



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Bollettino Economico

Luglio 2021

3 | 2021



**BANCA D'ITALIA**  
EUROSISTEMA

# **Bollettino Economico**

**Numero 3 / 2021**  
**Luglio**

---

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

**Relazione annuale**

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

**Rapporto sulla stabilità finanziaria**

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

**Economie regionali**

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

**Temi di discussione** (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

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

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

**Newsletter sulla ricerca economica**

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

**Quaderni di storia economica**

Collana di analisi storica dell'economia italiana

---

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

---

© Banca d'Italia, 2021

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

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

**Direttore responsabile**

Eugenio Gaiotti

**Comitato di redazione**

Martina Cecioni e Nicola Curci (coordinamento), Davide Delle Monache, Marta De Philippis, Maria Ludovica Drudi, Simone Emiliozzi, Valerio Nispi Landi, Giacomo Oddo, Pasquale Recchia e Fabiana Sabatini

Daniela Falcone, Fabrizio Martello, Silvia Mussolin (aspetti editoriali)

Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Francesco Corsello, Pietro Cova, Davide Delle Monache, Marco Flaccadoro, Fabiana Sabatini

**Indirizzo**

Via Nazionale 91 – 00184 Roma – Italia

**Telefono**

+39 06 47921

**Sito internet**

<http://www.bancaditalia.it>

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

ISSN 0393-2400 (stampa)

ISSN 2280-7632 (online)

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

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

# INDICE

SINTESI	<b>5</b>
<b>1</b> L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
1.1 Il ciclo internazionale	<b>7</b>
1.2 L'area dell'euro	<b>10</b>
1.3 I mercati finanziari internazionali	<b>15</b>
<b>2</b> L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	<b>17</b>
2.2 Le imprese	<b>20</b>
2.3 Le famiglie	<b>23</b>
2.4 Gli scambi con l'estero e la bilancia dei pagamenti	<b>25</b>
2.5 Il mercato del lavoro	<b>29</b>
2.6 La dinamica dei prezzi	<b>32</b>
2.7 Le banche	<b>34</b>
2.8 Il mercato finanziario	<b>41</b>
2.9 La finanza pubblica	<b>43</b>
2.10 Le prospettive	<b>44</b>
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	<b>53</b>

---

## INDICE DEI RIQUADRI

L'attività economica nel secondo trimestre del 2021	<b>18</b>
Le opinioni delle imprese italiane nell'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita	<b>21</b>
L'offerta e la domanda di credito	<b>37</b>
Le ipotesi sottostanti allo scenario macroeconomico	<b>45</b>
I risparmi accumulati durante la pandemia e le proiezioni sui consumi	<b>48</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

### **L'attività globale è in ripresa**

*Con i progressi delle campagne di vaccinazione la crescita del prodotto mondiale si è rafforzata; le prospettive sono in ulteriore miglioramento, ma in modo eterogeneo tra diverse aree. Un sensibile aumento dell'inflazione negli Stati Uniti ha riflesso ritardi nell'adeguamento dell'offerta al forte recupero della domanda, ma non si è finora esteso in misura significativa alle aspettative di medio termine. Le politiche monetarie restano espansive in tutti i principali paesi.*

### **Il Consiglio BCE continua a sostenere l'economia e ha rivisto la strategia di politica monetaria**

*Nell'area dell'euro i rincari dei beni energetici hanno indotto un rialzo della crescita dei prezzi, che però dovrebbe essere temporaneo. A fronte di un quadro in generale miglioramento ma ancora caratterizzato da incertezze – legate all'andamento della pandemia e delle riaperture –, il Consiglio direttivo della BCE ha ribadito che manterrà a lungo le attuali condizioni monetarie estremamente espansive, che restano essenziali per sostenere l'economia e per assicurare il ritorno dell'inflazione su valori coerenti con la stabilità dei prezzi nel medio termine. Secondo la nuova strategia di politica monetaria approvata dal Consiglio, un'azione espansiva particolarmente incisiva e persistente è necessaria quando i tassi di interesse sono in prossimità del loro limite inferiore.*

### **In Italia riparte la crescita...**

*In Italia la variazione del PIL è stata lievemente positiva nel primo trimestre, a differenza degli altri principali paesi dell'area dell'euro, dove si è registrata una caduta del prodotto. In base agli indicatori disponibili, nel secondo trimestre la crescita si è accentuata, favorita dall'accelerazione della campagna di vaccinazione e dal graduale allentamento delle restrizioni, e sarebbe stata superiore all'1 per cento sul periodo precedente. Vi avrebbe contribuito, oltre a una nuova espansione dell'industria, anche l'avvio di un recupero nei servizi.*

### **...sostenuta dagli investimenti...**

*La ripresa è sospinta soprattutto dagli investimenti; nelle nostre indagini le imprese riferiscono che le condizioni per investire sono in netto miglioramento e i piani di accumulazione stanno accelerando nel corso dell'anno. I consumi sarebbero tornati a crescere nel secondo trimestre, ma si mantiene elevata la propensione al risparmio, che risente ancora di motivi di carattere precauzionale.*

### **...e dagli scambi con l'estero**

*Le esportazioni dell'Italia sono aumentate, in un contesto di rafforzamento del commercio mondiale. Nel primo trimestre si sono ridotti gli afflussi turistici; i dati della telefonia mobile forniscono però segnali di una ripresa delle presenze estere in Italia dalla fine di aprile. Si è confermata negli ultimi mesi la propensione da parte degli investitori esteri ad acquistare titoli italiani. La posizione creditoria netta sull'estero si è ulteriormente ampliata.*

### **Dopo un nuovo calo, tornano ad aumentare gli occupati**

*Gli ultimi dati disponibili segnalano un incremento dell'occupazione nei mesi primaverili, con un parziale recupero di posizioni lavorative di giovani e donne nel bimestre maggio-giugno. L'occupazione era diminuita nel primo trimestre dell'anno in conseguenza del mercato calo nei servizi privati connesso con la risalita dei contagi.*

### **Sale l'inflazione, ma resta molto bassa quella di fondo**

*L'aumento delle quotazioni delle materie prime, favorito dalla ripresa globale, si è riflesso sui prezzi al consumo, portando l'inflazione in giugno all'1,3 per cento, il livello più alto degli ultimi tre anni; al netto di energia e alimentari l'inflazione resta tuttavia molto debole (0,3 per cento). Non vi è evidenza di rilevanti effetti di ulteriore trasmissione dei costi energetici ai listini di vendita di beni e servizi finali; non emergono segnali di incrementi significativi dei salari.*

**Le condizioni sui mercati finanziari e del credito sono distese**

L'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE continua a tradursi in condizioni molto distese dei mercati finanziari e del credito bancario. Restano contenuti i rendimenti dei titoli di Stato: il premio per il rischio sovrano rimane al di sotto dei livelli osservati prima della pandemia. È proseguita la crescita dei prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie. La domanda di credito delle imprese, per la maggior parte assistita da garanzie pubbliche, ha riflesso, oltre a esigenze di ristrutturazione dei debiti e a motivi precauzionali, l'intenzione di finanziare la ripresa degli investimenti.

**Il Consiglio della UE ha approvato il PNRR**

Il Governo ha introdotto nuove misure a sostegno di lavoratori e imprese con provvedimenti varati nel secondo trimestre dell'anno. A metà luglio il Consiglio della UE ha approvato il Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR) inviato dal Governo alla fine di aprile.

**Grazie al miglioramento sanitario e alle politiche espansive...**

In questo Bollettino si presentano le proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana nel triennio 2021-23, che aggiornano quelle predisposte lo scorso mese per l'esercizio previsivo dell'Eurosistema. Le proiezioni dipendono dalle ipotesi che si consolidi il miglioramento sanitario nazionale e globale, che prosegua il deciso sostegno della politica di bilancio – utilizzando sia risorse nazionali sia i fondi europei – e che si mantengano favorevoli le condizioni monetarie e finanziarie, come prefigurato dal Consiglio direttivo della BCE.

**...il PIL accelererebbe dall'estate...**

Sulla base di queste ipotesi, il prodotto accelererebbe in misura significativa a partire dal terzo trimestre, con una crescita in media d'anno attualmente valutabile al 5,1 per cento, che proseguirebbe nel biennio successivo (a ritmi del 4,4 nel 2022 e del 2,3 nel 2023). In questo quadro il PIL tornerebbe sui livelli precedenti la crisi pandemica nella seconda metà del prossimo anno.

**...con un importante contributo degli investimenti**

In controtendenza con quanto avvenuto successivamente alle due precedenti

recessioni, la ripresa sarebbe caratterizzata da un forte contributo degli investimenti, che ricomincerebbero a crescere in maniera sostenuta grazie alle prospettive della domanda, alle condizioni favorevoli di finanziamento e al sostegno del PNRR. In questo scenario, alla fine del triennio il rapporto tra investimenti e PIL si riporterebbe sui livelli prevalenti prima della crisi globale del 2008-09; il peso sul prodotto della componente pubblica tornerebbe, dopo un decennio, in linea con la media europea. Il recupero dei consumi sarebbe più graduale; l'inflazione nel prossimo biennio rimarrebbe contenuta, attorno all'1,3 per cento.

**Il quadro dipende però da efficacia e tempestività degli interventi...**

Questo quadro è tuttavia fortemente dipendente dall'efficacia e dalla tempestività delle misure di sostegno e rilancio, che nella simulazione innalzano il livello del PIL di circa 4 punti percentuali cumulati nel triennio di previsione; circa la metà di tale effetto è attribuibile agli interventi del PNRR. Un ulteriore stimolo alla crescita negli anni successivi all'orizzonte di previsione potrebbe prodursi attraverso effetti sulla produttività derivanti dagli investimenti pubblici e dalle riforme prefigurate nel PNRR.

**...nonché dall'evoluzione della pandemia**

I principali elementi di incertezza rispetto alle proiezioni di crescita sono legati all'evoluzione della pandemia – che può influire su consumi e investimenti –, alla modalità di attuazione dei progetti connessi con il PNRR e alla loro capacità di incidere anche sulla crescita potenziale, nonché alla risposta dei consumatori alle riaperture dell'economia.

**I rischi di inflazione sono bilanciati**

I rischi attorno alle proiezioni di inflazione sono bilanciati e dipendono anche dalla sua evoluzione nell'area dell'euro. Da un lato, il permanere di ampi margini di capacità inutilizzata potrebbe ritardare la ripresa delle retribuzioni; dall'altro, un'azione persistente di sostegno all'attività economica potrebbe favorire, nell'area dell'euro e in Italia, un ritorno più rapido delle aspettative e della dinamica salariale verso valori coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi.



# 1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

## 1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

Ai rapidi progressi delle campagne di vaccinazione ha corrisposto una decisa ripresa dell'attività economica globale – che si è estesa al settore dei servizi – e del commercio mondiale; le prospettive sono però ancora molto eterogenee tra paesi. Negli Stati Uniti sono significativamente aumentati i prezzi al consumo, riflettendo vincoli temporanei all'offerta a fronte di una domanda in forte recupero; le aspettative di inflazione di medio termine sono tuttavia rimaste moderate.

**Procedono le vaccinazioni e si riducono le restrizioni**

Il procedere delle vaccinazioni ha dato luogo a una marcata flessione dei contagi di Covid-19 a livello globale e ha permesso una graduale attenuazione delle misure di distanziamento sociale nelle aree dove è più ampia la quota della popolazione vaccinata, come gli Stati Uniti, il Regno Unito e l'Unione europea. I contagi si sono mantenuti tuttavia elevati in alcune economie

emergenti; le restrizioni alla mobilità sono state accentuate in Giappone. L'emergere di una variante più contagiosa del virus ha dato luogo a un aumento dei casi in molti paesi a partire da giugno, che tuttavia non ha comportato un aumento dei decessi dove la copertura vaccinale è maggiore.

**La ripresa globale prosegue e si estende ai servizi**

Nel primo trimestre del 2021 il PIL ha decisamente accelerato negli Stati Uniti e in Cina, si è fortemente ridotto in

Giappone e nel Regno Unito (tav. 1). Alla fine di marzo negli Stati Uniti, in Giappone e nel Regno Unito il prodotto era al di sotto del livello precedente la pandemia, rispettivamente per lo 0,9, il 2,0 e l'8,8 per cento. Per il secondo trimestre gli indici dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI) confermano la ripresa dell'economia statunitense e segnalano un recupero dell'attività economica nel Regno Unito, esteso al settore dei servizi (fig. 1); per il Giappone suggeriscono che la crescita sia molto più debole e limitata al settore manifatturiero. In Cina, dove l'attività economica si è già riportata sui livelli precedenti la crisi sanitaria, gli indici PMI rimangono sopra la soglia di espansione; nelle altre principali economie emergenti indicano invece un indebolimento nei mesi più recenti, in particolare in India.

Tavola 1

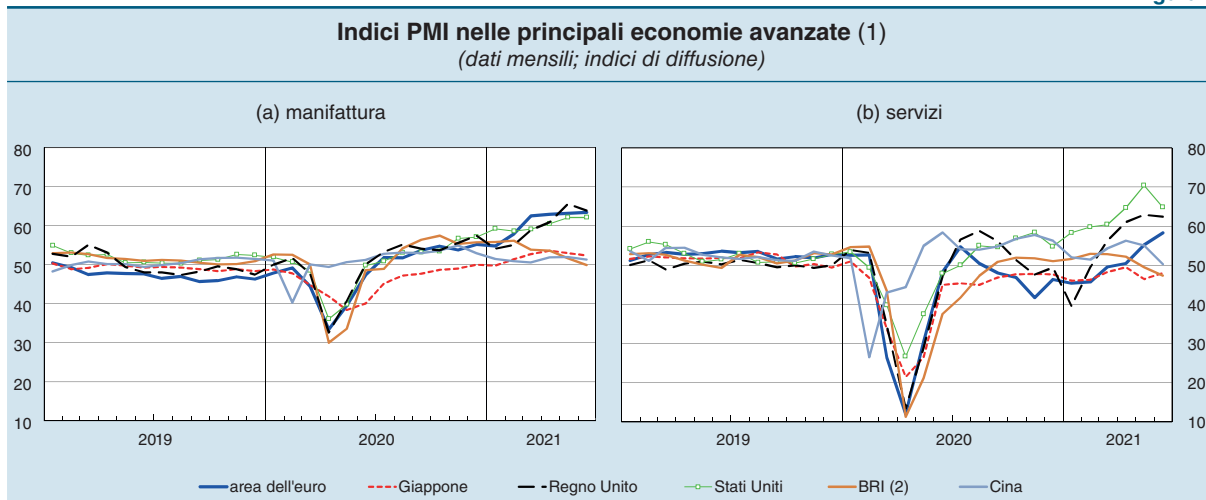
PAESI	Crescita del PIL			Inflazione (1)
	2020	2020 4° trim. (2)	2021 1° trim. (2)	2021 giugno (3)
<b>Paesi avanzati</b>				
Giappone	-4,7	11,7	-3,9	-0,1
Regno Unito	-9,8	5,2	-6,2	2,5
Stati Uniti	-3,5	4,3	6,4	5,4
<b>Paesi emergenti</b>				
Brasile	-4,1	-1,1	1,0	8,4
Cina	2,3	6,5	18,3	1,1
India	-7,0	0,5	1,6	6,3
Russia	-3,0	-1,8	-0,7	6,5

Fonte: statistiche nazionali.

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



Figura 1



Fonte: Markit e Refinitiv.

(1) Indici di diffusione desumibili dai PMI, relativi all'attività economica nel settore manifatturiero e nel settore dei servizi. Ogni indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale delle risposte "stabile". Il valore 50 rappresenta la soglia compatibile con l'espansione nel comparto. – (2) Media delle previsioni relative a Brasile, Russia e India (BRI), ponderata con pesi basati sui corrispondenti valori del PIL del 2019.

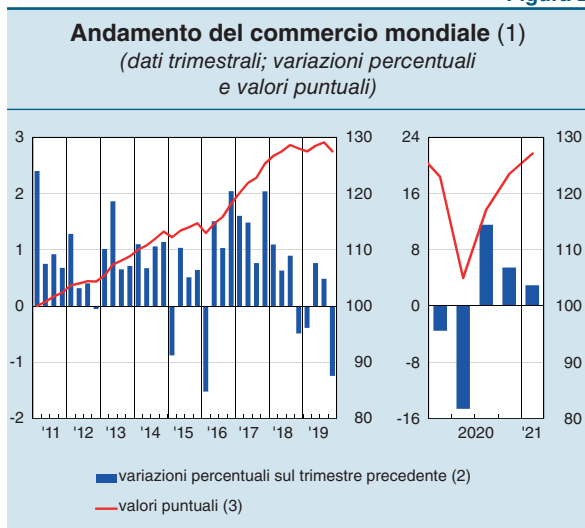
**Il commercio mondiale sta rapidamente recuperando**

Nel primo trimestre è proseguita la ripresa del commercio mondiale, in linea con il miglioramento dell'attività economica (fig. 2). Secondo nostre stime, gli scambi cresceranno nel 2021 dell'11 per cento, superando i livelli pre-pandemici.

**L'inflazione è aumentata negli Stati Uniti**

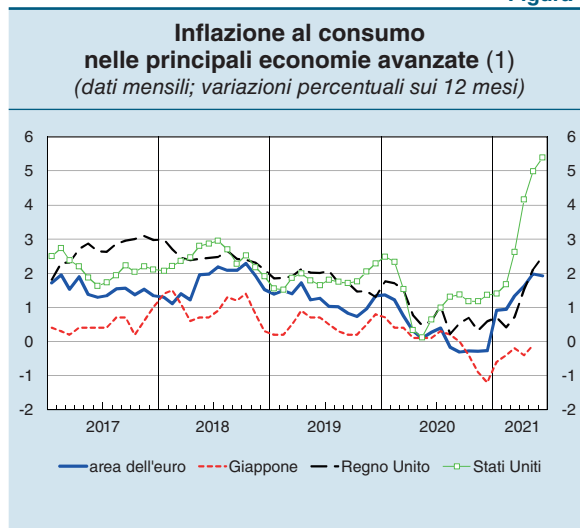
In giugno è continuato negli Stati Uniti il deciso rialzo dell'inflazione al consumo, che ha toccato il 5,4 per cento (fig. 3). Vi hanno contribuito vincoli temporanei dal lato dell'offerta, quali la riduzione della produzione di nuovi veicoli, che si è riflessa in un rincaro di quelli usati, e l'incremento della domanda in settori

Figura 2



Fonte: elaborazioni Banca d'Italia su dati di contabilità nazionale e doganali. (1) Dati destagionalizzati. – (2) Per esigenze grafiche, i dati relativi alle variazioni percentuali sul trimestre precedente sono rappresentati, per il 2020 e per il 2021, su una scala diversa rispetto a quella utilizzata per gli anni precedenti. – (3) Indice: 1° trimestre 2011=100. Scala di destra.

Figura 3



Fonte: Refinitiv.

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

<b>Scenari macroeconomici</b> (variazioni e punti percentuali)					
VOCI	2020 (1)	Previsioni (2)		Revisioni (3)	
		2021	2022	2021	2022
<b>PIL</b>					
<b>Mondo</b>	-3,5	5,8	4,4	0,2	0,4
<i>di cui:</i>					
<b>Paesi avanzati</b>					
area dell'euro	-6,5	4,3	4,4	0,4	0,6
Giappone	-4,7	2,6	2,0	-0,1	0,2
Regno Unito	-9,8	7,2	5,5	2,1	0,8
Stati Uniti	-3,5	6,9	3,6	0,4	-0,4
<b>Paesi emergenti</b>					
Brasile	-4,1	3,7	2,5	0,0	-0,2
Cina	2,3	8,5	5,8	0,7	0,9
India (4)	-7,7	9,9	8,2	-2,7	2,8
Russia	-3,0	3,5	2,8	0,8	0,2
<b>Commercio mondiale</b>	-8,4	11,0	–	1,7	–

Fonte: per il PIL, OCSE, *OECD Economic Outlook*, maggio 2021; per il commercio mondiale, elaborazioni Banca d'Italia su dati di contabilità nazionale e doganali.

(1) Per area dell'euro e Russia, dato di contabilità nazionale. – (2) Variazioni percentuali. – (3) Punti percentuali. Revisioni rispetto a OCSE, *OECD Interim Economic Outlook*, marzo 2021 e, per il commercio mondiale, rispetto a Banca d'Italia, *Bollettino economico*, 2, 2021. – (4) I dati si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile.

particolarmente colpiti dalla pandemia, come quello dei servizi di trasporto. L'aumento dei prezzi non ha tuttavia determinato una significativa revisione delle aspettative di inflazione: alla metà di luglio quelle sull'orizzonte a cinque anni desunte dai mercati finanziari erano stabili intorno al 2,5 per cento. L'inflazione è moderatamente salita anche nel Regno Unito, al 2,5 per cento (dal 2,1 in maggio); in Giappone la variazione sui dodici mesi dei prezzi al consumo resta negativa (-0,1 per cento in maggio).

#### **Le prospettive globali sono riviste al rialzo, ma rimangono eterogenee**

Secondo le previsioni diffuse in maggio dall'OCSE, nel 2021 il prodotto mondiale crescerà del 5,8 per cento, superando i livelli pre-pandemici, sulla spinta della forte espansione degli Stati Uniti e della Cina (tav. 2). Rispetto alle valutazioni di marzo, le previsioni sull'attività economica globale sono state riviste al rialzo di 0,2 punti percentuali nel 2021 e di 0,4 nel 2022. Le prospettive di medio termine sono tuttavia ancora eterogenee tra paesi: in alcune economie emergenti – ad esempio in India, Indonesia e Sudafrica – esse restano deboli. Inoltre i rischi legati all'evoluzione della pandemia, in particolare per la diffusione di nuove varianti del virus o per i ritardi nelle campagne di vaccinazione in alcune aree, continuano a gravare sull'intera economia mondiale.

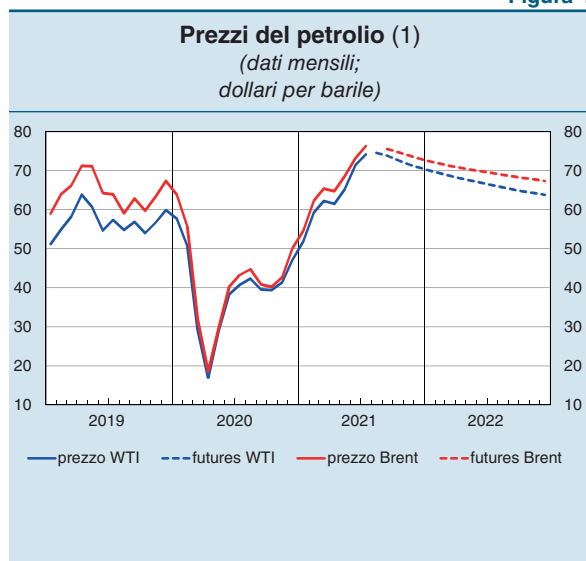
#### **La ripresa ha sospinto in alto le quotazioni del petrolio**

I corsi petroliferi sono aumentati, superando i 70 dollari. Il rialzo è stato trainato dalla maggiore domanda; dal lato dell'offerta, nella riunione tenutasi all'inizio di luglio i paesi OPEC+ non hanno trovato un accordo per incrementare ulteriormente la produzione. I contratti futures, tuttavia, indicano prezzi in calo nel medio termine (fig. 4).

#### **Restano espansive le politiche monetarie**

La Federal Reserve ha confermato l'orientamento espansivo della politica monetaria nella riunione svoltasi alla metà di giugno; le nuove proiezioni dei membri del Federal Open Market Committee (FOMC) prefigurano per il 2021 una crescita e un'inflazione superiori a quanto previsto in marzo e un primo rialzo

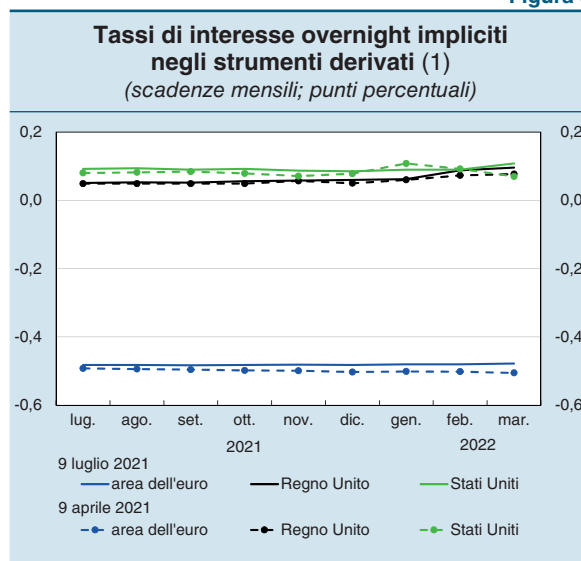
Figura 4



Fonte: Refinitiv.

(1) Per i prezzi a pronti, medie mensili fino a giugno 2021. L'ultimo dato si riferisce alla media dei dati giornalieri dal 1° al 9 luglio 2021. Per i prezzi futures, i dati si riferiscono alla quotazione del 9 luglio 2021.

Figura 5



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

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

dell'intervallo obiettivo del tasso sui federal funds nel 2023. L'orientamento della politica monetaria si mantiene accomodante anche in Giappone e nel Regno Unito (fig. 5). In Cina la Banca centrale ha ridotto il coefficiente di riserva obbligatoria di 50 punti base; i tassi di riferimento sono rimasti inalterati.

## 1.2 L'AREA DELL'EURO

Dopo la contrazione osservata all'inizio del 2021, che ha interessato tutti i maggiori paesi tranne l'Italia, nell'area dell'euro il prodotto è in ripresa nel secondo trimestre; una crescita significativa è possibile nella seconda parte dell'anno, ma restano incertezze legate all'evoluzione della pandemia. I rincari energetici hanno indotto un rialzo dell'inflazione, che dovrebbe però essere temporaneo. Il Consiglio direttivo della BCE ha ribadito che manterrà condizioni monetarie estremamente espansive, tuttora essenziali per sostenere l'economia e assicurare la stabilità dei prezzi nel medio termine.

**Dopo il calo nei primi mesi dell'anno, l'economia è in ripresa...**

Nel primo trimestre del 2021 l'attività economica dell'area dell'euro è ancora diminuita (-0,3 per cento; tav. 3). Il prodotto si è ridotto nettamente in Germania e, meno marcatamente, in Spagna e in Francia; è invece appena aumentato in Italia. Il PIL sarebbe tornato a salire in misura sostenuta nel secondo trimestre di quest'anno. In giugno l'indicatore €-coin conferma una

robusta crescita di fondo del prodotto dell'area, grazie al miglioramento delle attese di famiglie e imprese (fig. 6).

**...grazie alle politiche espansive**

In base alle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema pubblicate all'inizio di giugno, il PIL crescerebbe del 4,6 per cento nel 2021 e rispettivamente del 4,7 e del 2,1 per cento nei due anni successivi. Nel confronto con quelle dello scorso marzo, queste proiezioni sono più elevate di 0,6 punti percentuali sia per

il 2021 sia per il 2022, soprattutto a seguito della forte ripresa ipotizzata per la seconda metà dell'anno in corso, a sua volta dovuta al significativo sostegno delle politiche espansive e al miglioramento della situazione sanitaria.

Tavola 3

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

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).

**La componente energetica ha determinato un rialzo dell'inflazione...**

Sulla base dei dati preliminari, l'inflazione armonizzata al consumo sui dodici mesi si è collocata in giugno all'1,9 per cento, continuando a risentire soprattutto della crescita marcata dei prezzi dei beni energetici (fig. 7). La componente di fondo si è attestata allo 0,9 per cento.

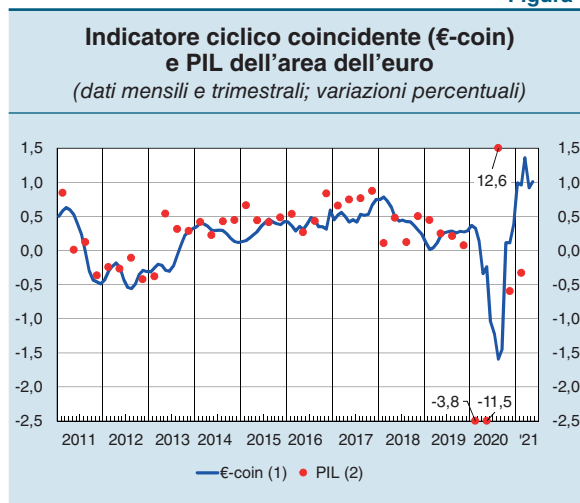
**...che dovrebbe però essere temporaneo**

Le pressioni sui prezzi dovrebbero confermarsi temporanee e non tradursi in un rialzo persistente dell'inflazione; non emergono finora indicazioni di una loro trasmissione alla dinamica salariale. In base a nostre stime, il recente incremento dell'inflazione alla produzione avrebbe un impatto limitato su quella al consumo dell'area.

Secondo le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema, l'inflazione armonizzata si porterebbe all'1,9 per cento nel 2021 e all'1,5 nel 2022, valori superiori a quelli previsti lo scorso marzo rispettivamente di 0,4 e di 0,3 punti percentuali; si confermerebbe tuttavia all'1,4 per cento nel 2023, ben al di sotto dell'obiettivo di inflazione della BCE.

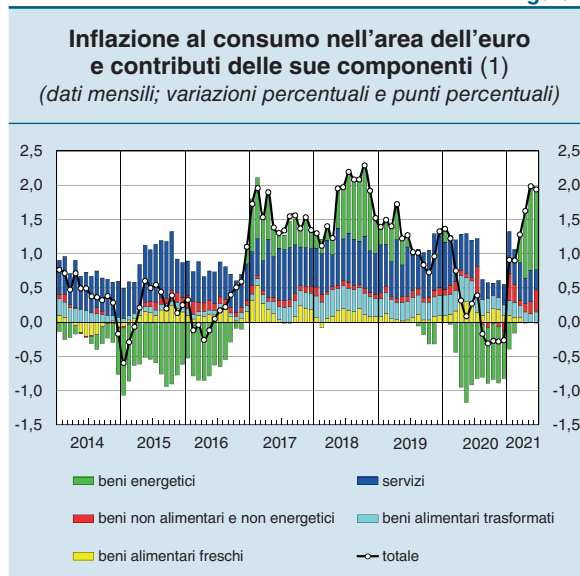
Le aspettative di inflazione implicite nei contratti di *inflation swap* sono aumentate sulle scadenze a breve e a medio termine, ma restano al di sotto del 2 per cento: nella prima decade di luglio si collocavano all'1,5 per cento sia sull'orizzonte a due anni sia su quello a cinque anni (da 1,1 e 1,3 per cento, rispettivamente, all'inizio di aprile; fig. 8.a); le attese di inflazione sull'orizzonte tra cinque e dieci anni in avanti si sono invece mantenute sostanzialmente stabili, all'1,6 per cento. In base ai prezzi delle opzioni, la probabilità che l'inflazione risulti superiore al 2,5 per cento nella media dei prossimi cinque anni, seppure in lieve aumento, è rimasta su livelli molto bassi (al 7 per cento; fig. 8.b).

Figura 6

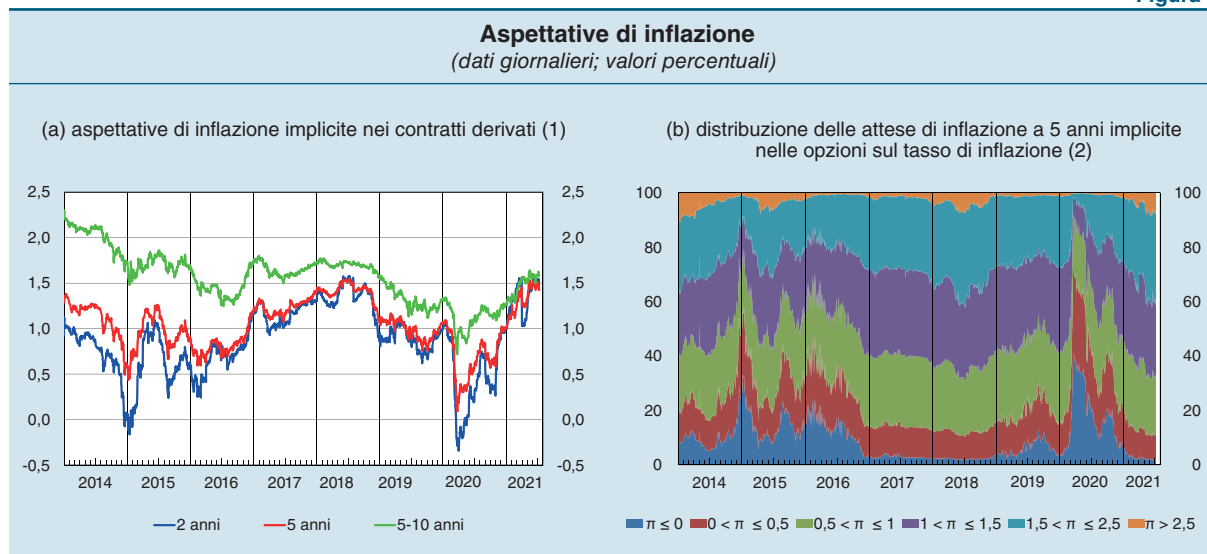


Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.  
(1) Per €-coin, stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche. Per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. il riquadro: *€-coin e la congiuntura dell'area dell'euro*, in *Bollettino economico*, 57, 2009. L'indicatore ha subito alcuni interventi di revisione, i cui dettagli sono disponibili sul sito della Banca d'Italia: *Indicatore €-coin: giugno 2021*. – (2) Per il PIL, dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente.

Figura 7



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



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

**La BCE ha mantenuto elevati gli acquisti di titoli**

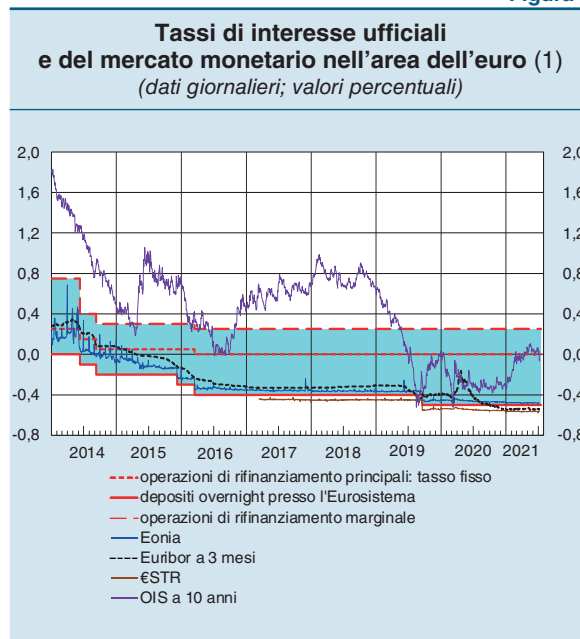
estremamente espansive; queste restano essenziali per rafforzare la fiducia di famiglie e imprese, sostenere l'economia e garantire la stabilità dei prezzi nel medio termine. Il Consiglio ha deciso di mantenere elevato, anche per il trimestre in corso, il ritmo degli acquisti mensili di titoli nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP). Gli acquisti continuano a perseguire l'obiettivo di evitare un prematuro inasprimento delle condizioni di finanziamento dell'economia (fig. 9), che non sarebbe coerente con l'esigenza di contrastare l'impatto della pandemia sulle prospettive economiche.

**È stata definita la nuova strategia di politica monetaria**

L'8 luglio è stato pubblicato l'esito del riesame della strategia di politica monetaria della BCE, avviato a gennaio del 2020. Il Consiglio direttivo ritiene che il miglior modo per mantenere la stabilità dei prezzi sia quello di perseguire un obiettivo di inflazione del 2 per cento nel medio

A fronte di un quadro in graduale miglioramento, ma ancora caratterizzato da rilevanti incertezze legate agli sviluppi della pandemia e alla risposta dell'economia alla riapertura delle attività, il Consiglio direttivo della BCE ha ribadito che manterrà le attuali condizioni monetarie

Figura 9



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

termine. Questo obiettivo è simmetrico e non rappresenta un limite superiore: scostamenti negativi e positivi dal 2 per cento sono considerati ugualmente inopportuni. Quando l'economia opera in prossimità del limite inferiore effettivo dei tassi ufficiali, per evitare che le deviazioni negative dall'obiettivo si possano radicare nelle aspettative di inflazione e nei comportamenti, è necessaria un'azione di politica monetaria più incisiva e persistente, che può comportare un tasso di inflazione temporaneamente e moderatamente al di sopra dell'obiettivo<sup>1</sup>.

Gli acquisti netti di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema sono proseguiti in modo regolare nell'ambito del programma di acquisto di attività finanziarie (*Asset Purchase Programme*, APP): alla fine di giugno il loro valore di bilancio era pari a 3.017 miliardi (tav. 4). Gli acquisti netti effettuati nell'ambito del PEPP, in aumento dalla seconda metà di marzo rispetto ai primi mesi dell'anno, hanno portato il valore di bilancio del portafoglio di titoli pubblici e privati acquistati mediante questo programma a 1.099 miliardi alla fine di maggio.

Il 24 giugno è stata regolata l'ottava asta della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3): sono stati assegnati 110 miliardi alle controparti dell'area dell'euro, di cui 16 a quelle italiane (tav. 5). Il totale dei fondi erogati con queste operazioni è salito a 2.190 miliardi per l'area e a 443 per l'Italia.

Tavola 4

Titoli detenuti nell'ambito dell'APP e del PEPP (miliardi di euro)				
VOCI	Titoli privati (1)	Titoli pubblici (1)	di cui: titoli pubblici italiani (2)	di cui: titoli pubblici italiani acquistati dalla Banca d'Italia (2)
<b>APP</b>				
Marzo 2021	584	2.379	422	378
Giugno 2021	602	2.415	422	379
<b>PEPP</b>				
Marzo 2021	44	894	157	141
Maggio 2021 (3)	40	1.059	183	164

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. – (3) I dati riferiti al PEPP sono pubblicati con frequenza bimestrale.

### È proseguita la crescita del credito

In maggio il credito alle società non finanziarie dell'area si è espanso dell'1,0 per cento (sui tre mesi in ragione d'anno; dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni; fig. 10.a). I prestiti sono cresciuti a un ritmo sostenuto in Germania e Italia (3,5 e 3,3 per cento, rispettivamente; per l'Italia, cfr. il par. 2.7), mentre si sono contratti in Francia e Spagna (-4,5 e -4,0 per cento, rispettivamente). L'espansione del credito alle famiglie è rimasta robusta (4,0 per cento). Tra febbraio e maggio i tassi di

<sup>1</sup> Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Esito del riesame della strategia di politica monetaria*, 8 luglio 2021 e, in particolare, *Dichiarazione sulla strategia di politica monetaria della BCE*. Il Consiglio ha inoltre confermato che l'IPCA resta la misura dei prezzi più adeguata e ha raccomandato l'inclusione nel corso del tempo dei costi relativi alle abitazioni occupate dai proprietari; ha infine approvato un ambizioso piano di azione connesso con il cambiamento climatico (cfr. BCE, *La BCE presenta un piano di azione per includere considerazioni relative al cambiamento climatico nella propria strategia di politica monetaria*, comunicato stampa dell'8 luglio 2021). Per un'analisi più approfondita della nuova strategia di politica monetaria, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *An overview of the ECB's monetary policy strategy*.

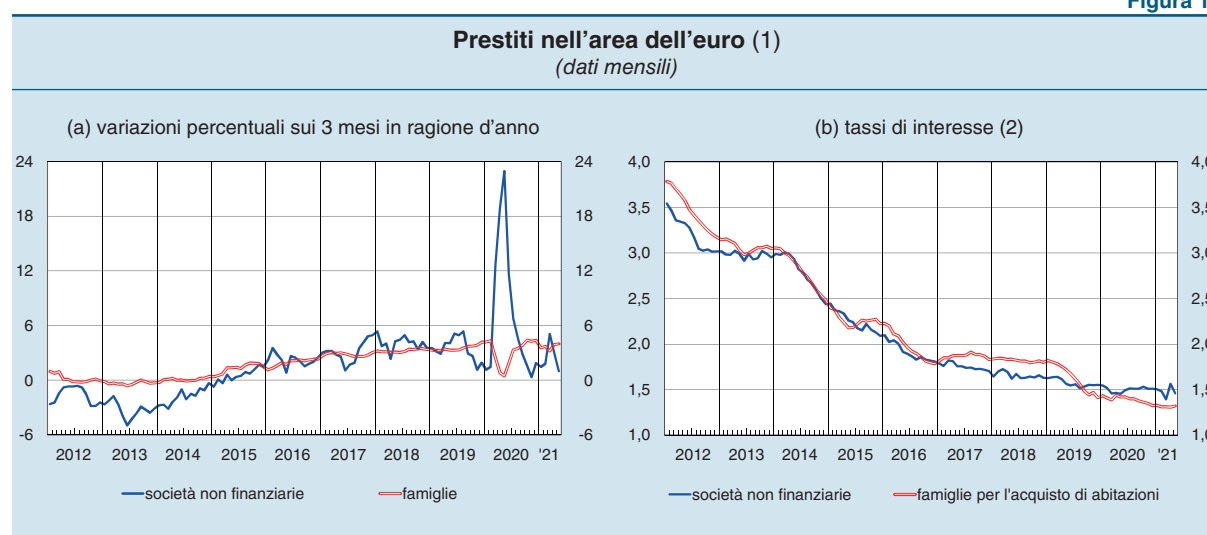
### Operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema (miliardi di euro)

VOCI	Area dell'euro		Italia	
	Importo	Numero di controparti	Importo	Numero di controparti
<b>Rifinanziamento totale al 30 giugno 2021 (1)</b>	<b>2.217</b>		<b>464</b>	
Rifinanziamento nell'ambito delle TLTRO3	2.190		443	
di cui: ultima operazione regolata a giugno 2021	110	224	16	26

Fonte: BCE e Banca d'Italia.

(1) Include il totale delle operazioni di rifinanziamento principali e a più lungo termine in essere, ossia LTRO a 3 mesi, TLTRO3 e operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations, PELTRO*).

Figura 10



Fonte: BCE.

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

interesse applicati ai nuovi prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si sono mantenuti invariati (1,5 e 1,3 per cento, rispettivamente; fig. 10.b).

#### Il Consiglio della UE ha approvato i piani per la ripresa e la resilienza di 12 paesi

Finora 25 Stati membri hanno presentato alla Commissione europea i propri piani nazionali di investimenti e riforme nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza, il principale programma di *Next Generation EU* (NGEU)<sup>2</sup>. Tutti questi paesi intendono utilizzare l'intero ammontare dei trasferimenti accessibili; solo 7 prevedono invece di ricorrere ai prestiti<sup>3</sup>, con richieste complessivamente corrispondenti a quasi il 45 per cento delle risorse disponibili. Il 13 luglio, su proposta della Commissione, il Consiglio della

<sup>2</sup> Bulgaria e Paesi Bassi non hanno presentato ufficialmente il proprio piano.

<sup>3</sup> Cipro, Grecia, Italia, Polonia, Portogallo, Romania e Slovenia.



UE ha approvato i piani dei primi 12 paesi<sup>4</sup>. Dopo l'approvazione del Consiglio, potrà essere erogata una prima quota di risorse, per un importo al massimo pari al 13 per cento del valore di ciascun piano. Tra giugno e la prima metà di luglio la Commissione ha effettuato le prime emissioni di titoli (per complessivi 45 miliardi) finalizzate alla raccolta sui mercati delle risorse destinate alla concessione di sovvenzioni e prestiti nell'ambito di NGEU.

### 1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

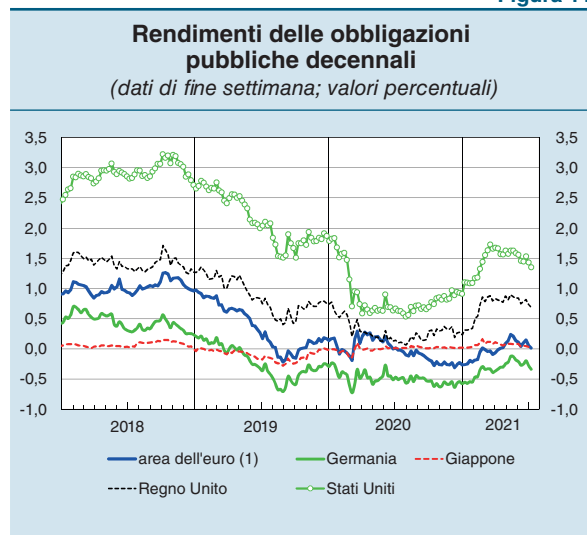
La conferma dell'orientamento espansivo della politica monetaria della Federal Reserve e della BCE ha contribuito a interrompere l'aumento dei rendimenti a lungo termine in atto dall'inizio dell'anno. I corsi azionari hanno continuato a crescere nelle principali economie avanzate, ad eccezione del Giappone, dove sono diminuiti.

**Si è interrotto l'aumento dei rendimenti in corso dall'inizio dell'anno**

Negli Stati Uniti la conferma dell'orientamento espansivo della politica monetaria ha comportato una riduzione dei rendimenti a lungo termine di 30 punti base dalla metà di aprile; nel Regno Unito e in Giappone essi sono diminuiti di circa 10 punti base mentre nell'area dell'euro sono rimasti pressoché stabili (fig. 11). All'inizio di luglio i rendimenti dei titoli pubblici decennali si collocavano intorno all'1,4 per cento negli Stati Uniti, allo 0,0 in Giappone, allo 0,7 nel Regno Unito e a -0,3 in Germania. Nei principali paesi dell'area dell'euro i differenziali di rendimento rispetto ai titoli tedeschi si sono mantenuti sostanzialmente invariati (fig. 12).

Il miglioramento delle prospettive di crescita ha influito sull'andamento dei corsi azionari, cresciuti nel secondo trimestre negli Stati Uniti, nell'area dell'euro e nel Regno Unito (fig. 13). L'indice di borsa giapponese è invece diminuito. Nel mercato dei titoli di Stato la volatilità implicita si è lievemente ridotta (fig. 14).

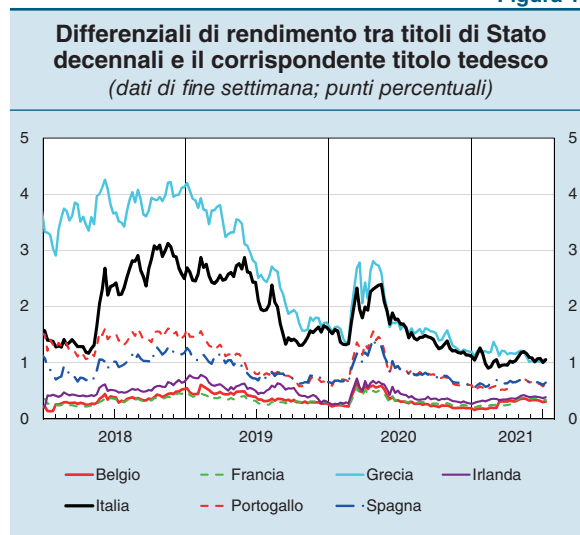
Figura 11



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) Media dei rendimenti dei titoli di Stato benchmark decennali dei paesi dell'area dell'euro, ponderati con il PIL a prezzi concatenati del 2019; il dato esclude Cipro, Estonia, Grecia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Slovacchia e Slovenia.

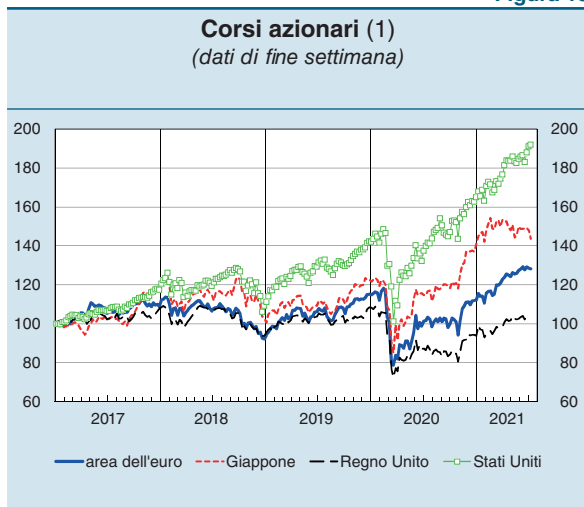
Figura 12



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

<sup>4</sup> Austria, Belgio, Danimarca, Francia, Germania, Grecia, Italia, Lettonia, Lussemburgo, Portogallo, Slovacchia e Spagna. I piani presentati da altri 4 paesi (Cipro, Croazia, Lituania e Slovenia) hanno ricevuto una valutazione positiva della Commissione europea e sono in attesa di approvazione definitiva da parte del Consiglio della UE.

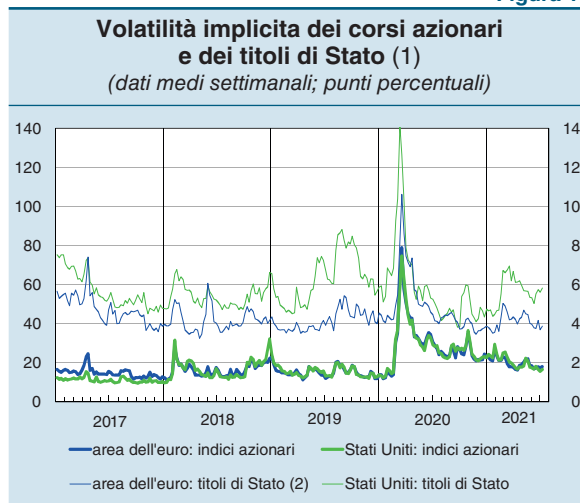
Figura 13



Fonte: Refinitiv.

(1) Indici: Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Nikkei 225 per il Giappone, FTSE All Share per il Regno Unito e Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti. Indice: 1ª settimana gen. 2017=100.

Figura 14



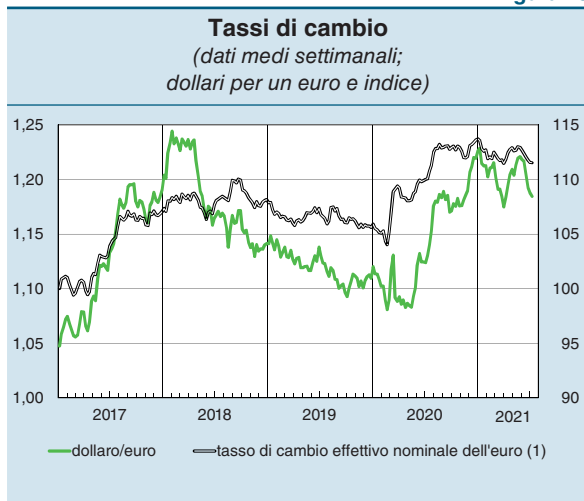
Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

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

**L'euro è rimasto stabile rispetto al dollaro**

Dopo essersi apprezzato rispetto al dollaro di circa il 2,0 per cento fino alla metà di giugno, l'euro è tornato a deprezzarsi, portandosi su valori appena inferiori a quelli della metà di aprile, a seguito delle indicazioni di un rialzo più rapido dei tassi di interesse ufficiali provenienti dalle proiezioni dei membri dell'FOMC (cfr. il par. 1.1; fig. 15). In termini effettivi nominali la valuta comune si è indebolita di circa lo 0,4 per cento dalla metà di aprile. Tra gli operatori non commerciali prevalgono le posizioni lunghe in euro, che segnalano prospettive di rafforzamento della moneta unica rispetto al dollaro (fig. 16).

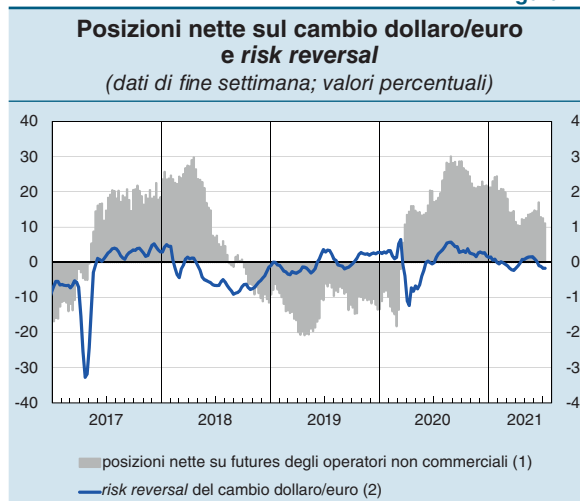
Figura 15



Fonte: BCE, Bloomberg e Refinitiv.

(1) Un incremento del tasso di cambio effettivo nominale indica un apprezzamento dell'euro. Indice: 1ª settimana gen. 2017=100. Scala di destra.

Figura 16



Fonte: BCE, Bloomberg e Refinitiv.

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

# 2 L'ECONOMIA ITALIANA

## 2.1 LA FASE CICLICA

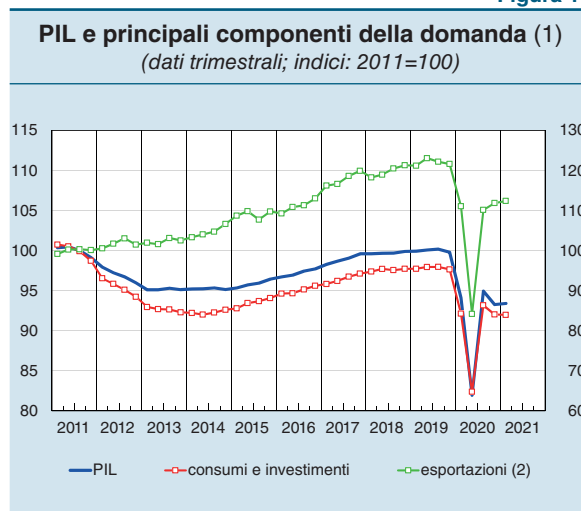
La crescita in Italia, appena positiva nel primo trimestre del 2021, si è accentuata in primavera, favorita dall'accelerazione della campagna di vaccinazione e dal graduale allentamento delle restrizioni: nostre valutazioni basate sugli indicatori ad alta frequenza segnalano che nel secondo trimestre l'espansione del PIL sarebbe stata superiore all'1 per cento.

**Il PIL è cresciuto lievemente all'inizio dell'anno...**

Nel primo trimestre del 2021 il PIL è salito dello 0,1 per cento nel confronto con il periodo precedente

(fig. 17), con una significativa revisione al rialzo rispetto alla stima preliminare dell'Istat, e in linea con la valutazione di sostanziale stazionarietà fornita in aprile sulla base dei nostri indicatori ad alta frequenza (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2021); l'apporto positivo della domanda nazionale, calcolata al

Figura 17



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

Tavola 6

### PIL e principali componenti (1)

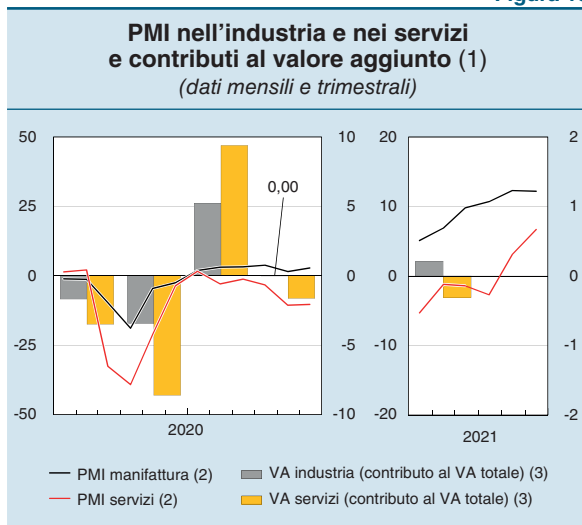
(variazioni percentuali sul periodo precedente e punti percentuali)

VOCI	2020			2021	2020
	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	
PIL	-12,9	15,9	-1,8	0,1	-8,9
Importazioni totali	-18,2	14,5	5,7	2,3	-12,6
Domanda nazionale (2)	-10,9	11,5	-0,8	0,6	-8,4
Consumi nazionali	-9,1	9,8	-1,6	-1,0	-7,8
spesa delle famiglie (3)	-11,8	13,0	-2,7	-1,2	-10,7
spesa delle Amministrazioni pubbliche	-1,1	1,5	1,6	-0,2	1,6
Investimenti fissi lordi	-17,3	29,5	0,4	3,7	-9,1
costruzioni	-21,1	42,2	-1,1	5,0	-6,3
beni strumentali (4)	-14,2	19,7	1,7	2,5	-11,4
Variazione delle scorte (5) (6)	-0,3	-1,6	0,4	0,6	-0,3
Esportazioni totali	-24,2	30,8	1,5	0,5	-13,8
Esportazioni nette (6)	-2,3	4,4	-1,0	-0,5	-0,8

Fonte: Istat.

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

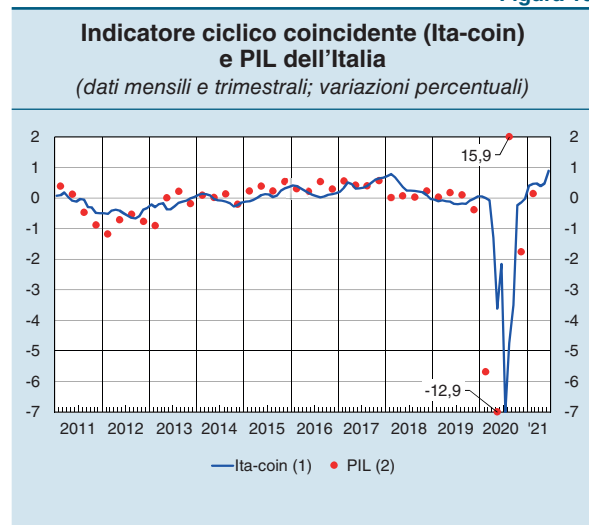
Figura 18



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Markit.

(1) Per esigenze grafiche, i dati relativi al 2021 sono rappresentati su una scala diversa rispetto a quella utilizzata per il 2020. – (2) Indici di diffusione desumibili dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (PMI). Distanza dell'indicatore rispetto al valore di 50, che rappresenta la soglia compatibile con l'espansione del comparto. – (3) Contributi del comparto alla variazione trimestrale del valore aggiunto (VA). Punti percentuali. Scala di destra.

Figura 19



Fonte: Banca d'Italia e Istat.

(1) Stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche. Dettagli sull'indicatore sono disponibili sul sito della Banca d'Italia: *Indicatore ciclico coincidente (Ita-coin)*. Da novembre del 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) Dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente.

lordo dell'elevato accumulo di scorte, ha più che compensato quello negativo dell'interscambio con l'estero, dovuto al forte incremento delle importazioni (tav. 6). Il valore aggiunto si è ridotto nei servizi, ma in misura più contenuta rispetto al trimestre precedente; è cresciuto nella manifattura e in particolare nelle costruzioni (fig. 18).

**...e in misura più sostenuta nel secondo trimestre**

In base agli indicatori più recenti l'espansione del PIL nel secondo trimestre sarebbe stata superiore all'1 per cento: al nuovo aumento dell'attività nell'industria si è accompagnato un parziale recupero nei servizi (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel secondo trimestre del 2021*). Sia gli indici

PMI (fig. 18), sia quelli che misurano la fiducia di famiglie e imprese hanno avuto un deciso incremento. In giugno l'indicatore Ita-coin ha registrato un marcato rialzo, per il forte miglioramento della fiducia di famiglie e imprese e del commercio con l'estero (fig. 19).

**L'ATTIVITÀ ECONOMICA NEL SECONDO TRIMESTRE DEL 2021**

L'accelerazione della campagna di vaccinazione e il conseguente allentamento delle misure di restrizione (DL 52/2021) hanno contribuito a sostenere la ripresa dell'economia italiana. Sulla base dell'insieme dei modelli utilizzati dalla Banca d'Italia, si può ipotizzare che nel complesso del secondo trimestre la crescita del PIL rispetto ai tre mesi precedenti sia stata superiore all'1 per cento, con un incremento del valore aggiunto diffuso a tutti i settori.

In aprile la produzione industriale è aumentata per il quinto mese consecutivo, per poi tornare a ridursi in maggio; tenendo conto delle nostre stime per giugno, nel secondo trimestre sarebbe cresciuta dell'1,3 per cento, un tasso prossimo a quello del primo. Segnali coerenti con questa previsione emergono dagli indicatori disponibili con tempestività, quali i consumi di elettricità e di gas a uso industriale e il traffico autostradale (figura A). Nel complesso del periodo la fiducia delle imprese industriali ha registrato un miglioramento che ha interessato tutte le componenti;

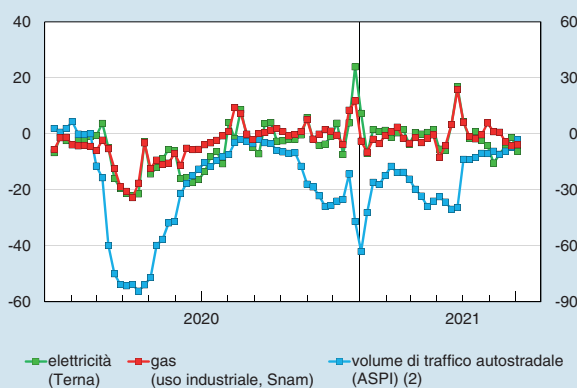
l'indice PMI ha raggiunto il livello più elevato dall'inizio dell'indagine (giugno 1997; cfr. fig. 20.b).

Il comparto dei servizi, più colpito dalle misure di contenimento della pandemia, ha tratto beneficio dal quadro sanitario, divenuto gradualmente più disteso, e dall'associato allentamento delle restrizioni alle attività, crescendo rispetto al primo trimestre. Tale andamento sarebbe confermato dall'incremento del relativo indice PMI, che in maggio per la prima volta dall'estate del 2020 ha superato la soglia coerente con l'espansione ed è salito ulteriormente in giugno (cfr. fig. 18). Anche la fiducia delle imprese del settore è migliorata nel trimestre.

Secondo le stime basate sui dati di aprile e maggio, l'indicatore dei consumi elaborato da Confcommercio ha segnato un lieve aumento nel secondo trimestre, grazie alla componente dei beni; quella relativa ai servizi ha invece registrato un debole calo. Anche i flussi di pagamento segnalano nel complesso un'espansione della spesa delle famiglie nello stesso periodo (figura B).

Figura A

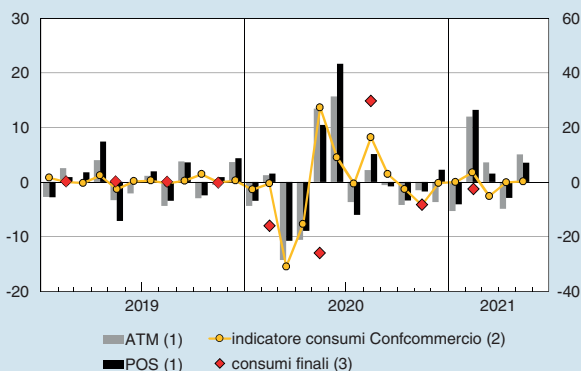
**Indicatori congiunturali ad alta frequenza (1)**  
(dati settimanali; variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati ASPI, Snam e Terna.  
(1) Variazioni rispetto alla stessa settimana dell'anno precedente. A partire dalla 9ª settimana del 2021 le variazioni sono calcolate usando come anno base il 2019, a causa degli andamenti anomali generati dalla pandemia nelle corrispondenti settimane del 2020. Le variazioni relative alla settimana del 20 aprile 2020 e a quella del 4 aprile 2021 risentono della ricorrenza delle festività di Pasqua. – (2) Scala di destra.

Figura B

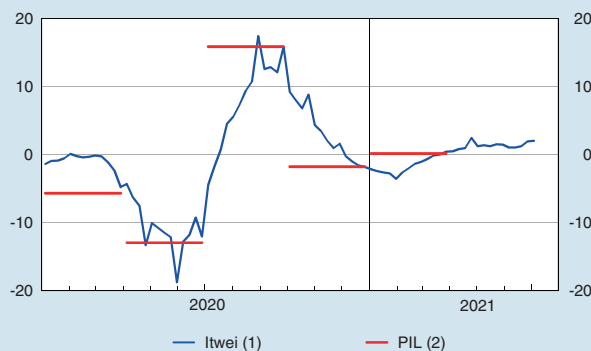
**Spesa per consumi e importi dei prelievi ATM e dei pagamenti POS**  
(dati mensili e trimestrali; variazioni percentuali sul periodo precedente)



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

Figura C

**Indicatore settimanale dell'attività economica (Itwei)**  
(dati settimanali e trimestrali; variazioni percentuali)



Fonte: Banca d'Italia e Istat.  
(1) L'indicatore riporta la variazione della media delle ultime 13 settimane (corrispondenti a circa un trimestre) rispetto alla media delle 13 settimane precedenti; per ulteriori dettagli, cfr. D. Delle Monache, S. Emiliozzi e A. Nobili, *Tracking economic growth during Covid-19: a weekly indicator for Italy*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 27 gennaio 2021. – (2) Dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente.

Nelle costruzioni il valore aggiunto sarebbe cresciuto nel secondo trimestre. Questo andamento è indicato dal miglioramento della fiducia delle imprese edili e dalla produzione nel settore, che sarebbe aumentata nel periodo; la crescita del comparto avrebbe beneficiato degli incentivi fiscali all'attività del settore.

L'indicatore settimanale dell'attività economica (*Italian weekly economic index*, Itwei; figura C), che permette di monitorare l'andamento del PIL<sup>1</sup> incorporando informazioni ad alta frequenza sui flussi di pagamento, sui consumi elettrici e di gas a uso industriale e sulle ricerche relative alla Cassa integrazione guadagni (CIG) svolte attraverso il motore di ricerca Google, è coerente con un rialzo dell'attività nella media del secondo trimestre ben superiore a un punto percentuale sul periodo precedente.

<sup>1</sup> Per maggiori dettagli, cfr. D. Delle Monache, S. Emiliozzi e A. Nobili, 2021, op. cit.

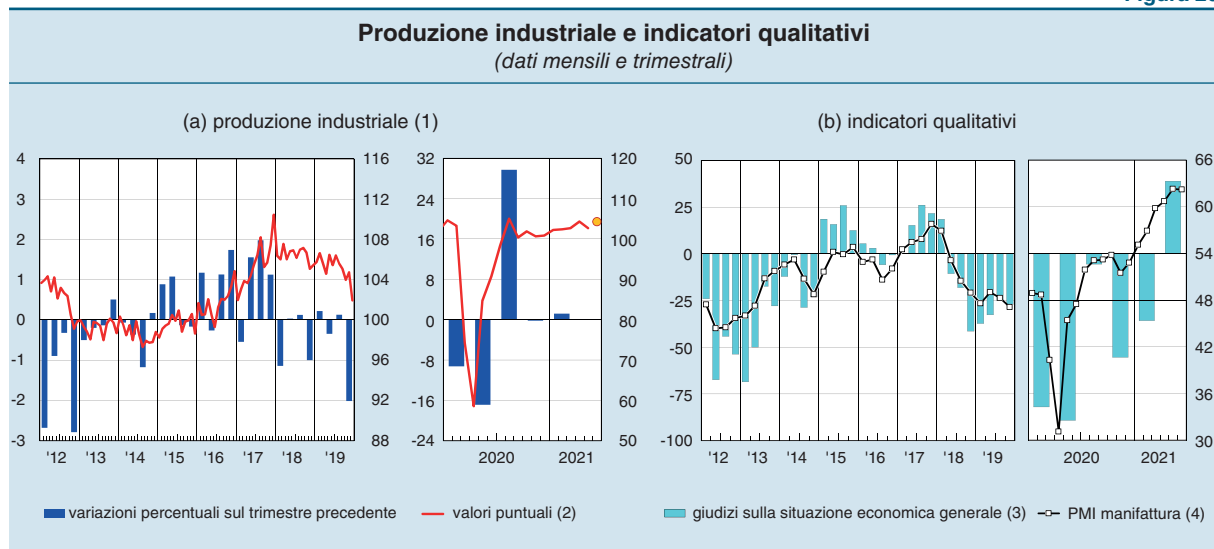
## 2.2 LE IMPRESE

Sulla base delle informazioni disponibili, si stima che l'attività industriale abbia continuato a crescere nel secondo trimestre, riportandosi sui livelli pre-pandemici. Nelle valutazioni delle imprese, rilevate tra maggio e giugno, i piani di investimento accelerano nel corso dell'anno, sostenuti dalla riduzione dell'incertezza sull'andamento dell'epidemia e dallo stimolo impresso dagli interventi previsti nell'ambito del *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR).

**La produzione industriale avrebbe continuato a espandersi**

La produzione industriale, nettamente aumentata in aprile (1,5 per cento sul mese precedente), ha subito in maggio una flessione della stessa entità. In base a nostre stime, nel complesso del secondo trimestre ha continuato a espandersi all'1,3 per cento, un tasso analogo a quello del primo (fig. 20.a; cfr. il riquadro:

Figura 20



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

(1) Dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. Per esigenze grafiche, i dati relativi al 2020 e al 2021 sono rappresentati su scale diverse rispetto a quelle usate per gli anni precedenti. – (2) Dati mensili. Indice: 2015=100. Il punto giallo rappresenta la previsione del dato di giugno 2021. Scala di destra. – (3) Dati trimestrali. Saldo in punti percentuali tra le risposte "migliori" e "peggiori" al quesito sulle condizioni economiche generali (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 12 luglio 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.

L'attività economica nel secondo trimestre del 2021), portandosi sui livelli antecedenti lo scoppio della pandemia. Gli indicatori qualitativi più recenti sono coerenti con un'ulteriore espansione dell'attività nella manifattura (fig. 20.b).

**Prosegue  
l'accumulazione  
da parte delle imprese**

Nel primo trimestre del 2021 la spesa delle imprese in beni strumentali è salita per la terza volta consecutiva (2,5 per cento sul periodo precedente); sulla base del valore dei contratti di leasing di fonte Associazione italiana leasing (Assilea), che consente di anticipare l'andamento degli investimenti, il recupero sarebbe proseguito nel trimestre primaverile (17,9 per cento nel bimestre aprile-maggio rispetto ai tre mesi precedenti). Nelle nostre indagini condotte tra maggio e giugno le imprese prefigurano un forte aumento degli investimenti nella seconda parte dell'anno; le condizioni per investire sono ritenute in deciso miglioramento in tutti i comparti (cfr. il riquadro: *Le opinioni delle imprese italiane nell'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita*); vi contribuirebbero la minore incertezza connessa con l'accelerazione della campagna di vaccinazione e il potenziale incremento della redditività del capitale privato a seguito degli interventi previsti nell'ambito del PNRR.

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

Tra il 24 maggio e il 15 giugno la Banca d'Italia ha condotto la consueta indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita presso un campione di circa 1.500 imprese dell'industria in senso stretto, dei servizi e delle costruzioni con almeno 50 addetti (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 12 luglio 2021).

Dopo il miglioramento osservato nell'edizione svolta tra febbraio e marzo, le imprese indicano un nuovo marcato rafforzamento della situazione economica generale, in concomitanza con i progressi della campagna di vaccinazione e con il graduale allentamento delle restrizioni. Il saldo tra i giudizi favorevoli e sfavorevoli sul quadro economico è tornato positivo per la prima volta dall'inizio del 2018, registrando il massimo dall'avvio delle rilevazioni (38 punti percentuali); si è collocato su valori più elevati nell'industria in senso stretto (45 punti) rispetto ai servizi e alle costruzioni (33 e 25 punti, rispettivamente).

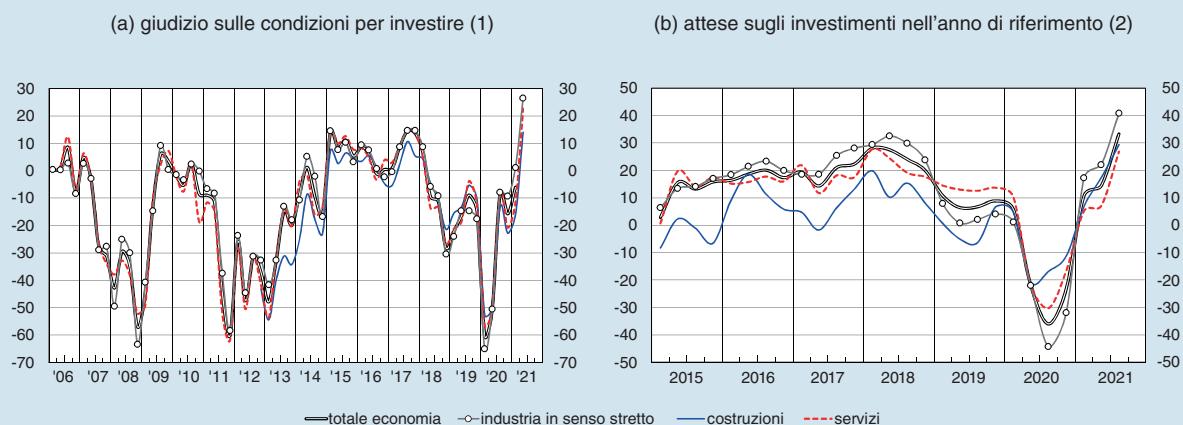
Anche le opinioni delle imprese sull'andamento della domanda per i propri prodotti sono ulteriormente migliorate. Il saldo tra i giudizi di aumento e di riduzione delle vendite correnti è cresciuto di circa 30 punti percentuali nell'industria in senso stretto e nelle costruzioni (a 46 e a 32 punti, rispettivamente), e di oltre 40 nel comparto dei servizi, dove è nuovamente positivo per la prima volta dall'inizio della pandemia (30 punti). La quota di imprese che si attende un rialzo delle vendite nei prossimi tre mesi è in crescita, quasi al 60 per cento da poco più del 40 nella precedente indagine. In tutti i comparti la ripresa della domanda, sia interna sia estera, sostiene giudizi decisamente più positivi sulle prospettive a breve della propria attività.

Circa un terzo delle imprese dichiara di aver raggiunto o superato i livelli produttivi precedenti la crisi sanitaria; la metà valuta di potervi tornare, in un tempo in media pari a 15 mesi. Il 15 per cento delle aziende tuttavia non ritiene di poter recuperare in futuro i livelli antecedenti la pandemia.

Gli investimenti accelererebbero nel corso del 2021. Il saldo tra giudizi di miglioramento e peggioramento delle condizioni per investire è nettamente aumentato, tornando positivo in tutti



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



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

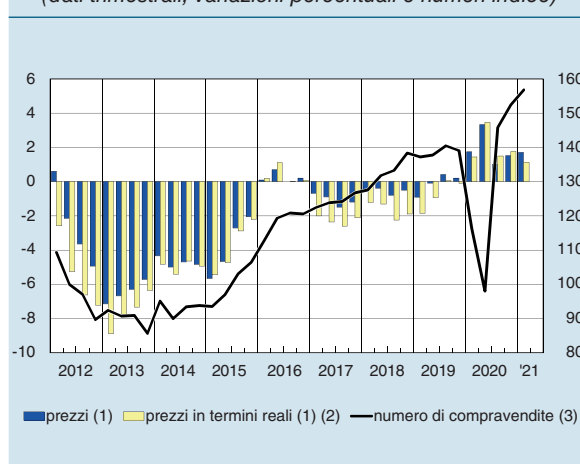
i comparti (24 punti percentuali in media, da -6 nella precedente rilevazione; figura, pannello a). Quasi il 45 per cento delle aziende indica che la spesa per investimenti salirà nel secondo semestre del 2021 rispetto al primo, contro circa il 10 per cento che si attende una diminuzione; per il complesso dell'anno in corso le previsioni di investimento si sono rafforzate in tutti i settori (figura, pannello b).

#### Migliorano le prospettive del mercato immobiliare

Nel primo trimestre gli investimenti in costruzioni sono aumentati del 5 per cento, sia nella componente residenziale sia in quella commerciale; il volume delle compravendite nel comparto residenziale è cresciuto (2,8 per cento). Nel secondo trimestre sarebbe proseguita la crescita della produzione edile. In base a nostre elaborazioni sugli annunci presenti sulla piattaforma digitale Immobiliare.it, nei mesi primaverili la domanda di abitazioni è rimasta molto sostenuta. I prezzi delle case hanno continuato a salire nei primi tre mesi del 2021 (1,7 per cento rispetto al periodo corrispondente; fig. 21). Secondo il *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*, condotto tra marzo e aprile, le prospettive degli agenti immobiliari sono migliorate; nelle loro percezioni, in un orizzonte di tre anni le caratteristiche delle abitazioni ricercate dai poten-

Figura 21

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



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

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

ziali acquirenti saranno molto diverse da quelle prevalenti prima della pandemia, con una maggiore richiesta di unità abitative indipendenti e con spazi esterni<sup>1</sup>.

**È leggermente risalito il debito delle imprese e i depositi restano su livelli elevati**

Nel primo trimestre dell'anno il debito delle società non finanziarie italiane si è lievemente ampliato rispetto al periodo precedente, raggiungendo il 77,2 per cento del PIL (fig. 22; al 115,5 per cento nell'area dell'euro). La liquidità detenuta dalle imprese su depositi e conti correnti continua a mantenersi su livelli elevati (cfr. il par. 2.7). Ne è derivato un saldo finanziario tuttora positivo.

### 2.3 LE FAMIGLIE

Dopo il calo del primo trimestre, i consumi sono tornati a crescere nel secondo, sostenuti dal rapido progredire della campagna di vaccinazione e dal graduale allentamento delle restrizioni alla mobilità. La propensione al risparmio è rimasta tuttavia su valori molto superiori a quelli precedenti la pandemia; in base all'indagine della Banca d'Italia, alla fine di aprile le intenzioni di spesa restavano condizionate dall'evoluzione dei contagi.

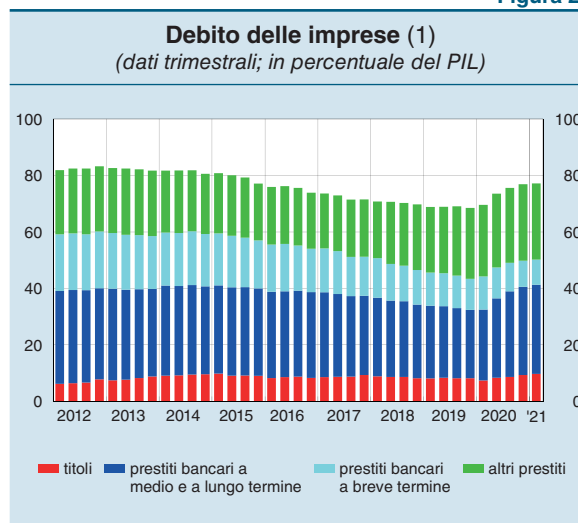
**I consumi sono scesi nel primo trimestre**

I consumi delle famiglie sono scesi dell'1,2 per cento nel primo trimestre (-2,7 nel quarto del 2020), soprattutto per la contrazione della spesa per servizi, che ha risentito delle misure di contenimento e dei timori di contagio. Il reddito disponibile in termini reali, che ha continuato a beneficiare dei provvedimenti di sostegno, è aumentato dello 0,9 per cento (fig. 23.a). La propensione al risparmio è nuovamente cresciuta, mantenendosi molto al di sopra dei livelli pre-pandemici (al 17,1 per cento; fig. 23.b).

**La spesa delle famiglie sarebbe aumentata nel secondo trimestre**

Le informazioni congiunturali più recenti segnalano una ripresa dei consumi nel secondo trimestre, favoriti dai progressi nelle vaccinazioni e dalla conseguente riduzione dei contagi e delle restrizioni alla mobilità. In primavera, in base ai dati disponibili su aprile e maggio, l'indicatore elaborato da Confcommercio è di poco cresciuto rispetto al trimestre precedente. I dati ad alta frequenza su prelievi e pagamenti elettronici sono coerenti con un progressivo miglioramento della spesa nei mesi primaverili (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel secondo trimestre del 2021*). In alcuni comparti duramente colpiti dalla pandemia (come quelli della ristorazione, del turismo, dell'abbigliamento e quello alberghiero) si è avviato un graduale recupero dei consumi verso i livelli precedenti la crisi sanitaria. Il clima di fiducia delle famiglie è decisamente migliorato in giugno, grazie a valutazioni molto favorevoli sia sulla situazione economica generale, sia sulle condizioni per l'acquisto di beni durevoli (fig. 24).

Figura 22

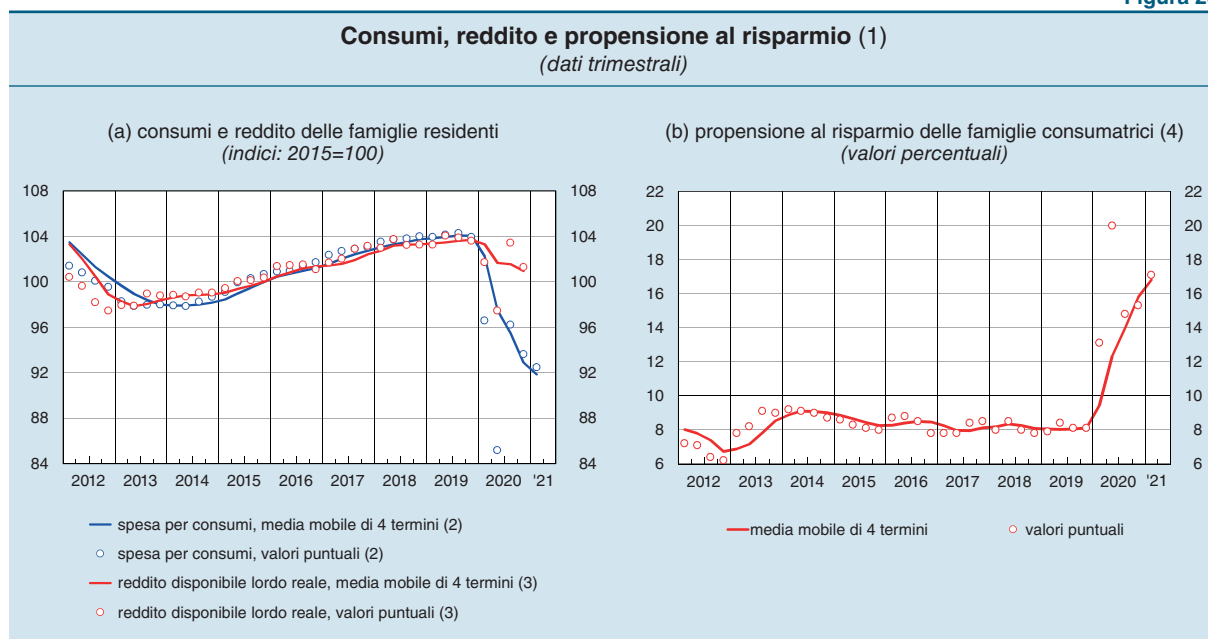


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.

(1) Per il debito (comprensivo dei prestiti cartolarizzati), consistenze di fine trimestre; per il reddito, flussi cumulati su 4 trimestri. I dati dell'ultimo periodo sono provvisori.

<sup>1</sup> Per maggiori dettagli, cfr. E. Guglielminetti, M. Loberto, G. Zevi e R. Zizza, *Living on my own: the impact of the Covid-19 pandemic on housing preferences*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 627, 2021 e il riquadro: *Pandemia e preferenze delle famiglie: indicazioni dal mercato immobiliare* del capitolo 5 nella *Relazione annuale* sul 2020.

Figura 23

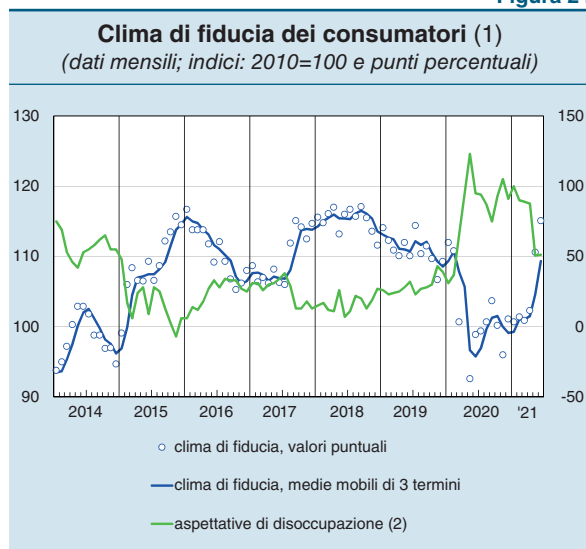


Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Nell'Indagine straordinaria sulle famiglie italiane (ISF), condotta alla fine di aprile (prima dell'attenuazione delle misure per il contenimento della diffusione del virus), le aspettative sulla situazione economica generale e sul mercato del lavoro avevano continuato a migliorare rispetto a quelle riportate tra la fine di febbraio e l'inizio di marzo; restava tuttavia prevalente un atteggiamento

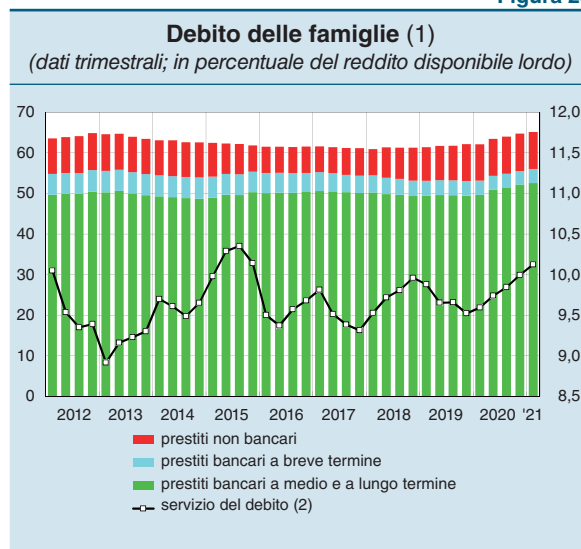
Figura 24



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 del 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.

di cautela riguardo alle spese future (cfr. il riquadro: *I risparmi accumulati durante la pandemia e le proiezioni sui consumi*).

**Il debito delle famiglie è lievemente aumentato**

Nel primo trimestre del 2021 l'indebitamento delle famiglie in rapporto al reddito disponibile è aumentato, raggiungendo il 65,1 per cento (fig. 25), pur rimanendo inferiore a quello della media dell'area (97,6 per cento). Rispetto al PIL il debito si è collocato al 45,4 per cento (62,9 nell'area dell'euro). L'incidenza degli oneri sostenuti per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale) sul reddito disponibile è stabile nel confronto con il trimestre precedente, a circa il 10 per cento.

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

Nel primo trimestre le esportazioni italiane sono aumentate. Le presenze turistiche nel nostro paese, dopo una contrazione nella prima parte dell'anno, mostrano segnali di ripresa dalla fine di aprile. Gli investitori esteri hanno continuato ad acquistare titoli italiani. La posizione creditoria netta sull'estero si è ulteriormente ampliata.

**Prosegue la ripresa delle esportazioni...**

Nel primo trimestre le esportazioni di beni e servizi sono ancora cresciute (tav. 7), seppure a un ritmo più moderato rispetto alla fine del 2020. Il rallentamento è riconducibile alla componente dei beni, che si è comunque riportata in prossimità del livello precedente l'inizio della pandemia.

Le vendite di beni ai paesi dell'area dell'euro sono cresciute, a differenza di quelle verso il resto del mondo, che hanno risentito della forte flessione del commercio con il Regno Unito, dovuta all'entrata in vigore del nuovo accordo sugli scambi e sulla cooperazione con la UE. Tra i principali settori, i mezzi di trasporto, la metallurgia e la filiera della moda hanno contribuito negativamente alla crescita delle esportazioni. Si sono ridotte le esportazioni di servizi, in particolare quelli turistici e alle imprese.

Sono aumentate le importazioni, in un contesto di ripresa della domanda nazionale (cfr. il par. 2.1), in particolare per investimenti e scorte di magazzino.

**...che in primavera si sono rafforzate**

Secondo gli indicatori più recenti, le vendite all'estero hanno continuato a crescere in primavera. Le esportazioni valutate a prezzi correnti si sono rafforzate nel bimestre aprile-maggio, sostenute da quelle sui mercati esterni alla UE. I giudizi sugli ordini esteri delle imprese manifatturiere rilevati dall'Istat e il corrispondente indicatore PMI segnalano, nella media del secondo trimestre, un'espansione delle vendite (fig. 26).

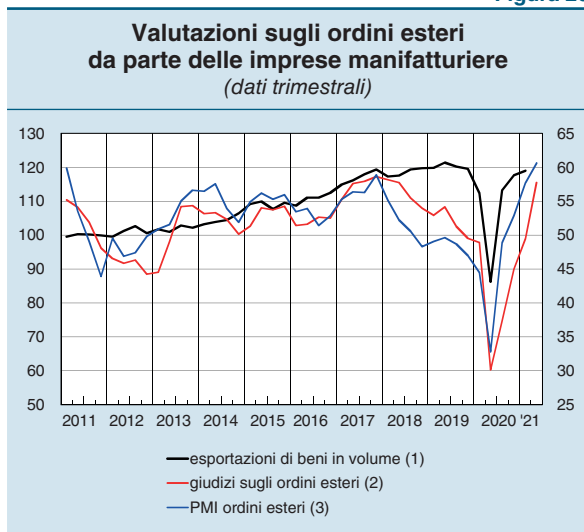
**Tavola 7**

Esportazioni e importazioni in volume (1) (variazioni percentuali sul trimestre precedente)		
VOCI	2020	2021
	4° trim.	1° trim.
<b>Esportazioni</b>	<b>1,5</b>	<b>0,5</b>
Beni	3,9	1,2
sui mercati dell'area dell'euro	3,7	3,3
sui mercati esterni all'area (2)	4,0	-0,3
Servizi	-11,0	-3,9
<b>Importazioni</b>	<b>5,7</b>	<b>2,3</b>
Beni	4,3	2,1
sui mercati dell'area dell'euro	5,8	2,6
sui mercati esterni all'area (2)	3,1	1,7
Servizi	13,1	3,6

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.

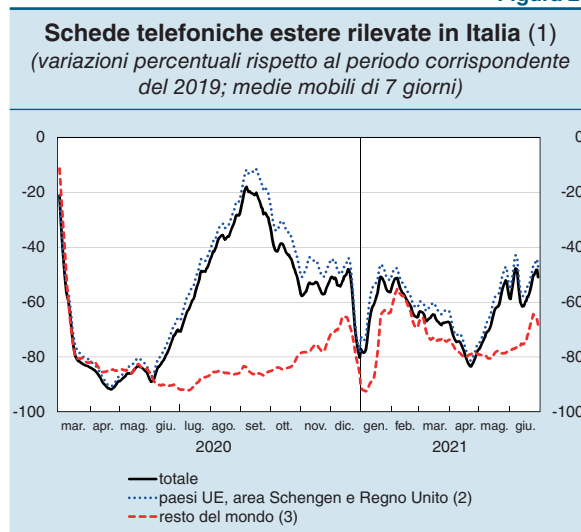
Figura 26



Fonte: Istat, Markit e Refinitiv.

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

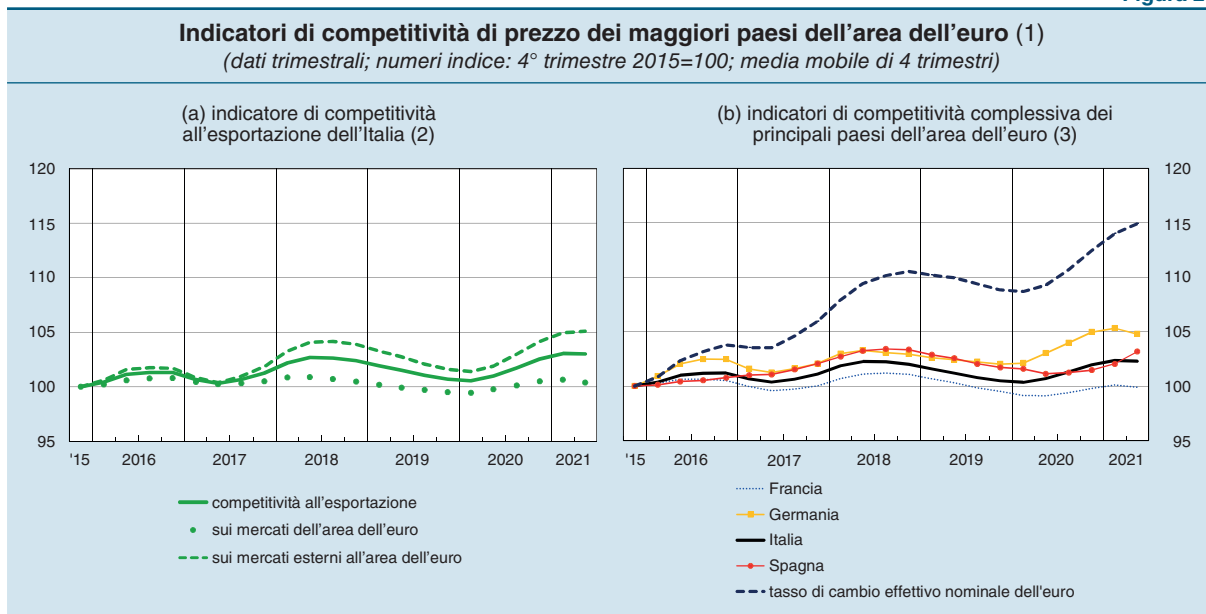
Figura 27



Fonte: elaborazioni su dati di telefonia mobile.

(1) Schede telefoniche estere rilevate giornalmente sul territorio italiano, considerando i primi 40 paesi in termini di presenze turistiche in Italia nel triennio 2017-19. Sono esclusi i paesi con ampie comunità di residenti in Italia e le schede telefoniche estere rilevate sul territorio italiano per almeno 60 giorni nei 75 giorni precedenti. – (2) L'aggregato comprende i paesi membri della UE (con l'esclusione di Bulgaria, Cipro, Estonia e Romania), due paesi afferenti all'area Schengen (Norvegia e Svizzera) e il Regno Unito. – (3) Il resto del mondo comprende Argentina, Australia, Brasile, Canada, Cile, Colombia, Emirati Arabi Uniti, Giappone, India, Israele, Macedonia del Nord, Messico, Nuova Zelanda, Russia, Stati Uniti e Turchia.

Figura 28



Fonte: per il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, BCE. Per gli altri indicatori, Banca d'Italia (per il metodo di calcolo, cfr. A. Feletigh e C. Giordano, *A novel three-market view of price competitiveness*, "Journal of Economic and Social Measurement", 44, 2-3, 2019, pp. 89-116, pubblicato anche in *Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza*, 447, 2018).

(1) 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 misura la capacità di un paese di competere con altri 60 esportatori e con i produttori locali sui mercati di sbocco internazionali. Tutti gli indicatori sono calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti e ponderati con i flussi commerciali di manufatti. – (3) Indicatori di competitività complessiva: media ponderata della competitività all'importazione, che coglie l'abilità di competere sul mercato interno con le produzioni importate, e della competitività all'esportazione. Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro è calcolato nei confronti di 42 paesi esterni all'area dell'euro e ponderato con i flussi commerciali di manufatti e servizi.

Nel settore turistico, le presenze di viaggiatori stranieri in Italia – misurate sulla base di dati di telefonia mobile – mostrano una graduale ripresa dalla fine di aprile, pur restando ancora ben inferiori a quelle del 2019 (fig. 27).

Nella media dei quattro trimestri terminanti a giugno del 2021, la competitività di prezzo complessiva e quella all'esportazione sarebbero rimaste invariate (fig. 28): il lieve miglioramento sui mercati interni all'area dell'euro avrebbe compensato la marginale perdita sui mercati esterni, indotta dall'apprezzamento del cambio effettivo nominale dell'euro.

**L'avanzo di conto corrente è aumentato** L'avanzo di conto corrente della bilancia dei pagamenti, pari a 13,8 miliardi nei primi quattro mesi del 2021 (tav. 8), si è ampliato di quasi 9 miliardi rispetto al corrispondente periodo dello scorso anno, soprattutto grazie all'aumento del surplus mercantile; il confronto risente però del disavanzo registrato nell'aprile del 2020 a causa del lockdown. In rapporto al PIL l'avanzo di conto corrente ha raggiunto il 3,5 per cento (valutato nella media dei quattro trimestri terminanti in marzo; fig. 29).

**Gli investitori esteri hanno acquistato titoli pubblici italiani** Nei primi quattro mesi dell'anno gli investitori esteri hanno effettuato acquisti netti di titoli di portafoglio italiani per 34,8 miliardi, di cui 29,8 titoli pubblici, quasi un terzo delle emissioni nette effettuate dal Tesoro nel corso del periodo. Secondo i dati di Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) relativi a un campione di fondi internazionali, gli afflussi di risparmio estero verso attività finanziarie italiane sono continuati in maggio e giugno.

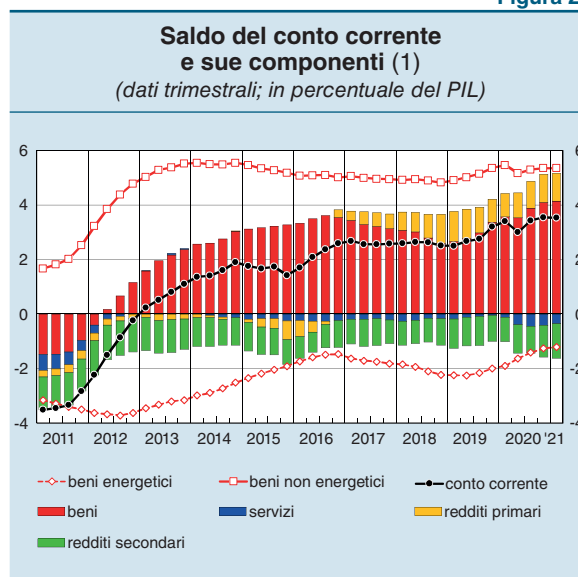
Sono proseguiti a un ritmo sostenuto anche gli acquisti di attività estere di portafoglio da parte dei residenti: tra gennaio e aprile essi sono stati pari a 33,9 miliardi, di cui tre quarti in quote di fondi comuni. Nello stesso periodo la raccolta netta all'estero delle banche italiane in prestiti e depositi si è ampliata di 20,4 miliardi. Il settore pubblico ha ricevuto afflussi dall'estero, classificati tra gli "altri investimenti", per 10,4 miliardi, principalmente per l'erogazione delle ulteriori quote dei prestiti della Commissione europea nell'ambito dello strumento di sostegno temporaneo per attenuare

Tavola 8

Bilancia dei pagamenti (1) (saldi in miliardi di euro)				
VOCI	2019	2020	gen.-apr. 2020	gen.-apr. 2021
<b>Conto corrente</b>	<b>57,4</b>	<b>58,6</b>	<b>5,2</b>	<b>13,8</b>
per memoria: in % del PIL	3,2	3,5		
Merci	60,2	67,6	13,1	21,5
prodotti non energetici (2)	95,9	88,4	21,6	30,8
prodotti energetici (2)	-35,7	-20,8	-8,5	-9,3
Servizi	-0,8	-6,8	-5,8	-4,7
Redditi primari	15,2	17,0	4,9	5,9
Redditi secondari	-17,1	-19,3	-6,9	-8,9
<b>Conto capitale</b>	<b>-1,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,1</b>
<b>Conto finanziario</b>	<b>46,5</b>	<b>49,1</b>	<b>-9,0</b>	<b>13,5</b>
Investimenti diretti	1,5	9,4	-7,1	0,5
Investimenti di portafoglio	-52,8	109,7	63,1	-0,8
Derivati	2,5	-2,9	-1,8	-0,8
Altri investimenti (3)	92,2	-71,1	-63,8	14,7
Variazione riserve ufficiali	3,2	4,0	0,5	..
<b>Errori e omissioni</b>	<b>-9,1</b>	<b>-9,1</b>	<b>-13,8</b>	<b>0,8</b>

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

Figura 29



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



i rischi di disoccupazione legati all'emergenza (*temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency, SURE*).

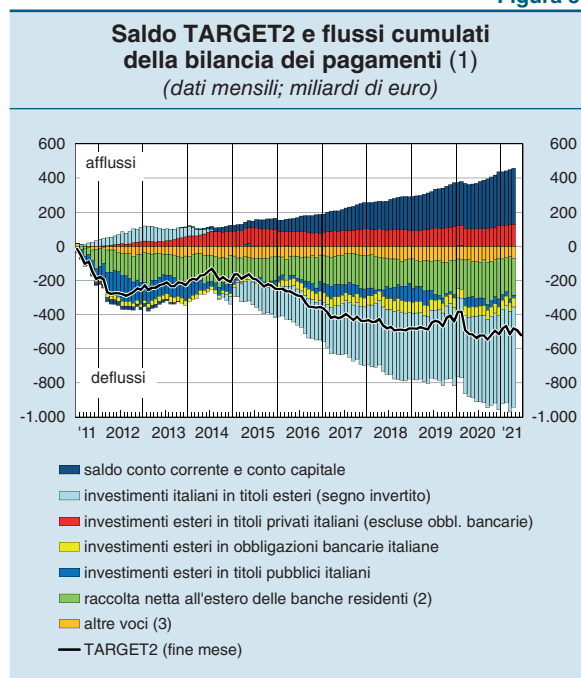
**Il saldo debitorio TARGET2 è rimasto invariato**

Alla fine di giugno il saldo passivo della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2 si è portato a 522 miliardi, un livello pressoché invariato rispetto a dicembre del 2020 (tav. 9). Al miglioramento nei primi mesi dell'anno, a cui hanno contribuito gli afflussi di capitale e il surplus di conto corrente, è seguito un aumento del saldo passivo in giugno, verosimilmente per effetto di un calo della raccolta netta all'estero delle banche residenti connesso con il regolamento dell'ottava asta delle TLTRO3 (cfr. il par. 1.2) e con effetti legati alla chiusura del trimestre (fig. 30).

**La posizione creditoria netta sull'estero si è ampliata**

Alla fine dello scorso marzo la posizione netta sull'estero dell'Italia era positiva per 34,3 miliardi di euro, pari al 2,1 per cento del PIL, con un aumento di 3,8 miliardi dalla fine di dicembre del 2020. L'incremento è dovuto interamente all'avanzo di conto corrente, che ha più che compensato gli aggiustamenti di valutazione negativi.

Figura 30



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

Tavola 9

**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)	di cui: intermediata da controparti centrali residenti		Saldo di conto corrente e conto capitale (E)	Altre voci (2) (F)	Investimenti di portafoglio italiani in titoli esteri (G)
		(A) + (B) + (C) + (D) + (E) + (F) - (G)									
2019	-439	43	85	26	11	-58	-48	56	-8	69	
2020 - 1° trim.	-492	-52	-25	-12	..	-24	15	7	2	..	
2° trim.	-537	-45	-4	-4	-1	5	5	5	-7	39	
3° trim.	-546	-10	17	2	2	-31	-19	24	-5	19	
4° trim.	-516	30	-15	19	4	13	4	22	21	34	
2021 - 1° trim.	-516	..	24	7	-3	-9	5	6	10	34	
2021 - gen.	-482	34	13	-1	-2	29	16	..	-3	2	
feb.	-467	15	9	4	-3	8	8	3	7	14	
mar.	-516	-49	2	4	2	-47	-18	3	6	18	
apr.	-481	35	6	1	..	30	13	7	-8	..	
mag.	-493	-13	..	..	..	..	..	..	..	..	
giu.	-522	-28	..	..	..	..	..	..	..	..	

(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 aprile 2021, dati provvisori. – (2) Investimenti diretti, derivati, voci residuali degli altri investimenti, riserve ufficiali, errori e omissioni.



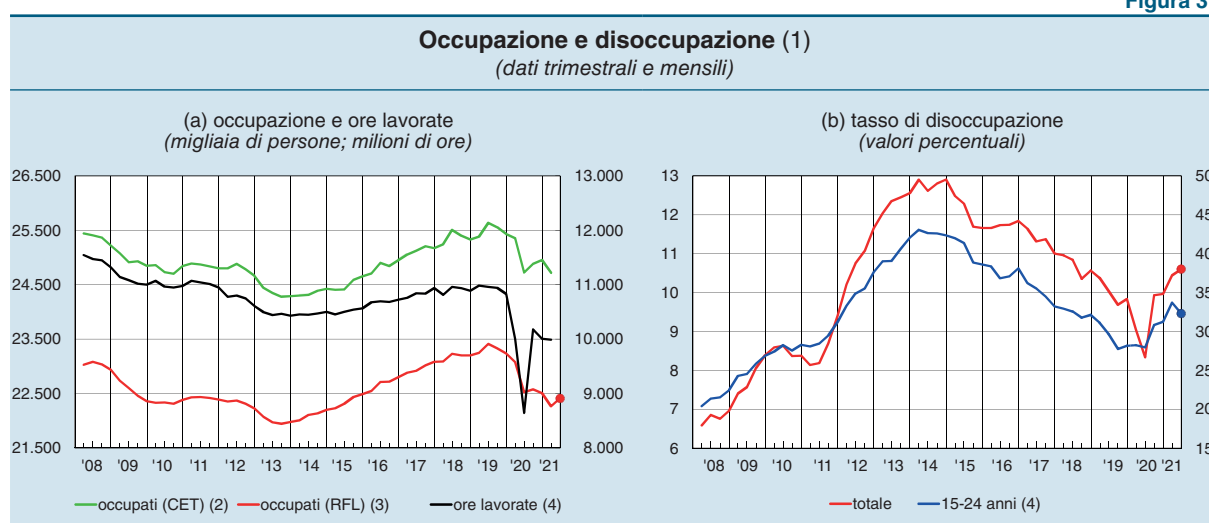
## 2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Nei primi mesi del 2021 l'occupazione è diminuita: si è di nuovo marcatamente ridotta nei servizi privati, a fronte di una tenuta nella manifattura e di una decisa crescita nelle costruzioni. Gli ultimi dati disponibili relativi ai mesi primaverili mostrano tuttavia segnali di miglioramento.

### L'occupazione e le ore lavorate sono diminuite nel primo trimestre...

Nel primo trimestre del 2021 gli occupati sono scesi dello 0,9 per cento rispetto al periodo precedente (fig. 31.a e tav. 10). La flessione si è concentrata nel lavoro autonomo (-2,1 per cento) ed è stata meno accentuata tra i dipendenti (-0,6 per cento). Le ore lavorate complessive si sono appena ridotte (-0,2 per cento); sono di conseguenza lievemente cresciute le ore per occupato (0,8 per cento, da -1,9 nel quarto trimestre dello scorso anno), anche per effetto del minore ricorso ai regimi di integrazione salariale.

Figura 31



Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali* (CET), per l'occupazione e le ore lavorate; Istat, *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 aprile-maggio. – (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.

Tavola 10

**Occupazione e ore lavorate**  
(dati destagionalizzati; migliaia di persone, milioni di ore e variazioni percentuali sul trimestre precedente)

VOCI	Consistenze	Variazioni			
	1° trim. 2021	2° trim. 2020	3° trim. 2020	4° trim. 2020	1° trim. 2021
<b>Occupati</b>	<b>24.720</b>	<b>-2,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,9</b>
di cui: industria in senso stretto	4.251	-0,7	0,1	0,4	-0,3
servizi privati (1)	10.683	-3,8	0,5	0,7	-2,0
costruzioni	1.610	-0,2	1,8	0,1	3,1
Dipendenti	19.053	-2,4	1,1	0,3	-0,6
Autonomi	5.667	-2,6	-0,8	0,4	-2,1
<b>Ore lavorate totali</b>	<b>9.990</b>	<b>-13,6</b>	<b>17,7</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,2</b>
di cui: industria in senso stretto	1.764	-13,7	23,4	-1,6	0,9
servizi privati (1)	4.356	-16,9	18,9	-1,4	-1,8
costruzioni	743	-17,9	37,4	-2,6	7,2
Dipendenti	7.102	-11,9	14,2	-1,0	-0,2
Autonomi	2.888	-17,7	27,2	-3,4	-0,1

Fonte: Istat, CET.

(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).

Nella media del primo trimestre del 2021 le richieste di CIG e di fondi di solidarietà sono diminuite (del 3,4 per cento nel confronto con gli ultimi tre mesi dello scorso anno), pur rimanendo su livelli estremamente elevati (oltre un miliardo di ore autorizzate, per la maggior parte riferite a marzo, quando sono riprese le limitazioni alla mobilità; fig. 32).

**...ma nell'industria la dinamica è stata positiva**

Il calo dell'occupazione ha interessato soprattutto i servizi privati, dove gli occupati si sono ridotti del 2,0 per cento e le ore lavorate dell'1,8 rispetto al trimestre precedente. A risentire della ripresa dei contagi e dell'inasprimento dei provvedimenti di limitazione alla mobilità sono stati soprattutto i settori del commercio, degli alloggi e della ristorazione. L'input di lavoro è cresciuto marcatamente nelle costruzioni (le ore lavorate sono aumentate del 7,2 per cento; tav. 10) e, in misura più moderata, nell'industria in senso stretto, dove il netto incremento delle ore pro capite ha più che compensato il lieve calo del numero di occupati (-0,3 per cento).

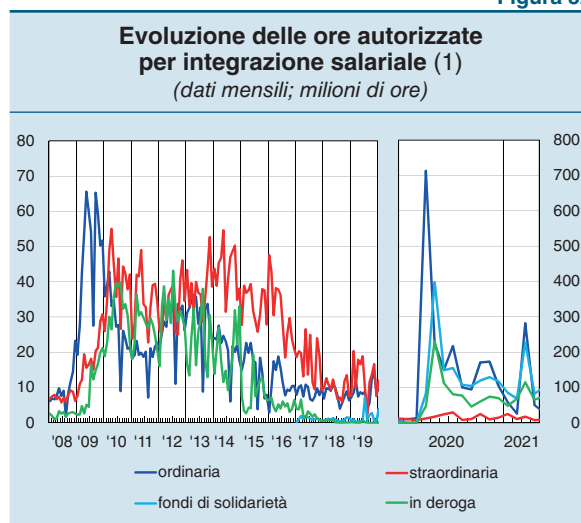
**Sono ancora numerosi i posti di lavoro in meno a causa della pandemia...**

Nostre stime, che utilizzano i dati tratti dal sistema delle comunicazioni obbligatorie, indicano che alla fine di giugno erano ancora circa 270.000 i posti di lavoro dipendente in meno rispetto a quelli che si sarebbero avuti in assenza della pandemia (fig. 33)<sup>2</sup>.

**...ma emergono segnali di miglioramento**

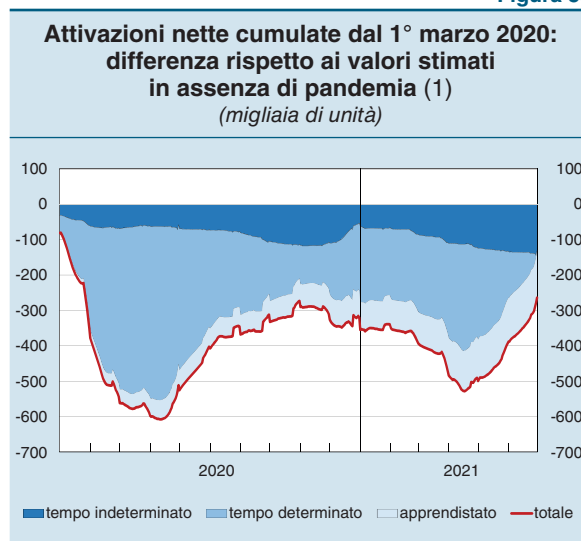
Dopo il rallentamento osservato a partire dalla seconda metà di febbraio di quest'anno – connesso con l'aumento dei contagi – le attivazioni nette hanno notevolmente accelerato nel bimestre maggio-giugno, grazie alla ripresa dei servizi che ha sostenuto un parziale recupero dell'occupazione dei giovani e delle donne (fig. 34; cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro* nella *Relazione annuale* sul 2020). I dati preliminari dell'RFL, riferiti ai mesi di aprile e maggio, confermano segnali di miglioramento nel secondo trimestre, soprattutto per la marcata crescita della componente a tempo determinato.

Figura 32



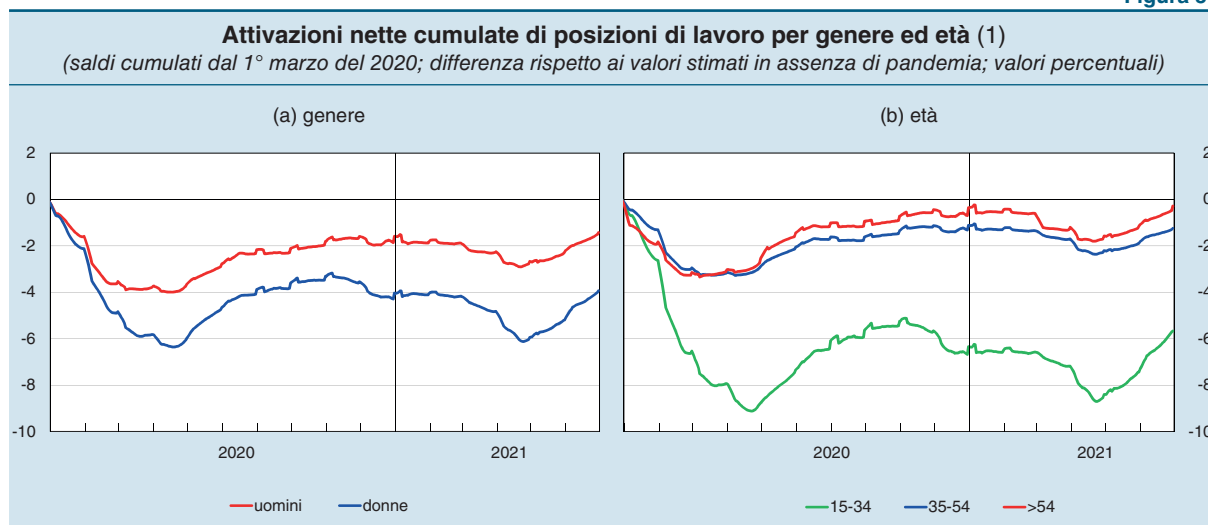
Fonte: elaborazioni su dati INPS.  
(1) Per esigenze grafiche i dati relativi al biennio 2020-21 sono rappresentati su una scala diversa rispetto a quella utilizzata per gli anni precedenti.

Figura 33



Fonte: elaborazione su dati del Ministero del Lavoro e delle politiche sociali (comunicazioni obbligatorie).  
(1) Medie mobili a 7 giorni. Le differenze sono calcolate rispetto a uno scenario controfattuale in cui si ipotizza che, in assenza della pandemia, le attivazioni nette (saldo tra attivazioni e cessazioni) avrebbero registrato gli stessi andamenti del 2019, anno di moderata crescita occupazionale.

<sup>2</sup> Banca d'Italia e Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, *Il mercato del lavoro: dati e analisi. Le Comunicazioni obbligatorie*, 4, luglio 2021. In particolare si ipotizza che, in assenza della pandemia, le attivazioni nette nel 2020 e nel 2021 avrebbero seguito lo stesso andamento del 2019, in linea con le previsioni macroeconomiche formulate a gennaio del 2020 (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2020).



Fonte: elaborazione su dati del Ministero del Lavoro e delle politiche sociali (comunicazioni obbligatorie).

(1) Medie mobili a 7 giorni. I saldi sono espressi in rapporto al numero dei dipendenti nel 2019 per ogni categoria. Le differenze sono calcolate rispetto a uno scenario controfattuale in cui si ipotizza che, in assenza della pandemia, le attivazioni nette (saldo tra attivazioni e cessazioni) avrebbero registrato gli stessi andamenti del 2019, anno di moderata crescita occupazionale.

### Aumentano il tasso di disoccupazione e l'offerta di lavoro

Nel bimestre aprile-maggio, nonostante la ripresa della domanda di lavoro, il tasso di disoccupazione è lievemente salito, al 10,6 per cento (dal 10,4 nel primo trimestre; fig. 31.b)<sup>3</sup>. La dinamica riflette il netto recupero dell'offerta di lavoro, legato al miglioramento delle prospettive occupazionali: il tasso di attività, che si era ridotto nei mesi invernali, è infatti salito al 64,0 per cento (dal 63,3 del primo trimestre).

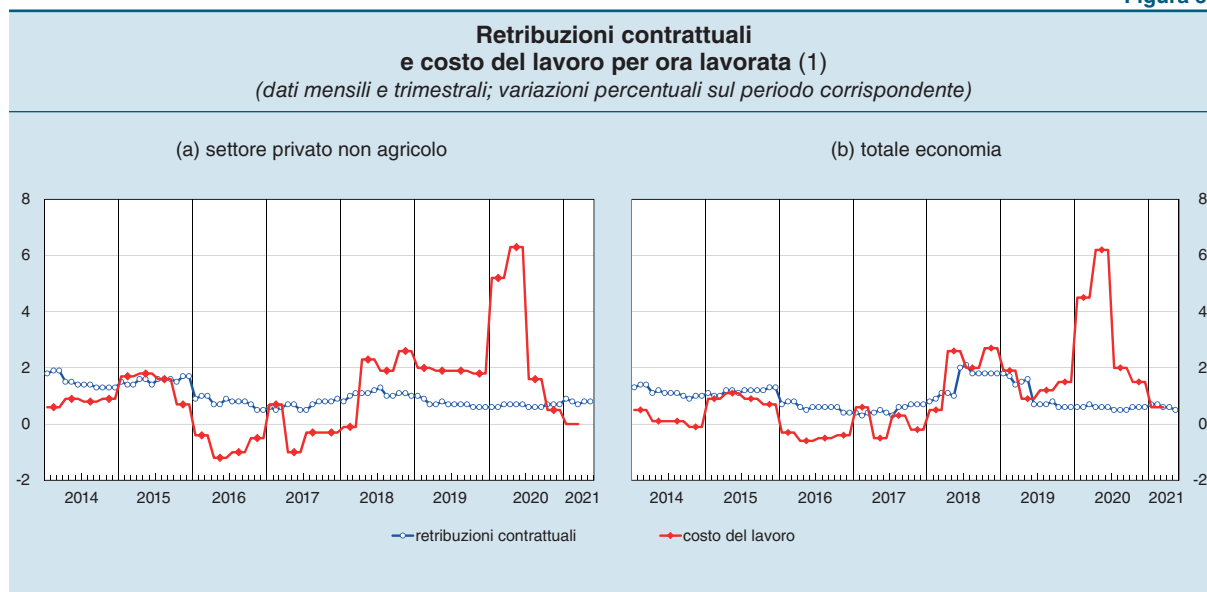
### La crescita dei salari rimane contenuta

L'incremento delle retribuzioni contrattuali si è mantenuto modesto nel totale dell'economia e nel settore privato non agricolo (rispettivamente, nel primo trimestre, a 0,6 e a 0,8 per cento sul periodo corrispondente dello scorso anno; fig. 35). Nei prossimi mesi i salari contrattuali risentiranno del rinnovo di alcuni importanti contratti collettivi (quello dei metalmeccanici in febbraio<sup>4</sup>, quello della logistica in maggio e quello delle Poste in giugno); gli aumenti previsti restano tuttavia ancorati ad aspettative di inflazione contenuta. Secondo nostre stime, in giugno la quota di dipendenti in attesa di rinnovo contrattuale nel settore privato non agricolo è scesa al 54 per cento, dall'80 nella media del 2020.

Nel primo trimestre le retribuzioni orarie di fatto nel settore privato non agricolo sono salite dello 0,7 per cento, in linea con quelle contrattuali. Il costo orario del lavoro a carico delle imprese, che include anche gli oneri sociali, è invece rimasto invariato (fig. 35), risentendo presumibilmente dell'introduzione di sgravi contributivi legati alle nuove assunzioni di giovani e donne e della decontribuzione sui rapporti di lavoro alle dipendenze nel Mezzogiorno (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro* nella *Relazione annuale* sul 2020).

<sup>3</sup> Il dato potrebbe risentire della revisione dei criteri di definizione della condizione occupazionale nell'RFL, introdotta dall'Istat a gennaio per recepire il regolamento UE/2019/1700 (cfr. Istat, *Occupati e disoccupati. Dati provvisori*, Statistiche flash, 6 aprile 2021). In particolare non vengono più considerati occupati coloro che, al momento dell'indagine, sono stati assenti dal lavoro per almeno tre mesi (ad es. perché in CIG) o prevedono di esserlo per oltre tre mesi (con alcune eccezioni, come i lavoratori che fruiscono di congedi parentali retribuiti). Le serie storiche sono state ricostruite.

<sup>4</sup> Le parti sociali hanno concordato per questo contratto una modifica del meccanismo di indicizzazione ex-post delle retribuzioni, basato sul recupero annuale delle differenze tra il valore realizzato e quello atteso dell'inflazione. Con il nuovo contratto, questo recupero avverrà solo se gli incrementi salariali previsti dovessero rivelarsi inferiori a quelli dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo realizzato (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro* nella *Relazione annuale* sul 2020).



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

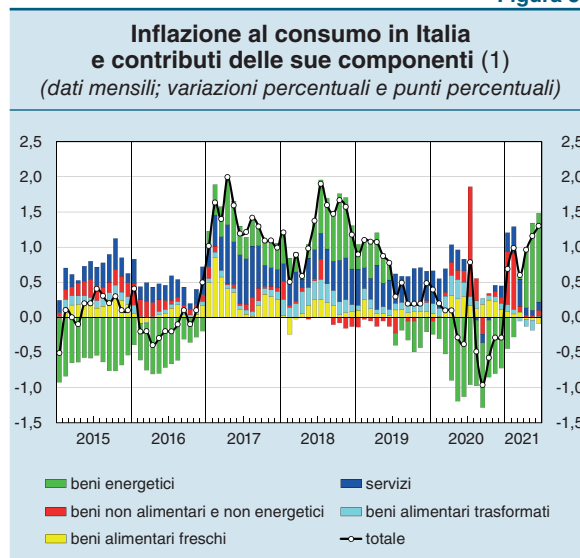
## 2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

L'aumento delle quotazioni delle materie prime ha sospinto al rialzo l'inflazione, ma ha inciso prevalentemente sugli stadi iniziali della catena di formazione dei prezzi, trasmettendosi in misura modesta all'inflazione al consumo dei servizi e dei beni non energetici. Non sono finora emersi segnali di pressioni al rialzo sui salari; le aspettative delle imprese, pur se in aumento, si mantengono su valori contenuti.

**I prezzi dell'energia hanno sospinto al rialzo l'inflazione...** Sulla base dei dati preliminari, in giugno i prezzi al consumo sono saliti dell'1,3 per cento sui dodici mesi (fig. 36 e tav. 11). L'aumento dell'inflazione ha riflesso il forte incremento dei prezzi dei beni energetici (14,4 per cento), mentre la componente di fondo è rimasta molto debole (allo 0,3 per cento).

**...ma la componente di fondo e la crescita salariale restano moderate...** Nel corso della prima metà dell'anno i vincoli di offerta sui mercati delle materie prime, le limitazioni nei trasporti e il conseguente allungamento nei tempi di consegna, anche per il persistere di misure di contenimento della pandemia a livello globale, hanno determinato pressioni crescenti nelle fasi iniziali della formazione dei prezzi. L'indicatore PMI dei costi

Figura 36



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

degli input ha raggiunto in giugno il massimo storico nella manifattura; i prezzi alla produzione sono aumentati (10,0 per cento sui dodici mesi in maggio; tav. 11), per effetto soprattutto del forte contributo positivo dei prezzi dei beni energetici (26,2 per cento). Nel complesso, l'evidenza suggerisce che la trasmissione ai prezzi al consumo dei beni non energetici è tuttavia modesta.

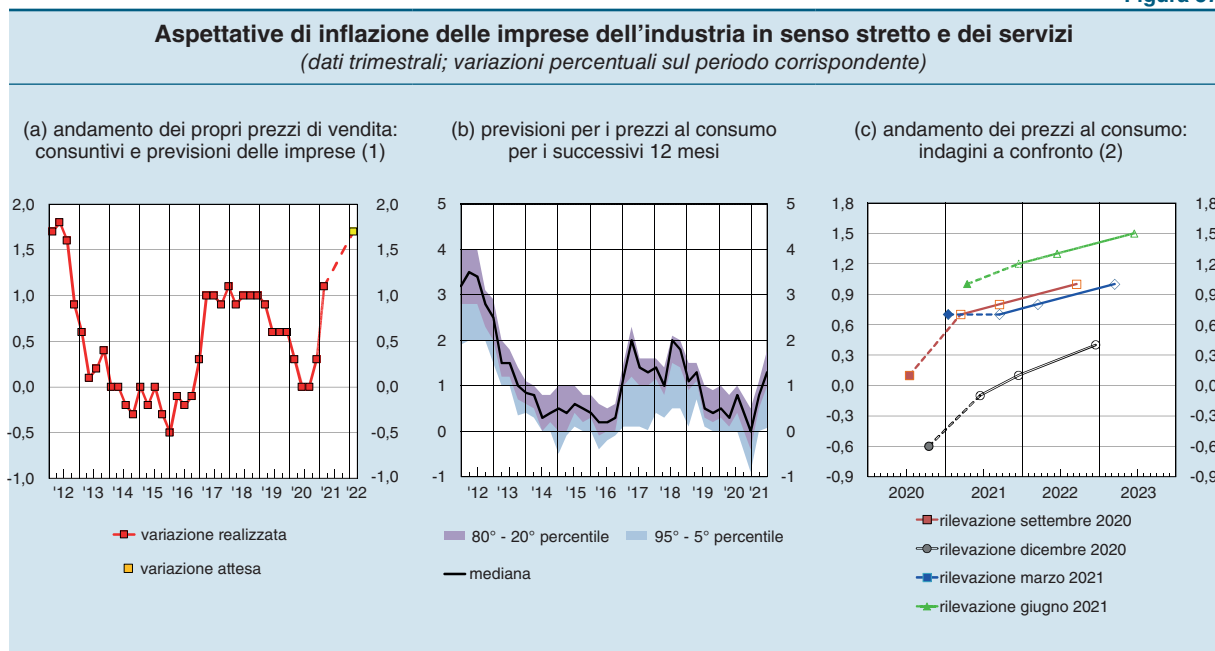
La crescita dei salari resta moderata, frenata da margini di inutilizzo della forza lavoro ancora ampi: nel primo trimestre il costo del lavoro per unità di prodotto è lievemente aumentato (0,9 per cento rispetto allo stesso periodo dello scorso anno), per via di un limitato incremento dei redditi orari e

Tavola 11

Indicatori di inflazione in Italia								
<i>(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)</i>								
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	1,1
2019	0,6	0,5	0,6	0,6	–	0,5	0,0	0,8
2020	-0,1	0,5	-0,2	-0,2	–	0,4	-4,4	1,2
2019 – gen.	0,9	0,6	0,9	0,9	0,2	0,5	4,4	–
feb.	1,1	0,4	1,0	1,0	0,1	0,3	3,9	–
mar.	1,1	0,3	1,0	1,0	0,2	0,3	3,6	–
apr.	1,1	0,7	1,0	1,1	-0,3	0,7	2,8	–
mag.	0,9	0,5	0,8	0,8	0,1	0,4	1,9	–
giu.	0,8	0,4	0,7	0,7	0,0	0,5	1,1	–
lug.	0,3	0,4	0,2	0,4	0,0	0,5	-1,0	–
ago.	0,5	0,6	0,4	0,4	0,1	0,5	-2,1	–
set.	0,2	0,5	0,2	0,3	-0,2	0,5	-2,4	–
ott.	0,2	0,7	0,1	0,2	0,3	0,6	-4,1	–
nov.	0,2	0,7	0,1	0,2	0,0	0,7	-3,6	–
dic.	0,5	0,6	0,4	0,5	0,0	0,6	-3,1	–
2020 – gen.	0,4	0,5	0,3	0,5	0,2	0,7	-3,4	–
feb.	0,2	0,5	0,1	0,3	-0,2	0,7	-3,8	–
mar.	0,1	0,6	0,0	0,1	0,1	0,6	-4,9	–
apr.	0,1	0,6	0,0	0,0	-0,3	0,5	-6,7	–
mag.	-0,3	0,6	-0,4	-0,2	-0,3	0,6	-7,2	–
giu.	-0,4	0,5	-0,5	-0,2	0,0	0,5	-6,1	–
lug.	0,8	2,1	0,7	-0,4	1,2	0,3	-4,5	–
ago.	-0,5	0,3	-0,6	-0,5	-1,3	0,1	-4,0	–
set.	-1,0	-0,5	-1,1	-0,6	-0,7	0,0	-3,8	–
ott.	-0,6	-0,1	-0,7	-0,3	0,7	0,3	-2,9	–
nov.	-0,3	0,3	-0,4	-0,2	0,2	0,4	-2,8	–
dic.	-0,3	0,4	-0,4	-0,2	0,1	0,6	-2,3	–
2021 – gen.	0,7	1,3	0,7	0,4	1,3	0,8	-0,4	–
feb.	1,0	1,5	1,0	0,6	0,1	1,0	0,7	–
mar.	0,6	0,7	0,7	0,8	0,2	0,9	3,0	–
apr.	1,0	0,3	1,0	1,1	0,0	0,5	8,2	–
mag.	1,2	0,2	1,3	1,3	0,0	0,4	10,0	–
giu.	(1,3)	(0,3)	....	(1,3)	....	0,4	....	–

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.



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 successivi 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 6 mesi successivi alla data dell'indagine; il terzo punto, la media delle previsioni per i 12 mesi successivi; il quarto punto, la media delle previsioni per i 24 mesi successivi.

di un'esigua riduzione della produttività; anche con riferimento ai mesi successivi non sembrano emergere segnali di forti pressioni al rialzo sui salari, nonostante i recenti rinnovi di contratto in alcuni settori industriali (cfr. il par. 2.5).

**...e le attese di inflazione si mantengono contenute**

Nell'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita, condotta in giugno dalla Banca d'Italia, le aspettative delle imprese sull'incremento dei propri prezzi di vendita nei seguenti dodici mesi si collocano attorno all'1,7 per cento. Le aziende hanno rivisto al rialzo le proprie attese relative all'inflazione al consumo su tutti gli orizzonti temporali, anche se su livelli ancora contenuti in prospettiva

storica (fig. 37). Secondo l'ISF svolta dalla Banca d'Italia alla fine di aprile, la percentuale di famiglie che prevedeva un'accelerazione dei prezzi nei successivi dodici mesi è rimasta modesta, invariata rispetto alla rilevazione precedente condotta tra la fine di febbraio e l'inizio di marzo. Indicazioni simili provengono dall'indagine Istat di giugno sulla fiducia di famiglie e imprese. Gli operatori professionali censiti in giugno da Consensus Economics si attendono che nella media del 2021 l'inflazione sia pari all'1,2 per cento, in linea con il sondaggio precedente.

**2.7 LE BANCHE**

È proseguita l'espansione dei prestiti alle imprese e rimane elevata la domanda di finanziamenti con garanzia pubblica. Nell'indagine sul credito bancario gli intermediari italiani riferiscono un nuovo incremento della domanda di fondi da parte delle imprese, sia per le esigenze connesse con rifinanziamento e rinegoziazione del debito, sia per gli investimenti fissi, il cui contributo è tornato positivo per la prima volta dall'inizio della pandemia.

### I prestiti a imprese e famiglie crescono

In maggio il credito al settore privato non finanziario è aumentato del 3,2 per cento sui tre mesi (al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno; tav. 12 e fig. 38.a). Il tasso di crescita dei prestiti alle società non finanziarie resta sostenuto (3,3 per cento); è ancora elevata la domanda di finanziamenti assistiti da garanzia statale. Sui dodici mesi il credito ha rallentato per le imprese della manifattura e dei servizi rispetto a febbraio (fig. 38.b); la dinamica dei prestiti alle aziende di costruzioni è rimasta sostanzialmente stabile. Sono aumentati i prestiti alle famiglie (3,8 per cento sui tre mesi), sostenuti in particolar modo dai mutui per l'acquisto di abitazioni; anche il credito al consumo è tornato a crescere, registrando flussi netti per circa un miliardo nei tre mesi terminanti in maggio.

### La raccolta delle banche continua a espandersi

Tra febbraio e maggio la raccolta delle banche italiane è aumentata, riflettendo sia la crescita dei depositi dei residenti, sia quella delle passività verso l'Eurosistema (tav. 13); queste ultime si sono significativamente ampliate in seguito alla forte partecipazione delle controparti della Banca d'Italia alla settima asta delle TLTRO3, regolata lo scorso 24 marzo. La crescita dei depositi delle famiglie è diminuita in maggio (al 6,4 per cento sui dodici mesi, dall'8 in febbraio).

Tavola 12

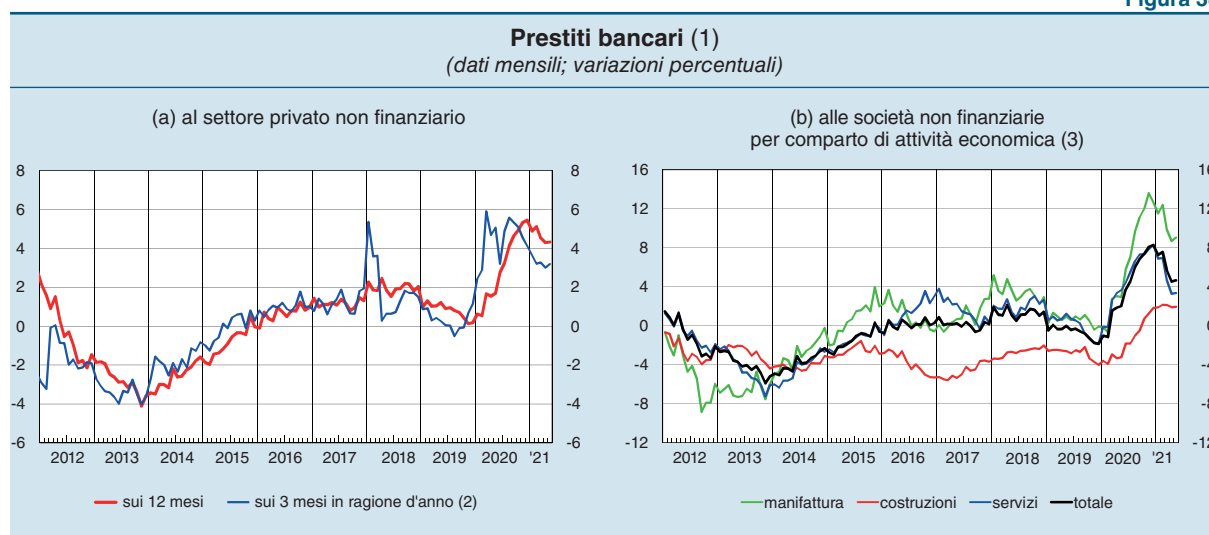
### Prestiti bancari a maggio 2021 (1) (variazioni percentuali)

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

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 38



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)	
	Febbraio 2021	Maggio 2021	Febbraio 2021	Maggio 2021
<b>Attività</b>				
Prestiti a residenti in Italia (3)	1.711	1.719	3,2	2,3
<i>di cui:</i> a imprese (4)	668	668	7,6	4,6
a famiglie (5)	642	648	2,4	3,9
Attività verso controparti centrali (6)	53	40	-34,9	-58,4
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (7)	581	577	7,9	-2,1
<i>di cui:</i> titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	435	430	10,3	-4,8
Attività verso Eurosystema (8)	314	403	150,8	217,3
Attività sull'estero (9)	439	462	0,9	-0,8
Altre attività (10)	757	732	4,1	2,0
<b>Totale attivo</b>	<b>3.855</b>	<b>3.933</b>	<b>8,0</b>	<b>6,9</b>
<b>Passività</b>				
Depositi di residenti in Italia (3) (11) (12)	1.781	1.805	10,2	9,2
Depositi di non residenti (9)	298	300	-12,9	-8,0
Passività verso controparti centrali (6)	108	96	-11,6	-30,3
Obbligazioni (12)	215	210	-6,0	-4,9
Passività verso Eurosystema (8)	374	448	73,5	54,0
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	124	125	-2,1	3,5
Capitale e riserve	351	347	-0,4	0,1
Altre passività (13)	604	603	6,1	3,1
<b>Totale passivo</b>	<b>3.855</b>	<b>3.933</b>	<b>8,0</b>	<b>6,9</b>

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

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

Il costo della raccolta degli istituti di credito si mantiene molto basso nel confronto storico. Nella prima decade di luglio in Italia i rendimenti delle obbligazioni bancarie sul mercato secondario erano sostanzialmente invariati rispetto a quelli dell'inizio di aprile (1,1 per cento), così come il differenziale con la media dell'area (circa 70 punti base).

**Il costo dei prestiti a imprese e famiglie resta basso**

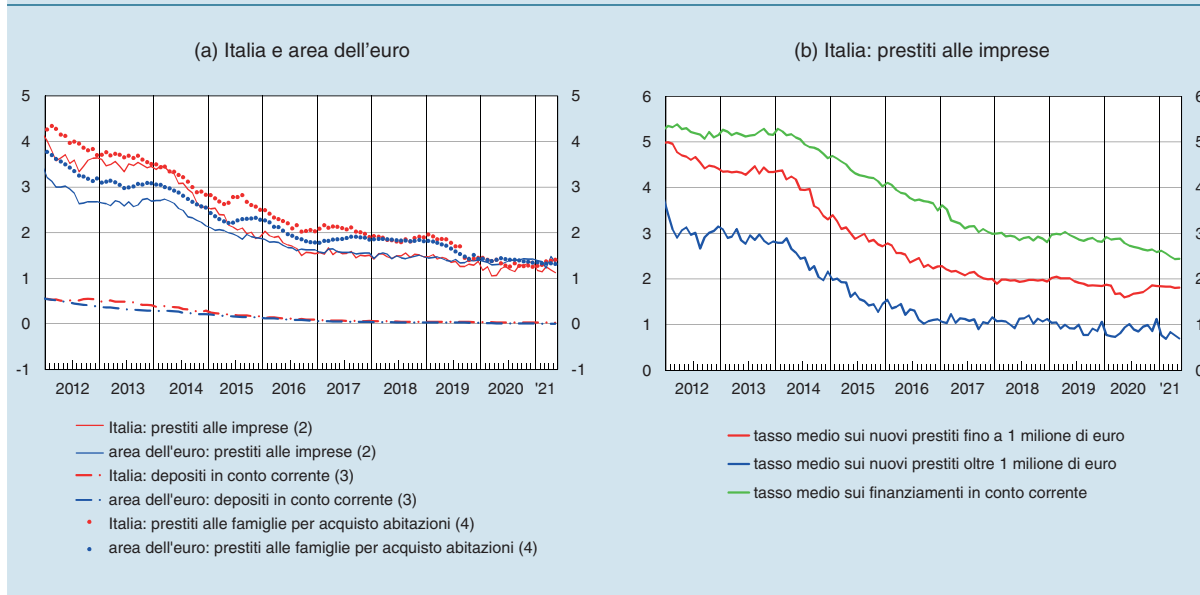
Il tasso di interesse medio sui nuovi finanziamenti bancari alle imprese rimane molto contenuto (1,1 per cento; tav. 14 e fig. 39). Anche il costo medio dei nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni rimane basso.

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

SETTORI	Febbraio 2021	Maggio 2021
<b>Prestiti alle imprese</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>
<i>di cui:</i> fino a 1 milione di euro	1,8	1,8
oltre 1 milione di euro	0,7	0,7
<b>Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>
<i>di cui:</i> a tasso fisso (2)	1,3	1,4
a tasso variabile (3)	1,2	1,4

(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.

### Tassi di interesse bancari (1) (dati mensili; valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

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

#### Le condizioni di offerta si mantengono favorevoli

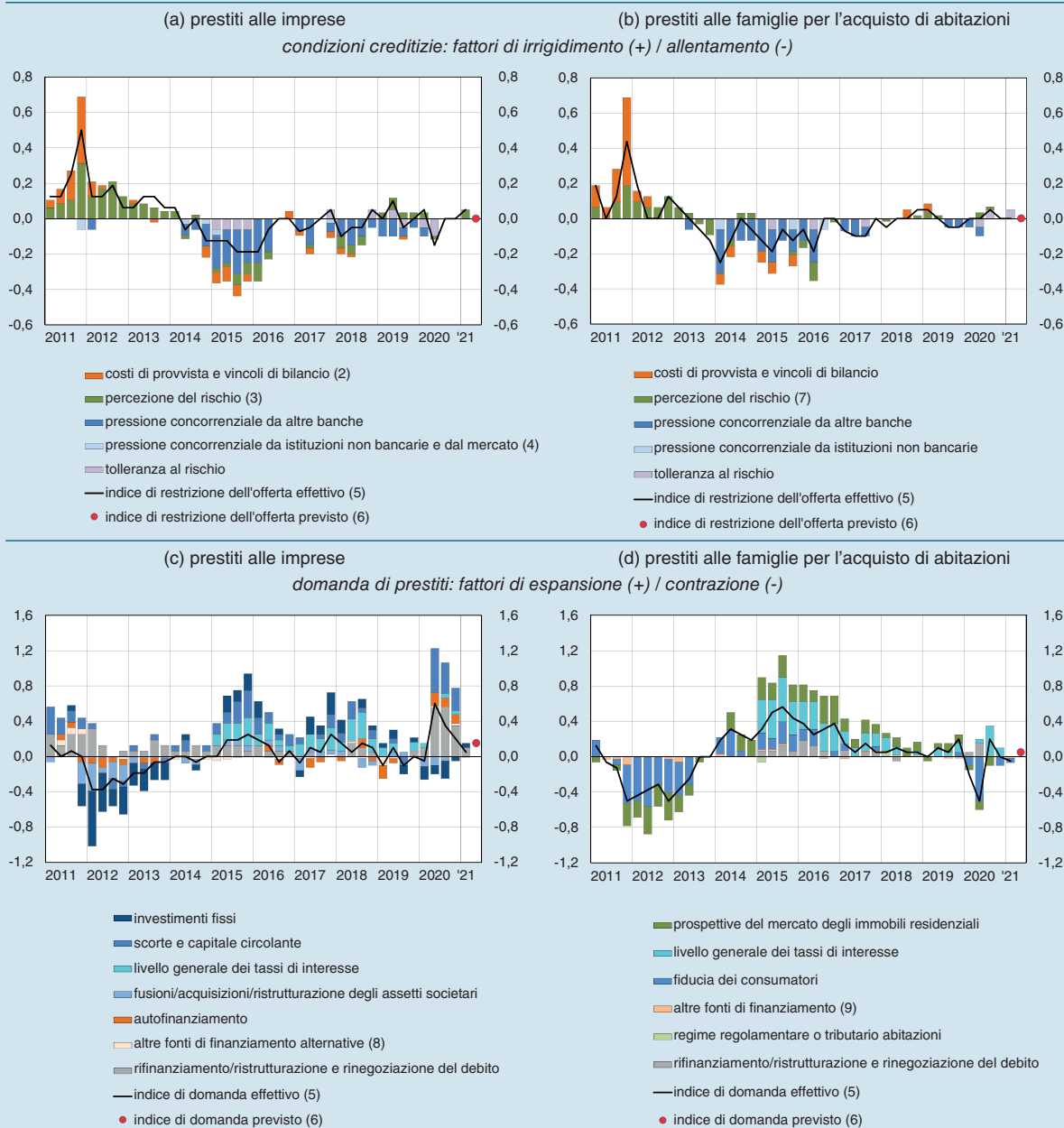
Secondo le banche italiane intervistate nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, nel primo trimestre del 2021 le politiche di offerta dei prestiti alle famiglie e alle imprese si sono mantenute complessivamente distese, grazie anche agli effetti delle misure di politica monetaria (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*).

#### L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO

Nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS)<sup>1</sup> relativa al primo trimestre del 2021, gli intermediari italiani hanno continuato a segnalare politiche di offerta nell'insieme distese. Per i prestiti alle imprese le banche hanno indicato un lieve irrigidimento dei criteri di concessione dei finanziamenti (figura A), riconducibile a una maggiore percezione del rischio, e un moderato allentamento dei termini e delle condizioni di erogazione, in particolare mediante l'allungamento delle scadenze. In marzo, quando sono state condotte le interviste, gli intermediari prevedevano politiche di offerta immutate nel secondo trimestre. Per le famiglie i criteri di offerta sui prestiti per l'acquisto di abitazioni sono rimasti invariati, mentre quelli sul credito al consumo sono stati resi più favorevoli; in entrambi i comparti, i termini e le condizioni si sono mantenuti stabili. Per il secondo trimestre le banche ipotizzavano politiche di offerta invariate sui mutui e sul credito al consumo.

<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)*; per quelli relativi all'area dell'euro, cfr. BCE, *April 2021 euro area Bank Lending Survey*, comunicato stampa del 20 aprile 2021.

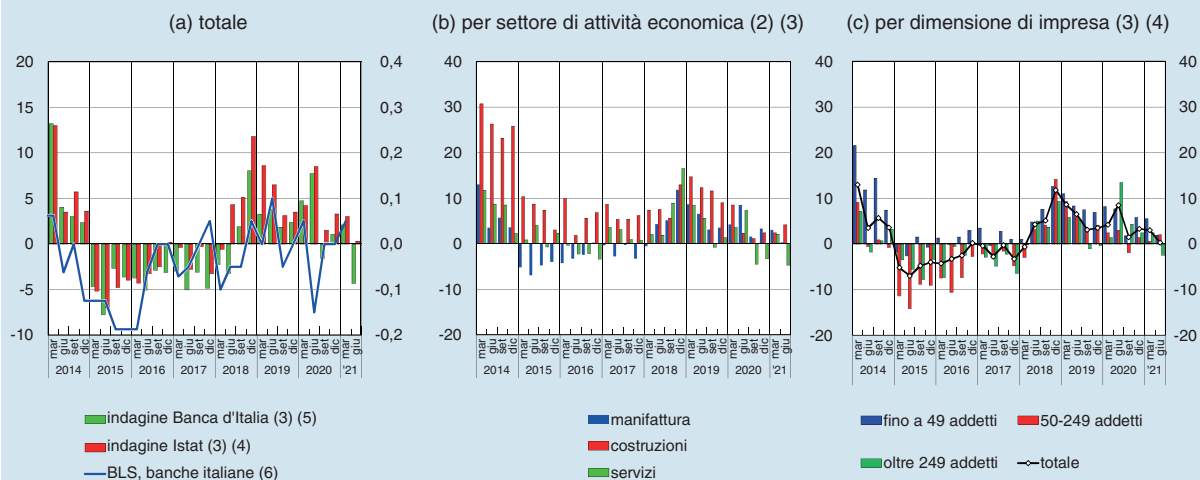
**Criteria di offerta e andamento della domanda di credito in Italia (1)**  
(dati trimestrali; indici di diffusione)



Fonte: BLS.

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

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



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

La domanda di fondi da parte delle imprese è nuovamente aumentata, sia per le esigenze connesse con il rifinanziamento, la ristrutturazione e la rinegoziazione del debito, sia per gli investimenti fissi, il cui contributo è tornato positivo per la prima volta dall'inizio della pandemia. Sulla base delle risposte fornite a marzo, le banche si attendevano un ulteriore incremento della richiesta di fondi da parte delle imprese nel secondo trimestre. La domanda delle famiglie è lievemente diminuita sia per i mutui sia per il credito al consumo, riflettendo soprattutto il calo della fiducia dei consumatori. Con riferimento al secondo trimestre le banche hanno segnalato attese di aumento della domanda in entrambi i comparti, in particolar modo per quello del credito al consumo.

È stato chiesto alle banche di valutare l'impatto delle misure di politica monetaria adottate dalla BCE. Nei sei mesi terminanti a marzo del 2021 l'APP, il PEPP e le operazioni TLTRO3 hanno contribuito ad allentare i termini e le condizioni del credito a famiglie e imprese e ad aumentare i volumi di prestiti erogati. Per i sei mesi terminanti a settembre del 2021 le banche si aspettano che le operazioni TLTRO3 continuino a esercitare un effetto positivo sulle loro politiche di credito, diversamente dai programmi di acquisto di titoli, il cui impatto sarebbe sostanzialmente nullo.

In base ai risultati delle indagini presso le imprese condotte dall'Istat e dalla Banca d'Italia, le condizioni di accesso al credito sono diventate più distese nel secondo trimestre del 2021 per le aziende dei servizi e per quelle di maggiore dimensione operanti nella manifattura (figura B).

**Sono finora rimasti contenuti i nuovi crediti deteriorati...**

Nel primo trimestre del 2021 il flusso dei nuovi crediti deteriorati in rapporto al totale dei finanziamenti è rimasto stabile all'1,1 per cento, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno (fig. 40). Per i prestiti alle società non finanziarie l'indicatore è sceso (all'1,4 per cento, dall'1,5), riflettendo la riduzione relativa alle imprese operanti nei servizi. Per i prestiti alle famiglie consumatrici è stato

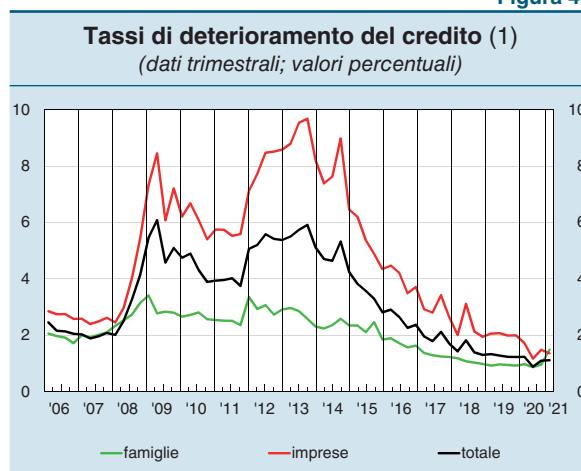
rilevato invece un aumento all'1,5 per cento (dall'1,0 della fine del 2020). Nello stesso periodo, per i gruppi bancari significativi l'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti si è mantenuta stabile, sia al lordo sia al netto delle rettifiche di valore (tav. 15); anche il tasso di copertura (ossia il rapporto tra le rettifiche e la consistenza dei prestiti deteriorati) è rimasto sostanzialmente invariato.

**...ed è migliorata la redditività**

Nei primi tre mesi del 2021 il rendimento annualizzato del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE) dei gruppi significativi è stato particolarmente alto e in forte crescita rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. La perdurante flessione del margine di interesse è stata più che compensata dagli elevati ricavi derivanti dall'attività di negoziazione; sono diminuiti in misura considerevole sia i costi operativi, sia le rettifiche su crediti (entrambi gli aggregati erano stati particolarmente elevati nel primo trimestre dello scorso anno)<sup>5</sup>. L'emersione di nuove perdite su crediti e il venire meno delle condizioni che hanno favorito i ricavi da negoziazione potrebbero condurre a un calo del ROE nel corso dell'anno.

La patrimonializzazione dei gruppi significativi è rimasta invariata nel primo trimestre: la lieve riduzione del capitale è stata compensata da quella degli attivi ponderati.

**Figura 40**



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	Dicembre 2020	Marzo 2021
<b>Crediti deteriorati (2)</b>		
Incidenza lorda sul totale dei finanziamenti	4,1	4,1
Incidenza netta sul totale dei finanziamenti	2,0	2,0
Tasso di copertura (3)	53,5	53,3
<b>Patrimonio di vigilanza</b>		
<i>Common equity tier 1 (CET1) ratio</i>	15,5	15,5
VOCI	1° trim. 2020	1° trim. 2021
<b>Redditività</b>		
ROE (4)	1,7	9,0
Margine di interesse (5)	-5,6	-6,1
Margine di intermediazione (5)	0,2	3,3
Costi operativi (5)	10,1	-10,0
Risultato di gestione (5)	-19,8	40,6
Rettifiche di valore su crediti (5)	79,7	-41,2

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate.  
(1) Dati provvisori. Le banche significative sono quelle vigilate direttamente dalla BCE. – (2) Dati di fine mese. I crediti includono i finanziamenti verso clientela, intermediari creditizi e banche centrali. L'incidenza dei prestiti è riportata al lordo e al netto delle relative rettifiche di valore. – (3) Ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. – (4) Al netto delle componenti straordinarie. – (5) Variazioni percentuali rispetto all'anno precedente.

<sup>5</sup> Nel primo trimestre dello scorso anno i costi operativi includevano oneri non ricorrenti per l'interruzione anticipata del rapporto di lavoro e le rettifiche su crediti avevano risentito del notevole deterioramento del quadro macroeconomico.

## 2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

Le condizioni dei mercati finanziari in Italia sono state influenzate positivamente dalle attese di ripresa dell'attività economica. I rendimenti dei titoli di Stato, aumentati temporaneamente tra aprile e maggio, si sono mantenuti nell'insieme contenuti, anche per effetto della conferma dell'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE.

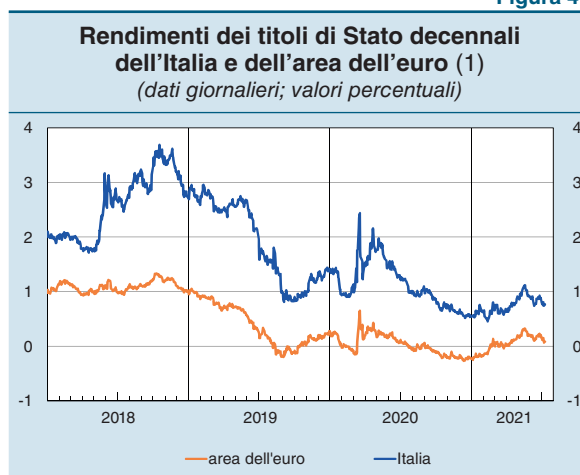
### I rendimenti dei titoli di Stato sono rimasti contenuti

L'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato italiani, osservato da aprile, si è interrotto alla metà di maggio, a seguito delle dichiarazioni di membri del Consiglio direttivo della BCE che hanno ribadito l'intenzione di mantenere favorevoli le condizioni finanziarie (fig. 41; cfr. il par. 1.2). Il differenziale con il rendimento dei titoli di Stato tedeschi sulla scadenza decennale resta al di sotto dei livelli precedenti la pandemia (fig. 42). La volatilità implicita nei contratti derivati sul titolo di Stato decennale italiano è molto contenuta (fig. 43).

### Le quotazioni azionarie sono salite

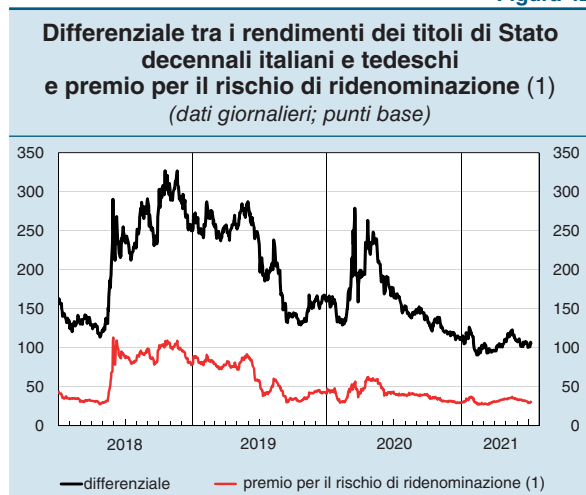
Dalla metà di aprile i corsi azionari in Italia sono cresciuti in linea con quelli dell'area dell'euro (2,8 e 4,0 per cento, rispettivamente; fig. 44.a), grazie al miglioramento delle prospettive reddituali delle società generato dalle attese di una decisa ripresa dell'attività economica. L'indice del comparto bancario è aumentato in misura più marcata in Italia che nell'area dell'euro (5,3 e 3,5 per cento, rispettivamente), beneficiando soprattutto della maggiore redditività corrente e attesa e delle

Figura 41



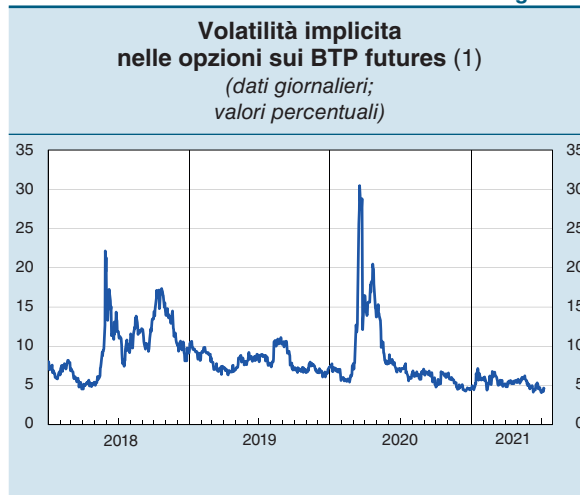
Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv e Bloomberg.  
(1) Rendimenti medi, ponderati per il PIL del 2020 a prezzi costanti, dei titoli di Stato decennali di 11 paesi dell'area dell'euro (Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna) e rendimento del BTP decennale.

Figura 42

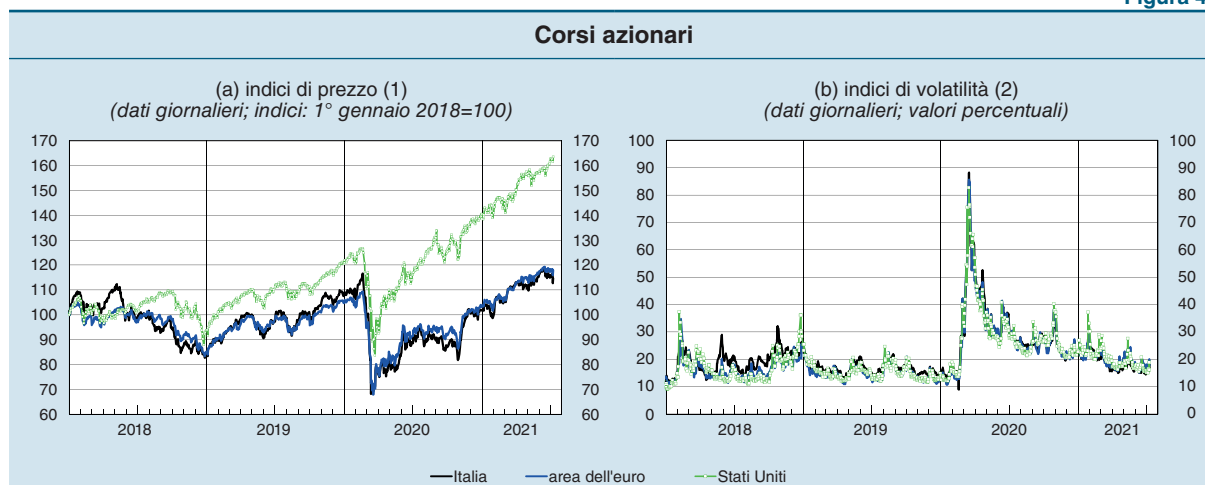


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e ICE CMA.  
(1) Differenza tra il premio sul contratto CDS ISDA 2014 a 5 anni sul debito sovrano italiano e quello sul CDS ISDA 2003 di pari scadenza. Il regolamento ISDA 2014, rispetto a quello del 2003, offre una maggiore protezione nel caso di ridenominazione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

Figura 43



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.

prospettive di consolidamento nel settore. La volatilità dei corsi azionari è rimasta sostanzialmente invariata (fig. 44.b).

Dalla metà di aprile i rendimenti sul mercato secondario delle obbligazioni delle banche e delle società non finanziarie italiane si sono mantenuti pressoché stabili, registrando una variazione di -4 e di 2 punti base, rispettivamente (fig. 45). Anche nella media dell'area dell'euro i rendimenti delle obbligazioni emesse da banche e società non finanziarie sono rimasti invariati.

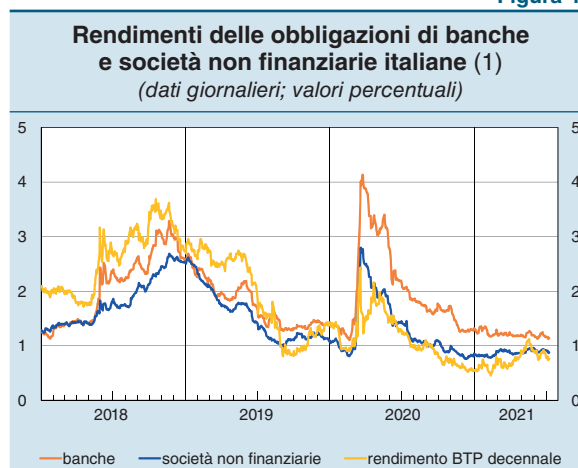
#### Le emissioni nette delle imprese sono diminuite

Nel primo trimestre del 2021 i collocamenti netti di titoli obbligazionari da parte di società non finanziarie sono stati pari a 6,3 miliardi di euro (da 7 miliardi nel quarto trimestre del 2020); le banche hanno invece effettuato rimborsi netti per 5,2 miliardi (da 12,4 nel periodo precedente) confermando la tendenza, in atto negli ultimi anni, a ricorrere al mercato obbligazionario in misura più limitata. Dati preliminari di fonte Bloomberg segnalano che le emissioni lorde sarebbero diminuite per le società non finanziarie e per le banche nella media del secondo trimestre (erano rispettivamente 12,3 e 17,8 miliardi nel primo).

#### La raccolta netta dei fondi comuni è stata positiva

Secondo i dati forniti da Assogestioni il flusso netto di risparmio verso i fondi comuni aperti è stato positivo nel primo trimestre (18,7 miliardi di euro), un risultato interamente ascrivibile ai fondi di diritto estero. Gli investitori hanno acquistato sia fondi azionari (la cui raccolta netta è stata pari a 13,1 miliardi), sia fondi bilanciati (4,3 miliardi), obbligazionari (2,8 miliardi) e monetari (1,4 miliardi). I fondi *hedge* e i fondi flessibili (-0,1 e -2,8 miliardi, rispettivamente) hanno realizzato una raccolta netta negativa. La raccolta netta dei fondi comuni aperti è proseguita in aprile e in maggio (rispettivamente 4,1 e 4,9 miliardi, a fronte di 7,5 in marzo).

Figura 45



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.



## 2.9 LA FINANZA PUBBLICA

Nel secondo trimestre il Governo ha varato nuove misure a sostegno di lavoratori e imprese. Il 13 luglio il Consiglio della UE ha approvato il PNRR italiano, presentato alla fine di aprile.

**In primavera sono state decise nuove misure di sostegno**

Dopo il provvedimento di marzo (DL 41/2021, decreto “sostegni”), il Governo ha emanato in maggio il DL 73/2021 (decreto “sostegni bis”)<sup>6</sup>, che ha utilizzato quasi per intero il maggiore disavanzo (40 miliardi per l’anno in corso) autorizzato in aprile dal Parlamento<sup>7</sup>. Il decreto destina larga parte delle risorse (circa 32 miliardi) alle imprese, prevedendo misure volte a sostenere le aziende più colpite dalla pandemia e a incentivare gli investimenti e la patrimonializzazione delle imprese<sup>8</sup>.

Nel complesso, secondo le valutazioni ufficiali, gli interventi approvati nel primo semestre del 2021 determinano un aumento dell’indebitamento netto di oltre 70 miliardi (circa 4 punti percentuali di PIL) nell’anno in corso rispetto a quanto programmato alla fine del 2020.

**Nei primi mesi dell’anno il fabbisogno è rimasto su livelli elevati**

L’andamento dei conti pubblici nella prima parte dell’anno ha continuato a risentire, oltre che del quadro macroeconomico, degli effetti dei provvedimenti di emergenza. Nel primo

semestre il fabbisogno del settore statale si è mantenuto su livelli elevati (84,8 miliardi), in diminuzione di 10,4 miliardi rispetto allo stesso periodo del 2020. Con riferimento all’insieme delle Amministrazioni pubbliche, per cui sono disponibili i dati relativi ai primi cinque mesi dell’anno, il fabbisogno è stato di 62,9 miliardi, 8,5 in meno nel confronto con il corrispondente periodo del 2020 (fig. 46).

Nel mese di maggio il debito delle Amministrazioni pubbliche ha raggiunto 2.687 miliardi<sup>9</sup>; rispetto alla fine del 2020 è salito di poco più di 113 miliardi, riflettendo, oltre al

Figura 46



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

<sup>6</sup> Per maggiori dettagli, cfr. *Conversione in legge del DL 25 maggio 2021, n. 73 (misure urgenti connesse all’emergenza da Covid-19, per le imprese, il lavoro, i giovani, la salute e i servizi territoriali)*, testimonianza del Capo del Servizio Struttura economica della Banca d’Italia F. Balassone, Camera dei deputati, Roma, 7 giugno 2021.

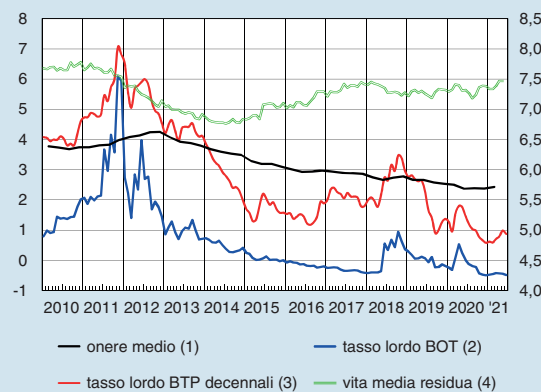
<sup>7</sup> L’autorizzazione del Parlamento prevede anche uno scostamento di bilancio per gli anni successivi (circa 5,8 miliardi in media all’anno tra il 2022 e il 2034), che è stato utilizzato principalmente con il DL 59/2021 (convertito dalla L. 101/2021) varato lo scorso maggio. Il provvedimento istituisce il Piano nazionale per gli investimenti complementari al PNRR e incrementa la dotazione del Fondo per lo sviluppo e la coesione, nonché le risorse per l’alta velocità ferroviaria. Il Piano per gli investimenti complementari riguarda progetti che, seppure in linea con gli indirizzi del Dispositivo per la ripresa e la resilienza, non sono da questo finanziati in quanto eccedono l’ammontare complessivo dei fondi destinati all’Italia. Il decreto determina un aumento dell’indebitamento netto di circa 0,9 miliardi nel 2021 e di 4,5 all’anno, in media, nel triennio successivo.

<sup>8</sup> Alla fine di giugno è stato varato anche il DL 99/2021, contenente misure di natura temporanea di sostegno ai lavoratori e alle imprese e in materia fiscale, finanziate principalmente da risparmi di spesa derivanti da interventi precedenti; l’impatto del decreto sul disavanzo è quindi pressoché nullo.

<sup>9</sup> Con l’ultima erogazione avvenuta alla fine di maggio, l’Italia ha ottenuto la totalità dei 27,4 miliardi di prestiti SURE. In media, questi prestiti hanno una durata di circa 15 anni e un onere per interessi leggermente negativo.

Figura 47

**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.

fabbisogno, l'aumento delle disponibilità liquide del Tesoro. La vita media residua del debito si è lievemente allungata dalla fine dello scorso anno, collocandosi alla fine di maggio a 7,5 anni (fig. 47). L'onere medio del debito è stato pari al 2,42 per cento alla fine di marzo, dal 2,38 della fine del 2020. Nei programmi del Governo pubblicati in aprile, che tengono conto degli effetti del decreto "sostegni bis", il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche è pari quest'anno all'11,8 per cento del prodotto (9,5 nel 2020) e il rapporto fra il debito e il PIL raggiunge il 159,8 per cento (dal 155,8 del 2020).

Nelle valutazioni dei Programmi di stabilità, pubblicate il 2 giugno, la Commissione ha confermato che la clausola di salvaguardia generale<sup>10</sup> (*general escape clause*) continuerà a essere applicata fino al 2022 e ha richiesto che da quell'anno le politiche di bilancio diventino più differenziate tra paesi, nel rispetto delle diversità delle situazioni nazionali. All'Italia è raccomandata particolare attenzione nel limitare la dinamica della spesa corrente.

**Il Consiglio della UE ha approvato il PNRR**

Il 13 luglio il Consiglio della UE ha approvato il PNRR trasmesso dal Governo alla fine di aprile. Il Piano prevede interventi per 191,5 miliardi nel periodo 2021-26, di cui 68,9 finanziati da trasferimenti e 122,6 da prestiti<sup>11</sup>. Entro l'estate è prevista

l'erogazione di una prima quota di risorse, pari al 13 per cento dell'ammontare complessivo (circa 25 miliardi) a titolo di prefinanziamento (cfr. il par. 1.2).

**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 giugno<sup>12</sup>.

**La domanda è sostenuta dai progressi nelle vaccinazioni...**

Lo scenario qui esposto è basato sulle ipotesi che prosegua il miglioramento del quadro sanitario a livello nazionale e globale, favorito dalle campagne di vaccinazione, e che ciò si traduca nella conferma dell'allentamento delle restrizioni alla mobilità, che non sarebbero più in vigore all'inizio del 2022.

<sup>10</sup> La clausola, pur non sospendendo l'operatività del Patto di stabilità e crescita, consente deviazioni dal normale percorso di rientro verso l'obiettivo di bilancio di medio termine e una ridefinizione dei termini raccomandati dal Consiglio europeo per il rientro dalle situazioni di disavanzo o di debito eccessivo.

<sup>11</sup> Il PNRR include anche le risorse del programma denominato Assistenza alla ripresa per la coesione e i territori d'Europa (*Recovery Assistance for Cohesion and the Territories of Europe*, React-EU; 13,5 miliardi) e le risorse del Piano nazionale per gli investimenti complementari al PNRR (30,6 miliardi), per un ammontare complessivo di 235,6 miliardi, di cui circa 82 sono costituiti da trasferimenti.

<sup>12</sup> Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Proiezioni macroeconomiche per l'Italia*, 11 giugno 2021.

**...dalle politiche economiche...**

Si assume inoltre un forte sostegno della politica di bilancio, con l'utilizzo sia di risorse nazionali sia di fondi europei, e il mantenimento di condizioni monetarie e finanziarie favorevoli. Le ipotesi tecniche prevedono che i rendimenti dei titoli di Stato decennali italiani rimangano stabili allo 0,9 per cento nell'anno in corso e salgano solo gradualmente nei due successivi, in linea con le attese desumibili dalle quotazioni di mercato, che riflettono la determinazione espressa dall'Eurosistema a mantenere a lungo un orientamento monetario molto espansivo.

Si ipotizza che le condizioni di accesso al credito restino distese: grazie alla ripresa della crescita e al ritiro molto graduale delle misure di sostegno, le ripercussioni della crisi pandemica sull'indebitamento delle imprese e sulla qualità del credito bancario rimangono contenute e non si traducono in un significativo irrigidimento delle condizioni di finanziamento. Il costo del credito alle imprese si collocherebbe all'1,5 per cento nella media del 2021 e in seguito aumenterebbe solo lievemente.

**...e dalla ripresa del commercio globale**

Le proiezioni incorporano anche un andamento favorevole degli scambi globali, coerente con le valutazioni più recenti delle istituzioni internazionali (cfr. il par. 1.1). La domanda estera dell'Italia, ponderata per i mercati di destinazione, dopo essere caduta di circa 10 punti percentuali nel 2020, crescerebbe dell'8,8 per cento nel 2021 e del 4,7 all'anno nella media del prossimo biennio (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 BCE. Le proiezioni per l'Italia qui presentate aggiornano quelle diffuse lo scorso 11 giugno e sono basate sulle informazioni disponibili al 9 luglio.

Le principali ipotesi sottostanti allo scenario sono le seguenti (tavola):

- a) la domanda estera ponderata per i mercati di destinazione delle nostre esportazioni, diminuita del 10 per cento nel 2020, cresce dell'8,8 nell'anno in corso e del 4,7 all'anno in media nel biennio 2022-23;
- b) il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro, pari a 1,14 nel 2020, sale a 1,20 nel 2021 e si colloca a 1,19 nel biennio 2022-23<sup>2</sup>;
- c) il prezzo del greggio (qualità Brent), fissato sulla base delle quotazioni dei

**Tavola**

### Ipotesi sulle principali variabili esogene

VOCI	2020	2021	2022	2023
Domanda estera potenziale (1)	-10,0	8,8	5,9	3,4
Dollaro/euro (2)	1,14	1,20	1,19	1,19
Cambio effettivo nominale (1) (3)	-1,5	-1,0	0,2	0,0
Prezzo del greggio (2) (4)	42,3	69,2	69,0	64,8
Tasso Euribor a 3 mesi (2)	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4
Tasso BOT a 1 anno (2)	-0,1	-0,5	-0,4	-0,3
Tasso BTP a 10 anni (2)	1,1	0,9	1,1	1,4

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.  
(1) Variazioni percentuali. – (2) Medie annue. – (3) Variazioni positive indicano un deprezzamento. – (4) Dollari per barile, qualità Brent.

<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 il 12 luglio.

contratti futures, è pari a 69,2 dollari al barile nella media di quest'anno (42,3 nel 2020), si mantiene su valori simili nel 2022 e si riduce leggermente in seguito, collocandosi a circa 65 dollari nel 2023;

- d) il tasso di interesse a tre mesi sul mercato interbancario (Euribor) è pari a -0,5 nel biennio 2021-22 e a -0,4 nel 2023;
- 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 0,9 nel 2021 per poi risalire gradualmente fino all'1,4 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 inserite nella legge di bilancio per il 2021, nel decreto "sostegni", nel DL 59/2021<sup>3</sup> e nel decreto "sostegni bis", nonché un'ipotesi sull'utilizzo dei fondi europei nell'ambito del programma NGEU, formulata secondo le indicazioni contenute nel PNRR.

<sup>3</sup> Contenente misure urgenti relative al Fondo complementare al PNRR e altre misure urgenti per gli investimenti.

**Il PIL accelererebbe con decisione dall'estate...**

Sulla base di queste ipotesi, il prodotto, dopo il recupero della prima metà del 2021, accelererebbe in misura significativa a partire dal terzo trimestre. Nella media dell'anno, l'aumento del PIL è attualmente valutabile al 5,1 per cento nel 2021; resterebbe elevato nel biennio successivo (con una stima puntuale del 4,4 nel 2022 e del 2,3 nel 2023). Il prodotto tornerebbe sui livelli precedenti la crisi pandemica nella seconda metà del 2022 (tav. 16; figg. 48 e 49).

**...grazie a un contributo rilevante del PNRR**

Lo scenario qui delineato dipende fortemente dall'efficacia e dalla tempestività delle misure di sostegno e rilancio. Nelle proiezioni, gli interventi finanziati con il bilancio nazionale e con i fondi europei, tra cui quelli delineati nel PNRR<sup>13</sup>, forniscono un impulso considerevole all'attività economica, innalzando il livello del PIL di circa 4 punti percentuali cumulati nel triennio di previsione. Circa la metà di questo effetto è attribuibile agli interventi del PNRR, nel presupposto che siano realizzati con efficacia e senza significativi ritardi.

Le valutazioni incorporano gli effetti di domanda degli interventi del piano, cui è associato un moltiplicatore medio appena superiore all'unità, coerentemente con l'ipotesi che questi siano in ampia misura concentrati sugli investimenti pubblici. Effetti ulteriori negli anni successivi all'orizzonte di previsione potrebbero essere ottenuti qualora la modalità di attuazione degli investimenti pubblici fosse tale da accrescere la redditività del capitale privato, attraverso le riforme prefigurate nel PNRR e i piani di incentivo alla ricerca e all'innovazione<sup>14</sup>.

**Nel quadro previsivo riparte l'occupazione...**

Nel prossimo triennio le ore lavorate aumenterebbero di oltre l'11 per cento, riportandosi alla fine del 2022 sui valori precedenti la pandemia. Anche il numero di occupati continuerebbe a espandersi nei prossimi trimestri, tornando al di sopra dei livelli pre-crisi entro i primi sei mesi del 2023. Nelle proiezioni l'impatto

<sup>13</sup> Le proiezioni tengono conto degli interventi definiti con la legge di bilancio 2021, nonché del decreto "sostegni", del DL 59/2021 e del decreto "sostegni bis"; includono inoltre un'ipotesi sull'utilizzo dei fondi europei nell'ambito del programma NGEU coerente con le indicazioni del PNRR.

<sup>14</sup> Cfr. il riquadro: *Il Piano nazionale di ripresa e resilienza* del capitolo 4 nella *Relazione annuale* sul 2020.

## Scenario macroeconomico

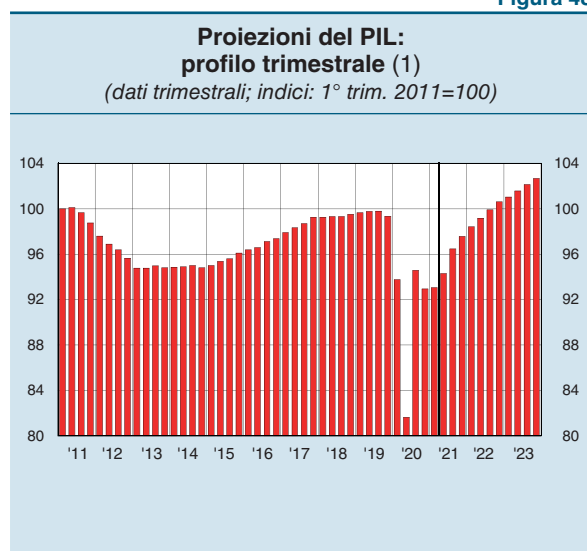
(variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)

VOCI	2020	2021	2022	2023
PIL (1)	-8,9	5,1	4,4	2,3
Consumi delle famiglie	-10,7	3,3	5,6	2,2
Consumi collettivi	1,6	2,2	-1,9	0,6
Investimenti fissi lordi	-9,6	15,2	8,7	5,0
di cui: investimenti in beni strumentali	-11,5	11,6	8,2	7,6
Esportazioni totali	-14,7	11,0	6,5	3,2
Importazioni totali	-13,2	12,9	7,7	3,7
Variazione delle scorte (2)	-0,1	0,3	0,0	0,0
per memoria: PIL, dati grezzi (3)	-8,9	5,1	4,3	2,2
Prezzi (IPCA)	-0,1	1,5	1,3	1,3
IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici	0,5	0,5	0,6	1,1
Deflatore del PIL	1,2	1,3	1,6	1,4
Occupazione (ore lavorate)	-11,2	5,0	4,1	2,5
Occupazione (numero di occupati)	-2,8	-0,7	1,6	1,8
Tasso di disoccupazione (4)	9,3	10,5	10,3	9,9
Competitività all'export (5)	-2,2	0,4	0,3	-0,7
Saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti (6)	3,5	3,3	2,9	2,9

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. Contributi 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.

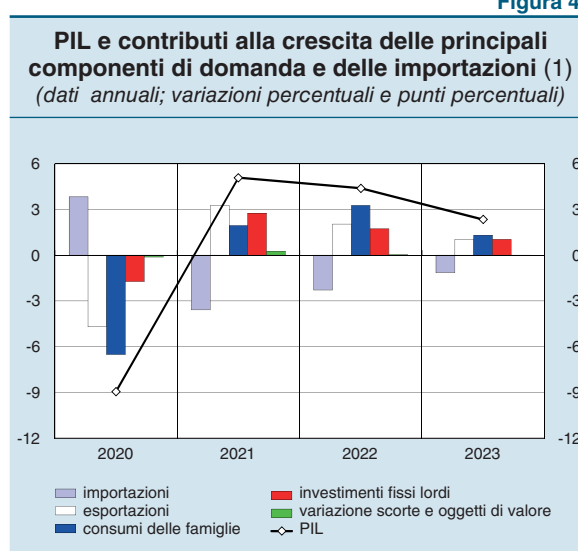
Figura 48



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

(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. Dati storici fino al 1° trimestre 2021; proiezioni per i trimestri successivi.

Figura 49



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

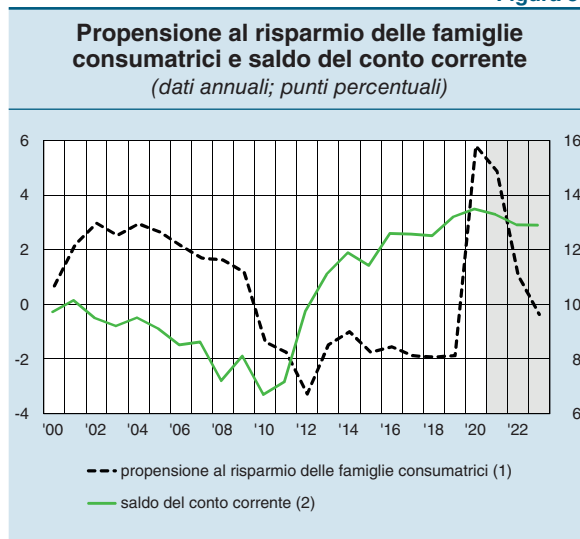
(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative.

della rimozione dei provvedimenti di blocco dei licenziamenti sull'occupazione complessiva viene in larga misura compensato dalle nuove assunzioni. Il tasso di disoccupazione, previsto in aumento nel 2021 (al 10,5 per cento), si ridurrebbe in seguito, collocandosi al 9,9 per cento nel 2023.

**...crescono gradualmente i consumi...**

I consumi, che all'inizio del 2021 hanno risentito delle restrizioni alla mobilità e dei timori di contagio, tornerebbero a espandersi nei mesi estivi (cfr. il par. 2.3), con un parziale recupero degli acquisti non effettuati nel 2020 (cfr. il riquadro: *I risparmi accumulati durante la pandemia e le proiezioni sui consumi*). Il tasso di risparmio scenderebbe nel prossimo biennio con il superamento della crisi sanitaria e il graduale dissiparsi dell'incertezza sulle prospettive reddituali, ma si manterrebbe al di sopra dei valori pre-crisi (fig. 50). In media d'anno la spesa delle famiglie crescerebbe del 3,3 per cento nel 2021, del 5,6 nel 2022 e del 2,2 nel 2023.

Figura 50



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

## I RISPARMI ACCUMULATI DURANTE LA PANDEMIA E LE PROIEZIONI SUI CONSUMI

Nel 2020 la caduta dei consumi delle famiglie, pari al 10,7 per cento in termini reali, è stata molto più significativa rispetto a quella del reddito disponibile, sceso solo del 2,6 per cento grazie ai sostegni pubblici prevalentemente di natura temporanea. Ne è derivato un eccezionale incremento del tasso di risparmio aggregato delle famiglie, che – seppure concentrato nei nuclei più abbienti – è salito al 15,8 per cento<sup>1</sup>, un livello quasi doppio rispetto a quello medio del decennio precedente.

Nella formulazione di proiezioni macroeconomiche per il prossimo triennio sono, di conseguenza, molto rilevanti le ipotesi sulla quota dei risparmi accumulati nel 2020 che le famiglie potrebbero utilizzare per finalità di consumo nell'anno corrente; di queste ipotesi vanno valutate plausibilità e conseguenze.

Secondo l'ISF condotta dalla Banca d'Italia, l'aumento dei risparmi nel 2020 è stato determinato pressoché in egual misura dalle restrizioni alla mobilità e all'accesso a determinati servizi (quali le attività ricreative e di ristorazione), dai timori di contagio e da motivi precauzionali di ordine economico<sup>2</sup>. In base alle indagini finora disponibili, in prospettiva le famiglie, pur nell'ipotesi di una progressiva rimozione delle misure restrittive, prevedono di utilizzare parte della maggiore ricchezza per le spese future, ma ancora con considerevole cautela. I nuclei intervistati indicano in particolare che quest'anno destinerebbero a finalità di consumo circa un terzo dei risparmi accumulati nel 2020.

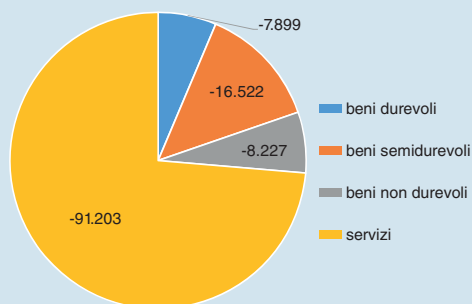
<sup>1</sup> Corretto per tener conto della variazione dei diritti netti delle famiglie sulle riserve tecniche dei fondi pensione; al netto di tale componente il tasso di risparmio è salito al 15,3 per cento.

<sup>2</sup> C. Rondinelli e F. Zanichelli, *Principali risultati della quarta edizione dell'indagine straordinaria sulle famiglie italiane*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 21 maggio 2021.

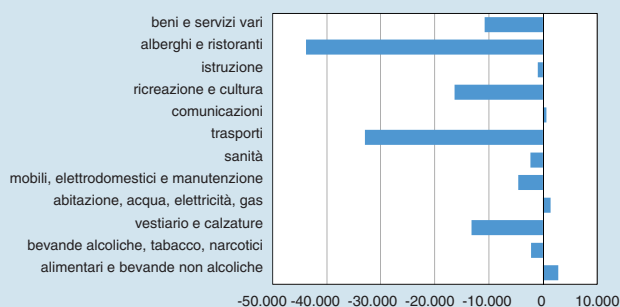


### Scomposizione della contrazione dei consumi finali delle famiglie nel 2020 (variazioni rispetto al 2019; milioni di euro)

(a) per beni durevoli, semidurevoli, non durevoli e servizi



(b) per voce di spesa



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Queste indicazioni suggeriscono che, anche in considerazione delle condizioni cicliche, nell'anno in corso la risposta dei consumi all'incremento della ricchezza finanziaria, detenuto soprattutto sotto forma di depositi, potrebbe essere più forte rispetto a quanto mediamente osservato per l'economia italiana sulla base delle regolarità passate<sup>3</sup>.

Una risposta più forte del consumo all'aumento della ricchezza potrebbe essere motivata dalla volontà di effettuare nel 2021 acquisti rinviati a causa della pandemia. Sulla scorta di quanto osservato in passati episodi<sup>4</sup>, è verosimile che almeno parte della spesa in beni durevoli e semidurevoli non effettuata nel 2020 sia stata posticipata al 2021<sup>5</sup>; è meno plausibile invece che ciò valga anche per servizi e beni non durevoli. Nella media del 2020, i minori acquisti di beni durevoli e semidurevoli hanno contribuito per poco meno del 20 per cento (circa 25 miliardi) alla caduta dei consumi interni (complessivamente pari all'11,8 per cento, ossia quasi 125 miliardi di euro); il restante 80 per cento circa della riduzione dei consumi (poco meno di 100 miliardi) è invece riconducibile alla spesa per servizi e beni non durevoli (figura).

Queste considerazioni sono incorporate nelle proiezioni del quadro macroeconomico, dove i consumi delle famiglie includono una correzione al rialzo rispetto a quanto sarebbe stimabile tenendo conto delle elasticità tipiche con cui i consumi reagiscono a incrementi del reddito e della ricchezza nel modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia. Si assume che questa correzione, corrispondente a circa 20 miliardi entro la prima metà del 2022, determini un

<sup>3</sup> R. De Bonis, D. Liberati, J. Muellbauer e C. Rondinelli, *Consumption and wealth: new evidence from Italy*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1304, 200; R. De Bonis e A. Silvestrini, *The effects of financial and real wealth on consumption: new evidence from OECD countries*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 837, 2011; M. Paiella, *Does wealth affect consumption? Evidence for Italy*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 510, 2004. Questi autori stimano per l'Italia che un aumento della ricchezza finanziaria pari a un euro genererebbe maggiori consumi per un valore compreso tra 4 e 9 centesimi di euro. Tali stime sono in linea con quelle implicite nel modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia; cfr. G. Bulligan, F. Busetti, M. Caivano, P. Cova, D. Fantino, A. Locarno e L. Rodano, *The Bank of Italy econometric model: an update of the main equations and model elasticities*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1130, 2017.

<sup>4</sup> A. Bassanetti, M. Cecioni, A. Nobili e G. Zevi, *Le principali recessioni italiane: un confronto retrospettivo*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 46, 2009.

<sup>5</sup> Tra i beni durevoli sono compresi in particolare le autovetture, i motocicli, le imbarcazioni, gli articoli di arredamento, gli elettrodomestici, la gioielleria e l'orologeria; i semidurevoli includono, tra i beni più rilevanti, i capi di abbigliamento, le calzature, gli occhiali, i libri e vari articoli per la casa (biancheria, tessuti per arredamento, cristalleria, stoviglie, ecc.).



recupero pieno degli acquisti di beni durevoli non effettuati nel 2020 (circa 8 miliardi), nonché un recupero parziale dei mancati acquisti di beni semidurevoli.

Sebbene la crescita dei consumi delle famiglie nel 2021 sia maggiore di quella derivabile dalle normali elasticità del modello, il tasso di risparmio diminuisce solo in modo progressivo nel triennio di previsione, rimanendo al di sopra dei valori pre-pandemia. Ciò dipende dalla tendenza dei consumatori a distribuire nel tempo l'impatto sui consumi di aumenti occasionali delle risorse a propria disposizione, come quelli associati ai maggiori risparmi accumulati nel corso della crisi sanitaria; una discesa graduale del tasso di risparmio è inoltre coerente con le indicazioni di cautela nella spesa desumibili dalle nostre indagini.

Questa valutazione è tuttavia caratterizzata da particolare incertezza, in considerazione dell'eccezionalità della contrazione dei consumi durante la pandemia e delle sue determinanti.

In uno scenario più pessimistico, i timori delle famiglie sulle prospettive dell'occupazione e del reddito permanente potrebbero essere più persistenti. Ne conseguirebbe una ripresa più lenta dei consumi rispetto a quella presentata nel quadro previsivo. Per quantificare le conseguenze di questa eventualità si può ipotizzare che i nuclei familiari decidano di posticipare ulteriormente gli acquisti in beni durevoli finora non effettuati<sup>6</sup>. La crescita del PIL nel 2021 scenderebbe di circa mezzo punto percentuale, al 4,6 per cento. Nel successivo biennio sia il prodotto sia i consumi recupererebbero pressoché per intero la minore espansione (tavola).

#### Tavola

VOCI	Effetti di possibili ipotesi alternative sui consumi (differenze nei tassi di variazione rispetto allo scenario previsivo; valori percentuali)					
	Ripresa dei consumi ritardata			Ripresa dei consumi anticipata		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Consumi finali nazionali delle famiglie	-0,9	0,5	0,4	1,3	-0,3	0,0
Prodotto interno lordo	-0,5	0,2	0,2	0,7	-0,1	0,0

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Uno scenario più favorevole, a seguito di un più rapido miglioramento della situazione epidemica e del recupero della fiducia, potrebbe indurre le famiglie ad aumentare la spesa in misura più ampia rispetto a quanto incluso nel quadro previsivo. Ipotizzando che il tasso di risparmio si riporti entro il 2023 sui livelli medi del decennio precedente la crisi pandemica, ne risulterebbe una maggiore spesa per consumi per circa 10 miliardi a partire da quest'anno; conseguentemente si osserverebbe una crescita del PIL superiore di oltre mezzo punto percentuale nel 2021 rispetto alla proiezione centrale, e solo leggermente più contenuta nel 2022 (tavola).

<sup>6</sup> La correzione al rialzo inclusa nello scenario previsivo verrebbe quindi ridotta nell'anno in corso per la parte attribuibile ai beni durevoli (circa 8 miliardi) e corrispondentemente incrementata nel successivo biennio.

**...è molto  
sostenuta  
l'accumulazione...**

La ripresa sarebbe caratterizzata da un forte contributo degli investimenti, all'opposto di quanto osservato dopo le due precedenti recessioni<sup>15</sup>. L'accumulazione di capitale, che già nel primo trimestre dell'anno è tornata al

<sup>15</sup> Cfr. il capitolo 6: *Le imprese* nella *Relazione annuale* sul 2020.

di sopra dei livelli medi del 2019, continuerebbe a espandersi grazie alle migliori prospettive della domanda, alle condizioni favorevoli di finanziamento e al sostegno previsto nel PNRR. Nella media dell'anno, gli investimenti aumenterebbero del 15,2 per cento nel 2021, dell'8,7 nel 2022 e del 5 nel 2023. Alla fine del triennio il rapporto tra investimenti e PIL si riporterebbe, dopo oltre un decennio, in prossimità dei livelli precedenti la crisi finanziaria del 2008-09 (fig. 51); vi contribuirebbe in misura significativa la componente pubblica, il cui peso sul prodotto tornerebbe in linea con la media europea dopo oltre un decennio.

**...e le esportazioni sono in linea con il commercio globale**

Le vendite all'estero, soprattutto di beni, sarebbero sospinte dalla ripresa del commercio mondiale; quelle di servizi risentirebbero del recupero più graduale dei flussi turistici, che si ipotizza tornino in prossimità dei livelli pre-crisi solo nel 2023. Le esportazioni aumenterebbero dell'11 per cento nell'anno in corso e in media di circa il 5 per cento all'anno nel prossimo biennio, coerentemente con la domanda estera. Le importazioni, attivate anche dagli investimenti, crescerebbero a ritmi più sostenuti. L'avanzo di conto corrente della bilancia dei pagamenti si ridurrebbe di poco nell'orizzonte previsivo, scendendo appena sotto il 3 per cento (fig. 50).

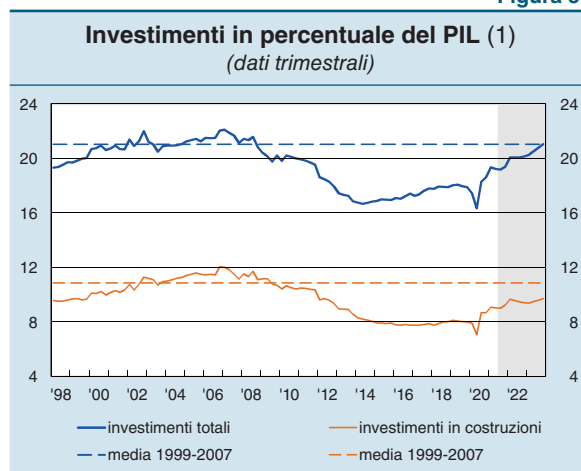
**L'aumento dell'inflazione riflette i rincari dei beni energetici**

L'inflazione al consumo si porterebbe all'1,5 per cento quest'anno, sospinta soprattutto dagli effetti del rincaro delle materie prime, e scenderebbe all'1,3 per cento nel prossimo biennio (fig. 52). Anche in considerazione del livello finora contenuto delle aspettative di inflazione di famiglie e imprese (cfr. il par. 2.6), non vi sono al momento segnali di una più decisa trasmissione ai prezzi interni o di un'accelerazione dei salari, condizione necessaria per un più persistente rialzo dell'inflazione. La componente di fondo salirebbe dallo 0,5 per cento nel 2021 fino all'1,1 nel 2023; la sosterebbero una riduzione dei margini di capacità inutilizzata e un'accelerazione solo graduale delle retribuzioni: si ipotizza che i salari nel settore privato aumentino di circa lo 0,7 per cento nell'anno in corso e di circa l'1,2 in media nel prossimo biennio. L'inflazione interna, misurata dal deflatore del PIL, sarebbe pari all'1,4 per cento nella media del triennio.

**Le proiezioni del PIL sono state riviste al rialzo**

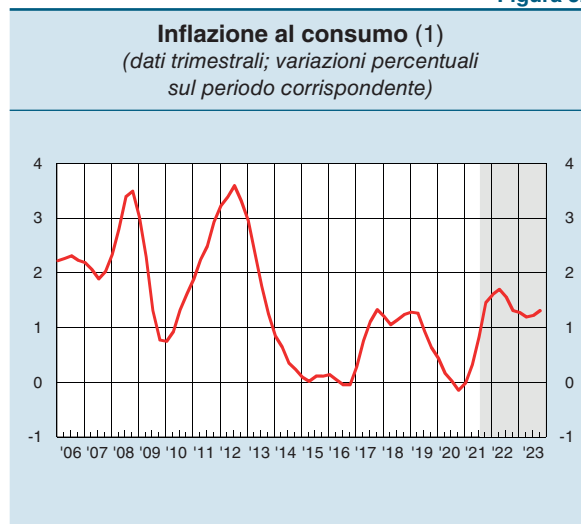
Rispetto alle proiezioni pubblicate nel *Bollettino economico* dello scorso gennaio, la crescita è stata rivista al rialzo di 1,6 punti percentuali nel 2021 e di 0,6 nel 2022. La revisione è dovuta principalmente agli effetti delle ulteriori misure di sostegno introdotte dal Governo e alle nuove informazioni su tempi e modalità di

Figura 51



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

Figura 52



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

attuazione degli interventi programmati nel PNRR. Le previsioni di inflazione sono state riviste al rialzo di 0,8 punti percentuali quest'anno e intorno ai 3 decimi di punto nella media del biennio 2022-23, riflettendo le più elevate quotazioni delle materie prime<sup>16</sup>.

Le nostre proiezioni di crescita nel biennio 2021-22 sono in linea con quelle della Commissione europea di luglio. Risultano invece lievemente più favorevoli di quelle formulate in maggio dall'OCSE e in giugno dall'FMI e da Consensus Economics (tav. 17), elaborate prima che fosse resa nota la revisione al rialzo della stima del PIL nel primo trimestre. Le previsioni di inflazione per quest'anno e per il prossimo non si discostano significativamente da quelle formulate dalla Commissione, dall'OCSE e da Consensus Economics, mentre sono più elevate di quelle dell'FMI.

**La pandemia e l'efficacia delle politiche sono fattori di incertezza**

I principali elementi di incertezza che circondano le prospettive di crescita sono legati all'evoluzione della pandemia e all'efficacia delle politiche di sostegno. Nell'anno in corso l'andamento dei contagi può incidere sulla fiducia e sulle decisioni di consumo e investimento. Negli anni successivi l'intensità della ripresa dipenderà in buona parte da come verranno realizzati i progetti connessi con il PNRR: un'attuazione ritardata e meno efficace e, più in generale, una prematura rimozione del sostegno delle politiche economiche potrebbero indebolirla. Per contro, la crescita potrebbe beneficiare di una più celere esecuzione degli interventi – in grado di incidere positivamente sulla fiducia, sull'accumulazione e sulla propensione alla spesa – nonché di un impatto dei progetti e delle riforme del PNRR sulla crescita potenziale già entro il triennio di previsione. Il ritmo del recupero dell'attività dipenderà anche dalla risposta dei comportamenti di consumo alle riaperture dell'economia.

I rischi sull'inflazione sono bilanciati. Il permanere di ampi margini di capacità inutilizzata potrebbe ritardare la ripresa delle retribuzioni rispetto a quanto indicato nel quadro previsivo. Per contro, un'azione di sostegno all'economia incisiva e persistente potrebbe riflettersi in un ritorno più rapido delle aspettative di inflazione e della crescita salariale in Italia e nell'area dell'euro verso valori coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi.

**Tavola 17**

<b>Previsioni di altre organizzazioni</b> (variazioni percentuali sul periodo precedente)				
VOCI	PIL (1)		Inflazione (2)	
	2021	2022	2021	2022
FMI (giugno)	4,3	4,0	0,8	1,0
OCSE (maggio)	4,5	4,4	1,3	1,0
Commissione europea (luglio)	5,0	4,2	1,4	1,2
Consensus Economics (giugno)	4,5	4,2	1,2	1,1

Fonte: FMI, *Italy. 2021 Article IV consultation-press release; staff report; and statement by the Executive Director for Italy*, IMF Country Report, 21/101, giugno 2021; OCSE, *OECD Economic Outlook*, maggio 2021; Commissione europea, *European Economic Forecast Summer 2021*, luglio 2021; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, giugno 2021.

(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.

<sup>16</sup> Rispetto alle proiezioni pubblicate lo scorso 11 giugno, in occasione dell'esercizio previsivo coordinato dell'Eurosistema, la crescita è stata rivista al rialzo di 0,7 punti percentuali nel 2021, principalmente per la revisione della stima del PIL nel primo trimestre diffusa dall'Istat lo scorso 1° giugno.

## 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>57</b>
A2	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	<b>59</b>
A3	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	<b>60</b>
A4	Prezzi al consumo: Italia, area dell'euro e principali paesi	<b>61</b>
A5	Posizione patrimoniale dell'Italia verso l'estero: consistenze e raccordo con i flussi del conto finanziario della bilancia dei pagamenti	<b>62</b>
A6	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	<b>63</b>
A7	Prestiti delle IFM corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni: Italia e area dell'euro	<b>64</b>
A8	Emissioni nette di obbligazioni: Italia e area dell'euro	<b>65</b>
A9	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche italiane	<b>66</b>
A10	Debito delle Amministrazioni pubbliche italiane	<b>67</b>





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

PERIODO	Belgio	Canada	Cina	Corea del Sud	Francia	Germania
2015	106,0	105,1	132,3	93,6	90,9	87,4
2016	105,7	103,8	126,2	90,3	91,4	89,6
2017	111,9	105,3	126,6	93,4	91,0	89,2
2018	117,2	104,6	128,5	93,6	91,9	90,0
2019	116,1	103,1	125,1	89,8	90,5	89,2
2020	115,5	103,6	125,6	87,7	90,7	91,8
2020 – 1° trim.	115,0	102,7	124,4	87,9	89,5	89,7
2° trim.	112,4	101,2	125,4	86,5	90,4	92,2
3° trim.	117,2	104,5	124,3	86,5	91,6	92,7
4° trim.	117,4	105,9	128,1	90,1	91,5	92,4
2021 – 1° trim.	119,6	110,5	129,1	90,5	90,6	91,0
2020 – gen.	115,9	104,4	123,8	89,4	89,4	88,8
feb.	114,9	103,9	123,9	88,0	89,1	88,8
mar.	114,2	99,8	125,4	86,3	89,8	91,5
apr.	112,2	100,2	127,1	86,7	89,8	92,4
mag.	109,9	100,8	125,7	86,1	90,5	92,2
giu.	115,0	102,6	123,5	86,5	91,0	92,1
lug.	116,4	102,9	123,4	86,5	91,3	92,2
ago.	117,9	105,1	123,5	86,5	91,8	93,0
set.	117,4	105,6	126,1	86,7	91,6	92,9
ott.	117,0	105,3	127,9	88,7	91,5	92,7
nov.	116,8	105,1	128,5	90,2	91,2	92,2
dic.	118,4	107,3	127,9	91,3	91,8	92,2
2021 – gen.	118,5	108,8	128,9	90,8	91,0	91,8
feb.	119,7	110,6	128,9	90,2	90,7	90,9
mar.	120,7	112,2	129,5	90,5	90,1	90,3
apr.	121,4	113,7	129,5	92,2	90,0	90,5

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

continua

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

PERIODO	Giappone	Italia	Paesi Bassi	Regno Unito	Spagna	Stati Uniti
2015	60,3	96,2	107,7	91,5	105,9	102,6
2016	67,9	97,3	109,5	83,3	106,7	104,7
2017	64,0	97,2	111,3	78,5	108,1	103,5
2018	63,2	98,1	112,8	79,5	109,4	103,4
2019	66,1	96,6	113,7	79,8	107,7	105,9
2020	68,4	98,0	115,2	80,2	107,4	105,8
2020 – 1° trim.	67,9	96,4	114,8	81,2	107,1	106,5
2° trim.	69,6	97,8	114,1	80,4	106,2	108,2
3° trim.	68,4	99,0	115,9	79,7	108,1	105,5
4° trim.	67,6	98,9	116,0	79,6	108,3	103,0
2021 – 1° trim.	65,2	97,9	118,7	81,3	109,6	103,0
2020 – gen.	66,7	96,2	114,8	81,7	107,4	105,2
feb.	67,1	95,7	114,3	82,4	106,9	105,9
mar.	69,9	97,4	115,2	79,4	107,1	108,5
apr.	70,1	97,6	113,8	81,3	106,2	108,1
mag.	70,0	97,6	113,8	80,3	105,8	109,3
giu.	68,7	98,2	114,7	79,6	106,7	107,1
lug.	68,7	98,4	115,5	79,4	107,7	106,8
ago.	68,3	99,4	116,1	80,3	108,4	105,2
set.	68,2	99,2	116,1	79,3	108,1	104,5
ott.	68,1	99,1	115,9	79,3	108,1	104,2
nov.	67,7	98,6	115,6	80,2	107,9	103,1
dic.	66,9	99,1	116,5	79,3	108,9	101,7
2021 – gen.	66,5	98,5	118,1	80,2	109,1	101,5
feb.	65,3	97,8	118,6	81,4	109,5	102,5
mar.	63,7	97,5	119,4	82,3	110,1	104,9
apr.	63,3	97,5	120,9	81,4	110,4	104,2

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

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

PERIODO	Redditi per ora lavorata	Produttività oraria			Costo del lavoro per unità di prodotto
		Valore aggiunto (2)	Ore lavorate		
<b>Totale industria al netto delle costruzioni</b>					
2018	1,1	0,6	2,0	1,4	0,4
2019	2,4	-0,2	-0,5	-0,4	2,5
2020	2,4	-0,2	-11,1	-11,0	2,6
2018 – 1° trim.	-0,2	2,2	3,5	1,3	-2,3
2° trim.	2,4	1,4	2,5	1,1	1,0
3° trim.	1,3	-0,2	0,7	1,0	1,5
4° trim.	2,2	-0,6	-0,8	-0,1	2,8
2019 – 1° trim.	3,0	-1,7	-0,3	1,5	4,7
2° trim.	2,0	-0,3	-0,3	0,1	2,3
3° trim.	1,7	1,0	0,0	-1,0	0,7
4° trim.	2,6	0,1	-1,7	-1,8	2,6
2020 – 1° trim.	6,1	1,9	-9,9	-11,6	4,1
2° trim.	4,2	-4,8	-26,9	-23,2	9,5
3° trim.	-0,9	-0,7	-5,2	-4,5	-0,2
4° trim.	0,3	2,0	-3,3	-5,1	-1,6
2021 – 1° trim.	-0,6	1,0	7,0	5,9	-1,6
<b>Servizi</b>					
2018	1,9	-0,2	0,6	0,8	2,1
2019	1,0	0,0	0,4	0,4	1,0
2020	4,0	4,2	-8,1	-11,8	-0,1
2018 – 1° trim.	0,5	0,1	0,9	0,8	0,4
2° trim.	2,8	-0,3	0,6	1,0	3,1
3° trim.	2,4	0,0	0,4	0,5	2,4
4° trim.	3,3	1,0	0,5	-0,5	2,3
2019 – 1° trim.	1,6	-1,2	0,2	1,4	2,9
2° trim.	0,4	0,0	0,5	0,5	0,4
3° trim.	1,0	0,2	0,6	0,5	0,8
4° trim.	1,2	1,0	0,4	-0,7	0,1
2020 – 1° trim.	4,5	4,8	-4,4	-8,7	-0,2
2° trim.	7,8	7,2	-15,5	-21,2	0,5
3° trim.	3,2	3,9	-5,2	-8,8	-0,7
4° trim.	1,8	1,8	-7,4	-9,0	0,0
2021 – 1° trim.	1,5	0,3	-3,2	-3,5	1,2
<b>Totale economia</b>					
2018	1,6	0,0	1,0	0,9	1,6
2019	1,4	0,0	0,2	0,2	1,4
2020	3,3	2,7	-8,6	-11,0	0,6
2018 – 1° trim.	0,5	0,8	1,4	0,5	-0,4
2° trim.	2,6	0,0	1,0	1,1	2,6
3° trim.	2,0	-0,3	0,6	0,9	2,3
4° trim.	2,7	0,7	0,3	-0,4	2,0
2019 – 1° trim.	1,9	-1,3	0,2	1,5	3,2
2° trim.	0,9	0,4	0,4	0,0	0,5
3° trim.	1,2	0,4	0,4	0,0	0,8
4° trim.	1,5	0,4	-0,1	-0,5	1,0
2020 – 1° trim.	4,5	3,7	-5,6	-8,9	0,8
2° trim.	6,2	3,8	-18,1	-21,1	2,2
3° trim.	2,0	2,4	-4,8	-7,0	-0,4
4° trim.	1,5	1,6	-6,1	-7,6	-0,1
2021 – 1° trim.	0,6	-0,3	-0,4	-0,1	0,9

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

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

PERIODO	Redditi per ore lavorate		Produttività oraria		Costo del lavoro per unità di prodotto
			Valore aggiunto (2)	Ore lavorate	
<b>Totale industria al netto delle costruzioni</b>					
2018	2,0	0,3	1,6	1,4	1,7
2019	2,1	-1,1	-0,9	0,2	3,3
2020	3,0	0,0	-7,6	-7,6	3,0
2018 – 1° trim.	1,9	2,1	3,3	1,1	-0,2
2° trim.	2,3	1,3	2,8	1,5	1,0
3° trim.	2,2	-0,2	1,0	1,2	2,4
4° trim.	2,0	-1,6	-0,7	1,0	3,7
2019 – 1° trim.	1,9	-1,7	-0,2	1,5	3,6
2° trim.	2,1	-1,2	-1,0	0,2	3,3
3° trim.	2,6	-0,9	-0,8	0,1	3,5
4° trim.	1,8	-0,6	-1,3	-0,7	2,4
2020 – 1° trim.	3,5	-0,3	-4,9	-4,6	3,9
2° trim.	6,9	-3,2	-19,1	-16,4	10,4
3° trim.	1,4	0,2	-5,6	-5,8	1,2
4° trim.	2,9	3,4	-2,3	-5,5	-0,5
2021 – 1° trim.	1,0	4,7	3,2	-1,5	-3,6
<b>Servizi</b>					
2018	2,0	0,3	2,0	1,7	1,7
2019	2,2	0,6	1,7	1,1	1,6
2020	6,1	1,9	-6,3	-8,1	4,0
2018 – 1° trim.	2,2	1,1	2,5	1,3	1,1
2° trim.	1,9	0,3	2,2	1,9	1,5
3° trim.	2,3	0,0	1,7	1,7	2,3
4° trim.	2,3	0,2	1,6	1,4	2,0
2019 – 1° trim.	1,7	-0,1	1,8	1,9	1,7
2° trim.	2,4	0,8	1,8	1,1	1,6
3° trim.	2,3	1,0	1,8	0,8	1,3
4° trim.	2,2	0,7	1,5	0,8	1,5
2020 – 1° trim.	5,0	1,4	-2,5	-3,8	3,5
2° trim.	10,9	4,8	-13,7	-17,6	5,8
3° trim.	4,2	1,3	-3,9	-5,1	2,9
4° trim.	6,0	1,4	-5,7	-7,0	4,6
2021 – 1° trim.	4,1	2,1	-2,5	-4,5	2,1
<b>Totale economia</b>					
2018	1,9	0,2	1,9	1,7	1,7
2019	2,2	0,4	1,3	0,9	1,8
2020	5,3	1,4	-6,4	-7,7	3,8
2018 – 1° trim.	2,1	1,3	2,6	1,3	0,8
2° trim.	1,8	0,4	2,3	1,8	1,4
3° trim.	2,2	-0,2	1,6	1,7	2,4
4° trim.	2,1	-0,2	1,2	1,4	2,3
2019 – 1° trim.	1,7	-0,3	1,6	1,9	2,0
2° trim.	2,4	0,5	1,3	0,8	1,8
3° trim.	2,4	0,8	1,3	0,5	1,6
4° trim.	2,1	0,5	0,9	0,4	1,6
2020 – 1° trim.	4,6	1,0	-3,0	-4,0	3,5
2° trim.	9,9	3,0	-14,6	-17,0	6,7
3° trim.	3,5	0,7	-4,1	-4,8	2,7
4° trim.	5,2	1,6	-4,7	-6,2	3,5
2021 – 1° trim.	3,2	2,0	-1,2	-3,2	1,1

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

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

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

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

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

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

PERIODO	Consistenze								Raccordo stock-flussi			
	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Strumenti derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	Totale	Totale in percentuale del PIL	Variazione del totale consistenze (a)=(b)+(c)	Aggiustamenti di valutazione (2) (b)	Flussi del conto finanziario (c)	
		Azioni e fondi comuni	Titoli di debito									
<b>Attività</b>												
2017	558	1.391	864	527	76	523	126	2.675	154,0	141	-7	148
2018	594	1.356	822	534	76	551	133	2.710	153,0	36	-68	104
2019	619	1.547	940	607	75	564	156	2.962	165,4	251	132	119
2020	614	1.656	1.011	645	81	564	172	3.086	186,9	125	11	114
2020 – 1° trim.	616	1.412	826	586	85	596	167	2.876	162,9	-86	-120	34
2° trim.	613	1.528	905	623	83	574	175	2.973	175,6	97	82	16
3° trim.	617	1.575	940	634	85	565	178	3.020	180,4	46	14	33
4° trim.	614	1.656	1.011	645	81	564	172	3.086	186,9	67	35	31
2021 – 1° trim.	623	1.702	1.057	645	75	562	164	3.126	188,6	40	5	35
<b>Passività</b>												
2017	456	1.308	263	1.045	107	938	-	2.808	161,7	72	-28	101
2018	488	1.146	216	930	107	1.055	-	2.796	157,8	-12	-90	77
2019	519	1.365	282	1.082	116	978	-	2.978	166,3	182	109	72
2020	524	1.342	252	1.090	130	1.061	-	3.056	185,0	78	13	65
2020 – 1° trim.	522	1.228	206	1.022	133	1.048	-	2.930	165,9	-48	-85	37
2° trim.	523	1.263	231	1.032	132	1.075	-	2.993	176,7	62	45	17
3° trim.	525	1.293	222	1.071	135	1.052	-	3.004	179,5	12	9	2
4° trim.	524	1.342	252	1.090	130	1.061	-	3.056	185,0	51	43	8
2021 – 1° trim.	531	1.387	274	1.113	116	1.058	-	3.092	186,6	36	8	28
<b>Posizione netta</b>												
2017	102	83	601	-518	-31	-415	126	-134	-7,7	68	21	48
2018	106	210	606	-396	-31	-504	133	-86	-4,8	48	21	27
2019	100	182	657	-475	-41	-414	156	-16	-0,9	69	23	47
2020	90	314	759	-445	-49	-496	172	30	1,8	47	-2	49
2020 – 1° trim.	94	184	620	-436	-48	-452	167	-54	-3,1	-38	-36	-2
2° trim.	90	265	674	-409	-49	-501	175	-19	-1,1	35	37	-2
3° trim.	92	282	718	-437	-50	-487	178	15	0,9	35	4	30
4° trim.	90	314	759	-445	-49	-496	172	30	1,8	15	-8	23
2021 – 1° trim.	91	315	783	-468	-41	-497	164	34	2,1	4	-3	7

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

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

PERIODO	Conto corrente					Conto capitale		
	Totale	Merci	Servizi	Redditi primari	Redditi secondari	Totale	Attività intangibili	Trasferimenti unilaterali
2015	23.529	54.144	-4.245	-11.413	-14.956	6.110	-1.183	7.294
2016	43.997	59.963	-4.082	4.794	-16.678	-2.645	-1.973	-673
2017	44.763	54.372	-3.787	9.277	-15.098	1.243	-1.188	2.431
2018	44.487	45.926	-2.920	18.880	-17.399	-322	-1.482	1.160
2019	57.413	60.222	-849	15.167	-17.128	-1.761	-2.603	842
2020	58.585	67.612	-6.797	17.032	-19.263	-362	-1.106	744
2020 – 1° trim.	7.205	13.193	-4.842	4.448	-5.594	-430	-713	283
2° trim.	4.864	12.288	-3.055	-75	-4.294	117	48	69
3° trim.	24.341	20.686	2.930	4.583	-3.858	-193	-384	191
4° trim.	22.175	21.446	-1.830	8.077	-5.518	143	-58	201
2021 – 1° trim.	7.117	14.150	-4.035	4.381	-7.380	-986	-515	-471
2020 – gen.	-1.037	951	-1.325	647	-1.309	-149	-271	122
feb.	4.830	6.395	-1.557	1.843	-1.851	-116	-235	119
mar.	3.412	5.846	-1.959	1.959	-2.433	-164	-207	42
apr.	-1.992	-85	-1.006	418	-1.319	-37	-9	-28
mag.	2.983	5.869	-1.209	-496	-1.180	-6	28	-33
giu.	3.873	6.504	-839	3	-1.794	160	29	130
lug.	10.017	9.771	662	791	-1.207	-41	-128	87
ago.	6.627	4.627	1.413	1.895	-1.308	-25	-104	79
set.	7.696	6.288	854	1.898	-1.343	-127	-152	26
ott.	8.111	7.834	-704	2.403	-1.422	184	-19	203
nov.	6.835	6.910	-863	2.323	-1.534	116	-18	134
dic.	7.229	6.702	-263	3.351	-2.562	-157	-20	-137
2021 – gen.	648	2.289	-843	1.025	-1.823	-255	-160	-95
feb.	3.508	5.661	-1.354	1.621	-2.420	-299	-159	-140
mar.	2.961	6.200	-1.839	1.736	-3.136	-432	-196	-236
apr.	(6.654)	(7.338)	(-652)	(1.475)	(-1.506)	(-76)	(-68)	(-9)

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



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

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

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

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

PERIODO	Banche	Altre società finanziarie (2)	Società non finanziarie	Totale
<b>Italia</b>				
2019	-2,0	25,8	-3,6	20,1
2020	-19,4	7,6	7,8	-4,0
2019 – 1° trim.	-4,9	-0,3	-1,5	-6,8
2° trim.	1,4	-2,1	2,3	1,5
3° trim.	3,2	-1,1	-5,4	-3,3
4° trim.	-1,7	29,3	1,1	28,8
2020 – 1° trim.	-14,5	-7,6	-3,6	-25,7
2° trim.	7,6	4,2	1,6	13,4
3° trim.	..	-4,1	2,7	-1,4
4° trim.	-12,4	13,4	7,0	7,9
2021 – 1° trim.	-5,2	-4,4	6,3	-3,2
<b>Area dell'euro</b>				
2019	119,7	165,6	62,2	347,5
2020	134,3	111,0	165,4	410,6
2019 – 1° trim.	58,6	21,6	15,8	95,9
2° trim.	17,1	27,6	16,5	61,1
3° trim.	22,1	38,0	20,2	80,4
4° trim.	22,0	78,4	9,7	110,0
2020 – 1° trim.	33,0	4,4	10,6	47,9
2° trim.	136,2	45,2	105,6	287,0
3° trim.	0,9	39,0	37,5	77,4
4° trim.	-34,9	19,9	12,7	-2,3
2021 – 1° trim.	51,4	45,1	25,0	121,4

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

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

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

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Prestiti di Istituzioni europee	Altre passività in strumenti di debito	Transazioni in strumenti di debito	Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro (2)		Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	
	di cui: raccolta postale								di cui: impieghi della liquidità		di cui: connesso con sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)	
2015	5,5	-1,1	-9,5	43,6	1,5	–	-1,1	40,0	10,7	8,0	50,7	-2,1
2016	-4,8	0,4	-8,0	63,3	0,5	–	-0,3	50,6	-7,4	-3,0	43,2	0,0
2017	-0,6	-2,4	-0,5	41,1	3,7	–	1,6	45,3	13,8	10,5	59,1	0,0
2018	5,2	-2,1	0,8	42,4	-4,6	–	0,9	44,7	-5,8	19,5	39,0	0,0
2019	-10,3	-4,7	6,4	43,0	-7,4	–	0,7	32,4	2,2	-18,0	34,6	-0,4
2020	1,6	-2,5	11,5	134,8	0,6	16,6	0,9	166,0	-9,6	13,0	156,5	-0,1
2019 – gen.	4,0	-1,0	8,0	29,4	-0,5	–	-0,5	40,4	-44,0	-14,0	-3,6	0,0
feb.	-3,9	-0,4	-0,1	4,0	-0,3	–	0,1	-0,2	9,8	-2,0	9,6	0,0
mar.	0,2	-2,1	0,6	-3,2	-0,2	–	0,3	-2,4	22,4	1,4	20,0	0,0
apr.	0,9	1,3	0,7	12,7	-0,2	–	-0,1	13,9	-11,6	-1,4	2,4	0,0
mag.	-1,0	-0,6	0,3	-10,1	1,0	–	-0,2	-10,0	11,3	3,0	1,3	0,0
giu.	-1,8	-1,1	-0,4	23,1	-0,5	–	0,7	21,0	-20,5	-3,0	0,5	0,0
lug.	5,8	1,6	-0,1	19,1	-2,3	–	1,2	23,7	-27,1	3,0	-3,3	0,0
ago.	-0,1	-1,3	1,8	-4,5	0,1	–	-0,3	-3,0	5,3	-3,0	2,3	0,0
set.	1,8	-0,3	1,0	-23,0	0,0	–	-0,5	-20,6	43,7	-10,0	23,1	0,0
ott.	-0,2	1,2	1,2	6,5	-0,1	–	0,2	7,6	-9,8	-3,4	-2,1	-0,2
nov.	-5,2	-1,8	0,0	3,6	0,4	–	-0,2	-1,5	0,1	2,0	-1,4	-0,2
dic.	-10,8	-0,2	-6,6	-14,5	-4,7	–	0,0	-36,6	22,5	9,4	-14,1	0,0
2020 – gen.	2,7	-1,7	5,8	25,1	1,1	–	-0,1	34,6	-38,6	-6,0	-4,0	0,0
feb.	-2,2	-0,3	-1,1	6,2	0,0	–	-0,4	2,5	-1,8	-0,5	0,7	0,0
mar.	10,8	1,3	-0,2	-23,1	1,3	–	0,1	-11,2	43,2	15,5	32,1	0,0
apr.	-1,9	0,0	10,1	25,7	0,6	–	-0,4	34,0	-16,8	11,5	17,2	0,0
mag.	-4,2	0,2	10,9	32,7	0,6	–	-0,1	39,9	-14,5	-2,5	25,4	0,0
giu.	-0,7	-0,3	1,4	20,4	-1,5	–	0,7	20,4	0,8	0,0	21,2	0,0
lug.	-0,8	-0,4	-3,0	34,7	0,2	–	-0,2	30,8	-23,3	-1,0	7,6	0,0
ago.	0,3	-0,1	1,3	18,4	-1,5	–	-0,2	18,4	-16,8	1,5	1,6	0,0
set.	-1,6	-0,3	-0,3	7,4	0,9	–	0,5	7,0	16,3	-6,0	23,3	0,0
ott.	-1,0	-0,3	-4,1	-1,8	0,5	10,1	0,0	3,7	6,1	-1,0	9,8	0,0
nov.	3,5	-0,5	-0,6	-7,3	-0,4	6,6	-0,2	1,6	16,9	0,5	18,4	0,0
dic.	-3,3	-0,1	-8,7	-3,5	-1,4	0,0	1,1	-15,8	19,1	1,0	3,3	0,0
2021 – gen.	3,6	-1,6	5,6	25,5	0,0	0,0	-0,2	34,5	-32,6	0,0	1,9	0,0
feb.	-1,5	-1,1	-3,4	37,2	0,6	4,6	-0,3	37,2	-27,8	0,0	9,3	0,0
mar.	0,2	-0,7	-2,9	5,0	-1,4	5,7	0,3	6,9	18,3	1,0	25,2	-0,1
apr.	-0,2	-0,6	-1,5	28,1	3,4	0,0	-0,6	29,3	-17,1	-5,0	12,1	0,0
mag.	-1,2	-0,4	-0,2	3,4	1,3	0,7	-0,1	3,9	10,5	0,0	14,4	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 della UEM erogati sia bilateralmente sia attraverso il Fondo europeo di stabilità finanziaria (European Financial Stability Facility, EFSF), e il contributo al capitale del Meccanismo europeo di stabilità (European Stability Mechanism, ESM).

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

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Prestiti di Istituzioni europee	Altre passività		Debito delle Amministrazioni pubbliche	Per memoria:			
	<i>di cui: raccolta postale</i>						<i>di cui: connesse con i prestiti dell'EFSF</i>			disponibilità liquide del Tesoro (2)	<i>di cui: impieghi della liquidità</i>		depositi presso IFM finanziari residenti ai paesi netto delle operazioni di liquidità
2015	237,8	76,4	115,0	1.708,5	132,4	–	45,6	33,9	2.239,4	35,7	30,0	26,9	58,2
2016	232,9	76,8	107,0	1.767,3	133,1	–	45,3	33,9	2.285,6	43,1	33,0	29,9	58,2
2017	232,4	74,4	106,6	1.806,8	136,7	–	46,9	33,9	2.329,4	29,3	22,5	32,2	58,2
2018	237,6	72,3	107,4	1.856,0	132,2	–	47,8	33,9	2.381,0	35,1	3,0	31,5	58,2
2019	227,3	67,6	113,8	1.895,5	124,9	–	48,5	33,5	2.409,9	32,9	21,0	35,1	57,8
2020	228,9	65,1	125,3	2.027,9	125,5	16,5	49,4	33,5	2.573,4	42,5	8,0	38,5	57,7
2019 – gen.	241,6	71,3	115,4	1.885,2	131,7	–	47,3	33,9	2.421,1	79,1	17,0	32,7	58,2
feb.	237,7	70,9	115,3	1.889,0	131,4	–	47,4	33,9	2.420,8	69,3	19,0	33,6	58,2
mar.	237,8	68,8	115,9	1.883,5	131,3	–	47,7	33,9	2.416,1	46,9	17,6	32,2	58,2
apr.	238,7	70,1	116,6	1.896,5	131,1	–	47,6	33,9	2.430,5	58,5	19,0	32,3	58,2
mag.	237,7	69,4	116,9	1.888,0	132,0	–	47,3	33,9	2.422,0	47,2	16,0	34,3	58,2
giu.	235,9	68,3	116,5	1.912,1	131,5	–	48,0	33,9	2.444,0	67,7	19,0	34,5	58,2
lug.	241,8	69,9	116,4	1.931,0	129,2	–	49,2	33,9	2.467,6	94,8	16,0	35,6	58,2
ago.	241,7	68,6	118,2	1.926,2	129,3	–	49,0	33,9	2.464,2	89,5	19,0	35,9	58,2
set.	243,5	68,4	119,2	1.900,9	129,3	–	48,4	33,9	2.441,3	45,8	29,0	36,5	58,2
ott.	243,3	69,6	120,4	1.906,8	129,2	–	48,6	33,7	2.448,4	55,5	32,4	37,4	58,0
nov.	238,1	67,7	120,4	1.909,9	129,6	–	48,4	33,5	2.446,4	55,4	30,4	38,7	57,8
dic.	227,3	67,6	113,8	1.895,5	124,9	–	48,5	33,5	2.409,9	32,9	21,0	35,1	57,8
2020 – gen.	230,0	65,8	119,6	1.920,0	126,0	–	48,4	33,5	2.444,0	71,5	27,0	36,4	57,8
feb.	227,8	65,5	118,5	1.926,4	126,0	–	48,0	33,5	2.446,7	73,4	27,5	36,6	57,8
mar.	238,5	66,9	118,3	1.901,4	127,3	–	48,1	33,5	2.433,6	30,1	12,0	36,4	57,8
apr.	236,6	66,9	128,5	1.928,4	127,9	–	47,7	33,5	2.469,1	46,9	0,5	35,7	57,8
mag.	232,4	67,0	139,3	1.962,1	128,5	–	47,6	33,5	2.510,0	61,4	3,0	36,8	57,8
giu.	231,8	66,8	140,7	1.983,2	127,0	–	48,3	33,5	2.531,1	60,7	3,0	36,5	57,8
lug.	230,9	66,4	137,7	2.016,6	127,3	–	48,1	33,5	2.560,6	83,9	4,0	36,9	57,8
ago.	231,3	66,2	139,0	2.034,9	125,8	–	47,9	33,5	2.578,9	100,7	2,5	36,6	57,8
set.	229,7	66,0	138,7	2.041,5	126,7	–	48,4	33,5	2.585,1	84,5	8,5	36,4	57,8
ott.	228,7	65,7	134,6	2.039,2	127,2	10,0	48,5	33,5	2.588,2	78,4	9,5	36,8	57,8
nov.	232,2	65,1	134,0	2.031,5	126,8	16,5	48,3	33,5	2.589,3	61,5	9,0	39,7	57,8
dic.	228,9	65,1	125,3	2.027,9	125,5	16,5	49,4	33,5	2.573,4	42,5	8,0	38,5	57,7
2021 – gen.	232,6	63,4	130,9	2.052,5	125,4	16,5	49,1	33,5	2.607,0	75,1	8,0	39,3	57,7
feb.	231,1	62,3	127,4	2.089,7	126,0	21,0	48,8	33,5	2.644,0	102,9	8,0	39,3	57,7
mar.	231,3	61,6	124,5	2.095,0	124,7	26,7	49,1	33,5	2.651,2	84,6	7,0	37,8	57,7
apr.	231,1	61,0	123,0	2.123,5	128,0	26,7	48,6	33,5	2.680,8	101,8	12,0	38,8	57,7
mag.	229,9	60,6	122,8	2.128,9	129,3	27,4	48,4	33,5	2.686,8	91,3	12,0	39,7	57,7

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

