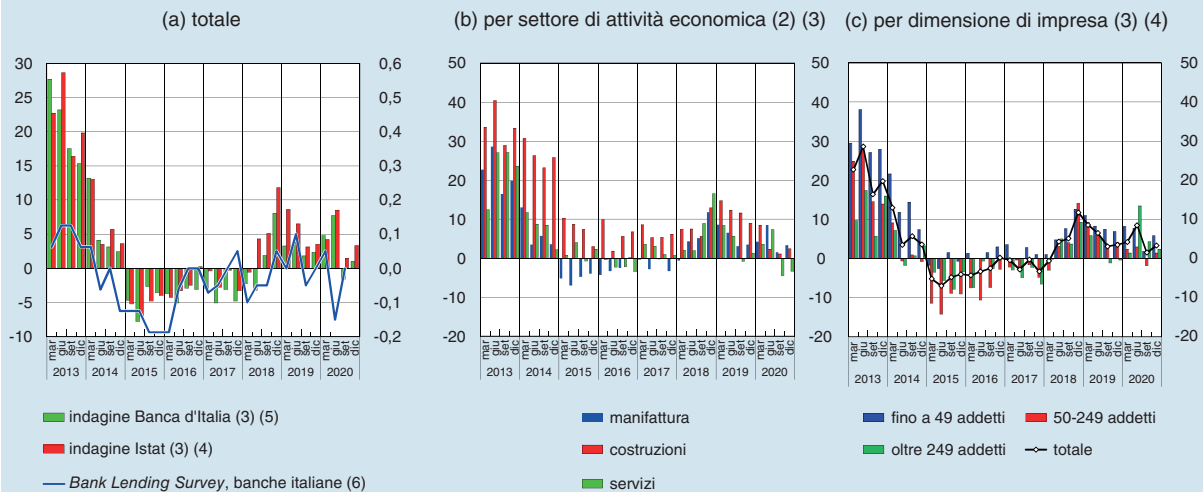
La domanda di prestiti da parte delle imprese ha continuato ad aumentare in misura marcata nel terzo trimestre, riflettendo ancora l'ingente fabbisogno di liquidità connesso con l'emergenza sanitaria. Dopo essere diminuita per due trimestri consecutivi, la domanda di mutui e di credito al consumo delle famiglie è tornata a salire. Per il quarto trimestre gli intermediari prefigurano un incremento più contenuto nella richiesta di fondi da parte delle imprese; anche la domanda di prestiti finalizzati all'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie dovrebbe crescere lievemente.

Nell'indagine è stata chiesta una valutazione dell'impatto delle misure di politica monetaria adottate dalla BCE. Sulla base delle risposte ricevute, nel semestre terminato lo scorso settembre i programmi di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme, APP*, e *Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP*) e la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO3*) hanno avuto nel complesso un effetto positivo sulla posizione di liquidità, sulle condizioni di finanziamento e sulla redditività degli intermediari. Le banche hanno inoltre segnalato che tali misure hanno favorito un allentamento di termini e condizioni applicati al credito concesso e un incremento dei volumi di prestiti erogati, soprattutto alle imprese.

Le indagini presso le imprese condotte dall'Istat e dalla Banca d'Italia relative al quarto trimestre del 2020 si sono concluse nel mese di dicembre e incorporano quindi le prime valutazioni sugli effetti della nuova ondata pandemica (figura B). In tutti i settori le condizioni di accesso al credito sono rimaste nel complesso distese, con un lieve miglioramento per le aziende operanti nei servizi.

Figura B

**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 *Bank Lending Survey*, cfr. figura A. – (2) Istat, indagini sulla fiducia delle imprese. – (3) Percentuale netta di imprese che riportano difficoltà di accesso al credito. Questa percentuale è 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.

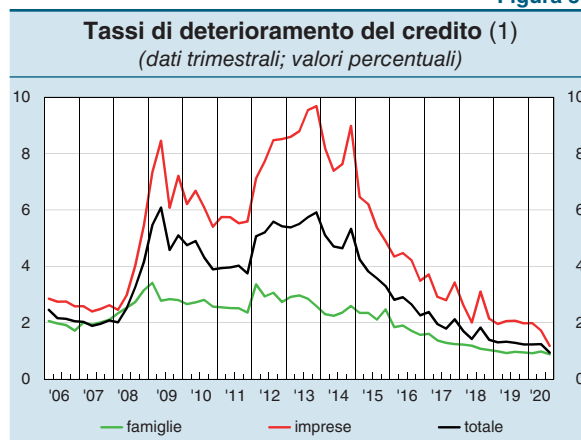
**Il tasso di deterioramento del credito beneficia delle misure adottate dalle autorità**

Il flusso dei nuovi crediti deteriorati in rapporto al totale dei finanziamenti si è ridotto nel terzo trimestre (allo 0,9 per cento, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, dall'1,3 del secondo; fig. 39). La diminuzione ha riguardato sia i prestiti alle famiglie (allo 0,9 per cento, dall'1,0), sia quelli alle imprese (all'1,2 per cento, dall'1,7). L'andamento di tali indicatori continua a riflettere le misure di sostegno all'accesso al credito introdotte dal Governo (moratorie e garanzie sui nuovi prestiti), nonché l'utilizzo della flessibilità insita nelle regole della classificazione dei finanziamenti, secondo le linee segnalate dalle autorità di vigilanza. È proseguita la riduzione dell'incidenza dello stock di crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti dei gruppi bancari significativi, sia al lordo sia al netto delle rettifiche di valore (tav. 15). Il tasso di copertura dei crediti deteriorati è aumentato, principalmente per via delle rettifiche di valore contabilizzate da un intermediario in vista di una operazione di cessione.

**Si riduce la redditività delle banche...**

Nei primi nove mesi del 2020 la redditività dei gruppi significativi è diminuita rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Il rendimento annualizzato del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE), calcolato al netto delle componenti straordinarie, si è ridotto di oltre due terzi, in larga parte per effetto dell'aumento delle rettifiche di valore su crediti. I ricavi complessivi sono diminuiti, sebbene la flessione sia rallentata nel corso del

**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.

**Tavola 15**

**Principali indicatori delle banche italiane significative (1)**  
(valori e variazioni percentuali)

VOCI	Giugno 2020	Settembre 2020
<b>Crediti deteriorati (2)</b>		
Incidenza lorda sul totale dei finanziamenti	6,1	5,4
Incidenza netta sul totale dei finanziamenti	3,0	2,6
Tasso di copertura (3)	52,6	53,8
<b>Patrimonio di vigilanza</b>		
CET1 ratio	14,8	15,1
VOCI	Gennaio-settembre 2019	Gennaio-settembre 2020
<b>Redditività (4)</b>		
ROE (5)	7,8	2,2
Margine di interesse (6)	-5,6	-4,8
Margine di intermediazione (6)	-4,7	-4,7
Costi operativi (6)	-3,4	-3,9
Risultato di gestione (6)	-6,9	-6,7
Rettifiche di valore su crediti (6)	-0,1	36,4

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 deteriorati 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. Per confrontare i dati della redditività riferiti a settembre 2020 con quelli relativi allo stesso periodo del 2019, 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 al corrispondente periodo dell'anno precedente.

terzo trimestre. Prosegue il calo dei costi operativi; al netto degli oneri sostenuti per agevolare l'interruzione anticipata del rapporto di lavoro, i costi sono diminuiti in misura maggiore rispetto ai ricavi, determinando una riduzione della loro incidenza sul margine di intermediazione (*cost-income ratio*) di oltre due punti percentuali rispetto ai primi nove mesi del 2019, al 62,8 per cento.

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

Nel terzo trimestre dell'anno il livello di patrimonializzazione dei gruppi significativi, misurato in base al rapporto tra il capitale di migliore qualità e le attività ponderate per il rischio (*common equity tier 1 ratio, CET1 ratio*), è aumentato di circa 30 punti base, al 15,1 per cento. La crescita è dipesa dalla flessione degli attivi ponderati per il rischio (-3 per cento), a sua volta riconducibile alla ricomposizione di alcuni

portafogli bancari verso attività meno rischiose e all'operare delle garanzie pubbliche. Il calo degli attivi ponderati ha più che compensato la leggera diminuzione del capitale di migliore qualità.

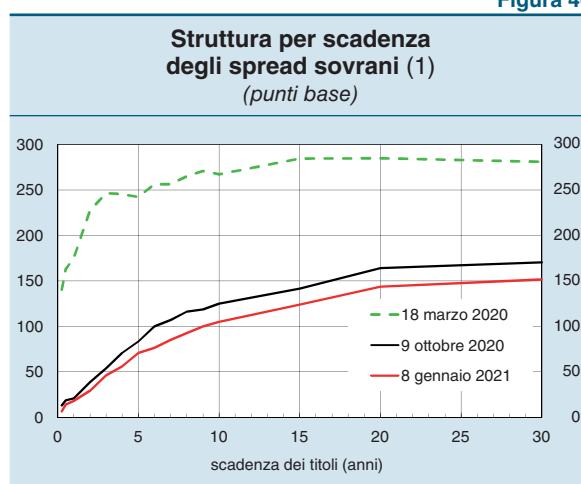
## 2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

Le condizioni dei mercati finanziari in Italia, come quelle globali, sono state sospinte dall'ottimismo generato dagli annunci sull'efficacia dei vaccini, dall'ulteriore sostegno monetario e di bilancio e dal risolversi dell'incertezza legata alle elezioni presidenziali negli Stati Uniti. Le prospettive dei mercati finanziari restano tuttavia condizionate dai possibili scenari futuri sull'evoluzione della pandemia.

**I rendimenti dei titoli di Stato sono diminuiti**

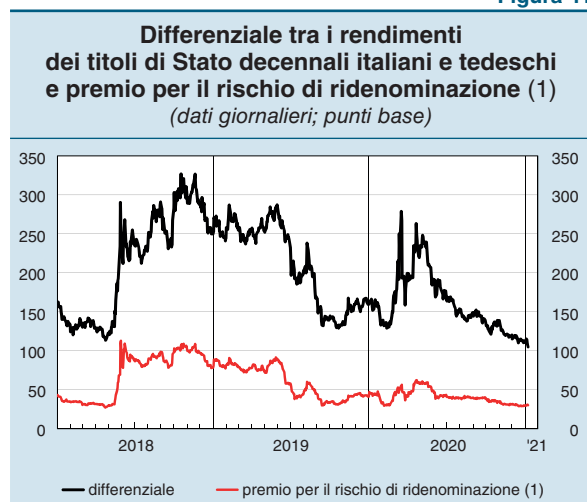
Dalla fine della prima decade di ottobre i rendimenti dei titoli di Stato

Figura 40



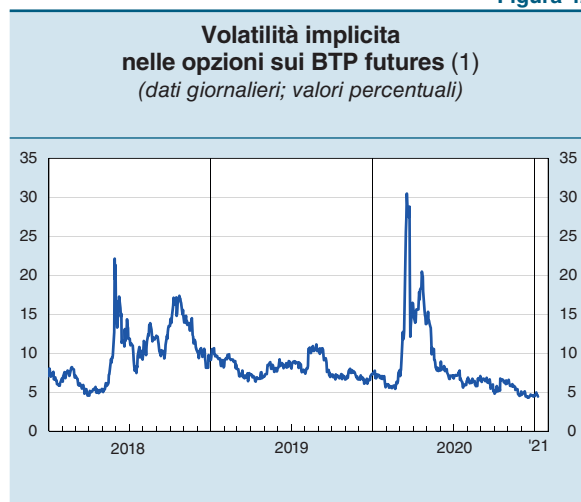
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.  
(1) Struttura per scadenze, a date selezionate, dei differenziali di rendimento fra i titoli di Stato italiani e i corrispondenti titoli tedeschi.

Figura 41

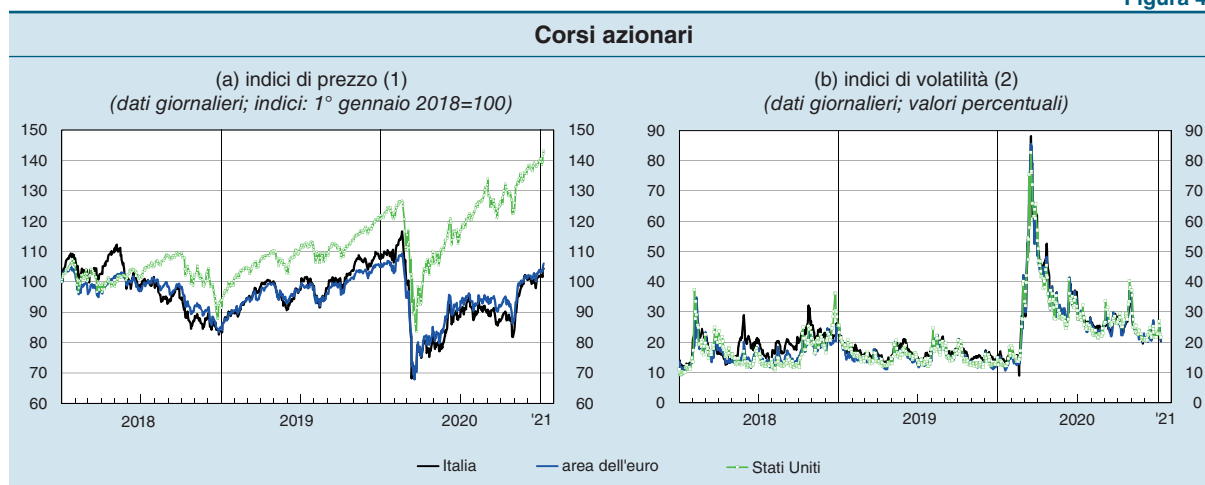


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e ICE CMA.  
(1) Differenza tra il premio sul contratto CDS ISDA 2014 a 5 anni sul debito sovrano italiano e quello sul CDS ISDA 2003 di pari scadenza. Il regolamento ISDA 2014, rispetto a quello del 2003, offre una maggiore protezione nel caso di ridenominazione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



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.

italiani sono diminuiti su tutte le scadenze. La discesa è stata guidata principalmente dalla riduzione del premio per il rischio sovrano. Il differenziale con il rendimento dei titoli di Stato tedeschi sulla scadenza decennale è sceso di 20 punti base, mantenendosi su valori inferiori a quelli osservati prima della pandemia (fig. 40); il premio relativo al rischio di ridenominazione si è mantenuto stabile su livelli bassi (fig. 41). La volatilità implicita nei contratti derivati sul titolo decennale italiano rimane molto contenuta (fig. 42).

### Le quotazioni azionarie sono salite

Dopo i cali iniziali connessi con i rinnovati timori per l'aumento dei contagi in ottobre, nel mese di novembre i corsi azionari hanno evidenziato forti rialzi, beneficiando soprattutto degli annunci sull'efficacia dei vaccini (fig. 43.a). L'indice generale di borsa è aumentato in Italia del 16 per cento, più che nella

media dell'area dell'euro (12 per cento). La componente del comparto bancario è cresciuta in linea con l'indice generale (14 per cento), ma meno che nell'area dell'euro (35 per cento). La volatilità dei corsi azionari è diminuita (fig. 43.b).

### Proseguono la discesa dei costi di finanziamento

I costi di finanziamento delle banche e delle imprese hanno continuato a ridursi.

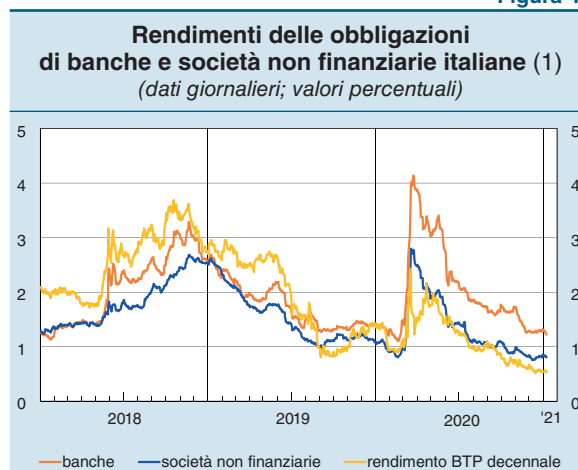
Dalla fine della prima decade di ottobre i rendimenti sul mercato secondario delle obbligazioni emesse dalle banche e dalle società non finanziarie sono diminuiti, rispettivamente di 43 e 18 punti base (fig. 44), in linea con il calo osservato nella media dell'area dell'euro.

### Aumentano le emissioni nette delle imprese

Le società non finanziarie hanno effettuato emissioni nette di titoli obbligazionari per 2,3 miliardi di euro nel

terzo trimestre (da 1,6 nel secondo), mentre i collocamenti netti delle banche sono stati pressoché nulli (da 7,6 miliardi). Dati preliminari di fonte

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.

Bloomberg segnalano che le emissioni lorde di banche e imprese sarebbero rimaste consistenti nella media dei tre mesi terminanti in dicembre.

**La raccolta netta dei fondi comuni rimane positiva nel terzo trimestre**

Secondo dati di fonte Assogestioni, il flusso netto di risparmio verso i fondi comuni aperti è stato positivo anche nel terzo trimestre del 2020 (9,7 miliardi di euro), un risultato interamente ascrivibile ai fondi di diritto estero. Gli investitori hanno privilegiato in particolar modo i fondi obbligazionari (6,8 miliardi), ma anche gli altri principali comparti hanno registrato una raccolta netta significativa (5,9 miliardi per i fondi azionari, 1,1 per i bilanciati e 0,5 per i monetari). Nel mese di ottobre la raccolta netta dei fondi comuni aperti è stata pari a 2,2 miliardi, mentre nel mese di novembre si è collocata a 1,5 miliardi.

## 2.9 LA FINANZA PUBBLICA

Il forte deterioramento dei conti pubblici nel 2020 ha riflesso sia il calo dell'attività economica sia gli interventi espansivi adottati dal Governo in corso d'anno. Nelle valutazioni ufficiali la manovra di bilancio approvata a fine dicembre determina un aumento dell'indebitamento netto, rispetto al quadro a legislazione vigente, dell'1,4 per cento del PIL nel 2021 e dello 0,6 nel 2022; lo riduce dello 0,2 per cento nel 2023.

**Nel 2020 l'indebitamento netto si è collocato intorno al 10 per cento del PIL**

In risposta al riacutizzarsi dell'emergenza sanitaria, nell'ultimo trimestre del 2020 il Governo ha varato ulteriori misure espansive a supporto delle famiglie e delle imprese (cfr. il riquadro: *I provvedimenti a favore di imprese e lavoratori colpiti dalle nuove restrizioni per contrastare la pandemia*)<sup>2</sup>. Le informazioni preliminari disponibili confermano che il peggioramento del quadro macroeconomico e i provvedimenti di sostegno all'economia hanno determinato un consistente deterioramento dei conti pubblici nel complesso dell'anno<sup>3</sup>.

### I PROVVEDIMENTI A FAVORE DI IMPRESE E LAVORATORI COLPITI DALLE NUOVE RESTRIZIONI PER CONTRASTARE LA PANDEMIA

*Gli effetti sui conti pubblici.* – In risposta alla recrudescenza della pandemia nei mesi autunnali, il Governo ha varato quattro decreti legge – cosiddetti decreti “ristori”, poi confluiti in un'unica legge di conversione<sup>1</sup> – che hanno disposto interventi espansivi per il 2020 e per l'anno in corso. I provvedimenti per il 2020, pari a 17,8 miliardi (tavola), sono andati principalmente a supporto delle imprese e dei

<sup>1</sup> Si tratta del DL 137/2020 (decreto “ristori”), convertito dalla L. 176/2020, del DL 149/2020 (decreto “ristori bis”), del DL 154/2020 (decreto “ristori ter”) e del DL 157/2020 (decreto “ristori quater”), approvati tra il 28 ottobre e il 30 novembre 2020. Nella legge di conversione del DL 137/2020 sono confluiti anche gli altri tre decreti legge, che sono stati abrogati mantenendo validi gli atti e i provvedimenti adottati e fatti salvi gli effetti e i rapporti giuridici sorti sulla base dei decreti stessi. Per il DL 137/2020, cfr. la 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. 1994, conversione in legge del decreto-legge 28 ottobre 2020, n. 137, recante ulteriori misure urgenti in materia di tutela della salute, sostegno ai lavoratori e alle imprese, giustizia e sicurezza, connesse all'emergenza epidemiologica da Covid-19*, Senato della Repubblica, Roma, 10 novembre 2020.

<sup>2</sup> In precedenza erano stati emanati il DL 18/2020 (decreto “cura Italia”), convertito dalla L. 27/2020, il DL 23/2020 (decreto “liquidità”), convertito dalla L. 40/2020, il DL 34/2020 (decreto “rilancio”), convertito dalla L. 77/2020 e il DL 104/2020 (decreto “agosto”), convertito dalla L. 126/2020. Per una descrizione dei primi tre provvedimenti, cfr. il riquadro: *La risposta della politica di bilancio all'emergenza*, in *Bollettino economico*, 3, 2020; per il quarto, cfr. *Bollettino economico*, 4, 2020.

<sup>3</sup> Lo scorso novembre la Commissione europea, nelle sue previsioni d'autunno, indicava per il 2020 un aumento del disavanzo pubblico in rapporto al PIL di 9,2 punti percentuali per l'Italia, 7,5 per la Germania, 7,4 per la Francia e 9,4 per la Spagna. Il rapporto fra il debito e il prodotto era previsto in aumento di 24,9 punti percentuali per l'Italia, 11,5 per la Germania, 17,8 per la Francia e 24,8 per la Spagna.



lavoratori interessati dalle misure di contenimento dell'emergenza epidemiologica incluse nel DPCM del 24 ottobre 2020 e in quello del 3 novembre 2020<sup>2</sup>.

I decreti legge hanno individuato coperture per 9,8 miliardi derivanti prevalentemente da risparmi di spesa (per 8,8 miliardi) su alcuni degli interventi emergenziali approvati tra marzo e agosto; il resto delle coperture ha riguardato essenzialmente riduzioni di spesa su altre misure non connesse con l'emergenza. Nelle valutazioni ufficiali i decreti hanno quindi determinato un aumento dell'indebitamento netto del 2020 per 8 miliardi (0,5 per cento del PIL), pari allo scostamento di bilancio richiesto dal Governo con la *Relazione al Parlamento* dello scorso 20 novembre e che è stato autorizzato dal Parlamento il 26 novembre.

Alla luce della revisione del disavanzo tendenziale riportata nella *Relazione al Parlamento* e degli effetti del decreto "ristori quater", nelle valutazioni ufficiali l'indebitamento netto del 2020 si sarebbe collocato intorno al 10,9 per cento del prodotto. Per quest'anno e per i prossimi la stima ufficiale del disavanzo programmatico rimarrebbe invece invariata rispetto alle previsioni della *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2020* (7 per cento nel 2021; 4,7 nel 2022; 3 nel 2023).

*I principali interventi.* – Gran parte degli interventi espansivi disposti dai decreti "ristori" per il 2020 (15,3 miliardi) è stata destinata al sostegno delle imprese operanti nelle produzioni e nelle regioni interessate dalle limitazioni dell'attività economica introdotte negli ultimi mesi. In particolare sono stati previsti: (a) lo slittamento al 2021 dei versamenti fiscali e contributivi dovuti per l'ultimo bimestre del 2020<sup>3</sup> (8,7 miliardi); (b) l'erogazione di contributi a lavoratori autonomi e imprese (5,5 miliardi), anche attraverso l'istituzione e il rifinanziamento di fondi a sostegno di specifici comparti, nonché la creazione di un fondo per far fronte agli oneri derivanti da eventuali ulteriori limitazioni dell'attività economica; (c) l'estensione fino alla fine del 2020 del credito di imposta sui canoni di locazione di immobili a uso non abitativo (0,5 miliardi); (d) l'esonero dal versamento dei contributi sociali per alcune filiere specifiche (0,4 miliardi); (e) l'abolizione per l'anno scorso della seconda rata dell'Imu (0,2 miliardi).

È stata inoltre prevista l'erogazione di nuove indennità a favore dei lavoratori del turismo, dello sport e dello spettacolo (1,4 miliardi). Ulteriori risorse sono state destinate: all'istituzione di un fondo a favore dei Comuni per l'adozione di misure urgenti di solidarietà alimentare (0,4 miliardi); al sostegno dell'internazionalizzazione delle imprese (0,3 miliardi); ad altri interventi – singolarmente di importo contenuto – in larga parte connessi con la gestione dell'emergenza, soprattutto a beneficio del sistema sanitario, di quello scolastico e delle Forze dell'ordine (0,4 miliardi).

<sup>2</sup> Il DPCM del 24 ottobre 2020 ha disposto su tutto il territorio nazionale la sospensione delle attività di cinema e teatri e di quelle collegate a sport non professionali, nonché la chiusura a partire dalle ore 18.00 degli esercizi di ristorazione. Il DPCM del 3 novembre 2020 ha individuato tre categorie di rischio nelle quali possono essere classificate le regioni e ha disposto l'applicazione di misure di contenimento del contagio differenziate per ciascuna di esse. L'assegnazione delle regioni alle diverse classi di rischio, con la conseguente automatica applicazione delle corrispondenti limitazioni dell'attività economica, può essere modificata con ordinanza del Ministro della Salute in relazione all'evoluzione della curva epidemica a livello regionale.

<sup>3</sup> La proroga riguarda principalmente le imprese la cui attività è stata sospesa dal DPCM del 3 novembre 2020 e le piccole e medie imprese (fino a 50 milioni di fatturato) che, pur non avendo subito un blocco dell'attività a causa del DPCM del 3 novembre, abbiano registrato una diminuzione del fatturato pari ad almeno il 33 per cento (a) nel primo semestre del 2020 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente per lo slittamento delle imposte sui redditi e dell'IRAP dovuti per il 2020; (b) nel mese di novembre dell'anno scorso rispetto allo stesso mese del 2019 nel caso della sospensione delle ritenute sui redditi da lavoro dipendente, dell'IVA e dei contributi previdenziali e assistenziali dovuti per il mese di dicembre. Nelle valutazioni ufficiali la proroga al 2021 dei versamenti fiscali dovuti per l'ultimo bimestre del 2020 è contabilizzata per cassa, determinando un aumento dell'indebitamento netto dell'anno scorso e un miglioramento di quello di quest'anno. Qualora tale operazione, sulla base delle regole statistiche concordate a livello europeo, fosse registrata secondo il criterio della competenza economica, essa non avrebbe effetti sul disavanzo del 2020 né su quello del 2021.

**Effetti sul conto economico delle Amministrazioni pubbliche  
delle misure incluse nella legge di conversione del decreto "ristori" (L. 176/2020)**  
(milioni di euro)

VOCI	2020	2021	2022	2023
<b>USO DELLE RISORSE</b>	<b>17.800</b>	<b>151</b>	<b>141</b>	<b>29</b>
<b>Maggiori spese (A)</b>	<b>8.478</b>	<b>8.404</b>	<b>138</b>	<b>24</b>
Contributi alle imprese interessate dal DPCM del 24 ottobre e dal DPCM del 3 novembre (effetto netto)	5.052	1.049	0	0
Indennità a favore di lavoratori del turismo, dello sport e dello spettacolo	1.393	124	0	0
Istituzione fondo perequazione misure fiscali e di ristoro concesse tra marzo e novembre	0	5.300	0	0
Fondo per oneri derivanti da ulteriori limitazioni dell'attività economica (1)	481	190	0	0
Credito di imposta su canoni di locazione per le imprese interessate dal DPCM del 24 ottobre e dal DPCM del 3 novembre	459	229	0	0
Fondo per l'adozione di misure urgenti di solidarietà alimentare da parte dei Comuni	400	0	0	0
Altri interventi a favore delle imprese	305	699	0	0
Contributo Regioni a statuto ordinario per ristoro attività economiche soggette a limitazioni	0	360	0	0
Altre spese	389	453	138	24
<b>Minori entrate (B)</b>	<b>-9.322</b>	<b>8.253</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>
Proroga versamenti fiscali per le imprese interessate dal DPCM del 24 ottobre e dal DPCM del 3 novembre	-8.734	8.708	0	0
Esonero versamenti contributivi per filiere specifiche e aziende che non richiedono la CIG	-385	-372	-3	-5
Esonero seconda rata Imu per le imprese interessate dal DPCM del 24 ottobre e dal DPCM del 3 novembre	-203	-83	0	0
<b>REPERIMENTO RISORSE</b>	<b>9.815</b>	<b>161</b>	<b>141</b>	<b>33</b>
<b>Maggiori entrate (C)</b>	<b>72</b>	<b>462</b>	<b>-288</b>	<b>55</b>
Rimodulazione credito di imposta per vacanze (effetto netto)	0	376	-284	53
Altre entrate (effetto netto)	72	86	-4	3
<b>Minori spese (D)</b>	<b>-9.743</b>	<b>301</b>	<b>-429</b>	<b>22</b>
Risparmi su interventi per la gestione dell'emergenza approvati tra marzo e agosto	-8.799	280	0	0
Risparmi su trattamenti di integrazione salariale	-1.338	0	0	0
Risparmi su indennità a favore di lavoratori autonomi e di settori specifici	-1.037	0	0	0
Rimodulazione credito di imposta per vacanze (effetto netto)	-860	280	0	0
Riduzione del fondo reddito di ultima istanza e delle indennità per lavoratori domestici	-147	0	0	0
Risparmi inclusi nel quadro tendenziale del Documento programmatico di bilancio 2021 (2)	-5.417	0	0	0
Utilizzo fondi di bilancio (effetto netto)	-726	-3	-429	22
Altre spese non connesse con la gestione dell'emergenza	-219	25	0	0
<b>Variazione netta entrate (E=B+C)</b>	<b>-9.249</b>	<b>8.715</b>	<b>-291</b>	<b>50</b>
<b>Variazione netta spese (F=A+D)</b>	<b>-1.265</b>	<b>8.706</b>	<b>-291</b>	<b>46</b>
<b>Variazione dell'indebitamento netto (G=F-E)</b>	<b>7.985</b>	<b>-10</b>	<b>0</b>	<b>-4</b>
in percentuale del PIL (3)	0,5	0,0	0,0	0,0
per memoria: rifinanziamento CIG (4)	0	1.288	0	0

Fonte: elaborazioni su valutazioni ufficiali contenute negli atti parlamentari del DL 137/2020 e della L. 176/2020.

(1) La dotazione complessiva del fondo ammontava a 1,7 miliardi nel 2020 (quasi 0,3 nel 2021). Nella tavola si riporta una stima delle risorse residue del fondo, calcolata sulla base degli oneri derivanti dagli interventi da esso finanziati, così come individuati nella relazione tecnica della legge di conversione. Il DL 172/2020 (decreto "Natale"), approvato il 17 dicembre 2020, ha disposto l'utilizzo di una parte di tali risorse a copertura degli oneri derivanti dall'erogazione di contributi a fondo perduto a favore delle attività del settore della ristorazione, sospese dal medesimo decreto legge per il periodo compreso tra il 24 dicembre 2020 e il 6 gennaio 2021 (quasi 0,5 miliardi nel 2020 e 0,2 miliardi nel 2021). – (2) Nelle valutazioni ufficiali tali risparmi non sono inclusi tra le minori spese, ma vengono di fatto utilizzati a copertura delle misure previste dai decreti. – (3) Si considera il PIL nominale programmatico riportato nella Nota di aggiornamento al Documento di economia e finanza 2020. – (4) Sulla base di quanto indicato nella relazione tecnica del primo decreto "ristori", gli effetti finanziari di tale intervento sono già stati scontati nello scenario tendenziale del Documento programmatico di bilancio 2021.

Infine è stato prorogato al 31 gennaio 2021 il blocco dei licenziamenti per motivi economici e sono stati estesi di ulteriori sei settimane (fruibili dal 16 novembre 2020 al 31 gennaio 2021) i trattamenti di integrazione salariale in continuità di rapporto di lavoro con causale Covid-19<sup>4</sup>. La legge di bilancio

<sup>4</sup> Nelle valutazioni ufficiali le maggiori spese imputabili a tale misura (1,3 miliardi), contabilizzate per cassa nel 2021, non accrescerebbero l'indebitamento netto in quanto già incluse nello scenario tendenziale del Documento programmatico di bilancio 2021.

per il 2021 ha poi esteso la prima misura sino al 31 marzo 2021 e, in merito alla seconda, ha previsto ulteriori dodici settimane di trattamenti di integrazione salariale con causale Covid-19<sup>5</sup>.

Per il 2021 i decreti “ristori” hanno disposto interventi espansivi per 8,4 miliardi, pressoché interamente coperti dalle entrate generate dallo slittamento dei versamenti fiscali disposto per l’anno scorso. La maggior parte di tali risorse (5,3 miliardi) è stata indirizzata alla creazione di un fondo per la cancellazione<sup>6</sup>, totale o parziale, dei versamenti – inizialmente prorogati al 2021 – per le imprese che a consuntivo avranno registrato una significativa perdita di fatturato nel 2020. Ulteriori risorse sono state destinate al sostegno delle imprese penalizzate dalle più recenti limitazioni dell’attività economica (un miliardo), al settore dei trasporti<sup>7</sup> (0,7 miliardi) e alle Regioni a statuto ordinario per il ristoro delle categorie economiche sottoposte a restrizioni in relazione all’emergenza epidemiologica (0,4 miliardi).

<sup>5</sup> Le dodici settimane sono fruibili tra il 1° gennaio 2021 e il 31 marzo 2021 per i trattamenti di Cassa integrazione guadagni (CIG) ordinaria e tra il 1° gennaio 2021 e il 30 giugno 2021 per i trattamenti di assegno ordinario e di CIG in deroga. I periodi di integrazione precedentemente richiesti e autorizzati ai sensi del primo decreto “ristori”, collocati – anche parzialmente – in periodi successivi al 1° gennaio 2021, sono imputati alle dodici settimane previste dalla legge di bilancio.

<sup>6</sup> Se l’operazione fosse contabilizzata secondo il criterio della competenza economica, sulla base delle regole statistiche concordate a livello europeo, la parte dei versamenti che verrà di fatto cancellata potrebbe determinare un aumento dell’indebitamento netto del 2020 (diversamente da quanto accadrebbe con il semplice slittamento una tantum).

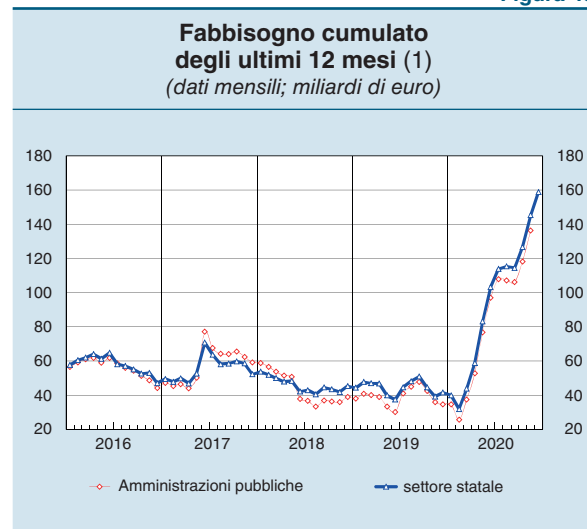
<sup>7</sup> Le risorse sono destinate principalmente al sostegno delle imprese del trasporto pubblico locale e regionale e di quelle dei settori aereo, marittimo e di autotrasporto.

Il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche nei primi undici mesi del 2020 è stato pari a 150,5 miliardi, superiore di 101,8 rispetto al corrispondente periodo del 2019. Tenendo conto dei dati preliminari di dicembre e dei principali fattori di raccordo tra il fabbisogno e l’indebitamento netto (operazioni finanziarie e differenze cassa-competenza), si può valutare che nel 2020 il disavanzo in rapporto al prodotto sia risultato nell’ordine del 10 per cento, contro l’1,6 del 2019<sup>4</sup>. Tale valutazione, basata principalmente sui dati di cassa disponibili, ha un grado di incertezza particolarmente elevato a causa sia di possibili ritardi nei pagamenti relativi a interventi di competenza del 2020, sia dell’incertezza sui criteri di contabilizzazione e sulla dimensione dei rinvii agli anni successivi del versamento di alcune imposte disposto dai decreti emergenziali.

Il fabbisogno del settore statale nel 2020 è stato pari a quasi 159 miliardi, maggiore di oltre 117 rispetto a quello del 2019 (fig. 45).

<sup>4</sup> La stima del rapporto fra il disavanzo e il PIL nel 2020 contenuta nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2020* (10,8 per cento) è stata più volte rivista nell’ultimo trimestre dell’anno per tenere conto, da un lato, di un utilizzo inferiore alle attese degli stanziamenti relativi ad alcune misure introdotte dai decreti emergenziali approvati fino ad agosto e di un migliore andamento delle entrate rispetto a quanto previsto, dall’altro lato, del quadro pandemico manifestatosi in autunno e degli effetti dei decreti emergenziali approvati negli ultimi mesi dell’anno. Sulla base della stima del tendenziale contenuta nella *Relazione al Parlamento* del 20 novembre e degli effetti del decreto “ristori quater”, si può stimare che nelle valutazioni ufficiali l’indebitamento netto del 2020 si collochi al 10,9 per cento del PIL.

Figura 45



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

In base alle stime dei conti trimestrali diffuse dall'Istat, nei primi nove mesi dello scorso anno l'indebitamento netto si è collocato al 10,1 per cento del prodotto, con un peggioramento di oltre sette punti percentuali sul periodo corrispondente del 2019.

**Il debito è aumentato di oltre 20 punti percentuali del PIL**

Alla fine di novembre il debito delle Amministrazioni pubbliche ammontava a 2.586,5 miliardi, 140,1 in più nel confronto con lo stesso periodo del 2019. Sulla base dei dati preliminari di dicembre si può stimare che nel 2020 il rapporto tra il debito e il PIL sia aumentato di oltre 20 punti percentuali, collocandosi intorno al 156 per cento<sup>5</sup>.

La vita media residua del debito si è lievemente allungata, a 7,4 anni in novembre, da 7,3 alla fine dello scorso anno. L'onere medio del debito è sceso al 2,4 per cento alla fine di settembre, dal 2,5 al termine del 2019 (fig. 46); negli ultimi mesi dell'anno i tassi all'emissione si sono ridotti in modo significativo.

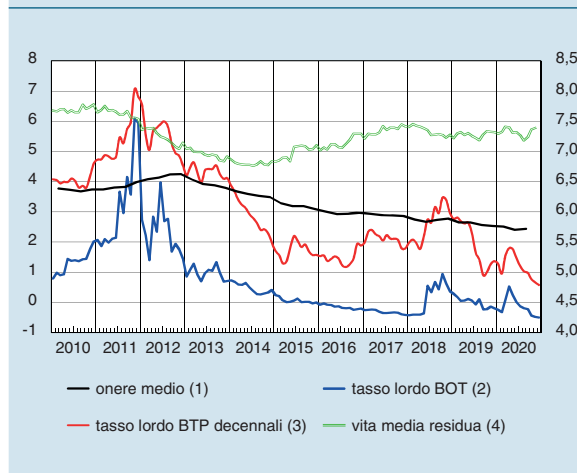
**Il Parlamento ha approvato la manovra di bilancio per il prossimo triennio**

La manovra di bilancio per il triennio 2021-23, approvata a fine dicembre in Parlamento, accresce il disavanzo – nel confronto con i valori tendenziali – dell'1,4 per cento del PIL nel 2021 e dello 0,6 nel 2022; lo riduce dello 0,2 per cento nel 2023. Sono previste misure espansive per 38 miliardi nel 2021, 40 nel 2022 e 33 nel 2023, rappresentate per quasi tre quarti da aumenti di spesa (tav. 16).

Un impulso espansivo aggiuntivo rispetto alle disposizioni incluse nella manovra verrebbe dagli ulteriori interventi che dovranno essere definiti nell'ambito dello strumento per la ripresa dell'Unione europea, la *Next Generation EU* (NGEU). Alla copertura delle misure della manovra contribuiscono ampiamente una parte delle risorse di tale strumento (9,5, 10,4 e 8,9 miliardi, rispettivamente, nei tre anni)<sup>6</sup> e, per il prossimo biennio, le maggiori entrate (stimate in 12,9 miliardi nel 2022 e 20,5 nel 2023) connesse con la crescita economica determinata dalla manovra e dagli altri interventi

**Tasso lordo dei BOT e dei BTP decennali, onere medio e vita media residua del debito**

(dati mensili e trimestrali; valori percentuali e anni)



Fonte: Istat, per la spesa per interessi.

(1) Rapporto tra la spesa per interessi nei 4 trimestri terminanti in quello di riferimento e la consistenza del debito alla fine del corrispondente trimestre dell'anno precedente. – (2) Rendimento all'emissione calcolato come media ponderata, sulla base delle quantità assegnate, dei tassi composti di aggiudicazione alle aste di emissione regolate nel mese. – (3) Media mensile del rendimento a scadenza del titolo benchmark scambiato sul mercato telematico dei titoli di Stato. – (4) Scala di destra.

<sup>5</sup> L'incremento, che per oltre mezzo punto percentuale del PIL riflette l'aumento delle disponibilità liquide, sarebbe inferiore a quanto previsto dal Governo (23,3 punti percentuali).

<sup>6</sup> Rispetto al disegno di legge di bilancio, a seguito dell'interlocuzione con la Commissione europea, nel testo approvato dal Parlamento è stata in parte rivista la destinazione delle risorse europee per il biennio 2021-22. In particolare, a fronte della riduzione dell'ammontare di trasferimenti della NGEU utilizzati per il finanziamento degli sgravi contributivi alle imprese operanti nel Mezzogiorno (da 7 a 4 miliardi, cumulativamente nel biennio 2021-22), sono state destinate risorse a copertura degli interventi per il settore sanitario, per la concessione di garanzie alle PMI, per gli sgravi contributivi finalizzati all'assunzione di giovani e donne e per l'università. Per il 2023 è stata aumentata (da 7,2 a 8,9 miliardi) la quota di risorse della NGEU a copertura delle misure previste dalla legge di bilancio; le maggiori risorse sono state impiegate per estendere sino alla fine di giugno del 2022 la detrazione nella misura del 110 per cento dell'ecobonus e del sismabonus, introdotta dal decreto "rilancio" e in scadenza alla fine del 2021 (per alcuni interventi e sotto specifiche condizioni, l'estensione è prevista anche per lavori realizzati oltre giugno del 2022).

**Effetti sul conto economico delle Amministrazioni pubbliche delle misure incluse  
nella manovra di bilancio per il 2021**  
(milioni di euro)

VOCI	2021	2022	2023
<b>REPERIMENTO RISORSE</b>	<b>13.318</b>	<b>28.526</b>	<b>36.441</b>
<b>Maggiori entrate (A)</b>	<b>11.715</b>	<b>28.311</b>	<b>33.575</b>
Gettito addizionale maggiore crescita economica	0	12.900	20.500
Risorse nell'ambito della NGEU (1)	9.529	10.421	8.864
Effetti riflessi di decontribuzioni, misure su pubblico impiego e pensioni (effetto netto)	1.009	2.896	2.798
Misure di contrasto all'evasione fiscale	379	547	547
Altro (effetto netto)	798	1.547	866
<b>Minori spese (B)</b>	<b>-1.604</b>	<b>-215</b>	<b>-2.865</b>
Spese in conto corrente (effetto netto)	-151	-44	-638
Spese in conto capitale	-1.453	-171	-2.227
Rideterminazione del Fondo per lo sviluppo e la coesione (effetto netto)	-319	-171	-2.169
Riduzione stanziamento per credito di imposta per sanificazione ambienti di lavoro	-1.000	0	0
Altro (effetto netto)	-134	0	-58
<b>USO DELLE RISORSE</b>	<b>37.855</b>	<b>40.345</b>	<b>32.843</b>
<b>Minori entrate (C)</b>	<b>-10.313</b>	<b>-9.431</b>	<b>-11.595</b>
Agevolazioni ed esoneri contributivi (effetto netto)	-6.772	-6.435	-6.808
Agevolazioni contributive per l'occupazione in aree svantaggiate (2)	-5.524	-5.603	-5.690
Esonero contributivo per l'assunzione di giovani e di donne (2)	-248	-832	-1.118
Agevolazioni contributive per lavoratori autonomi e professionisti	-1.000	0	0
Stabilizzazione detrazione redditi lavoro dipendente valida da luglio 2020 (effetto netto)	-2.150	-1.887	-1.886
Proroga detrazioni per interventi sugli immobili (effetto netto) (2)	257	-637	-2.211
Rinvio introduzione di plastic e sugar tax (effetto netto)	-603	145	-128
Altro (effetto netto) (2)	-1.045	-616	-562
<b>Maggiori spese (D)</b>	<b>27.541</b>	<b>30.914</b>	<b>21.248</b>
Spese in conto corrente	16.319	16.116	13.848
Fondo riforma fiscale, assegno universale e servizi alla famiglia	3.063	8.000	7.000
Pubblico impiego	2.693	2.556	2.930
Indennità e assunzioni in ambito sanitario (2)	1.582	1.069	1.073
Rinnovo contratti personale statale	401	400	400
Altro	710	1.087	1.457
Rifinanziamenti inclusi nella sezione II della di bilancio per il 2021	1.739	2.052	1.058
Misure di sostegno alle imprese connesse con l'emergenza epidemiologica	1.657	105	105
Spese sanitarie connesse con l'emergenza epidemiologica (2)	1.580	0	0
Fondo politiche attive e altre misure sul lavoro (2)	1.055	274	30
Risorse a favore delle Amministrazioni locali (effetto netto)	802	757	414
Misure per la scuola, l'università e la ricerca	503	217	328
Misure di integrazione salariale connesse con l'emergenza epidemiologica	572	0	0
Misure sulle pensioni	385	801	994
Rifinanziamento fondi di bilancio (effetto netto)	243	535	401
Misure per il trasporto pubblico locale connesse con l'emergenza epidemiologica	353	6	0
Altro (effetto netto)	1.674	815	588
Spese in conto capitale	11.222	14.798	7.400
Incentivi agli investimenti delle imprese	8.521	10.817	7.669
Crediti di imposta per investimenti (2)	5.279	6.095	5.969
Proroga credito di imposta per il Mezzogiorno	1.132	1.179	179
Incentivi alle aggregazioni aziendali	772	2.316	0
Ricerca e sviluppo, innovazione e formazione (2)	0	570	990
Contributi per investimenti ad alto contenuto tecnologico (2)	250	250	250
Altro	1.089	408	281
Rifinanziamenti e riprogrammazioni inclusi nella sezione II (effetto netto)	1.011	2.813	-2.821
Contributi agli investimenti e altre misure per le Amministrazioni locali	337	208	203
Incremento fondo garanzia PMI e proroga moratoria sui prestiti (2)	300	500	1.000
Proroga detrazioni per interventi sugli immobili (2)	-190	-127	688
Altro (effetto netto)	1.244	587	661
<b>Variazione netta entrate (E=A+C)</b>	<b>1.401</b>	<b>18.880</b>	<b>21.980</b>
<b>Variazione netta spese (F=B+D)</b>	<b>25.938</b>	<b>30.699</b>	<b>18.383</b>
correnti	16.168	16.073	13.210
in conto capitale	9.769	14.627	5.172
<b>Variazione dell'indebitamento netto (G=F-E)</b>	<b>24.536</b>	<b>11.819</b>	<b>-3.597</b>
in percentuale del PIL (3)	1,4	0,6	-0,2

Fonte: elaborazioni su valutazioni ufficiali contenute nell'allegato 3 della legge di bilancio per il 2021.

(1) Per le misure finanziate, in tutto o in parte, dalla NGEU, nell'allegato 3 della legge di bilancio vengono riportati gli effetti netti sui saldi di bilancio. Nella tavola si è scelto invece di riportare sia le misure espansive sia, tra le maggiori entrate, i corrispondenti trasferimenti dalla NGEU. Questi ultimi sono stati calcolati come somma delle misure espansive finanziate dalla NGEU secondo i documenti ufficiali, assumendo che l'impatto di tali interventi sull'indebitamento netto (non riportato nell'allegato 3) sia uguale a quello sul saldo del bilancio dello Stato. – (2) Include gli interventi coperti dai trasferimenti della NGEU. – (3) Viene considerato il PIL nominale programmatico riportato nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2020*.

che il Governo intende attuare nell'ambito della NGEU<sup>7</sup>.

I principali interventi espansivi introdotti dalla manovra<sup>8</sup> riguardano: (a) lo stanziamento di ulteriori risorse per l'introduzione dell'assegno unico e universale per i figli (dal secondo semestre del 2021), oltre che per l'avvio della riforma fiscale (dal 2022); (b) l'estensione degli sgravi contributivi per le imprese operanti nel Mezzogiorno; (c) la proroga e il potenziamento delle misure volte al sostegno degli investimenti privati. Inoltre alcuni dei provvedimenti introdotti nel corso del 2020 per mitigare gli effetti immediati della pandemia sono estesi e rifinanziati a seguito del perdurare dell'emergenza.

Il Governo – con la pubblicazione della *Relazione al Parlamento* del 20 novembre – ha confermato gli obiettivi di bilancio per l'anno in corso e per il prossimo biennio indicati nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2020*: il disavanzo si collocherebbe al 7 per cento del prodotto quest'anno, per poi ridursi ulteriormente fino al 3 per cento nel 2023; il rapporto tra il debito e il PIL calerebbe di oltre due punti percentuali in media all'anno nel triennio (tav. 17). Alla luce del riaccutizzarsi dell'emergenza sanitaria gli obiettivi di bilancio potrebbero essere rivisti per tenere conto sia delle nuove previsioni macroeconomiche sia degli effetti dello scostamento di bilancio che nelle scorse settimane il Governo ha annunciato di voler richiedere al Parlamento.

## 2.10 LE PROSPETTIVE

Le proiezioni per l'economia italiana presentate in questo Bollettino aggiornano quelle predisposte nell'ambito dell'esercizio previsivo coordinato dell'Eurosistema e pubblicate lo scorso 11 dicembre<sup>9</sup>; le ipotesi tecniche includono le informazioni disponibili all'8 gennaio e tengono conto dei dati di contabilità nazionale diffusi dall'Istat il 1° dicembre.

**Le proiezioni presuppongono una progressiva attenuazione dell'epidemia...**

Le prospettive rimangono strettamente dipendenti sia dall'evoluzione della pandemia, sia dalle misure adottate, da un lato per contrastare l'aumento dei contagi, dall'altro per mitigarne l'impatto sull'attività economica. La proiezione di base presentata in questo Bollettino assume che, dopo la seconda ondata di contagi dell'autunno scorso, l'epidemia ritorni gradualmente sotto controllo nella prima

<sup>7</sup> Nel complesso, nelle valutazioni ufficiali i trasferimenti previsti nell'ambito della NGEU, considerando anche le risorse già utilizzate con la legge di bilancio, ammonterebbero a circa 67,5 miliardi nel prossimo triennio (a prezzi 2018). Il Governo dovrà predisporre, secondo i criteri resi noti dalla Commissione europea lo scorso settembre, un piano di investimenti denominato *Piano nazionale di ripresa e resilienza*, che verrà valutato dalla Commissione e approvato, a maggioranza qualificata, dal Consiglio europeo. L'effettiva erogazione dei fondi sarà subordinata al soddisfacente conseguimento di obiettivi intermedi e finali che dovranno essere specificati nel Piano.

<sup>8</sup> La struttura della manovra non è significativamente cambiata rispetto al disegno di legge di bilancio presentato dal Governo a novembre. La modifica più rilevante riguarda la cancellazione del fondo per il sostegno delle attività produttive colpite dall'emergenza epidemiologica (3,8 miliardi), le cui risorse sono state utilizzate principalmente per finanziare lo sgravio contributivo per i lavoratori autonomi e i professionisti, le assunzioni nel comparto sanitario e interventi a favore delle imprese del settore turistico e dei trasporti. Per un'analisi delle principali misure previste dal disegno di legge di bilancio, cfr. *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2021-2023*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia E. Gaiotti, Camera dei deputati, Roma, 24 novembre 2020.

<sup>9</sup> Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Proiezioni macroeconomiche per l'Italia*, 11 dicembre 2020.

Tavola 17

### Consuntivi e obiettivi ufficiali dei principali indicatori di finanza pubblica (1) (percentuali del PIL)

VOCI	2019	2020	2021	2022	2023
Indebitamento netto	1,6	10,8	7,0	4,7	3,0
Avanzo primario	1,8	-7,3	-3,7	-1,6	0,1
Spesa per interessi	3,4	3,5	3,3	3,1	3,1
Indebitamento netto strutturale	1,9	6,4	5,7	4,7	3,5
Debito (2)	134,7	158,0	155,6	153,4	151,5

Fonte: *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2020*. (1) Dati di consuntivo per il 2019 e obiettivi ufficiali per gli anni 2020-23. Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti. – (2) Al lordo del sostegno finanziario ai paesi della UEM. Rispetto al valore indicato nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2020* (134,6), il dato del 2019 è stato rivisto in occasione della notifica trasmessa all'Eurostat lo scorso 30 settembre nell'ambito della Procedura per i disavanzi eccessivi.

metà di quest'anno e che l'emergenza sanitaria venga completamente superata entro il 2022, grazie soprattutto alla campagna di vaccinazione.

**...un forte sostegno della politica di bilancio...**

Un supporto considerevole all'attività economica proviene dalla politica di bilancio e dall'utilizzo dei fondi europei disponibili nell'ambito della NGEU. Sulla base di moltiplicatori fiscali tradizionali e di informazioni ancora parziali sugli interventi previsti, si valuta che le misure programmate di bilancio, incluse quelle finanziate con i fondi europei, possano innalzare il livello del PIL complessivamente di circa 2,5 punti percentuali nell'arco del triennio 2021-23. Il conseguimento di questi effetti, che sono incorporati nelle proiezioni, dipende tuttavia dalla concreta specificazione degli ulteriori interventi – che si prevede vengano in larga parte definiti nei prossimi mesi e inclusi nel *Piano nazionale di ripresa e resilienza*<sup>10</sup> – e da una loro tempestiva attuazione.

**...una politica monetaria molto espansiva...**

Nello scenario considerato le condizioni monetarie e finanziarie si mantengono estremamente favorevoli, anche grazie all'azione dell'Eurosistema, dei governi e delle istituzioni europee. In linea con le attese desumibili dalle quotazioni di mercato, i rendimenti dei titoli di Stato decennali italiani rimarrebbero su livelli storicamente bassi nel 2021 (0,7 per cento), per aumentare in modo molto graduale lungo l'orizzonte di previsione. Il differenziale di rendimento rispetto ai Bund tedeschi della stessa scadenza oscillerebbe tra 130 e 150 punti base nel triennio di previsione. Il perdurare dei bassi tassi di interesse e le misure di sostegno adottate dal Governo hanno largamente mitigato i rischi di liquidità e di insolvenza delle imprese; in questo scenario si ipotizza che le misure di politica economica siano in grado di assicurare che le ripercussioni della crisi sull'indebitamento delle imprese e sulla qualità del credito rimangano contenute e non si traducano in significativi irrigidimenti delle condizioni di finanziamento. Il costo medio del credito alle imprese, sceso di poco nel 2020 (all'1,5 per cento dall'1,7 nel 2019), risalirebbe in misura limitata.

**...e la crescita degli scambi internazionali**

Dopo il forte recupero nell'estate dello scorso anno, la crescita degli scambi internazionali è proseguita anche alla fine del 2020, beneficiando della ripresa del settore industriale in tutti i paesi. Lo scenario assume che la domanda estera dell'Italia, ponderata per i mercati di destinazione, dopo essere diminuita del 10,9 per cento nel 2020 si espanda in media del 5 per cento l'anno nel triennio 2021-23 (cfr. il riquadro: *Le ipotesi sottostanti allo scenario macroeconomico*).

## LE IPOTESI SOTTOSTANTI ALLO SCENARIO MACROECONOMICO

Il quadro macroeconomico per l'economia italiana elaborato dagli esperti della Banca d'Italia nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema viene pubblicato nei mesi di giugno e di dicembre, successivamente alla diffusione delle proiezioni per l'area dell'euro<sup>1</sup> da parte della Banca centrale europea. Le proiezioni per l'Italia qui presentate aggiornano quelle diffuse lo scorso 11 dicembre e sono basate sulle informazioni disponibili all'8 gennaio.

Le principali ipotesi alla base dello scenario sono le seguenti (tavola):

- a) la domanda estera ponderata per i mercati di destinazione delle nostre esportazioni diminuisce del 10,9 per cento nel 2020, cresce del 6,9 nel 2021 e di poco più del 4 all'anno in media nel biennio 2022-23;
- b) il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro, pari a 1,14 nel 2020, si colloca a 1,23 nel triennio 2021-23<sup>2</sup>;

<sup>1</sup> Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Proiezioni macroeconomiche per l'Italia*, dove sono disponibili le proiezioni sinora pubblicate nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema.

<sup>2</sup> Le ipotesi tecniche su tassi di interesse, tasso di cambio e prezzo del petrolio sono calcolate sulla base delle quotazioni, a pronti e a termine, osservate sui mercati nelle dieci giornate lavorative precedenti l'8 gennaio.

<sup>10</sup> Cfr. la nota 7 di questo capitolo.

c) il prezzo del greggio (qualità Brent), fissato sulla base delle quotazioni dei contratti futures, è pari a 52,1 dollari al barile nel 2021 (42,4 nel 2020) e si porta gradualmente a 49,7 dollari nel 2023;

d) il tasso di interesse a tre mesi sul mercato interbancario (Euribor) resta stabile a -0,5 per cento nella media dell'orizzonte di previsione;

e) il tasso di interesse sui buoni del Tesoro poliennali (BTP) a scadenza decennale, pari all'1,1 per cento nella media del 2020, scende allo 0,7 per cento nel 2021 per poi risalire gradualmente fino all' 1,1 nel 2023, in linea con i tassi a termine impliciti nella struttura per scadenza dei rendimenti dei titoli di Stato;

f) lo scenario incorpora le misure di bilancio disposte dall'inizio della pandemia, la manovra per il triennio 2021-23 e l'utilizzo dei fondi europei nell'ambito della *Next Generation EU* (NGEU).

Tavola

**Ipotesi sulle principali variabili esogene**  
(variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)

VOCI	2020	2021	2022	2023
Domanda estera potenziale	-10,9	6,9	5,0	3,5
Dollaro/euro (1)	1,14	1,23	1,23	1,23
Cambio effettivo nominale (2)	-1,3	-1,3	0,0	0,0
Prezzo del greggio (1) (3)	42,4	52,1	50,4	49,7
Tasso Euribor a 3 mesi (1)	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5
Tasso BOT a 1 anno (1)	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4
Tasso BTP a 10 anni (1)	1,1	0,7	0,9	1,1

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

(1) Medie annue. – (2) Variazioni positive indicano un deprezzamento. – (3) Dollari per barile, qualità Brent.

**Il prodotto si rafforzerebbe dalla primavera...**

Sulla base di queste ipotesi si stima che il prodotto, ancora debole a inizio anno, torni a crescere in misura significativa dalla primavera, in concomitanza con l'ipoteizzato miglioramento del quadro sanitario. Dalla seconda metà

del 2021 e nel successivo biennio un impulso ulteriore proverrebbe dalle misure di sostegno e rilancio finanziate con il bilancio nazionale e i fondi europei. In media, dopo la contrazione del 9,2 per cento nel 2020, il PIL si espanderebbe del 3,5 per cento quest'anno, del 3,8 il prossimo e del 2,3 nel 2023, tornando ai livelli precedenti la crisi pandemica nel corso del 2023 (tav. 18; figg. 47 e 48).

**...con un recupero delle ore lavorate**

L'occupazione, misurata in termini di ore lavorate, recupererebbe entro il 2023

la caduta subita lo scorso anno. Il numero di occupati, sceso in misura più contenuta (1,9 per cento nella media del 2020) grazie all'esteso ricorso alla Cassa integrazione guadagni (CIG), continuerebbe a ridursi anche nella media di quest'anno, scontando gli effetti ritardati della crisi<sup>11</sup>. Tornerebbe ad aumentare nel prossimo biennio.

**Le misure di sostegno mitigano la caduta del reddito disponibile**

Un rilevante stimolo alla domanda proviene dalla politica di bilancio: attraverso

Tavola 18

**Scenario macroeconomico**  
(variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)

VOCI	2020	2021	2022	2023
PIL (1)	-9,2	3,5	3,8	2,3
Consumi delle famiglie	-10,4	3,2	3,1	1,9
Consumi collettivi	-1,3	-0,9	1,4	0,5
Investimenti fissi lordi	-7,8	10,1	11,2	5,2
di cui: investimenti in beni strumentali	-8,5	8,6	13,9	7,0
Esportazioni totali	-14,9	9,8	4,5	3,3
Importazioni totali	-13,4	9,0	6,6	3,6
Variazione delle scorte (2)	-0,4	-0,6	0,0	0,0
per memoria: PIL, dati grezzi (3)	-9,1	3,5	3,7	2,2
Prezzi (IPCA)	-0,1	0,7	0,8	1,1
IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici	0,5	0,2	0,5	0,9
Deflatore del PIL	1,1	0,9	0,7	1,0
Occupazione (ore lavorate)	-11,0	5,3	3,6	2,2
Occupazione (numero di occupati)	-1,9	-0,9	1,7	1,3
Tasso di disoccupazione (4)	9,3	10,5	10,0	9,5
Competitività all'export (5)	-1,4	-0,5	0,6	0,5
Saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti (6)	3,5	3,5	3,0	2,7

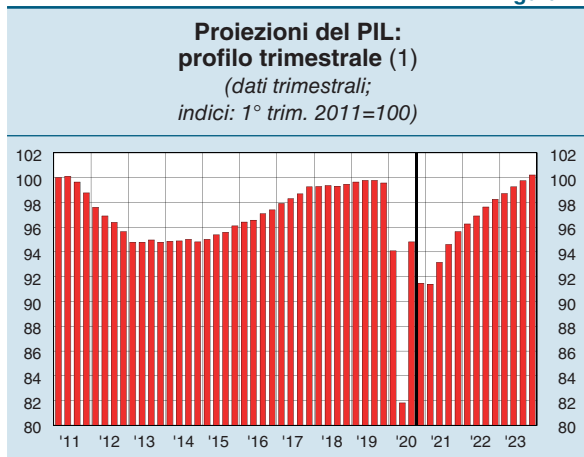
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.

(1) Per il PIL e le sue componenti: quantità a prezzi concatenati; variazioni stimate sulla base di dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. – (2) Include gli oggetti di valore. Contribuiti alla crescita del PIL; valori percentuali. – (3) Non corretto per le giornate lavorative. – (4) Medie annue; valori percentuali. – (5) Calcolata confrontando il prezzo dei manufatti esteri con il deflatore delle esportazioni italiane di beni (esclusi quelli energetici e agricoli); valori positivi indicano guadagni di competitività. – (6) In percentuale del PIL.

<sup>11</sup> Le ipotesi tecniche includono l'estensione del divieto di licenziamento fino al 31 marzo, come previsto dalla legge di bilancio.



Figura 47



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.  
(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. Dati storici fino al 3° trimestre 2020; proiezioni per i trimestri successivi.

gli strumenti di integrazione salariale e le altre misure di sostegno alle famiglie, questa contribuirebbe ad attenuare le variazioni del reddito disponibile, che sarebbero meno pronunciate di quelle del prodotto. Nel 2020 la caduta del reddito disponibile delle famiglie sarebbe pari a circa tre punti percentuali, contro il 9,2 del prodotto; negli anni seguenti una crescita del PIL più sostenuta di quella del reddito disponibile comporterebbe una progressiva riduzione di questo divario.

**Rimane elevata la cautela nelle decisioni di consumo...**

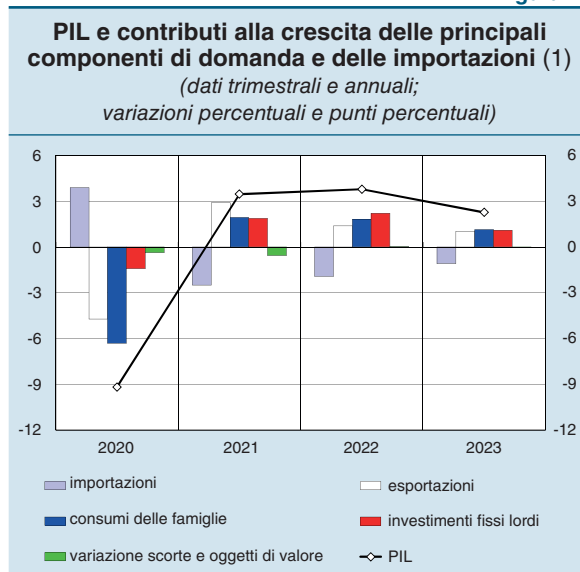
Si stima che nel 2020 i consumi delle famiglie si siano ridotti in misura lievemente superiore rispetto

al prodotto, risentendo della contrazione dell'occupazione e dei redditi (seppure attenuata dalle misure di sostegno), delle limitazioni alla mobilità e della rinuncia ad alcune tipologie di spesa per i timori legati al contagio (cfr. il par. 2.3). Per il triennio 2021-23 lo scenario macroeconomico prefigura una ripresa dei consumi significativa, ma meno accentuata rispetto a quella del PIL, con un riassorbimento solo graduale del forte aumento osservato della propensione al risparmio, riconducibile anche a motivi precauzionali. I consumi salirebbero poco più del 3 per cento nella media di quest'anno e del prossimo, per rallentare nel 2023. Il tasso di risparmio delle famiglie, salito fino al 15 per cento nel 2020, scenderebbe lentamente nell'orizzonte previsivo, rimanendo per tutto il triennio al di sopra dei valori pre-crisi, quando era attorno all' 8 per cento (fig. 49).

**...ma riprendono gli investimenti grazie anche ai fondi europei**

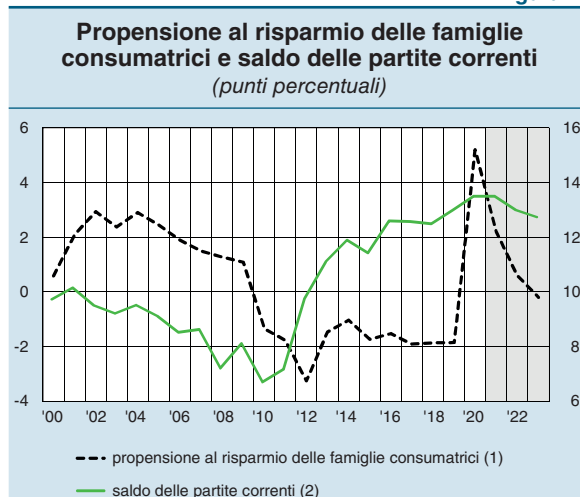
Dopo la forte caduta registrata nel 2020 gli investimenti tornerebbero a crescere a ritmi elevati, intorno al 10 per cento all'anno nel 2021-22 e al 5 per cento nel 2023. La ripresa dell'accumulazione di capitale sarebbe sospinta dalle condizioni di accesso al credito favorevoli e dagli interventi di politica di bilancio, tra cui

Figura 48



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.  
(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative.

Figura 49



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.  
(1) Scala di destra. - (2) In rapporto al PIL.

quelli finanziati attraverso la NGEU. La componente in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto aumenterebbe in media più del 9 per cento all'anno nel triennio di previsione, beneficiando in misura particolarmente marcata degli incentivi finanziati con i fondi europei, come già avvenuto in passato in occasione di interventi analoghi. Il rapporto tra investimenti e PIL salirebbe fino a oltre il 21 per cento nel 2023, portandosi su livelli prossimi a quelli osservati lo scorso decennio, prima della crisi finanziaria globale; per la componente in costruzioni tale rapporto rimarrebbe ancora inferiore di oltre due punti percentuali rispetto al picco del 2007 (fig. 50).

**Le esportazioni crescono in linea con la domanda estera**

Le vendite all'estero sono cadute nel complesso del 2020 di quasi il 15 per cento, seppure con un robusto recupero nel terzo trimestre. Quest'anno segnerebbero un netto rialzo, trainate da quelle dei beni, che già nei primi mesi si riporterebbero ai livelli pre-crisi; i servizi continuerebbero invece a risentire più a lungo della debolezza dei flussi turistici internazionali. Nel biennio 2022-23 le esportazioni si espanderebbero in linea con la domanda estera. Le importazioni seguirebbero una dinamica simile, sostenute dalla ripresa degli investimenti in beni strumentali ad alto contenuto di input esteri. L'avanzo di conto corrente della bilancia dei pagamenti, salito lo scorso anno anche per effetto della contrazione del prodotto, si ridimensionerebbe di poco lungo l'orizzonte di previsione (fig. 49).

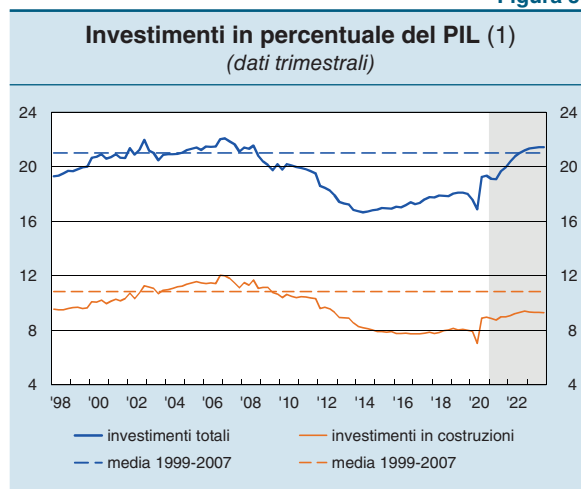
**L'inflazione risale gradualmente**

L'inflazione rimarrebbe al di sotto dell'1 per cento quest'anno e il prossimo, risentendo degli ampi margini di capacità inutilizzata che frenerebbero gli aumenti salariali e le politiche di prezzo delle imprese; salirebbe all'1,1 per cento nel 2023. La componente di fondo rifletterebbe la debolezza della domanda, rimanendo su valori in media inferiori allo 0,5 per cento nel biennio 2021-22 e avvicinandosi all'1,0 per cento solo nell'ultimo anno dell'orizzonte previsivo. L'inflazione interna, misurata col deflatore del PIL, scenderebbe sotto l'1 per cento nel 2021 (1,1 per cento nel 2020), frenata dalla debolezza della dinamica salariale, per risalire solo nel 2023 (fig. 51).

**La ripresa è ritardata rispetto alle proiezioni dello scorso luglio**

Rispetto allo scenario di base presentato nel *Bollettino economico* dello scorso luglio, il dato medio di crescita per quest'anno è rivisto al ribasso per oltre un punto percentuale, principalmente per un effetto di trascinamento della flessione del prodotto nella parte finale del 2020. La crescita è più rapida dal secondo trimestre in poi e significativamente più forte nel 2022, in connessione con l'ipotizzata graduale attenuazione della pandemia e con il maggiore stimolo derivante dai provvedimenti inclusi

Figura 50



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.  
(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative.

Figura 51



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.  
(1) IPCA; medie mobili di 4 termini.

nella legge di bilancio e dall'utilizzo dei fondi europei della NGEU.

**La crescita nel biennio è in linea con le stime degli altri previsori**

La ripresa del PIL prefigurata nel biennio 2021-22 è in linea con le stime degli altri previsori (tav. 19), pur essendo più moderata quest'anno e più accentuata il

prossimo. Negli scenari più recenti – diffusi rispettivamente in novembre e in dicembre – la Commissione europea e l'OCSE si attendono un aumento del prodotto lievemente superiore al 4 per cento quest'anno, prossimo al 3 nel 2022. Le differenze rispetto a questi previsori sono riconducibili in prevalenza alle valutazioni sull'impatto della seconda ondata di contagi (maggiormente negative nel breve termine ma con un rimbalzo più pronunciato in seguito, secondo le nostre stime) e all'inclusione degli effetti degli interventi nell'ambito della NGEU (esclusi dal quadro formulato dalla Commissione europea).

**Sono da contrastare rischi ancora elevati**

I rischi sono legati principalmente a un'evoluzione più sfavorevole dell'epidemia a livello globale che si ripercuoterebbe sui comportamenti di consumo e investimento, sugli scambi internazionali, sulle condizioni finanziarie, mettendo a rischio le

prospettive di crescita se i suoi effetti non fossero contrastati in modo efficace dalle politiche economiche. A titolo esemplificativo, si possono considerare le ipotesi che: (a) la domanda estera quest'anno ristagni a seguito di una più prolungata emergenza sanitaria e nel contempo le restrizioni all'attività economica in Italia si protraggano per un periodo più esteso; (b) si verifichi un irrigidimento dell'offerta di credito paragonabile a quello osservato durante la crisi finanziaria globale. Queste ipotesi avrebbero un impatto sul PIL rispettivamente di -2,5 e -0,9 punti percentuali quest'anno; di -1,7 e -0,7 punti nel 2022; nel 2023 l'attività economica aumenterebbe invece in misura più significativa per via del miglioramento del quadro sanitario in quell'anno.

Rispetto alle stime presentate in questo Bollettino la crescita del prodotto potrebbe essere maggiore se sostenuta da più rapidi progressi nel controllo dei contagi nei prossimi mesi, che potrebbero favorire una ripresa più veloce dei consumi delle famiglie. Rimane tuttavia essenziale il mantenimento di misure di sostegno finché necessario e un utilizzo efficace dei fondi europei resi disponibili nell'ambito della NGEU.

**Tavola 19**

**Previsioni di altre organizzazioni**

(variazioni percentuali sul periodo precedente)

VOCI	PIL (1)		Inflazione (2)	
	2021	2022	2021	2022
FMI (ottobre)	5,2	2,6	0,6	0,9
OCSE (dicembre)	4,3	3,2	0,4	0,8
Commissione europea (novembre)	4,1	2,8	0,7	1,0
Consensus Economics (dicembre)	4,9	–	0,4	–

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2020; OCSE, *OECD Economic Outlook*, dicembre 2020; Commissione europea, *European Economic Forecast Autumn 2020*, novembre 2020; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, dicembre 2020.

(1) I tassi di crescita indicati nelle previsioni dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative, diversamente da quelli riportati dalla Commissione europea e dall'FMI. – (2) Misurata sull'IPCA.

# 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>63</b>
A2	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	<b>65</b>
A3	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	<b>66</b>
A4	Prezzi al consumo: Italia, area dell'euro e principali paesi	<b>67</b>
A5	Posizione patrimoniale dell'Italia verso l'estero: consistenze e raccordo con i flussi del conto finanziario della bilancia dei pagamenti	<b>68</b>
A6	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	<b>69</b>
A7	Prestiti delle IFM corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni: Italia e area dell'euro	<b>70</b>
A8	Emissioni nette di obbligazioni: Italia e area dell'euro	<b>71</b>
A9	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche italiane	<b>72</b>
A10	Debito delle Amministrazioni pubbliche italiane	<b>73</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
2014	115,1	112,5	124,2	94,9	94,5	89,7
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
2019 – 1° trim.	116,3	102,5	127,5	92,0	90,7	89,3
2° trim.	116,5	102,3	125,9	89,3	90,4	89,0
3° trim.	115,6	103,5	123,2	87,9	90,4	89,2
4° trim.	115,5	103,7	122,7	89,2	90,0	88,9
2020 – 1° trim.	114,9	102,6	124,1	87,8	89,4	89,6
2° trim.	112,2	101,2	125,1	86,3	90,3	92,1
3° trim.	117,1	104,5	124,0	86,4	91,4	92,6
2019 – gen.	116,1	102,4	127,2	92,2	90,8	89,8
feb.	116,5	103,0	127,7	92,1	90,8	89,3
mar.	116,3	102,3	127,7	91,7	90,5	88,8
apr.	116,5	102,5	127,7	90,9	90,4	88,7
mag.	116,5	102,0	125,7	88,4	90,5	88,9
giu.	116,4	102,5	124,4	88,5	90,4	89,4
lug.	115,6	103,4	124,7	88,3	90,3	89,0
ago.	115,5	103,3	122,7	87,2	90,5	89,6
set.	115,6	103,8	122,3	88,4	90,3	89,1
ott.	115,5	103,8	122,6	88,8	90,1	89,0
nov.	115,4	103,5	123,2	89,7	90,0	88,8
dic.	115,7	103,9	122,3	89,0	90,1	88,8
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.	114,1	99,8	125,1	86,2	89,7	91,5
apr.	112,1	100,2	126,8	86,6	89,7	92,3
mag.	109,8	100,8	125,3	85,9	90,4	92,1
giu.	114,8	102,5	123,2	86,3	90,9	92,0
lug.	116,2	102,9	123,1	86,3	91,2	92,1
ago.	117,7	105,2	123,2	86,3	91,6	92,9
set.	117,2	105,5	125,7	86,5	91,4	92,8
ott.	116,8	104,7	127,5	88,4	91,3	92,6

(1) Nella tavola sono riportati gli indicatori di competitività 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 *Bilancio 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
2014	62,7	98,9	113,8	86,4	108,6	93,7
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
2019 – 1° trim.	64,4	96,8	113,0	80,2	107,6	104,6
2° trim.	65,0	96,3	114,0	79,9	108,0	106,0
3° trim.	67,3	96,5	113,5	77,8	107,4	106,3
4° trim.	67,5	96,3	114,0	81,0	107,2	106,2
2020 – 1° trim.	67,8	96,3	114,6	81,1	107,0	106,4
2° trim.	69,6	97,6	114,0	80,3	106,1	108,0
3° trim.	68,4	98,8	115,7	79,6	107,9	105,2
2019 – gen.	65,3	97,3	113,2	79,3	107,4	104,1
feb.	64,2	96,8	112,7	80,1	107,6	104,3
mar.	63,8	96,4	112,9	81,1	107,9	105,3
apr.	63,6	96,0	113,6	80,5	108,0	105,9
mag.	65,1	96,3	114,2	80,2	108,3	106,6
giu.	66,3	96,5	114,1	78,9	107,8	105,5
lug.	65,9	96,2	113,2	77,9	107,7	105,4
ago.	68,3	96,8	113,9	76,9	107,0	106,6
set.	67,7	96,4	113,5	78,7	107,5	106,7
ott.	68,0	96,4	113,9	79,9	107,4	106,5
nov.	67,4	96,2	113,6	81,1	107,1	106,3
dic.	67,1	96,2	114,6	82,2	107,2	105,7
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.	69,8	97,3	115,1	79,4	107,0	108,4
apr.	70,1	97,4	113,6	81,3	106,1	107,9
mag.	69,9	97,4	113,7	80,2	105,7	109,1
giu.	68,7	98,0	114,6	79,5	106,6	106,8
lug.	68,7	98,2	115,3	79,4	107,6	106,6
ago.	68,3	99,2	116,0	80,3	108,3	104,9
set.	68,2	99,0	115,9	79,3	107,9	104,2
ott.	68,0	98,9	115,8	79,2	107,8	104,1

(1) Nella tavola sono riportati gli indicatori di competitività 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 *Bilancio 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>					
2017	1,1	2,2	3,4	1,1	-1,1
2018	1,1	0,7	2,1	1,4	0,4
2019	2,0	-0,5	-0,7	-0,2	2,5
2018 – 1° trim.	0,2	2,4	3,7	1,3	-2,2
2° trim.	2,2	1,6	2,8	1,2	0,6
3° trim.	1,1	-0,4	0,7	1,1	1,5
4° trim.	1,9	-0,9	-1,1	-0,1	2,9
2019 – 1° trim.	2,5	-1,4	-0,3	1,2	4,0
2° trim.	2,0	-0,5	-0,7	-0,1	2,5
3° trim.	1,2	0,3	-0,4	-0,6	1,0
4° trim.	2,2	-0,4	-1,5	-1,1	2,6
2020 – 1° trim.	4,6	0,0	-10,2	-10,2	4,6
2° trim.	2,6	-6,7	-27,6	-22,3	10,0
3° trim.	-1,5	-2,5	-5,5	-3,0	1,0
<b>Servizi</b>					
2017	0,1	0,0	1,3	1,4	0,1
2018	2,0	-0,1	0,6	0,8	2,1
2019	1,2	0,1	0,5	0,4	1,1
2018 – 1° trim.	0,6	-0,2	0,8	1,0	0,7
2° trim.	2,7	-0,4	0,7	1,1	3,2
3° trim.	2,2	-0,1	0,5	0,5	2,3
4° trim.	2,9	0,8	0,5	-0,3	2,1
2019 – 1° trim.	1,8	-0,5	0,3	0,8	2,3
2° trim.	0,5	0,4	0,6	0,2	0,1
3° trim.	1,1	0,1	0,7	0,6	1,0
4° trim.	1,3	0,4	0,4	0,0	0,9
2020 – 1° trim.	3,4	3,6	-4,4	-7,7	-0,2
2° trim.	8,3	8,7	-15,5	-22,2	-0,3
3° trim.	3,0	2,3	-5,5	-7,6	0,7
<b>Totale economia</b>					
2017	0,3	0,6	1,6	1,0	-0,3
2018	1,7	0,0	1,0	0,9	1,6
2019	1,4	0,0	0,3	0,3	1,4
2018 – 1° trim.	0,6	0,7	1,4	0,7	-0,1
2° trim.	2,5	-0,1	1,1	1,2	2,5
3° trim.	1,8	-0,4	0,6	1,0	2,2
4° trim.	2,3	0,4	0,1	-0,3	1,9
2019 – 1° trim.	1,9	-0,8	0,3	1,1	2,7
2° trim.	1,0	0,6	0,3	-0,3	0,4
3° trim.	1,1	0,2	0,4	0,2	1,0
4° trim.	1,4	0,0	0,0	0,0	1,4
2020 – 1° trim.	3,4	2,7	-5,6	-8,1	0,7
2° trim.	6,3	4,9	-18,1	-22,0	1,3
3° trim.	1,7	1,0	-5,0	-5,9	0,7

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>					
2017	2,0	2,8	3,4	0,6	-0,8
2018	2,0	0,3	1,7	1,4	1,7
2019	2,1	-1,1	-0,9	0,3	3,2
2018 – 1° trim.	2,0	2,2	3,3	1,1	-0,2
2° trim.	2,2	1,3	2,9	1,6	0,8
3° trim.	2,1	-0,2	1,0	1,2	2,3
4° trim.	2,0	-1,5	-0,5	1,0	3,5
2019 – 1° trim.	1,8	-1,8	-0,3	1,5	3,6
2° trim.	2,1	-1,2	-1,0	0,2	3,4
3° trim.	2,5	-0,8	-0,6	0,2	3,3
4° trim.	1,7	-0,8	-1,4	-0,6	2,5
2020 – 1° trim.	3,3	-0,7	-4,9	-4,2	4,0
2° trim.	6,5	-3,8	-19,0	-15,8	10,7
3° trim.	1,4	-0,3	-5,9	-5,6	1,7
<b>Servizi</b>					
2017	2,1	1,2	2,5	1,3	0,9
2018	2,0	0,3	2,0	1,7	1,7
2019	2,2	0,6	1,7	1,1	1,6
2018 – 1° trim.	2,2	1,1	2,5	1,4	1,1
2° trim.	1,8	0,3	2,2	1,9	1,5
3° trim.	2,2	0,0	1,7	1,7	2,2
4° trim.	2,3	0,2	1,7	1,5	2,0
2019 – 1° trim.	1,7	0,0	1,8	1,8	1,7
2° trim.	2,5	0,8	1,8	1,0	1,7
3° trim.	2,2	0,8	1,8	0,9	1,4
4° trim.	2,2	0,6	1,5	0,9	1,6
2020 – 1° trim.	4,6	1,3	-2,4	-3,6	3,3
2° trim.	10,3	4,4	-13,8	-17,5	5,6
3° trim.	3,7	0,9	-4,1	-5,0	2,8
<b>Totale economia</b>					
2017	2,1	1,5	2,6	1,1	0,5
2018	1,9	0,2	1,9	1,7	1,7
2019	2,2	0,4	1,3	0,9	1,8
2018 – 1° trim.	2,1	1,3	2,6	1,3	0,8
2° trim.	1,8	0,4	2,3	1,9	1,3
3° trim.	2,1	-0,2	1,6	1,8	2,4
4° trim.	2,1	-0,2	1,2	1,4	2,3
2019 – 1° trim.	1,7	-0,3	1,5	1,8	1,9
2° trim.	2,4	0,5	1,3	0,7	1,9
3° trim.	2,3	0,7	1,3	0,7	1,6
4° trim.	2,0	0,4	0,9	0,5	1,6
2020 – 1° trim.	4,3	0,9	-2,9	-3,8	3,3
2° trim.	9,3	2,6	-14,7	-16,8	6,5
3° trim.	3,0	0,3	-4,4	-4,7	2,7

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
2017	1,3	0,8	1,2	0,5	1,7	1,3	1,5	1,0
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
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)	....	(-0,7)	....	(-0,3)	(0,2)

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>												
2016	544	1.265	758	507	92	504	129	2.534	149,4	99	23	76
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	617	1.535	944	591	75	564	156	2.948	164,7	237	119	118
2018 – 1° trim.	564	1.395	860	536	73	534	125	2.691	154,0	17	-33	49
2° trim.	578	1.404	865	538	75	552	127	2.736	155,6	45	18	27
3° trim.	583	1.434	886	548	73	556	124	2.771	157,0	34	-2	36
4° trim.	594	1.356	822	534	76	551	133	2.710	153,0	-60	-52	-8
2019 – 1° trim.	595	1.420	868	551	80	559	138	2.791	157,2	81	62	19
2° trim.	600	1.445	882	563	83	567	145	2.841	159,8	50	30	20
3° trim.	611	1.491	903	588	87	577	157	2.923	163,8	82	33	49
4° trim.	617	1.535	944	591	75	564	156	2.948	164,7	25	-5	30
2020 – 1° trim.	614	1.401	826	575	85	596	167	2.863	161,8	-85	-120	35
2° trim.	611	1.516	903	612	83	576	175	2.960	174,6	97	85	12
3° trim.	616	1.557	936	621	85	565	178	3.002	179,1	42	8	33
<b>Passività</b>												
2016	445	1.269	217	1.052	136	886	-	2.736	161,3	-19	-62	43
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	157,9	-12	-90	77
2019	520	1.361	282	1.078	116	978	-	2.975	166,2	179	109	70
2018 – 1° trim.	456	1.347	270	1.076	102	954	-	2.859	163,6	50	2	49
2° trim.	464	1.225	255	970	105	1.039	-	2.832	161,1	-27	-49	22
3° trim.	470	1.201	254	947	100	1.057	-	2.828	160,2	-4	-23	19
4° trim.	488	1.146	216	930	107	1.055	-	2.796	157,9	-32	-19	-12
2019 – 1° trim.	489	1.208	250	959	117	1.044	-	2.858	160,9	62	44	18
2° trim.	499	1.262	249	1.013	127	1.003	-	2.890	162,6	32	27	5
3° trim.	509	1.350	262	1.088	140	1.002	-	3.001	168,2	112	71	41
4° trim.	520	1.361	282	1.078	116	978	-	2.975	166,2	-27	-33	6
2020 – 1° trim.	518	1.224	206	1.018	133	1.047	-	2.922	165,1	-53	-82	29
2° trim.	519	1.262	230	1.032	132	1.076	-	2.989	176,3	67	51	16
3° trim.	520	1.291	220	1.071	135	1.052	-	2.999	179,0	10	9	..
<b>Posizione netta</b>												
2016	98	-4	541	-545	-44	-381	129	-202	-11,9	118	85	33
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	98	174	661	-487	-41	-414	156	-27	-1,5	59	11	48
2018 – 1° trim.	108	49	590	-541	-30	-419	125	-168	-9,6	-34	-34	1
2° trim.	114	179	610	-432	-29	-486	127	-96	-5,4	72	66	5
3° trim.	113	233	632	-398	-27	-501	124	-57	-3,2	38	22	17
4° trim.	106	210	606	-396	-31	-504	133	-86	-4,8	-28	-33	4
2019 – 1° trim.	106	211	619	-407	-37	-485	138	-67	-3,8	19	18	1
2° trim.	102	184	634	-450	-44	-436	145	-49	-2,8	18	3	15
3° trim.	102	141	640	-500	-53	-425	157	-79	-4,4	-30	-38	8
4° trim.	98	174	661	-487	-41	-414	156	-27	-1,5	52	27	25
2020 – 1° trim.	96	177	620	-443	-48	-451	167	-58	-3,3	-31	-38	6
2° trim.	93	253	673	-420	-49	-500	175	-29	-1,7	30	35	-5
3° trim.	95	266	716	-450	-50	-487	178	3	0,2	32	-1	33

(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
2014	30.904	49.346	-2.282	265	-16.425	2.830	-942	3.771
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	44.712	54.372	-3.787	9.277	-15.149	958	-1.188	2.146
2018	44.208	45.558	-2.763	18.880	-17.467	-648	-1.482	834
2019	53.406	57.164	-1.723	14.898	-16.933	-2.221	-2.603	382
2019 – 1° trim.	3.466	9.678	-3.664	4.376	-6.924	-372	-490	118
2° trim.	12.716	14.289	1.299	-477	-2.395	-536	-396	-141
3° trim.	16.761	14.766	3.454	3.486	-4.945	-389	-565	176
4° trim.	20.463	18.431	-2.812	7.513	-2.669	-924	-1.152	228
2020 – 1° trim.	7.373	13.010	-4.685	4.655	-5.608	-692	-718	25
2° trim.	5.339	11.796	-2.612	1.008	-4.853	-404	-103	-301
3° trim.	25.285	19.893	3.182	6.208	-3.998	-441	-433	-8
2019 – gen.	-1.052	801	-1.163	985	-1.676	-113	-174	61
feb.	2.104	3.789	-1.222	1.823	-2.286	-99	-154	55
mar.	2.414	5.088	-1.279	1.567	-2.962	-160	-162	2
apr.	3.431	3.202	14	1.069	-854	-209	-131	-78
mag.	3.706	5.367	531	-1.776	-416	-225	-138	-87
giu.	5.580	5.720	755	230	-1.125	-102	-126	24
lug.	9.471	7.957	1.558	1.531	-1.576	-127	-204	77
ago.	4.339	3.424	1.061	1.547	-1.692	-83	-154	71
set.	2.951	3.384	835	409	-1.677	-180	-208	28
ott.	9.631	8.185	-470	2.574	-657	-204	-413	209
nov.	5.092	5.070	-1.494	2.216	-700	-244	-386	141
dic.	5.739	5.175	-847	2.723	-1.312	-476	-354	-122
2020 – gen.	-988	874	-1.257	700	-1.305	-242	-271	29
feb.	4.881	6.297	-1.464	1.906	-1.858	-217	-237	21
mar.	3.480	5.840	-1.964	2.049	-2.445	-234	-209	-24
apr.	-1.896	-285	-845	718	-1.484	-153	-45	-108
mag.	3.108	5.735	-1.073	-189	-1.366	-143	-25	-118
giu.	4.127	6.345	-694	479	-2.003	-108	-33	-75
lug.	10.268	9.460	822	1.238	-1.252	-128	-142	13
ago.	7.014	4.435	1.443	2.495	-1.359	-112	-120	9
set.	8.003	5.998	917	2.475	-1.387	-201	-171	-30
ott.	(8.174)	(7.290)	(-844)	(2.917)	(-1.189)	(97)	(-156)	(253)

(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	-1,6	0,1
2015	-0,3	0,0	-0,6	0,7	0,7	1,0	0,6	1,4
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	0,1	0,2	-1,9	2,5	3,7	3,4	3,2	3,6
2017 – gen.	1,2	1,4	0,8	2,2	2,5	2,3	2,4	2,2
feb.	0,8	1,0	0,0	2,2	2,3	2,2	2,0	2,3
mar.	0,9	1,1	0,2	2,4	2,8	2,4	2,5	2,4
apr.	0,7	1,1	0,1	2,3	2,6	2,5	2,5	2,5
mag.	1,0	1,2	0,2	2,5	2,7	2,6	2,5	2,6
giu.	1,1	1,1	-0,1	2,6	2,5	2,4	2,1	2,6
lug.	1,4	1,4	0,3	2,7	2,6	2,5	2,3	2,6
ago.	1,1	1,2	0,0	2,7	2,6	2,6	2,4	2,7
set.	0,7	0,8	-0,7	2,6	2,7	2,6	2,6	2,7
ott.	1,0	0,9	-0,5	2,8	2,8	2,8	2,9	2,7
nov.	1,4	1,5	0,4	2,8	2,9	3,0	3,1	2,8
dic.	1,8	1,3	0,1	2,8	2,9	3,0	3,2	2,9
2018 – gen.	2,7	2,3	1,9	2,8	3,3	3,1	3,5	2,9
feb.	2,3	1,8	1,1	2,8	3,1	3,0	3,3	2,9
mar.	2,3	1,8	1,1	2,8	3,0	3,1	3,4	2,9
apr.	2,9	2,5	2,1	2,9	3,1	3,1	3,4	2,9
mag.	2,4	1,9	1,1	2,8	3,4	3,2	3,7	2,9
giu.	2,4	1,5	0,5	2,8	3,5	3,5	4,2	2,9
lug.	2,5	1,9	1,1	2,9	3,4	3,5	4,2	3,0
ago.	2,6	1,9	1,2	2,8	3,4	3,6	4,2	3,1
set.	2,8	2,2	1,7	2,8	3,5	3,7	4,4	3,1
ott.	2,7	2,2	1,6	2,8	3,3	3,5	4,0	3,2
nov.	2,3	1,8	1,0	2,7	3,3	3,6	4,1	3,3
dic.	2,1	2,0	1,4	2,8	3,4	3,6	4,1	3,2
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	3,8	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	3,3
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	-1,4	2,5	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.	0,1	0,2	-1,9	2,5	3,7	3,4	3,2	3,6
2020 – gen.	0,6	0,6	-1,1	2,5	3,7	3,4	3,2	3,6
feb.	0,3	0,5	-1,2	2,5	3,7	3,4	3,0	3,7
mar.	1,4	1,6	1,4	1,7	5,0	4,3	5,5	3,4
apr.	1,4	1,4	1,7	1,1	4,9	4,5	6,6	3,0
mag.	1,5	1,6	1,9	1,2	5,3	4,9	7,3	3,0
giu.	2,3	2,7	3,6	1,6	4,8	4,8	7,1	3,0
lug.	2,8	3,2	4,5	1,7	4,8	4,7	7,1	3,0
ago.	3,6	4,1	6,0	1,9	4,6	4,8	7,1	3,0
set.	3,8	4,6	6,8	2,1	4,6	4,8	7,1	3,1
ott.	4,3	4,9	7,4	2,1	4,6	4,7	6,8	3,2
nov.	4,6	5,3	8,1	2,2	4,7	4,7	6,9	3,1

(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 controparti 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>				
2018	-29,5	15,6	-4,6	-18,5
2019	-2,0	25,8	-3,6	20,2
2019 – 1° trim.	-4,9	-0,3	-1,5	-6,8
2° trim.	1,4	-2,2	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	13,3
3° trim.	0,0	-2,0	2,3	0,3
<b>Area dell'euro</b>				
2018	85,7	80,6	41,1	207,4
2019	119,7	165,6	62,4	347,7
2019 – 1° trim.	58,6	21,6	15,8	96,0
2° trim.	17,1	27,6	16,5	61,2
3° trim.	22,1	38,0	20,3	80,4
4° trim.	22,0	78,4	9,8	110,2
2020 – 1° trim.	33,1	4,4	10,4	47,9
2° trim.	136,7	45,2	106,5	288,5
3° trim.	1,3	60,9	35,8	98,0

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	Altre passività	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	-4,7	0,9	44,7	-5,8	19,5	38,9	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	-2,3	22,4	1,4	20,0	0,0
apr.	0,9	1,3	0,7	12,7	-0,2	-0,1	14,0	-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	-0,6	0,7	21,0	-20,5	-3,0	0,4	0,0
lug.	5,8	1,6	-0,1	19,1	-2,3	1,2	23,8	-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	-20,7	43,7	-10,0	23,1	0,0
ott.	-0,2	1,2	1,2	6,5	0,0	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	1,2	0,2	35,0	-38,6	-6,0	-3,6	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	-0,2	-11,5	43,2	15,5	31,7	0,0
apr.	-1,9	0,0	10,1	25,7	0,6	0,1	34,6	-16,8	11,5	17,8	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	20,3	-1,5	0,2	19,7	0,8	0,0	20,5	0,0
lug.	-0,8	-0,4	-2,2	33,2	0,3	0,4	30,9	-23,3	-1,0	7,7	0,0
ago.	0,3	-0,1	1,3	18,4	-1,5	-0,3	18,3	-16,8	1,5	1,5	0,0
set.	-1,6	-0,3	-0,3	7,2	0,9	-0,4	5,9	16,3	-6,0	22,1	0,0
ott.	-1,0	-0,3	-4,1	-2,0	0,5	0,4	3,8	6,1	-1,0	9,9	0,0
nov.	3,5	-0,5	-1,5	-8,1	-0,4	-0,1	0,0	16,9	0,5	16,8	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	Altre passività	Debito delle Amministrazioni pubbliche	<i>Per memoria:</i>				
	<i>di cui:</i> raccolta postale							disponibilità liquide del Tesoro (2)	depositi presso IFM residenti al netto delle operazioni di liquidità	sostegno finanziario 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	46,8	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	2.380,9	35,1	3,0	31,5	58,2
2019	227,3	67,6	113,8	1.895,5	124,8	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	2.379,1	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	2.388,9	48,4	12,9	33,8	58,2
lug.	239,6	72,4	113,2	1.876,5	132,6	46,3	33,9	2.408,2	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	2.380,9	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	47,3	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	47,5	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	48,9	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	124,8	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	48,7	33,5	2.444,3	71,5	27,0	36,4	57,8
feb.	227,8	65,5	118,5	1.926,4	126,0	48,3	33,5	2.447,0	73,4	27,5	36,6	57,8
mar.	238,5	66,9	118,3	1.901,3	127,3	48,1	33,5	2.433,5	30,1	12,0	36,4	57,8
apr.	236,6	66,9	128,5	1.928,4	127,9	48,2	33,5	2.469,5	46,9	0,5	35,7	57,8
mag.	232,4	67,0	139,3	1.962,1	128,5	48,1	33,5	2.510,5	61,4	3,0	36,8	57,8
giu.	231,8	66,8	140,7	1.983,1	127,0	48,3	33,5	2.530,9	60,7	3,0	36,5	57,8
lug.	230,9	66,4	138,5	2.015,1	127,3	48,7	33,5	2.560,6	83,9	4,0	36,9	57,8
ago.	231,3	66,2	139,9	2.033,4	125,8	48,5	33,5	2.578,8	100,7	2,5	36,6	57,8
set.	229,7	66,0	139,6	2.039,7	126,7	48,1	33,5	2.583,8	84,5	8,5	36,4	57,8
ott.	228,7	65,7	135,4	2.037,1	127,2	48,5	33,5	2.587,0	78,4	9,5	36,8	57,8
nov.	232,2	65,1	134,0	2.028,6	126,8	48,3	33,5	2.586,5	61,5	9,0	39,7	57,8

(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).

