



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Bollettino Economico

ottobre 2021

4 | 2021



**BANCA D'ITALIA**  
EUROSISTEMA

# **Bollettino Economico**

**Numero 4 / 2021**  
**Ottobre**

---

*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**

Nicola Curci e Giordano Zevi (coordinamento), Gloria Allione, Giulia Bovini, Donato Ceci, Antonio Maria Conti, Davide Delle Monache, Silvia Delrio, Valerio Nispi Landi, Stefania Villa

Alessandra Giammarco, Fabrizio Martello, Valentina Memoli (aspetti editoriali)

Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Marco Bottone, Cristina Conflitti, Antonio Maria Conti, Concetta Rondinelli, Stefania Villa, Francesca Zanichelli

**Indirizzo**

Via Nazionale 91 – 00184 Roma – Italia

**Telefono**

+39 06 47921

**Sito internet**

<http://www.bancaditalia.it>

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

ISSN 0393-2400 (stampa)

ISSN 2280-7632 (online)

Aggiornato con i dati disponibili al 15 ottobre 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>11</b>
1.3 I mercati finanziari internazionali	<b>16</b>
<b>2</b> L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	<b>18</b>
2.2 Le imprese	<b>21</b>
2.3 Le famiglie	<b>25</b>
2.4 Gli scambi con l'estero e la bilancia dei pagamenti	<b>29</b>
2.5 Il mercato del lavoro	<b>33</b>
2.6 La dinamica dei prezzi	<b>37</b>
2.7 Le banche	<b>40</b>
2.8 Il mercato finanziario	<b>46</b>
2.9 La finanza pubblica	<b>48</b>
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	<b>51</b>

---

## INDICE DEI RIQUADRI

L'attività economica nel terzo trimestre del 2021	<b>19</b>
Le opinioni delle imprese italiane nelle indagini della Banca d'Italia	<b>22</b>
Le famiglie italiane durante la pandemia: l'indagine della Banca d'Italia	<b>27</b>
L'offerta e la domanda di credito	<b>42</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

### **Prosegue la ripresa globale ma emergono vincoli all'offerta**

*La ripresa globale prosegue sostenuta, seppure con incertezze connesse con l'andamento delle campagne di vaccinazione e con la diffusione di nuove varianti del virus. Gli scambi commerciali hanno recuperato i livelli precedenti lo scoppio della pandemia, ma sono emerse tensioni nell'approvvigionamento di materie prime e di input intermedi, in parte dovute proprio alla rapidità della crescita. Negli Stati Uniti si è arrestato l'aumento dell'inflazione; le strozzature nell'offerta potrebbero tuttavia riflettersi sui prezzi più a lungo di quanto inizialmente atteso.*

### **La politica monetaria della BCE resta espansiva**

*Nell'area dell'euro la crescita continua a essere robusta, anche se non sono del tutto riassorbite le conseguenze dell'emergenza sanitaria. Il rialzo significativo dell'inflazione è riconducibile ai rincari energetici e a fattori temporanei. Le pressioni sui prezzi si estenderanno ai prossimi mesi, anche a seguito del deciso aumento delle quotazioni del gas naturale; tuttavia le determinanti fondamentali, come la dinamica dei salari, non indicano finora la persistenza di un'alta inflazione nel medio termine. Il Consiglio direttivo della BCE ha confermato l'orientamento fortemente espansivo della politica monetaria: ritiene che il mantenimento di condizioni di finanziamento favorevoli sia indispensabile per sostenere la ripresa.*

### **In Italia la crescita è superiore alle attese**

*In Italia l'aumento del PIL, che nel secondo trimestre è risultato ben superiore alle attese, sarebbe proseguito nei mesi estivi. Sulla base degli indicatori disponibili, nel terzo trimestre la produzione industriale sarebbe cresciuta di circa un punto percentuale e il PIL di oltre il 2 per cento. L'estensione della copertura vaccinale e l'incremento della mobilità hanno reso possibile la ripresa dei consumi di servizi da parte delle famiglie, che si è associata al recupero già in atto degli investimenti.*

### **Migliora la fiducia di famiglie e imprese...**

*Nei nostri sondaggi le attese delle famiglie sulla situazione economica dell'Italia sono nel complesso migliorate; anche la propensione a spendere nei comparti più colpiti dalla pandemia, tra cui alberghi, bar e ristoranti, è in ripresa. Permane tuttavia ancora cautela nelle prospettive di spesa, soprattutto tra i nuclei meno abbienti. Le imprese confermano giudizi molto favorevoli circa le condizioni per investire.*

### **...così come l'andamento delle esportazioni**

*La crescita delle esportazioni dell'Italia, che nel secondo trimestre è stata robusta e superiore a quella del commercio mondiale, è proseguita nel terzo. In estate la spesa dei viaggiatori stranieri è stata significativamente più elevata rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, ma ancora inferiore ai valori del 2019. Sono continuati gli acquisti di titoli italiani per investimenti di portafoglio da parte di non residenti.*

### **Cresce l'occupazione ma il lavoro è ancora sottoutilizzato**

*Il miglioramento della congiuntura si è tradotto in primavera in un deciso rialzo dell'occupazione, soprattutto a termine, e delle ore lavorate. In luglio e agosto gli occupati sono ancora aumentati, benché a ritmi più contenuti. Non sono però del tutto superati gli effetti della crisi pandemica e permangono segnali di sottoutilizzo del lavoro: il ricorso agli strumenti di integrazione salariale è ancora ampio, sebbene molto inferiore ai massimi del 2020, e il tasso di attività è al di sotto dei livelli di due anni fa.*

### **Il costo dell'energia sospinge l'inflazione**

*L'inflazione ha raggiunto in settembre il 2,9 per cento, spinta dalla crescita marcata dei prezzi dei beni energetici. Nelle proiezioni l'incremento non dovrebbe estendersi al medio termine: i recenti accordi contrattuali non prefigurano finora un'accelerazione dei salari. Le imprese segnalano di avere adeguato al rialzo le previsioni di aumento dei propri listini, che restano però ancora sotto il 2 per cento annuo.*

**Si è indebolita l'espansione del credito**

*Nel corso dell'estate si è ridotta la crescita dei prestiti alle società non finanziarie, a seguito delle più contenute richieste di finanziamento da parte delle imprese; su tale minore domanda hanno influito sia l'abbondante liquidità accumulata sia il miglioramento congiunturale, che si è tradotto in una ripresa dei flussi di cassa. Le condizioni di offerta del credito rimangono distese.*

**Le previsioni di crescita per il 2021 sono state riviste al rialzo**

*Nel complesso queste informazioni hanno indotto la maggior parte degli osservatori a modificare al rialzo le previsioni per la crescita in Italia nell'anno in corso. Sulla base delle nostre attuali valutazioni, l'aumento del PIL dovrebbe collocarsi intorno al 6 per cento, un valore sensibilmente superiore a quanto stimato nel Bollettino economico di luglio.*

**Il Governo ha aggiornato le stime per i conti pubblici del 2021...**

*L'Esecutivo ha aggiornato le stime tendenziali e gli obiettivi di bilancio per il prossimo triennio. Nel 2021 l'in-*

*debitamento netto si collocherebbe al 9,4 per cento del PIL (dal 9,6 del 2020) e il debito al 153,5 per cento (dal 155,6). A differenza di quanto programmato in primavera, questo quadro prefigura un miglioramento dei conti rispetto al 2020. Le nuove stime scontano una crescita del prodotto superiore alle attese e tengono conto, tra l'altro, di alcuni elementi favorevoli emersi nel corso dell'attività di monitoraggio delle entrate e delle spese delle Amministrazioni pubbliche.*

**...e gli obiettivi per il prossimo triennio**

*Nei programmi del Governo l'incidenza sul PIL dell'indebitamento netto e quella del debito continuerebbero a ridursi gradualmente nei prossimi anni, sebbene in misura inferiore a quanto atteso nel quadro tendenziale per effetto di misure espansive che verranno definite nella prossima manovra di bilancio. Rispetto allo scenario a legislazione vigente la manovra determinerebbe infatti un maggior disavanzo di 1,3 punti percentuali del PIL in media nel triennio. Nel 2024 il disavanzo e il debito scenderebbero rispettivamente al 3,3 e al 146,1 per cento del prodotto.*

# 1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

## 1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

Prosegue la ripresa globale, nonostante i rischi legati alle nuove varianti del virus. Gli scambi commerciali sono tornati sui livelli precedenti l'inizio della pandemia, ma sono emerse tensioni nell'approvvigionamento di materie prime e di input intermedi, in parte connesse proprio con la rapidità della crescita. Negli Stati Uniti si è arrestato l'aumento dell'inflazione, anche se le strozzature nell'offerta potrebbero riflettersi sui prezzi più a lungo di quanto inizialmente atteso. Le quotazioni del gas naturale sono aumentate significativamente, soprattutto in Europa.

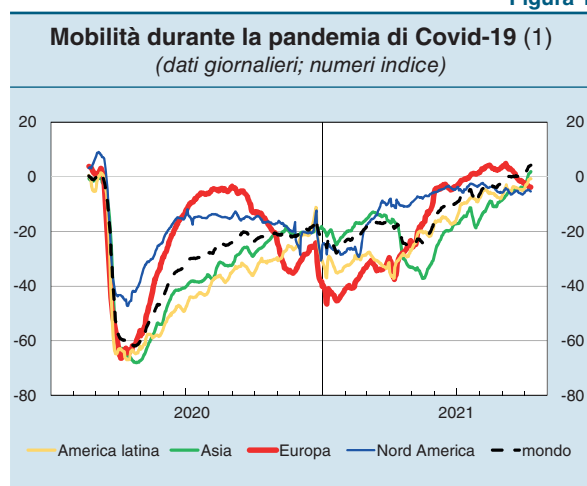
### Le vaccinazioni attenuano gli effetti della variante Delta

In estate la diffusione della variante Delta ha in un primo momento determinato una crescita delle infezioni su scala globale, ma l'incremento dei decessi è stato meno marcato nelle aree con alti tassi di vaccinazione. Da settembre i contagi sono gradualmente scesi fino a riportarsi sotto i livelli dell'inizio di luglio. È proseguito ovunque il recupero della mobilità, tornata vicina ai livelli pre-pandemici (fig. 1). Le campagne vaccinali hanno rallentato nelle aree dove erano in fase più avanzata (Stati Uniti, Regno Unito e area dell'euro); hanno significativamente accelerato in Giappone; rimangono in forte ritardo nei paesi a basso reddito.

### Nel secondo trimestre è proseguita una robusta ripresa globale...

Nel secondo trimestre il PIL ha continuato a espandersi a ritmi sostenuti negli Stati Uniti; ha mostrato una netta ripresa nel Regno Unito, con l'allentamento delle restrizioni; è moderatamente aumentato in Giappone (tav. 1). L'attività economica ha recuperato il livello della fine del 2019 negli

Figura 1



Fonte: elaborazioni su dati Google Covid-19 Community Mobility Reports.  
(1) Variazioni degli spostamenti verso negozi al dettaglio e attività ricreative rispetto al valore mediano del corrispondente giorno della settimana nel periodo 3 gennaio-6 febbraio 2020. Dati al 12 ottobre 2021. Media mobile a 7 giorni. Gli aggregati Asia e mondo non includono la Cina, per la quale i dati non sono disponibili.

Tavola 1

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

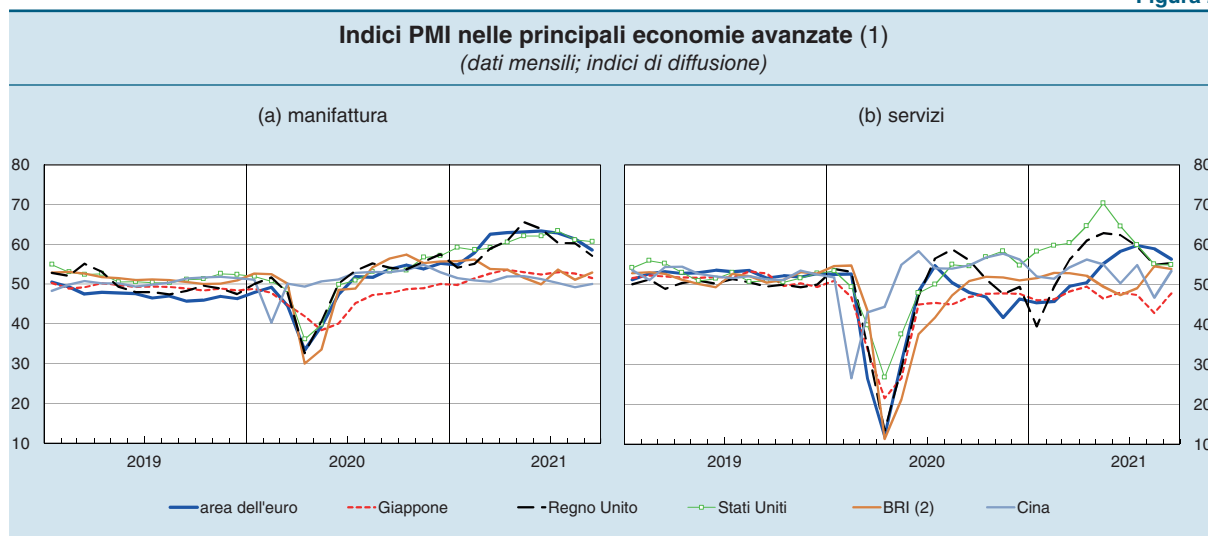
VOCI	Crescita del PIL			Inflazione (1)	
	2020	2021 1° trim. (2)	2021 2° trim. (2)	2021 3° trim. (2)	2021 settembre (3)
<b>Paesi avanzati</b>					
Giappone	-4,6	-4,2	1,9	....	-0,4
Regno Unito	-9,7	-5,3	23,9	....	3,1
Stati Uniti	-3,4	6,3	6,7	....	5,4
<b>Paesi emergenti</b>					
Brasile	-4,1	1,0	12,4	....	10,3
Cina	2,3	18,3	7,9	4,9	0,7
India	-7,0	1,6	20,1	....	4,3
Russia	-3,0	-0,7	10,5	....	7,4

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 il Giappone, agosto 2021.



Figura 2



Fonte: Markit e Refinitiv.

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

Stati Uniti, mentre in Giappone e nel Regno Unito è ancora al di sotto, rispettivamente di 1,4 e 3,3 punti percentuali.

**...ma con segnali di rallentamento nel terzo trimestre**

Per il terzo trimestre gli indici dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI) segnalano una crescita ancora forte negli Stati Uniti e nel Regno Unito, seppure in decelerazione (fig. 2); per il Giappone indicano una ripresa debole nel settore manifatturiero e una contrazione nel terziario, dove pesa il

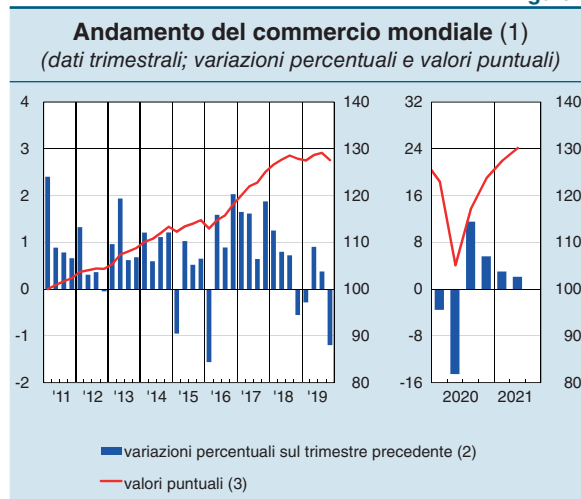
prolungamento delle misure di restrizione. In Cina nel terzo trimestre l'incremento del PIL si è decisamente attenuato, anche per effetto della flessione nel settore immobiliare su cui ha influito il dissesto del gruppo Evergrande (cfr. il par. 1.3).

**Aumenta il commercio, ma emergono vincoli di offerta**

Nel secondo trimestre gli scambi globali di beni e servizi hanno continuato a espandersi, tornando sui livelli precedenti l'inizio

dell'emergenza sanitaria (fig. 3). Sono emerse tuttavia rilevanti strozzature dal lato dell'offerta – in parte indotte dalla stessa rapidità della ripresa – connesse principalmente con la scarsità di semiconduttori e con le criticità nella logistica e nei trasporti. Secondo nostre stime gli scambi cresceranno nel 2021 dell'11,2 per cento, scontando un sensibile rallentamento nella seconda metà dell'anno; permangono rischi al ribasso legati soprattutto all'evoluzione della pandemia, che potrebbero portare a ulteriori interruzioni nelle catene globali di fornitura.

Figura 3



Fonte: elaborazioni Banca d'Italia su dati di contabilità nazionale e doganali. (1) Dati destagionalizzati. – (2) Per esigenze grafiche, i dati relativi alle variazioni percentuali sul trimestre precedente sono rappresentati, per il 2020 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.

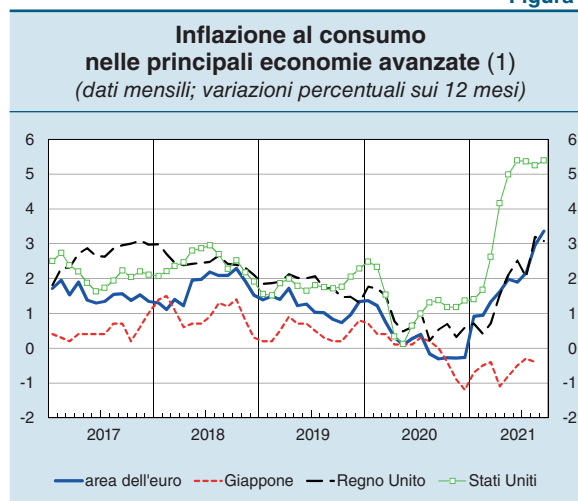
**Si arresta l'incremento dell'inflazione negli Stati Uniti**

Negli Stati Uniti si è interrotto il forte rialzo dell'inflazione (fig. 4), che si è stabilizzata su livelli elevati (al 5,4 per cento in settembre); vi ha influito l'attenuazione dei principali fattori di pressione temporanei, come il netto rincaro delle auto usate. Le aspettative di inflazione sono aumentate: alla metà di ottobre quelle sull'orizzonte a cinque anni desunte dai mercati finanziari si sono collocate intorno al 2,7 per cento. Le strozzature dal lato dell'offerta potrebbero continuare a ripercuotersi sui prezzi per un periodo più prolungato di quanto inizialmente atteso, ma che la Federal Reserve giudica comunque transitorio. Dopo un significativo rialzo nel mese precedente, l'inflazione nel Regno Unito è lievemente scesa al 3,1 per cento in settembre. In Giappone la variazione sui dodici mesi dei prezzi al consumo è rimasta negativa (-0,4 per cento in agosto).

**Le prospettive di ripresa sono confermate**

Secondo le previsioni diffuse in ottobre dal Fondo monetario internazionale, nel 2021 il prodotto mondiale crescerà del 5,9 per cento, superando i livelli pre-pandemici (tav. 2). Rispetto alle valutazioni di luglio le previsioni sull'attività economica globale sono state riviste di poco al ribasso, dello 0,1 per cento, per il 2021 e sono rimaste invariate per il 2022. Le prospettive restano eterogenee tra paesi: il prodotto nelle economie avanzate tornerà in linea con il trend precedente l'inizio della pandemia il prossimo anno; nelle economie emergenti invece gli effetti della crisi sanitaria saranno più duraturi. I ritardi delle

**Figura 4**



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

**Tavola 2**

<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>	<b>-3,1</b>	<b>5,9</b>	<b>4,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>
<i>di cui:</i>					
<b>paesi avanzati</b>					
area dell'euro	-6,4	5,0	4,3	0,4	0,0
Giappone	-4,6	2,4	3,2	-0,4	0,2
Regno Unito	-9,7	6,8	5,0	-0,2	0,2
Stati Uniti	-3,4	6,0	5,2	-1,0	0,3
<b>paesi emergenti</b>					
Brasile	-4,1	5,2	1,5	-0,1	-0,4
Cina	2,3	8,0	5,6	-0,1	-0,1
India (4)	-7,3	9,5	8,5	0,0	0,0
Russia	-3,0	4,7	2,9	0,3	-0,2
<b>Commercio mondiale</b>	<b>-8,4</b>	<b>11,2</b>	<b>-</b>	<b>0,2</b>	<b>-</b>

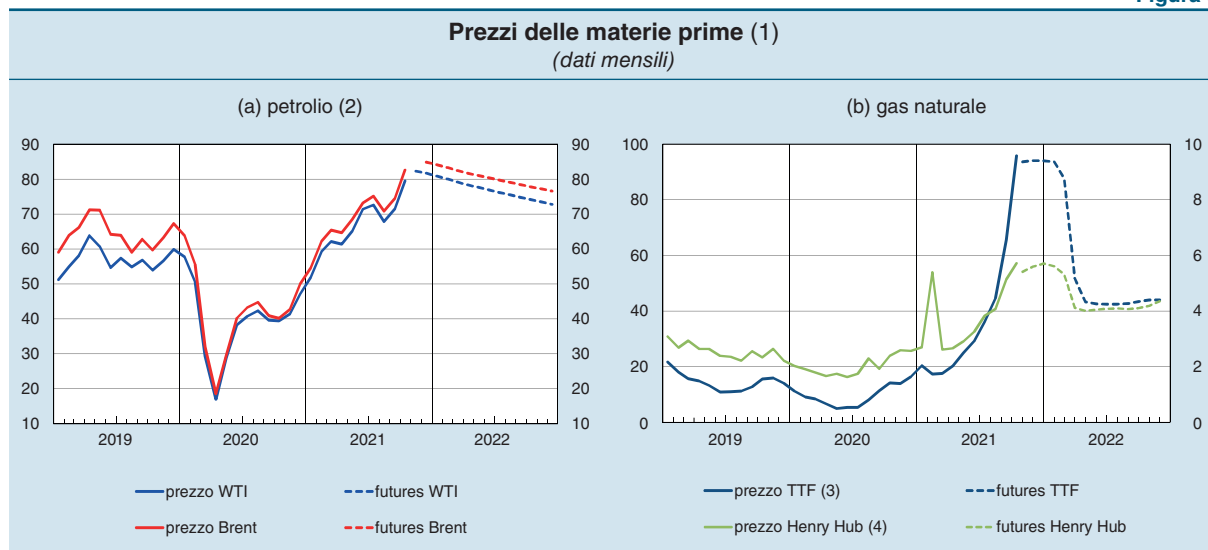
Fonte: per il PIL, FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2021; per il commercio mondiale, elaborazioni Banca d'Italia su dati di contabilità nazionale e doganali. (1) Per area dell'euro e Regno Unito, dato di contabilità nazionale. – (2) Variazioni percentuali. – (3) Punti percentuali. Revisioni rispetto a FMI, *World Economic Outlook Update*, luglio 2021 e, per il commercio mondiale, rispetto a *Bollettino economico*, 3, 2021. – (4) I dati si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile.

campagne di vaccinazione nei paesi emergenti e la comparsa di possibili nuove varianti del virus più contagiose orientano i rischi verso il basso.

### È salito il prezzo del petrolio...

Dopo un calo in agosto, i corsi petroliferi sono tornati a crescere: hanno superato i livelli dell'inizio di luglio, sospingendo l'inflazione globale (fig. 5.a). I contratti futures segnalano una discesa dei prezzi nel medio termine. Dal lato dell'offerta, nella riunione dell'inizio di ottobre i paesi OPEC+ hanno deciso di non aumentare ulteriormente la produzione. Resta elevata la volatilità, che riflette l'incertezza della domanda legata all'evoluzione della pandemia.

Figura 5



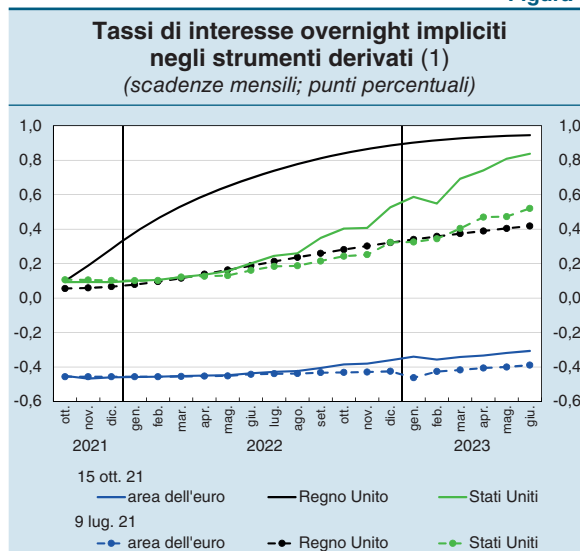
Fonte: Refinitiv.

(1) Per i prezzi a pronti, medie mensili fino a settembre 2021. L'ultimo dato si riferisce alla media dei dati giornalieri dal 1° al 15 ottobre 2021. Per i prezzi futures i dati si riferiscono alla quotazione del 15 ottobre 2021. – (2) Dollari per barile. – (3) Euro per megawattora. Prezzo del gas naturale europeo scambiato sul mercato olandese Title Transfer Facility (TTF). – (4) Dollari per milioni di *British thermal units* (BTU). Prezzo del gas distribuito attraverso il polo Henry Hub, in Louisiana (USA). Scala di destra.

### ...e soprattutto quello del gas

Il prezzo del gas naturale è cresciuto notevolmente, soprattutto in Europa (fig. 5.b). Tra i fattori che ne determinano l'offerta, hanno inciso l'inverno particolarmente rigido che ha dato luogo a una riduzione delle scorte per la seconda parte del 2021, la minore produzione in Norvegia dovuta a lavori di manutenzione sulle infrastrutture, i ritardi nell'attivazione del gasdotto Nord Stream 2 che collega Russia e Germania. Dal lato della domanda, la ripresa più rapida del previsto e il forte aumento delle importazioni cinesi dalla Russia hanno sospinto le quotazioni verso l'alto. I prezzi dei futures prefigurano che il rialzo rientrerà parzialmente nel corso del 2022. Tuttavia alcuni fattori di medio termine – la crescita della domanda globale di gas e la diminuzione della produzione europea – suggeriscono che parte dell'incremento delle quotazioni possa divenire permanente.

Figura 6



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

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

### Le politiche monetarie restano espansive

Pur confermando l'orientamento monetario espansivo, a fronte del miglioramento delle condizioni cicliche, la Federal Reserve e la Bank of England hanno iniziato a prefigurare le valutazioni che determineranno i tempi e le modalità di riduzione dello stimolo monetario (fig. 6). Nella riunione tenutasi il 22 e il 23 settembre la Federal Reserve ha annunciato che un ridimensionamento degli acquisti diverrebbe presto necessario qualora le condizioni economiche continuassero a evolversi positivamente. La metà dei membri del Federal Open Market Committee (FOMC) prevede un primo rialzo dell'intervallo obiettivo del tasso sui federal funds già nel 2022. Nella riunione del 22 settembre la Bank of England ha comunicato che, qualora l'economia dovesse progredire come atteso, si rafforzerebbe la necessità di una modesta restrizione monetaria nei prossimi mesi. L'orientamento della politica monetaria resta espansivo in Giappone. In Cina i tassi di riferimento sono rimasti inalterati su livelli storicamente bassi.

## 1.2 L'AREA DELL'EURO

Sulla base delle informazioni disponibili la crescita dell'area dell'euro sarebbe stata significativa anche nei mesi estivi. I forti rincari energetici e alcuni fattori temporanei hanno indotto un deciso rialzo dell'inflazione, che potrebbe persistere nei prossimi mesi ma non dovrebbe protrarsi al medio periodo. Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha confermato l'orientamento fortemente espansivo della politica monetaria.

### La crescita è proseguita anche nel terzo trimestre...

Nel secondo trimestre del 2021 l'attività economica dell'area, sospinta dalla ripresa di consumi e investimenti, è tornata a crescere decisamente (2,1 per cento; tav. 3). Il prodotto è aumentato nei principali paesi, più marcatamente in Italia. Sulla base degli indicatori disponibili, il PIL avrebbe continuato a salire in misura sostenuta anche nel terzo trimestre; l'indicatore €-coin, lievemente diminuito in settembre, resta su valori elevati (fig. 7).

### ...nonostante l'emergere di difficoltà di approvvigionamento

L'attività manifatturiera, in particolare nel settore automobilistico, è stata frenata dalla carenza di semiconduttori a livello globale. Le difficoltà sono risultate particolarmente pronunciate in Germania, a causa sia del maggiore utilizzo di queste componenti nella produzione, sia della più forte dipendenza dall'estero per il loro approvvigionamento. L'allungamento dei tempi di consegna degli input intermedi è evidenziato dall'evoluzione del corrispondente indice PMI (fig. 8), fortemente diminuito dalla seconda metà

Tavola 3

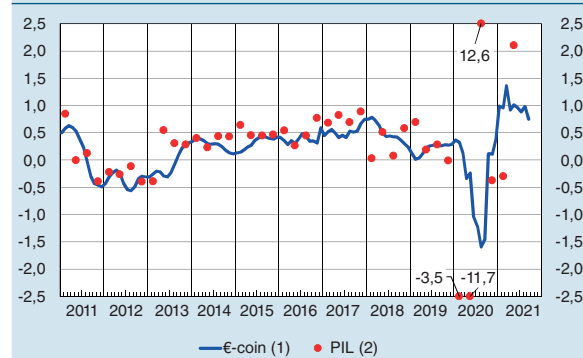
### Crescita del PIL e inflazione nell'area dell'euro (variazioni percentuali)

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

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat.  
(1) Dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi; variazioni sul periodo precedente. – (2) Variazione sul periodo corrispondente dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA).

Figura 7

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



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 e le sue successive modifiche, cfr. il riquadro: *€-coin e la congiuntura dell'area dell'euro*, in *Bollettino economico*, 57, 2009 nonché sul sito della Banca d'Italia: *Indicatore €-coin: dicembre 2020*. I dati aggiornati sull'indicatore sono disponibili sul sito della Banca d'Italia: *Indicatore €-coin: settembre 2021*. – (2) Per il PIL, dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente.

del 2020 anche se in sostanziale recupero nel trimestre estivo.

Secondo le proiezioni degli esperti della BCE pubblicate all'inizio di settembre, il PIL crescerebbe del 5,0 per cento nel 2021 e del 4,6 e del 2,1 per cento, rispettivamente, nei due anni successivi. Rispetto allo scorso giugno queste proiezioni sono state riviste al rialzo di 0,4 punti percentuali per il 2021, soprattutto per effetto dei risultati migliori del previsto nel secondo trimestre; il PIL tornerebbe al di sopra dei livelli pre-pandemici entro la fine di quest'anno.

**L'aumento dell'inflazione riflette fattori temporanei e i rincari energetici**

L'inflazione al consumo in settembre si è collocata al 3,4 per cento sui dodici mesi (fig. 9); la componente di fondo è aumentata all'1,9 per cento. L'accelerazione dei prezzi è dovuta soprattutto alla crescita estremamente marcata della componente energetica, oltre che a fattori temporanei connessi con le misure fiscali varate nel 2020 in Germania<sup>1</sup>, i cui effetti si protrarranno sino alla fine dell'anno in corso.

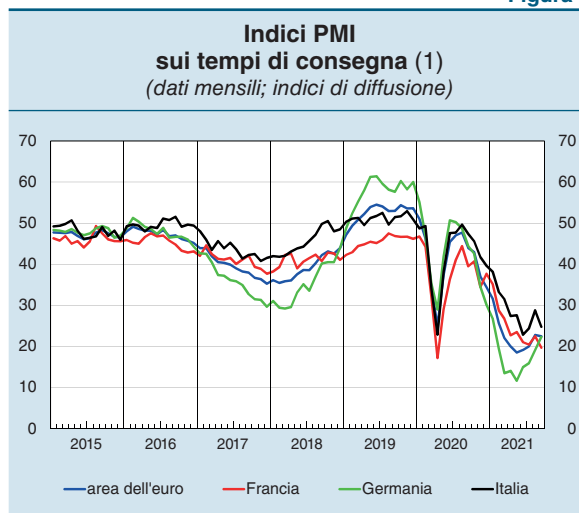
**Le pressioni all'origine non si sono trasmesse ai salari**

Le pressioni sui prezzi associate ai rincari delle materie prime e degli input intermedi dovrebbero avere carattere temporaneo. Non vi sono finora segnali di amplificazione dovuti alla dinamica salariale, anche se non si può escludere emergano in futuro: al momento essa resta assai moderata (0,9 per cento in luglio), anche a causa degli ampi margini di capacità produttiva inutilizzata.

Secondo le proiezioni degli esperti della BCE, l'inflazione armonizzata si porterebbe al 2,2 per cento nel 2021, all'1,7 nel 2022 e all'1,5 nel 2023, valori superiori a quelli previsti lo scorso giugno (rispettivamente di 0,3, 0,2 e 0,1 punti percentuali), ma comunque ancora non in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi.

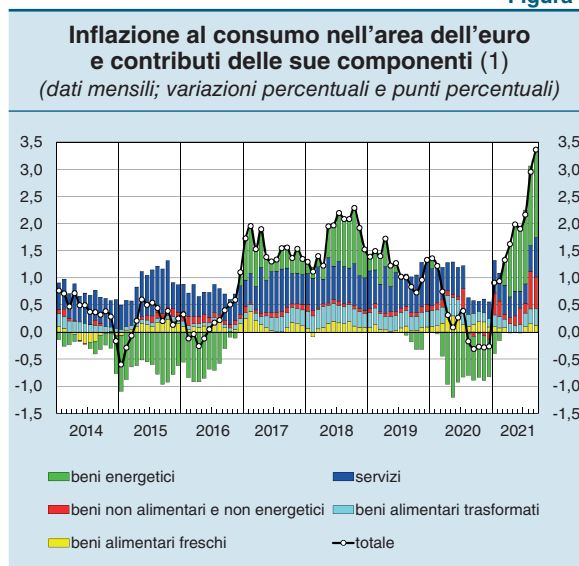
<sup>1</sup> In settembre l'inflazione è aumentata in Germania del 4,1 per cento. Nel 2020 il governo tedesco aveva varato alcune misure previste nell'ambito del *Climate Action Programme 2030* (quali la carbon tax, gli incentivi all'utilizzo di energia da fonti sostenibili, l'aumento delle tasse sulle nuove immatricolazioni in base alle emissioni di CO<sub>2</sub>), e aveva stabilito il taglio delle aliquote dell'imposta sul valore aggiunto, limitatamente al secondo semestre.

**Figura 8**

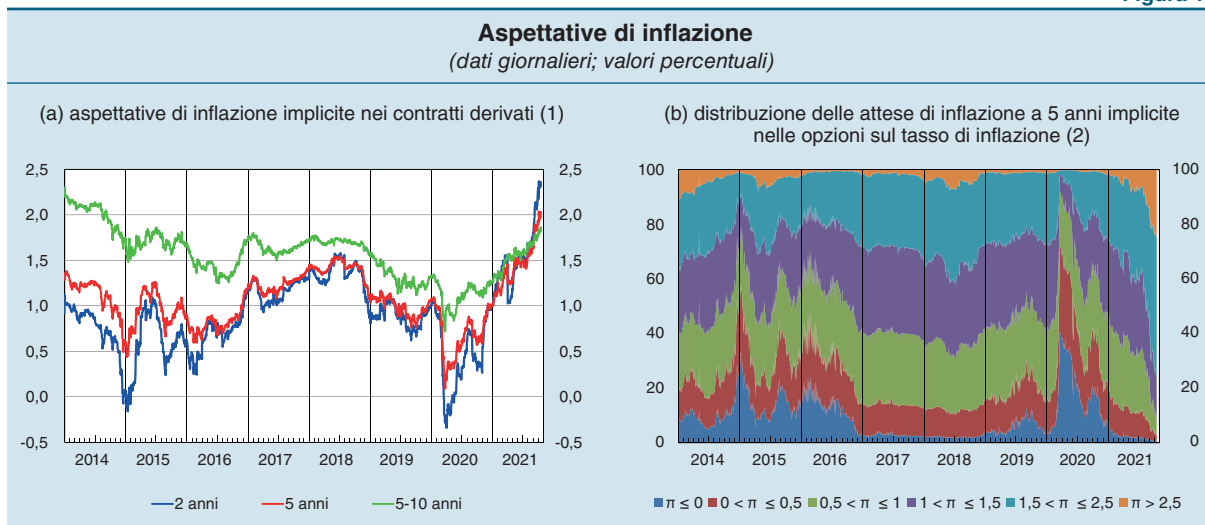


Fonte: Markit.  
(1) Indici di diffusione desumibili dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (PMI) sui tempi di consegna. L'indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale delle risposte "stabile". Una riduzione dell'indice segnala un allungamento dei tempi di consegna.

**Figura 9**



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e BCE.  
(1) Variazione sui 12 mesi dell'IPCA.



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.

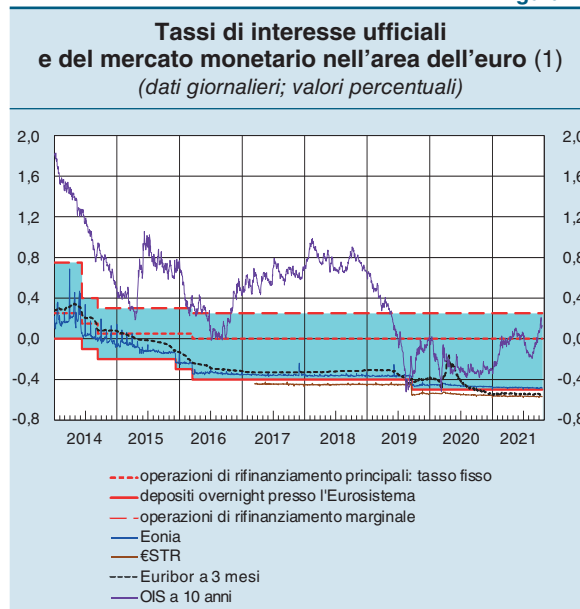
Le aspettative di inflazione indicano il deciso dissiparsi dei timori di deflazione, mentre i rischi di un'inflazione al di sopra dell'obiettivo nel medio termine restano ancora assai contenuti. Le attese di inflazione desunte dagli *inflation swaps* sono aumentate sugli orizzonti a due e cinque anni: a metà di ottobre si collocavano rispettivamente al 2,4 e al 2,0 per cento (dall'1,5 per entrambi all'inizio di luglio; fig. 10.a); quelle sull'orizzonte tra cinque e dieci anni in avanti sono salite in misura più contenuta (all'1,9 per cento, dall'1,6). In base ai prezzi delle opzioni la probabilità che l'inflazione risulti inferiore o uguale all'1,5 per cento nella media dei prossimi cinque anni si è significativamente ridotta (al 25 per cento circa), risultando di poco superiore a quella di un'inflazione maggiore del 2,5 per cento (fig. 10.b).

**Continuano gli acquisti nell'ambito del PEPP...**

Il Consiglio direttivo della BCE ritiene che il mantenimento di condizioni di finanziamento favorevoli (fig. 11) resti essenziale per

assicurare il proseguimento della ripresa. A questo fine continuerà a condurre in modo flessibile gli acquisti nell'ambito del Programma di acquisti di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP*). Sulla base di una valutazione congiunta delle condizioni di finanziamento e delle prospettive di inflazione, il Consiglio ha deciso che negli ultimi tre mesi dell'anno il ritmo degli acquisti potrà essere moderatamente più basso dei due trimestri precedenti, ma ha ribadito che le risorse disponibili nell'ambito del PEPP potranno essere aumentate se necessario.

Figura 11



Fonte: BCE e Refinitiv.

(1) A partire dal 1° 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 1° ottobre 2019 e sino alla fine del 2021 il tasso Eonia è calcolato come €STR incrementato di 8,5 punti base.

**...e i tassi di riferimento della BCE restano bassi**

Alla luce dei risultati della revisione della strategia di politica monetaria (cfr. *Bollettino economico*, 3, 2021)<sup>2</sup>, il Consiglio direttivo della BCE prefigura di mantenere i tassi di interesse di riferimento su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché non emergano prospettive che l'inflazione raggiunga il 2 per cento ben prima della fine del suo orizzonte triennale di proiezione e in maniera durevole, e finché i progressi conseguiti dall'inflazione di fondo non siano sufficientemente avanzati da essere coerenti con lo stabilizzarsi dell'inflazione sul 2 per cento nel medio periodo<sup>3</sup>.

Gli acquisti netti di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività finanziarie (*Asset Purchase Programme*, APP) sono proseguiti in modo regolare: alla fine di settembre il loro valore di bilancio era pari a 3.068 miliardi (tav. 4). Nello stesso periodo, gli acquisti netti effettuati nell'ambito del PEPP hanno portato il valore di bilancio del portafoglio di titoli pubblici e privati acquistati mediante questo programma a 1.400 miliardi.

**Tavola 4**

VOCI	Titoli detenuti dall'Eurosistema nell'ambito dell'APP e del PEPP (miliardi di euro)			
	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>				
Giugno 2021	602	2.415	422	379
Settembre 2021	619	2.449	431	386
<b>PEPP (3)</b>				
Maggio 2021	40	1.059	183	164
Settembre 2021	47	1.353	230	206

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(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.

Il 29 settembre è stata regolata la nona asta della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3): sono stati assegnati 98 miliardi alle controparti dell'area dell'euro, di cui 42 a quelle italiane (tav. 5). Il totale dei fondi erogati con queste operazioni è salito a 2.206 miliardi per l'area e a 447 per l'Italia.

**La crescita del credito si è rafforzata**

Nel corso dei mesi estivi si è rafforzata l'espansione dei prestiti alle società non finanziarie, che ha raggiunto in agosto il 2,8 per cento sui tre mesi in ragione d'anno (dall'1,1 in maggio, dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni; fig. 12.a); la dinamica ha beneficiato prevalentemente del miglioramento del quadro congiunturale. Il credito alle famiglie ha nuovamente accelerato, portandosi al 4,6 per cento nella media dell'area.

Tra maggio e agosto i tassi di interesse applicati ai nuovi prestiti alle società non finanziarie sono lievemente diminuiti (all'1,4 per cento; fig. 12.b); il costo del credito alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si è mantenuto invariato (1,3 per cento).

<sup>2</sup> Per ulteriori dettagli e per un'analisi più approfondita della nuova strategia di politica monetaria, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Esito del riesame della strategia di politica monetaria*, 8 luglio 2021, nonché, in particolare, *Dichiarazione sulla strategia di politica monetaria della BCE* e *Una panoramica della strategia di politica monetaria della BCE*.

<sup>3</sup> BCE, *Decisioni di politica monetaria del 22 luglio 2021*, comunicato stampa del 22 luglio 2021.

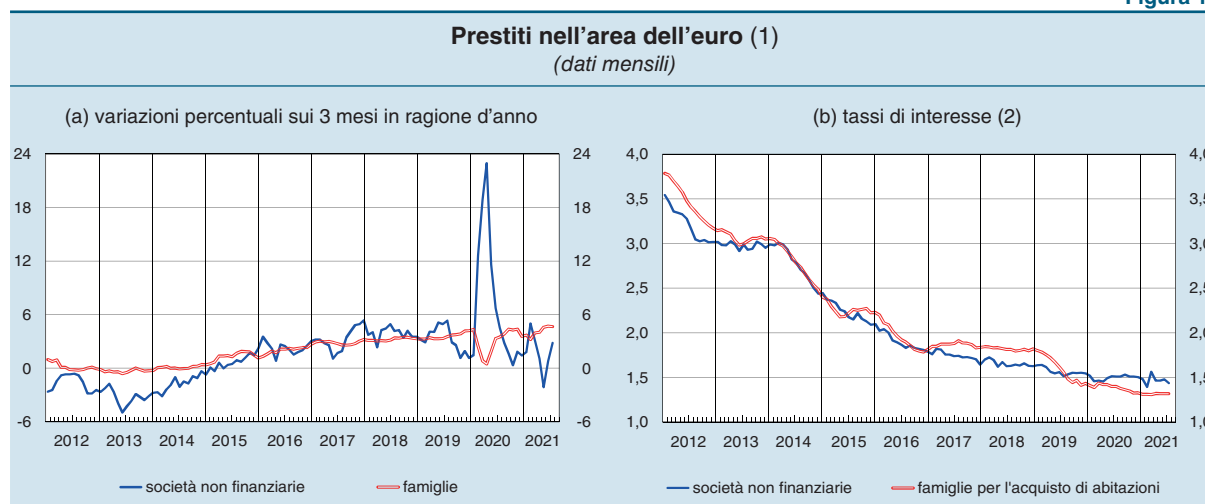
**Operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema**  
(miliardi di euro)

VOCI	Area dell'euro		Italia	
	Importo	Numero di controparti	Importo	Numero di controparti
<b>Rifinanziamento totale al 29 settembre 2021 (1)</b>	<b>2.230</b>		<b>468</b>	
Rifinanziamento nell'ambito delle TLTRO3	2.206		447	
di cui: ultima operazione regolata a settembre 2021 (lordo)	98	152	42	43
ultima operazione regolata a settembre 2021 (netto) (2)	18		5	

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(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). – (2) L'importo dei fondi assegnati è calcolato al netto degli importi giunti a scadenza o rimborsati nell'ambito del programma TLTRO2.

Figura 12



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.

**Sono stati erogati i primi fondi del programma Next Generation EU**

Tra la fine di luglio e ottobre, su proposta della Commissione europea, il Consiglio della UE ha approvato altri sette piani nazionali di investimenti e riforme nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza<sup>4</sup>, il principale strumento del programma *Next Generation EU*. La Commissione ha cominciato a erogare la prima quota di risorse a titolo di prefinanziamento per oltre 52 miliardi, di cui poco meno della metà destinati all'Italia<sup>5</sup>. Per questo scopo sono stati finora raccolti sul mercato dei capitali più di 85 miliardi.

<sup>4</sup> Il 26 luglio il Consiglio ha adottato i piani di Cipro, Croazia, Lituania e Slovenia, il 6 settembre quelli di Irlanda e Repubblica Ceca e il 5 ottobre quello di Malta; in precedenza erano stati approvati altri 12 piani (cfr. *Bollettino economico*, 3, 2021).

<sup>5</sup> Oltre che all'Italia, le risorse a titolo di prefinanziamento sono state erogate ad Austria, Belgio, Cipro, Croazia, Danimarca, Francia, Germania, Grecia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Portogallo, Repubblica Ceca, Slovacchia, Slovenia e Spagna.



### 1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

Dalla metà di luglio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati nelle principali economie avanzate. I timori legati al caso Evergrande non hanno influito significativamente sulla volatilità dei mercati nel terzo trimestre. L'euro si è deprezzato contro il dollaro, in linea con un orientamento monetario relativamente più espansivo della BCE.

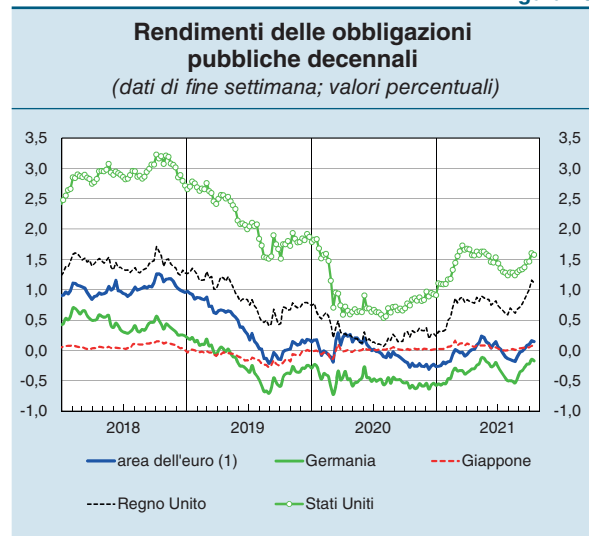
#### I rendimenti a lungo termine sono aumentati

In settembre l'annuncio di una prossima restrizione monetaria da parte della Federal Reserve e della Bank of England (cfr. il par. 1.1) ha contribuito a far salire rispettivamente di circa 20 e 40 punti base i rendimenti a lungo termine negli Stati Uniti e nel Regno Unito (fig. 13); i tassi sono cresciuti anche nell'area dell'euro, pur se in misura minore; sono rimasti stabili in Giappone. All'inizio di ottobre i rendimenti dei titoli pubblici decennali si collocavano intorno all'1,6 per cento negli Stati Uniti, all'1,1 nel Regno Unito, a -0,2 in Germania e allo 0,1 in Giappone. Nei principali paesi dell'area dell'euro i differenziali di rendimento rispetto ai titoli tedeschi si sono mantenuti sostanzialmente stabili (fig. 14).

Dalla metà di luglio nelle maggiori economie avanzate i corsi azionari sono cresciuti (fig. 15); dall'inizio dell'anno sono aumentati intorno al 20 per cento negli Stati Uniti, al 15 nell'area dell'euro, al 10 nel Regno Unito e al 5 in Giappone.

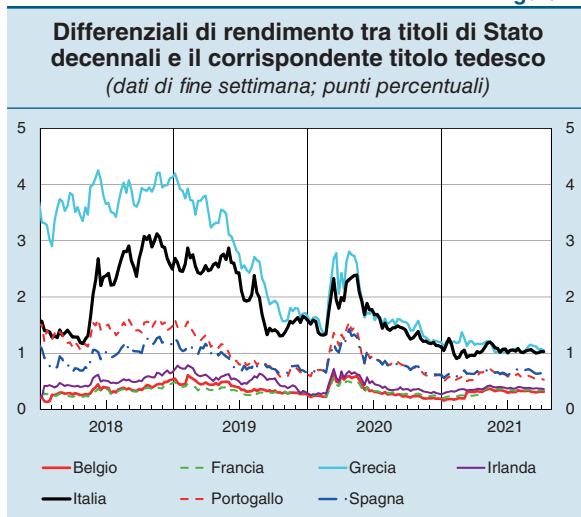
una prossima restrizione monetaria da parte della

Figura 13



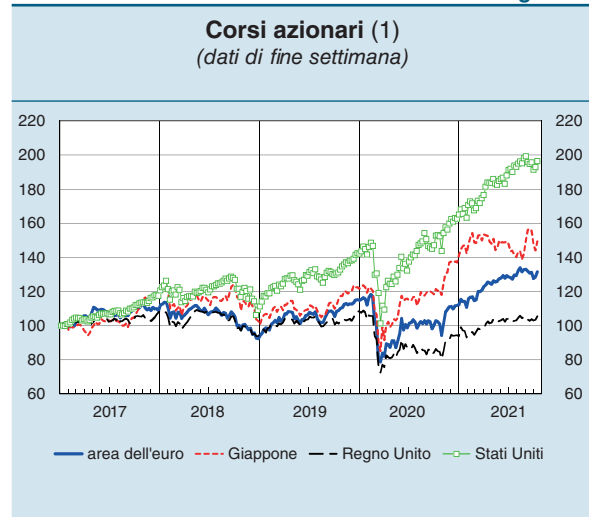
(1) Media dei rendimenti dei titoli di Stato benchmark decennali dei paesi dell'area dell'euro, ponderati con il PIL a prezzi concatenati del 2019; il dato esclude Cipro, Estonia, Grecia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Slovacchia e Slovenia.

Figura 14



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Figura 15



(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.

**Sono emerse tensioni legate al caso Evergrande**

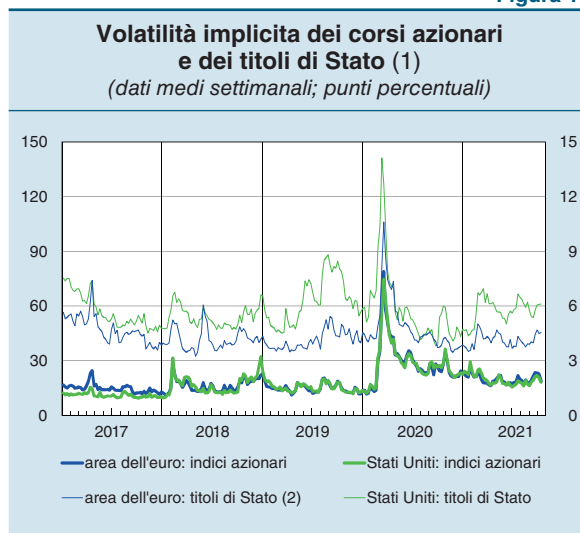
In settembre il mancato pagamento delle cedole su due emissioni internazionali da parte del gruppo immobiliare cinese Evergrande ha innescato tensioni sui mercati finanziari locali e internazionali. I timori di ripercussioni sull'intero comparto immobiliare di un possibile dissesto del gruppo – il secondo più grande in Cina nel settore – non si sono tuttavia riflessi in un rialzo della volatilità dei corsi azionari negli Stati Uniti e nell'area dell'euro (fig. 16). L'eventuale default potrebbe rallentare la crescita in Cina nel medio periodo, con possibili ricadute sull'attività economica nel resto del mondo. I rischi per la stabilità finanziaria globale sono comunque bassi, data la limitata esposizione degli investitori internazionali verso Evergrande e i suoi creditori.

**L'euro si è deprezzato**

Dall'inizio di luglio l'euro si è deprezzato nei confronti del dollaro, rispecchiando

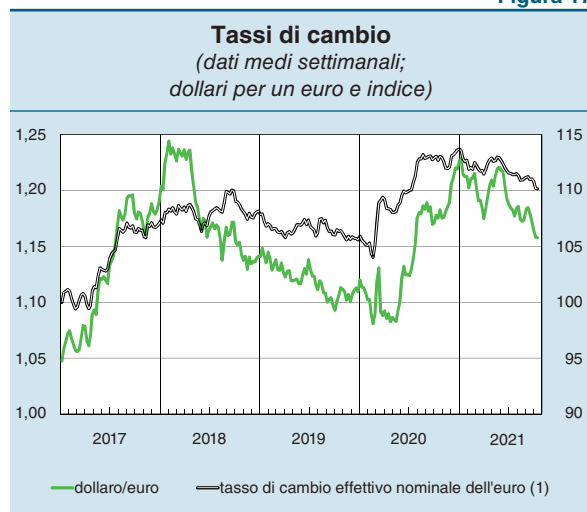
aspettative di un orientamento monetario relativamente più espansivo nei prossimi mesi da parte della BCE (fig. 17). La valuta comune si è indebolita anche in termini effettivi nominali, dell'1,4 per cento. Gli indicatori desunti dai mercati finanziari non segnalano attese di rilevanti variazioni del cambio euro-dollaro (fig. 18).

Figura 16



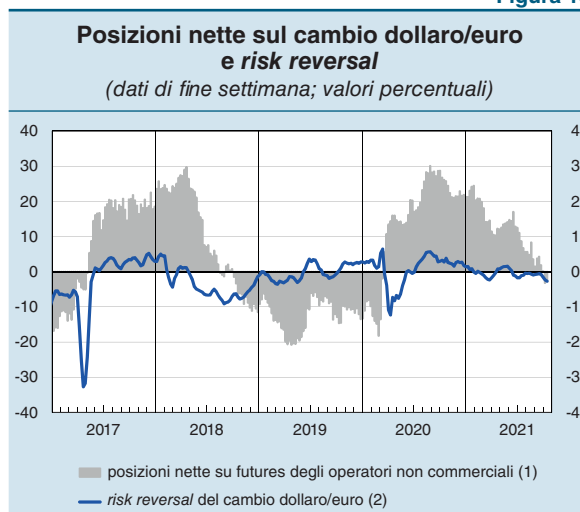
Fonte: Refinitiv.  
(1) Indici azionari: VSTOXX per l'area dell'euro e VIX per gli Stati Uniti. Titoli di Stato: volatilità implicita nelle opzioni sui contratti futures sul Bund tedesco per l'area dell'euro e sul Treasury Note per gli Stati Uniti (indicatore MOVE). – (2) Scala di destra.

Figura 17



Fonte: BCE, Bloomberg e Refinitiv.  
(1) Indice: 1ª settimana gen. 2017=100. Scala di destra. Un aumento dell'indice corrisponde a un apprezzamento dell'euro.

Figura 18



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 si è decisamente rafforzata nel secondo trimestre del 2021, sospinta soprattutto dalla domanda nazionale. L'estensione della copertura vaccinale si è riflessa sulla fiducia e sui comportamenti di imprese e consumatori. Le nostre valutazioni, basate sugli indicatori ad alta frequenza, segnalano che nel terzo trimestre l'espansione del PIL sarebbe proseguita, a un ritmo superiore al 2 per cento.

**Il PIL ha sorpreso al rialzo nel secondo trimestre**

In primavera il PIL è aumentato oltre le attese formulate da tutti gli osservatori<sup>1</sup> (2,7 per cento nel confronto con il primo trimestre; fig. 19), sostenuto dalla forte ripresa della spesa delle famiglie, soprattutto in servizi. È proseguita

Figura 19

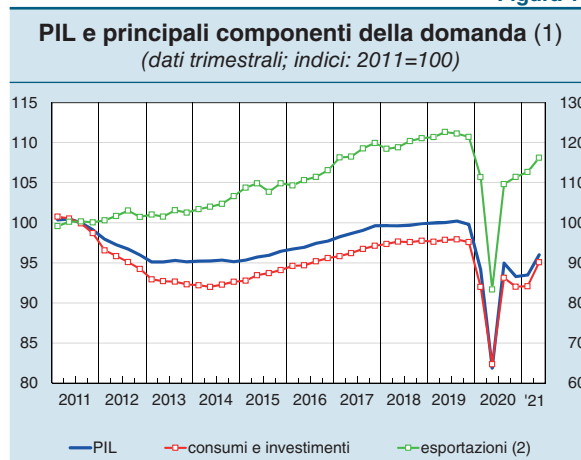


Tavola 6

### PIL e principali componenti (1)

(variazioni percentuali sul periodo precedente e punti percentuali)

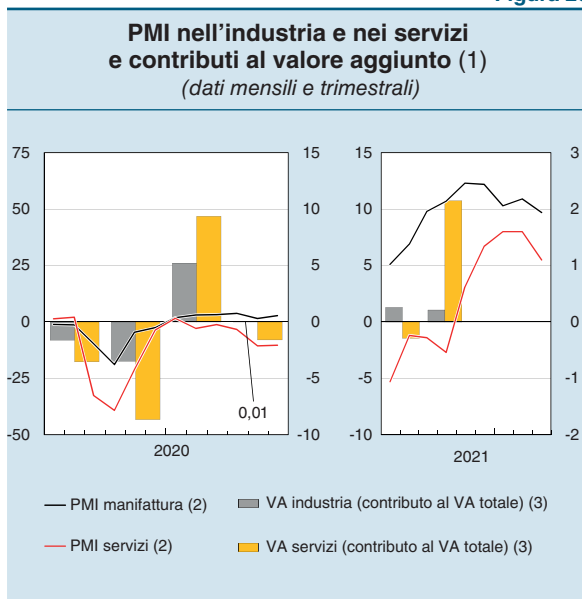
VOCI	2020		2021		2020
	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	
PIL	15,9	-1,7	0,2	2,7	-8,9
Importazioni di beni e servizi	15,7	6,2	3,5	2,4	-12,9
Domanda nazionale (2)	11,7	-0,7	0,8	2,5	-8,4
Consumi nazionali	9,9	-1,4	-0,9	3,4	-7,8
spesa delle famiglie (3)	13,3	-2,7	-1,0	5,0	-10,7
spesa delle Amministrazioni pubbliche	1,0	2,3	-0,5	-0,8	1,9
Investimenti fissi lordi	29,2	-0,1	4,1	2,6	-9,2
costruzioni	43,2	-1,1	6,1	3,5	-6,7
beni strumentali (4)	18,8	0,8	2,3	1,8	-11,3
Variazione delle scorte (5)	-1,4	0,5	0,7	-0,8	-0,4
Esportazioni di beni e servizi	31,5	1,6	1,1	3,2	-14,0
Esportazioni nette (6)	4,3	-1,1	-0,6	0,3	-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; contributi alla crescita del PIL sul periodo precedente; punti percentuali. – (6) Differenza tra esportazioni e importazioni; contributi alla crescita del PIL sul periodo precedente; punti percentuali.

<sup>1</sup> La nostra stima di luglio (cfr. *Bollettino economico*, 3, 2021) indicava una crescita sul periodo precedente superiore a un punto percentuale; la media delle previsioni censite da Consensus Economics e diffuse il 19 luglio 2021 si collocava all'1,3 per cento.

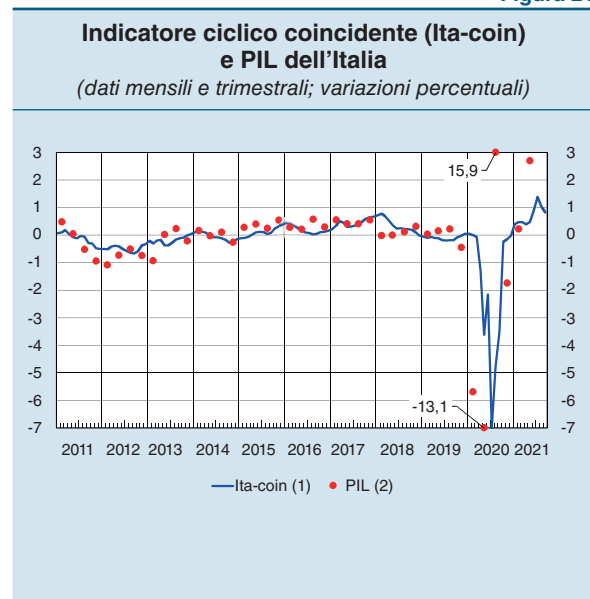
Figura 20



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Markit.

(1) Per esigenze grafiche, i dati relativi al 2021 sono rappresentati su una scala diversa da quelli del 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 21



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.

l'espansione degli investimenti delle imprese e l'interscambio con l'estero è tornato a fornire un contributo positivo alla crescita (tav. 6).

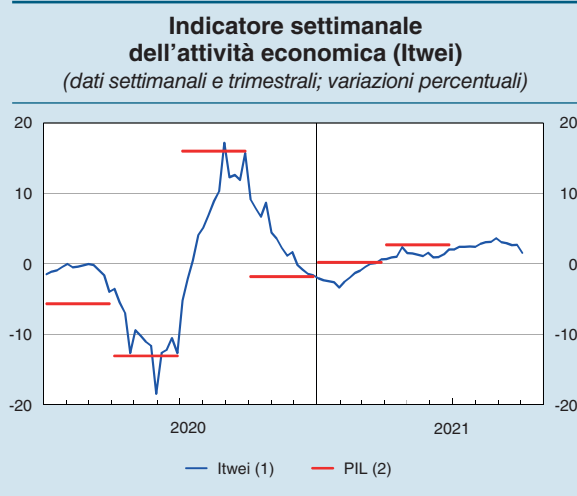
All'ampio recupero del valore aggiunto nei servizi, soprattutto nei settori più colpiti dalle misure di contenimento (commercio, trasporto e alloggio), si è associato il nuovo incremento nell'industria in senso stretto e, in misura maggiore, nelle costruzioni (fig. 20).

**La ripresa è proseguita nel terzo trimestre** Sulla base degli indicatori finora disponibili, valutiamo che nel terzo trimestre l'espansione del PIL sia stata superiore al 2 per cento: all'ulteriore sostenuto recupero nei servizi si sarebbe accompagnata la prosecuzione della crescita nell'industria (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel terzo trimestre del 2021*). Gli indici PMI (fig. 20) e quelli del clima di fiducia di imprese e famiglie, benché in lieve attenuazione, rimangono nel complesso favorevoli, collocandosi su valori storicamente molto elevati. In settembre l'indicatore Ita-coin è sceso, pur restando largamente positivo; tale andamento risente in parte dei problemi di approvvigionamento delle imprese manifatturiere, mentre la domanda ha fornito un contributo positivo (fig. 21).

## L'ATTIVITÀ ECONOMICA NEL TERZO TRIMESTRE DEL 2021

Nei mesi estivi l'economia italiana ha continuato a beneficiare dei progressi della campagna vaccinale e del pieno recupero della mobilità. Sulla base dell'insieme dei modelli utilizzati dalla Banca d'Italia, si stima che nel terzo trimestre la crescita del PIL rispetto ai tre mesi precedenti sia stata superiore al 2 per cento, riflettendo un ulteriore recupero del valore aggiunto nei servizi e la prosecuzione dell'incremento nell'industria.

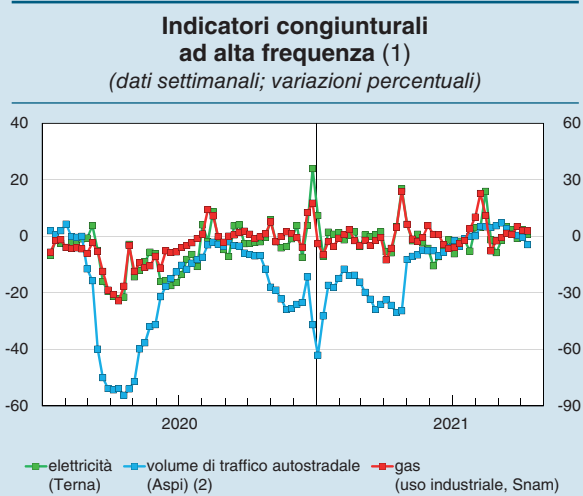
Figura A



Fonte: Banca d'Italia, per Itwei; Istat, per il PIL.

(1) L'indicatore riporta la variazione della media delle ultime 13 settimane (corrispondenti a circa un trimestre) rispetto alla media delle 13 settimane precedenti. – (2) Dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente.

Figura B



Fonte: elaborazioni su dati Autostrade per l'Italia (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.

L'indicatore settimanale dell'attività economica (*Italian weekly economic index*, Itwei; figura A)<sup>1</sup> conferma un sostenuto rialzo del prodotto e si colloca per il complesso del terzo trimestre intorno al 2 per cento, con un limite superiore delle stime attorno al 3.

La produzione industriale, che da giugno si è portata al di sopra dei livelli pre-pandemici, è lievemente diminuita in agosto (-0,2 per cento sul mese precedente); tenendo conto delle nostre stime per settembre, nel terzo trimestre sarebbe cresciuta di circa l'1 per cento, in linea con quanto osservato nel secondo. Questo andamento risulta coerente con i segnali provenienti dagli indicatori ad alta frequenza (figura B), dal clima di fiducia delle imprese industriali e dall'indice PMI per la manifattura (cfr. fig. 23.b).

I servizi, beneficiando dell'allentamento delle misure di restrizione alla mobilità, avrebbero continuato a crescere in misura robusta anche nel terzo trimestre; la dinamica è confermata dal livello del relativo indice PMI, ben al di sopra della soglia compatibile con l'espansione, nonostante il calo di settembre (cfr. fig. 20). In estate è proseguito il miglioramento della fiducia nei servizi di mercato e nel commercio al dettaglio, che è divenuta superiore alla media di lungo periodo.

Nelle costruzioni il valore aggiunto sarebbe rimasto sostanzialmente stazionario nel terzo trimestre, dopo i forti incrementi dei periodi precedenti. Queste indicazioni trovano conferma nelle informazioni disponibili sulla produzione; la fiducia del comparto è invece risultata in miglioramento nel mese di settembre, sostenuta da attese di occupazione in forte espansione.

<sup>1</sup> L'indicatore permette di monitorare l'andamento del PIL, incorporando un'ampia varietà di informazioni tra cui quelle ad alta frequenza sui flussi di pagamento e di trasporto autostradale e sui consumi elettrici e di gas a uso industriale. Per maggiori 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.

**La mobilità è aumentata grazie ai vaccini**

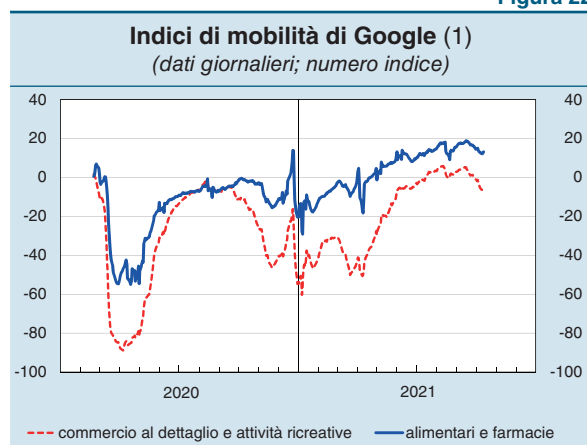
Al proseguimento della ripresa ha contribuito il ritorno della mobilità verso i valori pre-pandemici, reso possibile dalla diffusione delle vaccinazioni. Secondo l'indice di mobilità di Google, nel terzo trimestre è proseguito il recupero degli spostamenti sia

verso i negozi di alimentari e le farmacie, sia verso le altre attività di commercio al dettaglio e quelle ricreative, che avevano risentito maggiormente delle restrizioni amministrative imposte in precedenza (fig. 22).

**Le previsioni sul PIL sono migliorate**

Le stime di crescita del prodotto nell'anno in corso formulate dalle principali istituzioni internazionali e dai previsori privati sono state progressivamente riviste al rialzo (tav. 7). Sulla base delle informazioni più recenti, anche l'aggiornamento delle nostre previsioni suggerisce che la crescita potrebbe collocarsi attorno al 6 per cento, più di quanto ipotizzato nel *Bollettino economico* di luglio.

**Figura 22**



Fonte: elaborazioni su dati Google Covid-19 Community Mobility Reports. (1) Variazioni degli spostamenti verso negozi al dettaglio, attività ricreative, alimentari e farmacie rispetto al valore mediano del corrispondente giorno della settimana nel periodo 3 gennaio-6 febbraio 2020. Dati al 12 ottobre 2021. Media mobile a 7 giorni.

**Tavola 7**

		Crescita del PIL: aggiornamento delle stime (variazioni percentuali sull'anno precedente)				
		Stima più recente		Stima precedente		
		2021	2022	2021	2022	
FMI	ottobre	5,8	4,2	luglio	4,9	4,2
OCSE	settembre	5,9	4,1	maggio	4,5	4,4
Consensus Economics	ottobre	5,9	4,3	luglio	4,9	4,2

Fonte: FMI, *World Economic Outlook Update*, luglio 2021 e *World Economic Outlook*, ottobre 2021; OCSE, *OECD Economic Outlook*, maggio 2021 e *OECD Interim Economic Outlook*, settembre 2021; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, luglio e ottobre 2021.

## 2.2 LE IMPRESE

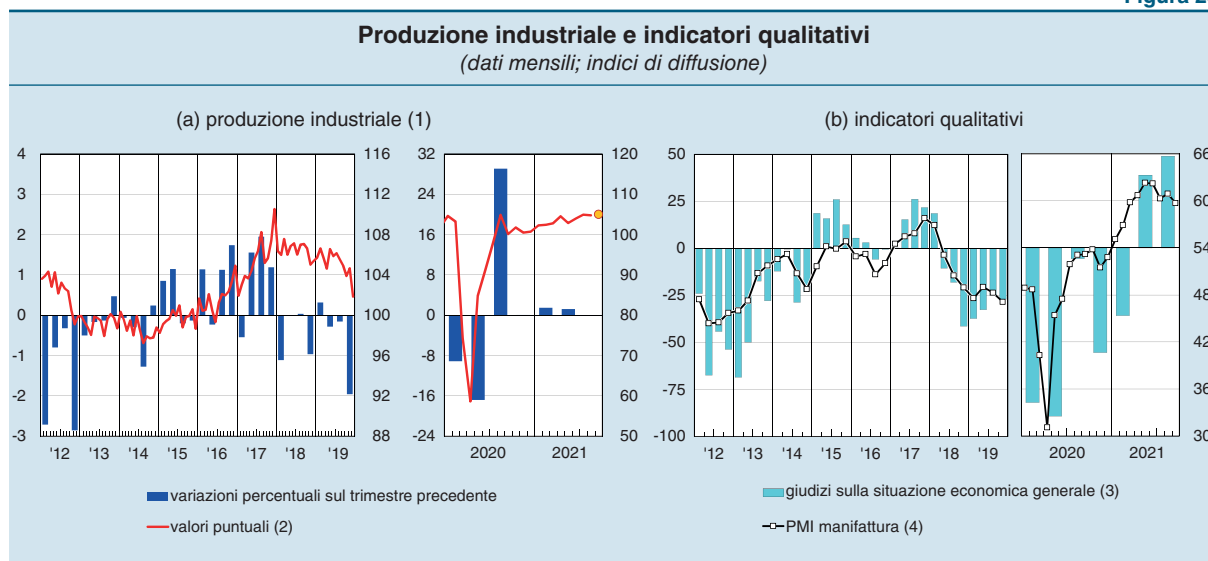
Secondo le più recenti informazioni ad alta frequenza, la produzione industriale ha continuato a crescere nel terzo trimestre, recuperando stabilmente i livelli pre-pandemici. Nelle valutazioni delle imprese, rilevate tra agosto e settembre, le previsioni di investimento per il 2021 restano complessivamente favorevoli.

**La produzione industriale è cresciuta**

Nell'industria l'attività è cresciuta in luglio prima di segnare una lieve diminuzione in agosto. Sulla base di nostre stime, nel complesso del terzo trimestre ha continuato a espandersi di circa l'1 per cento, in linea con l'evoluzione dei tre mesi precedenti (fig. 23.a; cfr. il riquadro: *L'attività economica nel terzo trimestre del 2021*). Anche gli indicatori qualitativi più recenti sono coerenti con un ulteriore aumento della produzione nella manifattura (fig. 23.b).

**Prosegue l'espansione degli investimenti**

Nel secondo trimestre la spesa delle imprese in beni strumentali è nuovamente salita (1,8 per cento sul periodo precedente), ridimensionando il divario rispetto ai livelli di fine 2019 a 1,3 punti percentuali. La riduzione del valore dei contratti di leasing registrata dall'Associazione italiana leasing (Assilea) è compatibile con una lieve decelerazione degli investimenti nel terzo trimestre rispetto ai mesi primaverili. Anche nelle nostre indagini condotte tra agosto e settembre le imprese prefigurano per il semestre in corso una dinamica degli investimenti ancora positiva, ma marginalmente meno marcata rispetto a quanto previsto nella precedente rilevazione. Le condizioni per investire si confermano molto favorevoli (cfr. il riquadro: *Le opinioni delle imprese italiane nelle indagini della Banca d'Italia*).



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 settembre 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, 11 ottobre 2021). – (4) Dati trimestrali medi (a sinistra) e dati mensili (a destra). Indici di diffusione desumibili dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (PMI), relativi all'attività economica nel settore manifatturiero. L'indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte “in aumento” la metà della percentuale delle risposte “stabile”. Scala di destra.

## LE OPINIONI DELLE IMPRESE ITALIANE NELLE INDAGINI DELLA BANCA D'ITALIA

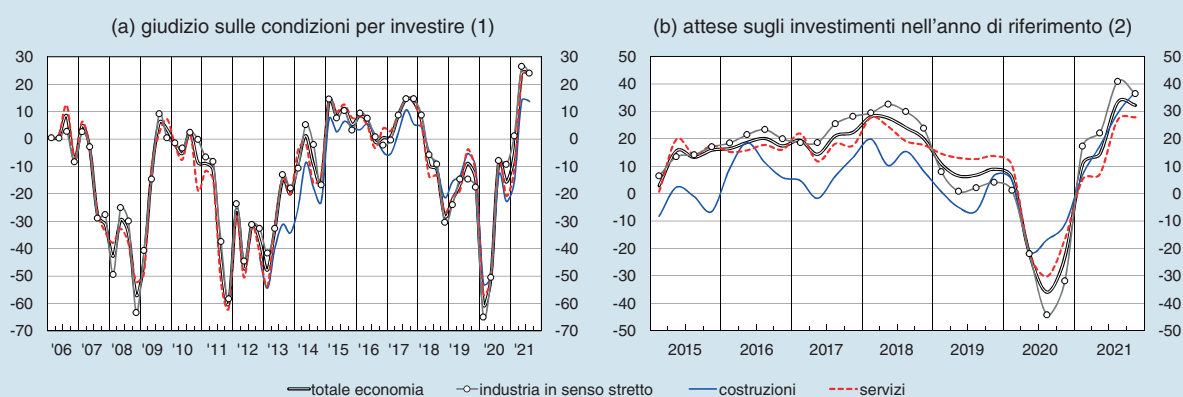
Tra il 26 agosto e il 16 settembre la Banca d'Italia ha condotto la consueta indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita presso un campione di circa 1.500 imprese con almeno 50 addetti attive nell'industria in senso stretto, nei servizi e nelle costruzioni (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 11 ottobre 2021).

La situazione economica generale è valutata in miglioramento rispetto alla fine della scorsa primavera da oltre il 50 per cento delle aziende, un valore storicamente elevato. Il saldo tra la percentuale di risposte di aumento e di riduzione delle vendite correnti è ulteriormente cresciuto nel complesso dell'economia di circa 5 punti percentuali (a 49 punti nell'industria in senso stretto, a 36 nei servizi e a 37 nelle costruzioni). Il numero di imprese che si attende un aumento della domanda per i propri prodotti nei successivi tre mesi prevale nettamente su quello che ne prefigura una riduzione, anche con riferimento ai mercati esteri.

L'attività economica, secondo le risposte, beneficerà dell'andamento positivo della domanda, mentre l'incertezza imputabile a fattori economici e politici continua a rappresentare il principale elemento di freno, insieme con il rialzo del prezzo del petrolio; l'indisponibilità di input intermedi costituisce il più rilevante fattore di ostacolo per l'attività delle imprese dell'industria in senso stretto, soprattutto per quelle di grande dimensione. La maggioranza delle aziende si aspetta per i tre mesi successivi all'indagine un aumento dei contagi, sia pure in misura inferiore rispetto all'autunno del 2020.

Il saldo fra le quote di imprese che esprimono, rispettivamente, giudizi di miglioramento delle condizioni per investire e giudizi di peggioramento – nettamente cresciuto già nella precedente rilevazione e tornato positivo per la prima volta da un triennio – si è stabilizzato su valori storicamente elevati (a 24 punti percentuali; figura, pannello a).

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



Fonte: *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 11 ottobre 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 è rilevata nel 4° trimestre dell'anno precedente.

Le aziende dell'industria in senso stretto e dei servizi prefigurano nel semestre in corso un aumento degli investimenti complessivamente analogo (seppure appena inferiore) a quanto previsto nella scorsa rilevazione. Con riferimento al complesso del 2021, il saldo tra le imprese che si attendono una crescita dell'accumulazione rispetto al 2020 e quelle che ne prefigurano una diminuzione è rimasto pressoché stabile (circa 32 punti percentuali; figura, pannello b).

L'andamento positivo degli investimenti nell'anno in corso è confermato dalle valutazioni espresse nell'ambito del sondaggio congiunturale condotto tra settembre e ottobre dalle Filiali della Banca d'Italia presso un campione di oltre 4.500 imprese, selezionate tra quelle dell'industria in senso stretto e dei servizi con almeno 20 addetti e quelle delle costruzioni con almeno 10 addetti (cfr. *Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi*, Banca d'Italia, Statistiche, di prossima pubblicazione).

Due terzi delle imprese confermano per il 2021 investimenti sostanzialmente in linea con i programmi, in media espansivi, formulati alla fine del 2020; il saldo tra la quota di aziende che riporta una spesa superiore ai programmi e quella che ne indica una inferiore è positivo in tutti i settori e le classi dimensionali, principalmente grazie alla percentuale esigua di giudizi di contrazione, che si è collocata su valori molto bassi nel confronto storico. Con riferimento ai piani di investimento per il 2022, le attese di aumento rispetto all'anno in corso superano ampiamente quelle di riduzione.

L'accumulazione è stata sostenuta sia dal recupero delle vendite nei primi nove mesi dell'anno rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, sia dalle attese di un loro ulteriore rafforzamento nei successivi sei mesi. Circa il 60 per cento delle aziende dei servizi e il 70 per cento di quelle dell'industria in senso stretto dichiarano che il fatturato nel 2021 sarà pari o superiore rispetto ai livelli pre-pandemia; tuttavia oltre la metà delle imprese del settore tessile, abbigliamento e calzature si attende di non recuperare i livelli del 2019 entro la fine dell'anno. Le valutazioni sono omogenee tra classi dimensionali di impresa.

Una quota significativa di aziende ha incontrato difficoltà di approvvigionamento di input produttivi nei primi nove mesi del 2021: si tratta di circa il 20 per cento delle imprese operanti nel settore nei servizi e del 60 per cento di quelle attive nell'industria, specialmente nei comparti della chimica, della gomma e plastica e della metalmeccanica. Tra le aziende con problemi di approvvigionamento,



l'80 per cento ha riportato rincari negli input produttivi, circa il 70 per cento ne ha indicato l'indisponibilità e una quota analoga ha segnalato ritardi legati ai tempi di lavorazione dei fornitori o ai tempi di trasporto; in particolare l'indisponibilità di semiconduttori e altre componenti elettriche ha riguardato prevalentemente il comparto metalmeccanico. Le difficoltà di acquisto di input produttivi sono più accentuate tra le aziende che dichiarano di avere prospettive favorevoli per il fatturato; tali difficoltà, secondo le imprese interessate da problemi di approvvigionamento, si stanno riflettendo principalmente in un aumento dei prezzi di vendita (per il 34 per cento) e dei tempi di consegna (30 per cento), nonché nella riduzione dei margini di profitto (23 per cento).

La ripresa dell'attività ha favorito anche la dinamica dell'occupazione: le aziende segnalano una decisa crescita delle ore lavorate nei primi nove mesi dell'anno e un aumento complessivo della compagine entro la fine del 2021.

Ulteriori informazioni raccolte dalla rete territoriale della Banca d'Italia mediante contatti informali con le imprese evidenziano che le aspettative sull'attuazione del *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR) stanno positivamente influenzando i piani di investimento delle imprese. Le aziende hanno limitato le conseguenze delle difficoltà di approvvigionamento di input intermedi sui tempi di lavorazione e di consegna riorganizzando la produzione e rimodulando i contratti di fornitura.

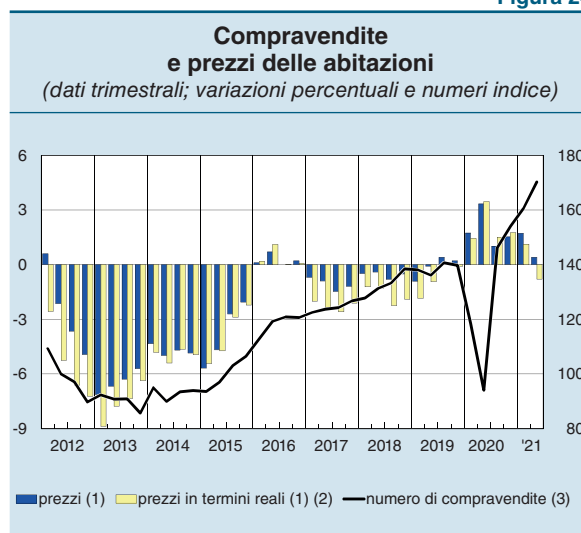
Anche le imprese di costruzione censite nel sondaggio congiunturale hanno espresso valutazioni complessivamente positive sull'andamento della loro attività: il saldo tra la quota dei giudizi di aumento e quelli di riduzione dell'occupazione è tornato a essere largamente positivo nel 2021, così come il saldo relativo alla produzione totale, in parte sostenuta dal settore delle opere pubbliche. Nei giudizi delle imprese la produzione continuerà a crescere anche nel 2022. Secondo le opinioni raccolte mediante contatti informali dalle Filiali della Banca d'Italia, il Superbonus introdotto dal DL 34/2020 (decreto "rilancio") starebbe determinando effetti molto positivi sull'attività delle imprese del settore, specialmente dopo l'entrata in vigore del DL 77/2021 (decreto "semplificazioni") che ne ha fortemente incrementato l'efficacia.

### Migliorano le prospettive del mercato immobiliare

Nel secondo trimestre gli investimenti in costruzioni sono aumentati di oltre il 3 per cento, sia nella componente residenziale

sia in quella commerciale. Nel terzo trimestre la produzione edile sarebbe rimasta su livelli ben superiori a quelli pre-pandemici. Il volume delle compravendite nel comparto residenziale è cresciuto nettamente in primavera (6,0 per cento). In base a nostre elaborazioni sugli annunci presenti sulla piattaforma digitale Immobiliare.it, anche nei mesi estivi la domanda di abitazioni si sarebbe collocata su valori più alti del trimestre precedente lo scoppio della pandemia. I prezzi delle case – in particolare di quelle nuove – hanno continuato ad aumentare nel secondo trimestre del 2021; nella prima metà dell'anno sono saliti dell'1,0 per cento rispetto al periodo corrispondente (fig. 24). Secondo il *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*,

Figura 24



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

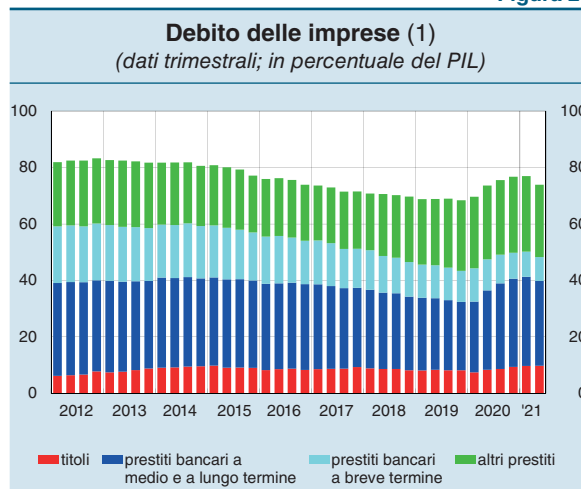
(1) Variazioni sul periodo corrispondente. – (2) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo. – (3) Valori corretti per la stagionalità e per gli effetti di calendario. Indici: 2015=100. Scala di destra.

condotto presso gli agenti immobiliari tra giugno e luglio, le prospettive sull'evoluzione del mercato nazionale sono migliorate, anche per l'effetto della pandemia sulla domanda di abitazioni, giudicato complessivamente tale da produrre un rialzo<sup>2</sup>; il saldo tra le attese di aumento e quelle di riduzione dei prezzi ha continuato a migliorare.

### Resta elevata la liquidità delle imprese

Nel secondo trimestre dell'anno il debito delle società non finanziarie italiane è diminuito rispetto al periodo precedente, raggiungendo il 74,1 per cento del PIL (112,3 nell'area dell'euro; fig. 25). La liquidità detenuta dalle imprese su depositi e conti correnti continua a rimanere su livelli elevati (cfr. il par. 2.7) sebbene inferiori al primo trimestre. Questi andamenti hanno determinato un saldo finanziario positivo.

Figura 25

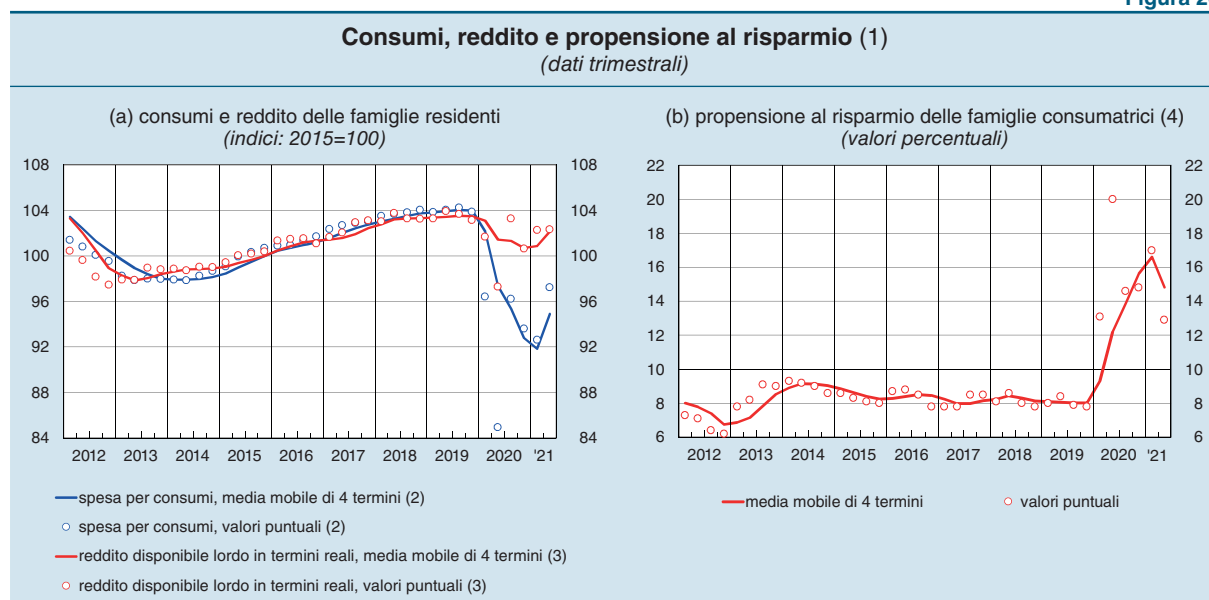


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.  
(1) Per il debito (comprensivo dei prestiti cartolarizzati), consistenze di fine trimestre; per il reddito, flussi cumulati su 4 trimestri. I dati dell'ultimo periodo sono provvisori.

## 2.3 LE FAMIGLIE

Sulla base degli indicatori disponibili, la ripresa dei consumi è proseguita nei mesi estivi grazie al progresso della campagna vaccinale, che ha permesso l'aumento della mobilità e ha attenuato la cautela negli acquisti. Le famiglie restano comunque prudenti nelle decisioni di consumo. Nel secondo trimestre la propensione al risparmio è diminuita.

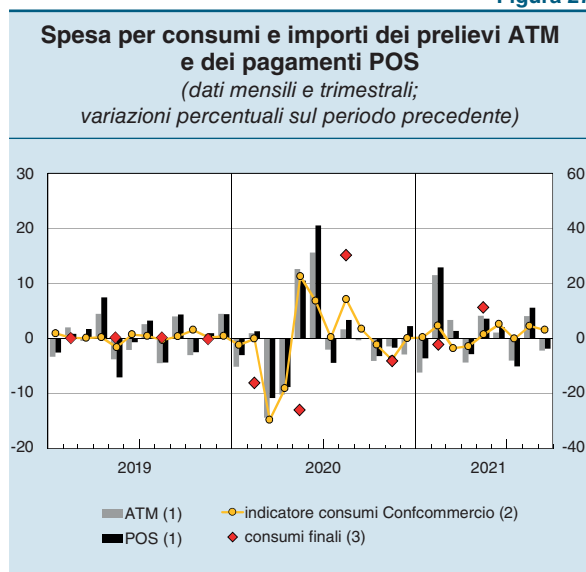
Figura 26



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

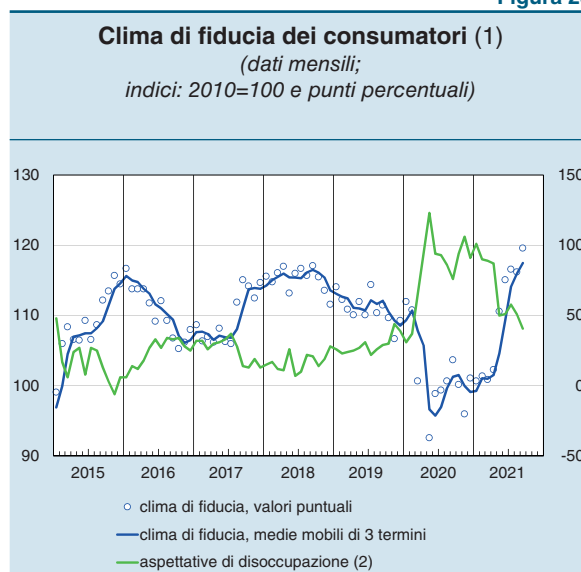
<sup>2</sup> Per maggiori dettagli, cfr. E. Guglielminetti, M. Loberto, G. Zevi e R. Zizza, *Living on my own: the impact of the Covid-19 pandemic on housing preferences*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 627, 2021.

Figura 27



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Confcommercio e Istat.  
(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. 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 3° trimestre non è ancora disponibile.

Figura 28



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.

**I consumi sono aumentati in primavera...**

Nel secondo trimestre i consumi delle famiglie sono aumentati del 5,0 per cento, più di quanto atteso dai principali previsori, compensando ampiamente il calo cumulato nei sei mesi precedenti. L'aumento della spesa ha riguardato sia gli acquisti di beni sia, soprattutto, quelli di servizi; data la marcata flessione registrata dall'avvio della crisi, questi ultimi si sono mantenuti però inferiori del 14 per cento rispetto ai livelli di fine 2019 (contro il 6,4 per cento dei consumi complessivi). Il reddito disponibile in termini reali è rimasto sostanzialmente stabile sul trimestre precedente (fig. 26.a). La propensione al risparmio è quindi scesa al 12,9 per cento, 5 punti percentuali al di sopra dei livelli pre-pandemici (fig. 26.b).

**...e sarebbero cresciuti anche in estate**

Le informazioni congiunturali più recenti segnalano un'ulteriore forte espansione dei consumi nel terzo trimestre, favorita dall'allentamento delle restrizioni associato ai progressi nella campagna di vaccinazione. L'indicatore elaborato da Confcommercio è aumentato rispetto al secondo trimestre, sospinto dal forte incremento nei servizi; anche i dati ad alta frequenza su prelievi e pagamenti elettronici sono coerenti con la prosecuzione della crescita dei consumi nei mesi estivi (fig. 27). Il clima di fiducia delle famiglie è decisamente migliorato in settembre, toccando il valore più elevato dall'inizio della serie storica, grazie a valutazioni molto più favorevoli sulla situazione economica corrente del Paese (fig. 28).

Nell'*Indagine straordinaria sulle famiglie italiane* condotta dalla Banca d'Italia tra la fine di agosto e l'inizio di settembre, le attese delle famiglie sulla situazione economica e sul mercato del lavoro sono divenute positive per la prima volta dall'avvio delle rilevazioni nella primavera del 2020. Gli effetti negativi sui comportamenti di consumo legati all'emergenza sanitaria sono significativamente attenuati dai progressi della campagna vaccinale (cfr. il riquadro: *Le famiglie italiane durante la pandemia: l'indagine della Banca d'Italia*).

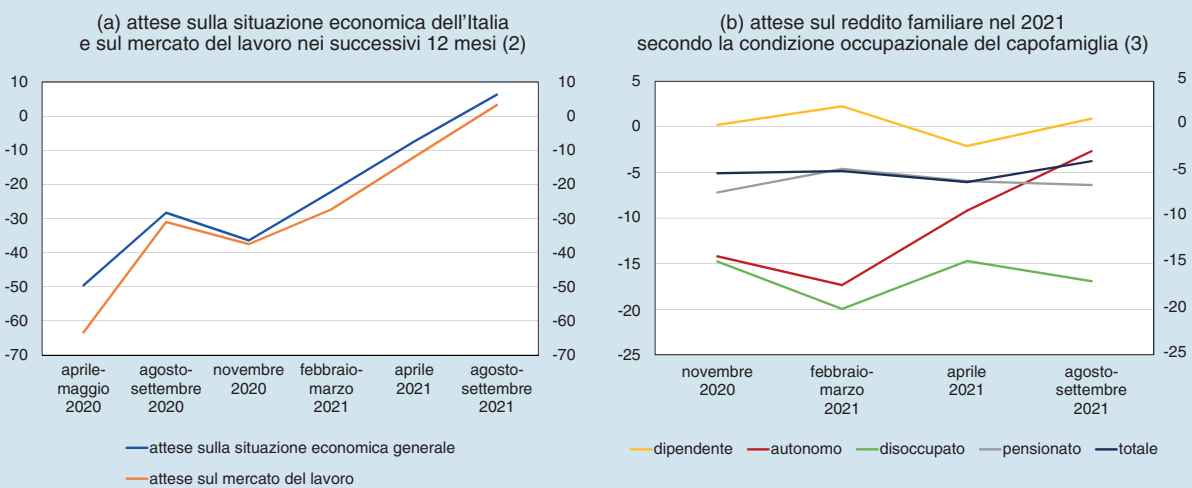
## LE FAMIGLIE ITALIANE DURANTE LA PANDEMIA: L'INDAGINE DELLA BANCA D'ITALIA

Tra la fine di agosto e l'inizio di settembre la Banca d'Italia ha condotto la sesta edizione dell'*Indagine straordinaria sulle famiglie italiane* (ISF) per raccogliere informazioni sulle loro condizioni economiche e sulle loro aspettative<sup>1</sup>. Rispetto alla rilevazione della scorsa primavera (cfr. *Bollettino economico*, 3, 2021) le attese delle famiglie sulla situazione economica dell'Italia sono nel complesso migliorate, grazie alle valutazioni sui progressi della campagna vaccinale e sulle prospettive più incoraggianti del quadro epidemiologico.

Il saldo tra le attese di miglioramento e peggioramento della situazione economica generale e del mercato del lavoro nei successivi dodici mesi è divenuto positivo per la prima volta dall'avvio delle rilevazioni nella primavera del 2020 (figura A, pannello a). La percentuale di famiglie che prefigura un peggioramento del quadro generale e del mercato del lavoro è diminuita di oltre 10 punti percentuali, portandosi al 27 e al 31 per cento rispettivamente; sono le quote più basse dall'inizio dell'indagine.

Figura A

### Attese sulle condizioni economiche generali e familiari (1) (punti percentuali)



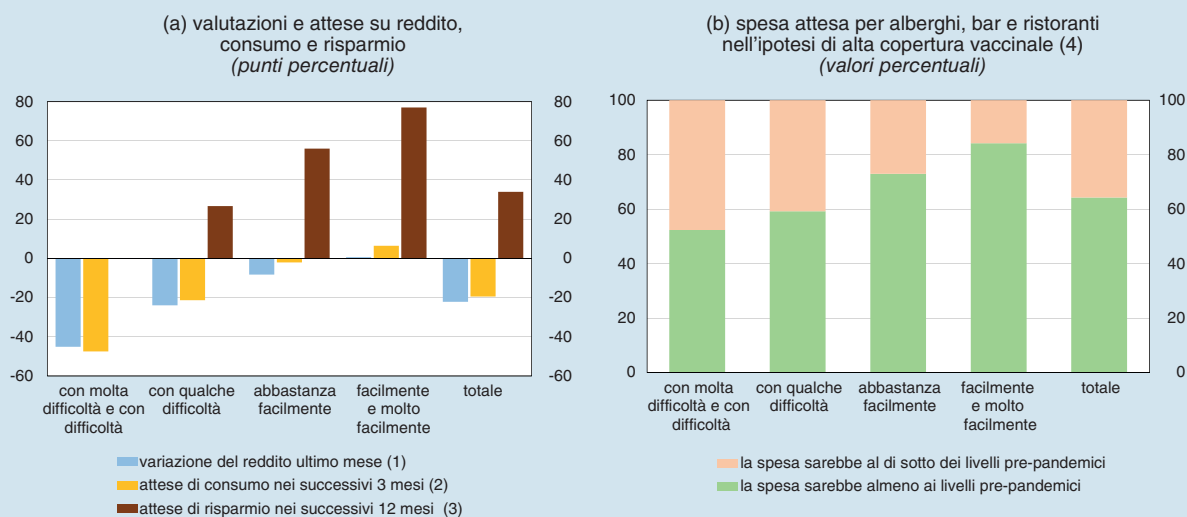
Fonte: ISF.

(1) Sugli assi orizzontali sono indicate le date in cui sono state condotte le rilevazioni dell'ISF. Per l'edizione di aprile-maggio 2020 sono stati utilizzati solo i dati rilevati con la stessa tecnica di intervista di quelle successive. – (2) Saldi tra i giudizi di miglioramento e di peggioramento. Per la 1ª edizione le attese sul mercato del lavoro si riferiscono all'andamento del numero dei disoccupati nei successivi 12 mesi. – (3) Saldo tra la percentuale di famiglie che prevede un aumento del reddito nel 2021 rispetto al 2020 e la quota di quelle che ne prevede una diminuzione.

Le attese sul reddito familiare restano sostanzialmente stabili rispetto alla primavera: tre nuclei su quattro si aspettano nell'anno in corso entrate analoghe a quelle del 2020; il 15 per cento ritiene che saranno inferiori. Le valutazioni sono progressivamente migliorate durante l'anno per i nuclei con capofamiglia lavoratore autonomo, che erano stati maggiormente colpiti nelle fasi più acute della pandemia: il saldo tra aspettative di

<sup>1</sup> Le interviste sono state condotte tra il 23 agosto e il 3 settembre utilizzando un dispositivo di collegamento a distanza (dialogatore) e hanno coinvolto oltre 2.000 nuclei familiari, che avevano partecipato anche alla quinta edizione dell'ISF. A partire da aprile del 2020 sono state condotte sei edizioni dell'indagine; con riferimento alla quinta, i principali risultati e le caratteristiche metodologiche sono descritti in C. Rondinelli e F. Zanichelli, *Principali risultati della quinta edizione dell'indagine straordinaria sulle famiglie italiane*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 7 settembre 2021.

## Valutazioni e attese delle famiglie in base alla capacità di fronteggiare le spese mensili



Fonte: ISF, 6ª ed.

(1) Saldo tra la percentuale di famiglie per cui il reddito familiare nell'ultimo mese è aumentato rispetto a prima della pandemia e la quota di quelle per cui è diminuito. – (2) Saldo tra la percentuale di famiglie che si attendono un aumento dei consumi non durevoli nei successivi 3 mesi e la quota di quelle che si attendono una riduzione. – (3) Saldo tra la percentuale di famiglie che prevedono che nei successivi 12 mesi riusciranno a mettere da parte qualche risparmio e la quota di quelle che prevedono di liquidare risparmi o indebitarsi. – (4) Alle famiglie è stato chiesto di indicare come sarebbe variata la propria spesa per alberghi, bar e ristoranti se il 75 per cento della popolazione italiana avesse completato il ciclo vaccinale nei 3 mesi successivi alla rilevazione.

aumento e diminuzione del reddito familiare è aumentato di 7 punti percentuali rispetto ad aprile, portandosi per la prima volta dallo scorso autunno in linea con la media della popolazione (figura A, pannello b).

Circa un terzo delle famiglie afferma di essere riuscito ad accantonare qualche risparmio a partire dall'inizio della pandemia; la quota è più ampia per i nuclei il cui capofamiglia è laureato. La percentuale di famiglie che ritiene di riuscire a risparmiare nei prossimi dodici mesi è rimasta sostanzialmente stabile, al 44 per cento (in maggioranza nuclei che hanno già risparmiato durante la crisi). Le attese di risparmio interessano anche le famiglie che dichiarano di arrivare alla fine del mese con qualche difficoltà (figura B, pannello a).

I comportamenti di consumo restano condizionati dall'emergenza sanitaria, ma appaiono in progressivo miglioramento. Rispetto alla rilevazione di aprile la percentuale di famiglie che dichiara di avere ridotto le spese per alberghi, bar e ristoranti nel confronto con il periodo pre-pandemia è diminuita di 15 punti percentuali, pur restando elevata (al 71 per cento; aveva toccato quasi il 90 per cento nelle fasi più acute della pandemia); la riduzione della quota è di circa 30 punti (al 55 per cento) per i nuclei che arrivano con facilità alla fine del mese. Anche le percentuali di famiglie che hanno fatto meno frequentemente acquisti in negozi di abbigliamento e per servizi di cura della persona sono significativamente scese, rispettivamente al 63 e al 57 per cento<sup>2</sup>. Tra le motivazioni che hanno frenato la spesa, è rimasta invariata l'importanza attribuita alla paura del contagio; è sensibilmente diminuita quella associata alle misure di contenimento, in connessione con il venire meno delle restrizioni a partire dalla primavera. Permane tuttavia una certa cautela nelle attese di spesa a tre mesi, in particolare tra le famiglie con maggiori difficoltà economiche e tra quelle che nel mese precedente l'intervista hanno percepito un reddito più basso rispetto a prima della pandemia (figura B, pannello a).

<sup>2</sup> Alle famiglie è stato chiesto con quale frequenza hanno effettuato spese per alberghi, bar e ristoranti, in negozi di abbigliamento e per servizi di cura della persona nell'ultimo mese rispetto a prima della pandemia.

Due terzi delle famiglie hanno indicato che, nel periodo in cui ha avuto luogo la rilevazione, la campagna vaccinale stava procedendo meglio o in linea rispetto alle attese. Al momento delle interviste il 64 per cento dei nuclei ha dichiarato che avrebbe riportato la propria spesa per alberghi, bar e ristoranti almeno ai livelli precedenti l'emergenza sanitaria se i tre quarti della popolazione italiana avessero completato il ciclo vaccinale<sup>3</sup>; tale quota supera l'80 per cento per le famiglie che dichiarano di arrivare con facilità alla fine del mese, ma è sotto il 60 per cento per quelle con difficoltà economiche (figura B, pannello b).

Poco più della metà delle famiglie prefigura un aumento dei contagi nei tre mesi successivi alla rilevazione, sia pure in misura inferiore rispetto all'autunno del 2020; il 20 per cento ritiene che non ci sarà un incremento. I nuclei più ottimisti sull'andamento del quadro epidemiologico hanno espresso anche attese più favorevoli sulla situazione economica generale e su quella personale.

<sup>3</sup> Secondo i dati diffusi dal Governo, al 20 ottobre la percentuale di popolazione italiana che aveva completato il ciclo di somministrazione del vaccino era pari a 74,5 per cento (81,7 se si considerano solo gli individui con più di 12 anni).

**Il debito delle famiglie è rimasto stabile** Nel secondo trimestre del 2021 il debito delle famiglie in rapporto al reddito disponibile è rimasto stabile al 65 per cento (fig. 29) e inferiore a quello medio dell'area (97,9 per cento).

L'incidenza degli oneri sostenuti per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale) è aumentata nel confronto con il trimestre precedente, al 10,2 per cento (fig. 29), principalmente per effetto del rimborso delle quote di capitale. Rispetto al PIL il debito è lievemente diminuito, al 44,1 per cento (61,2 nell'area dell'euro), anche a seguito della dinamica positiva del prodotto.

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

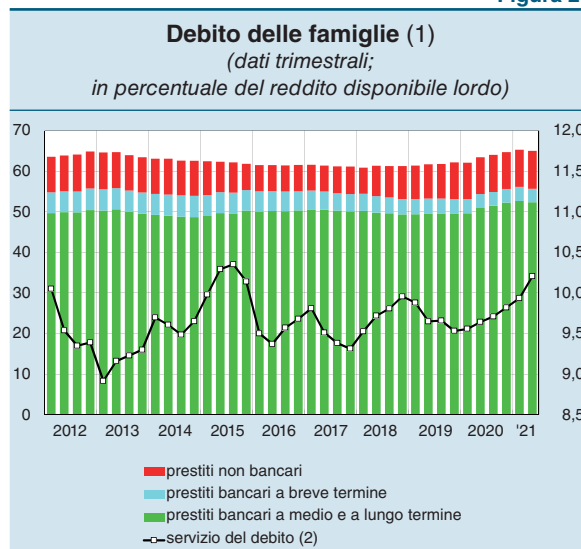
Nel secondo trimestre la crescita delle esportazioni dell'Italia è stata sostenuta, superiore a quella del commercio mondiale. La ripresa degli afflussi di turisti stranieri si è intensificata nei mesi estivi.

Sono proseguiti gli acquisti di titoli italiani, pubblici e privati, da parte di non residenti; si sono ampliati l'avanzo di conto corrente e la posizione creditoria netta.

**In primavera le esportazioni hanno accelerato...**

Nel secondo trimestre l'aumento delle esportazioni di beni e servizi è stato marcato (tav. 8). Le vendite all'estero di beni sono cresciute del 3,4 per cento, un dato superiore a quello dei maggiori partner europei, con un contributo positivo da parte di quasi tutti i principali settori di attività. L'incremento è stato più pronunciato verso i mercati esterni all'area dell'euro, in particolare Stati Uniti e Regno Unito; in quest'ultimo è stata in larga parte riassorbita la flessione che era seguita all'entrata in vigore del nuovo accordo sugli scambi e sulla cooperazione con la UE. Sono aumentate anche le esportazioni di servizi, sostenute dal graduale recupero del turismo internazionale.

Figura 29



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.

Tavola 8

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

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.

Le importazioni si sono ampliate, soprattutto la componente dei beni, in un contesto di ulteriore ripresa degli investimenti (cfr. il par. 2.1).

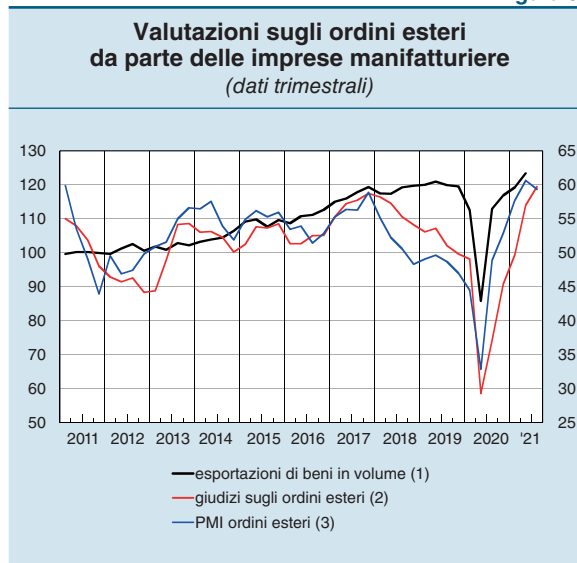
### ...e sono cresciute anche in estate

Nel bimestre luglio-agosto le esportazioni di beni (valutate a prezzi correnti e corrette per la stagionalità) sono aumentate, anche per effetto di alcune transazioni di importo elevato nella cantieristica navale. I giudizi sugli ordini esteri delle imprese manifatturiere rilevati dall'Istat e il corrispondente indicatore PMI rimangono, nella media del terzo trimestre, compatibili con un'espansione delle vendite (fig. 30).

La ripresa dei flussi turistici in atto dalla primavera si è ulteriormente rafforzata: tra luglio e agosto la spesa dei viaggiatori stranieri in Italia è stata significativamente più elevata rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, benché ancora al di sotto dei valori del 2019 (fig. 31).

Nella media dei quattro trimestri terminanti in settembre la competitività di prezzo complessiva e quella all'esportazione delle imprese italiane sarebbero rimaste pressoché invariate rispetto allo stesso periodo del 2020 (fig. 32).

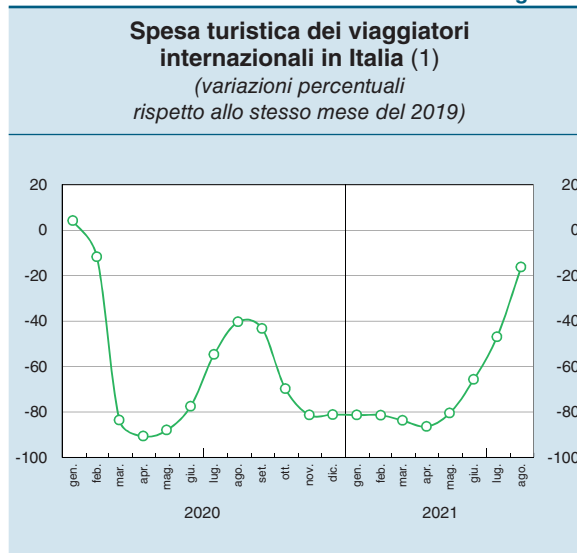
Figura 30



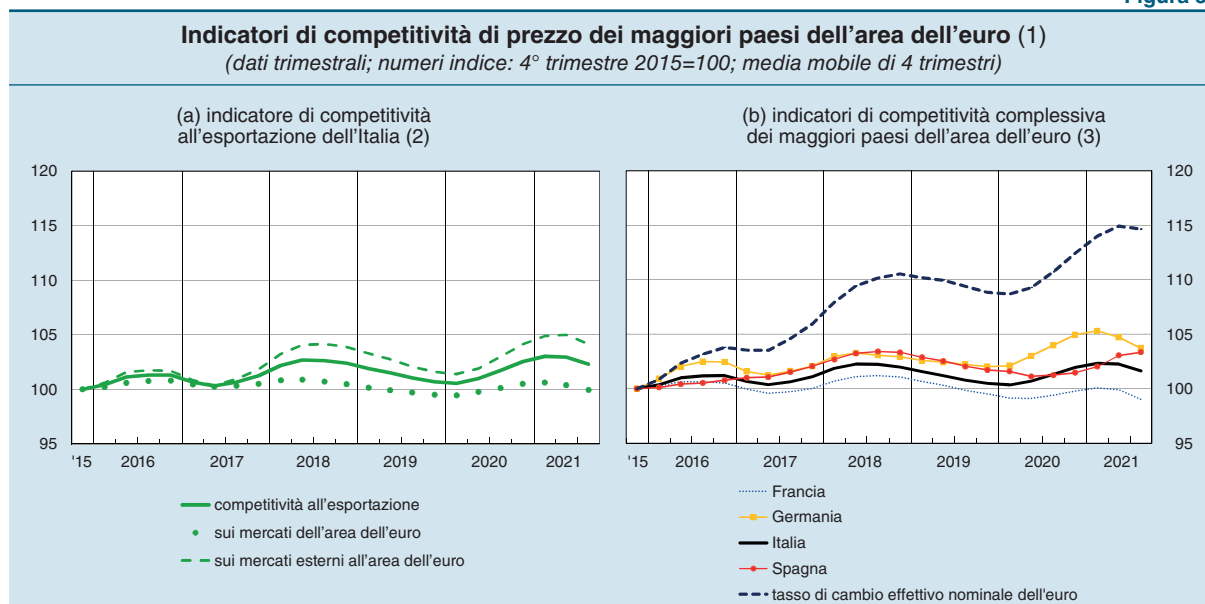
Fonte: Istat, Markit e Refinitiv.

(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 31



(1) Corrisponde alla voce "viaggi", lato crediti, del conto corrente della bilancia dei pagamenti. Per il mese di agosto 2021, dati provvisori.



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.

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

L'avanzo di conto corrente della bilancia dei pagamenti è stato pari a 38,4 miliardi di euro nei primi otto mesi del 2021 (tav. 9), 7,4 miliardi in più rispetto al corrispondente periodo dello scorso anno; l'aumento è riconducibile soprattutto al maggiore surplus mercantile, che si è registrato nonostante il peggioramento della bilancia energetica. In rapporto al PIL l'avanzo ha raggiunto il 4,3 per cento (valutato nella media dei quattro trimestri terminanti in giugno; fig. 33).

**La domanda estera di titoli italiani resta sostenuta**

Sono continuati gli acquisti di titoli italiani per investimenti di portafoglio da parte di non residenti, pari a 45,2 miliardi nei primi otto mesi dell'anno (di cui 28,8 in titoli pubblici, circa un quarto delle emissioni nette). Secondo i dati di Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) relativi a un campione di fondi internazionali, gli investimenti in attività finanziarie italiane sono proseguiti in settembre.

Tra gennaio e agosto i residenti hanno investito 75,5 miliardi in attività estere di portafoglio: gli acquisti, in prevalenza da parte di famiglie e assicurazioni, hanno riguardato per quasi tre quarti quote di fondi comuni. La raccolta netta all'estero delle banche italiane in prestiti e depositi è aumentata nello stesso periodo di 11,2 miliardi. Il settore pubblico ha ricevuto afflussi dall'estero per 35,5 miliardi, in relazione alle quote di prestiti della Commissione europea nell'ambito dello strumento di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione legati all'emergenza (*temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*, SURE) e alle erogazioni a titolo di prefinanziamento di una prima quota delle risorse previste dal PNRR (cfr. il par. 2.9)<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Le erogazioni includono sia la componente dei prestiti sia quella dei trasferimenti (rispettivamente per 15,9 e 9,0 miliardi), entrambe registrate nella bilancia dei pagamenti di agosto come aumento delle passività per altri investimenti della Pubblica amministrazione.

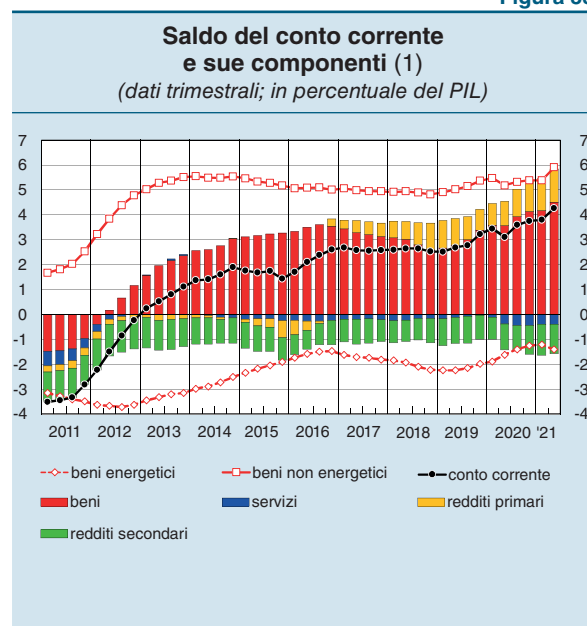


**Bilancia dei pagamenti (1)**  
*(saldi in miliardi di euro)*

VOCI	2019	2020	gen.-ago. 2020	gen.-ago. 2021
<b>Conto corrente</b>	<b>57,9</b>	<b>62,1</b>	<b>31,0</b>	<b>38,4</b>
<i>per memoria: in % del PIL</i>	3,2	3,8		
Merci	60,7	68,4	40,3	46,6
prodotti non energetici (2)	96,3	89,1	54,4	67,2
prodotti energetici (2)	-35,6	-20,7	-14,1	-20,7
Servizi	-0,7	-7,3	-5,8	-5,6
Redditi primari	15,0	20,3	8,9	11,7
Redditi secondari	-17,1	-19,3	-12,4	-14,2
<b>Conto capitale</b>	<b>-1,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,0</b>
<b>Conto finanziario</b>	<b>46,1</b>	<b>62,7</b>	<b>37,8</b>	<b>25,4</b>
Investimenti diretti	1,5	19,1	5,6	-1,9
Investimenti di portafoglio	-53,3	108,5	92,9	30,3
Derivati	2,5	-2,9	-3,7	-0,6
Altri investimenti (3)	92,2	-65,9	-59,4	-21,9
Variazione riserve ufficiali (4)	3,2	4,0	2,5	19,6
<b>Errori e omissioni</b>	<b>-10,0</b>	<b>1,0</b>	<b>7,6</b>	<b>-11,1</b>

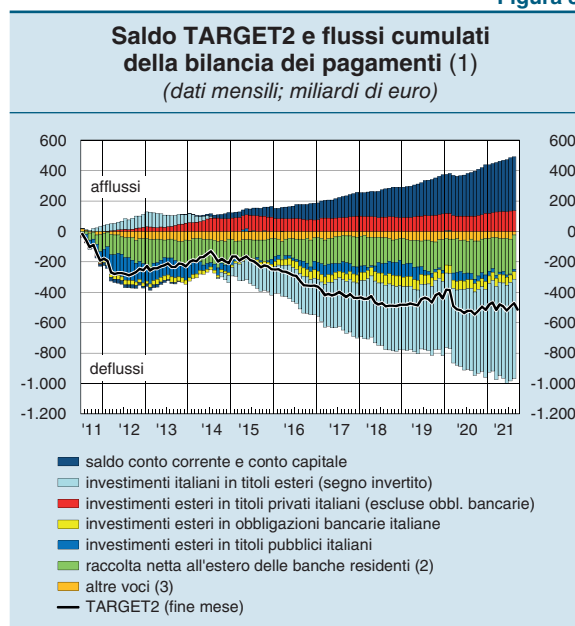
(1) Secondo gli standard internazionali pubblicati in FMI, *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6<sup>a</sup> ed., 2009 (BPM6). Per i mesi di luglio e agosto 2021, dati provvisori. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat. – (3) Include la variazione del saldo TARGET2. – (4) Include l'allocatione dei nuovi diritti speciali di prelievo deliberata dall'FMI nel mese di agosto 2021; l'aumento delle riserve ufficiali non ha avuto effetto sul saldo del conto finanziario in quanto è stato compensato da un incremento di pari importo delle passività per altri investimenti della Banca d'Italia.

Figura 33



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

Figura 34



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

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

PERIODO	Saldo TARGET2 (alla fine del periodo)	Variazione del saldo TARGET2 (rispetto alla fine del periodo precedente)	Investimenti di portafoglio esteri in titoli pubblici italiani (A)	Investimenti di portafoglio esteri in titoli privati italiani (escluse obbligazioni bancarie) (B)	Investimenti di portafoglio esteri in obbligazioni bancarie italiane (C)	Raccolta netta all'estero delle banche residenti (D)		Saldo di conto corrente e conto capitale (E)	Altre voci (2) (F)	Investimenti di portafoglio italiani in titoli esteri (G)
							di cui: intermediata da controparti centrali residenti			
		(A) + (B) + (C) + (D) + (E) + (F) - (G)								
2020	-516	-77	-25	4	4	-36	5	62	7	91
2021 – 1° trim.	-516	..	24	8	-3	-9	6	7	7	34
2° trim.	-522	-6	6	3	-1	6	13	16	-3	33
2021 – gen.	-482	34	13	-1	-2	25	11	1	1	2
feb.	-467	15	9	4	-3	8	7	4	7	15
mar.	-516	-49	2	5	2	-42	-13	3	-1	17
apr.	-481	35	6	1	-1	24	7	6	-4	-1
mag.	-493	-13	-8	2	-1	8	5	4	-3	16
giu.	-522	-28	8	-1	1	-27	..	5	4	18
lug.	-492	29	9	4	3	12	..	8	-6	1
ago.	-472	20	-10	1	..	2	-1	5	29	8
set.	-514	-41	....	....	....	....	....	....	....	....

(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 i mesi di luglio e agosto 2021, dati di bilancia dei pagamenti provvisori. – (2) Investimenti diretti, derivati, voci residuali degli altri investimenti, riserve ufficiali, errori e omissioni.

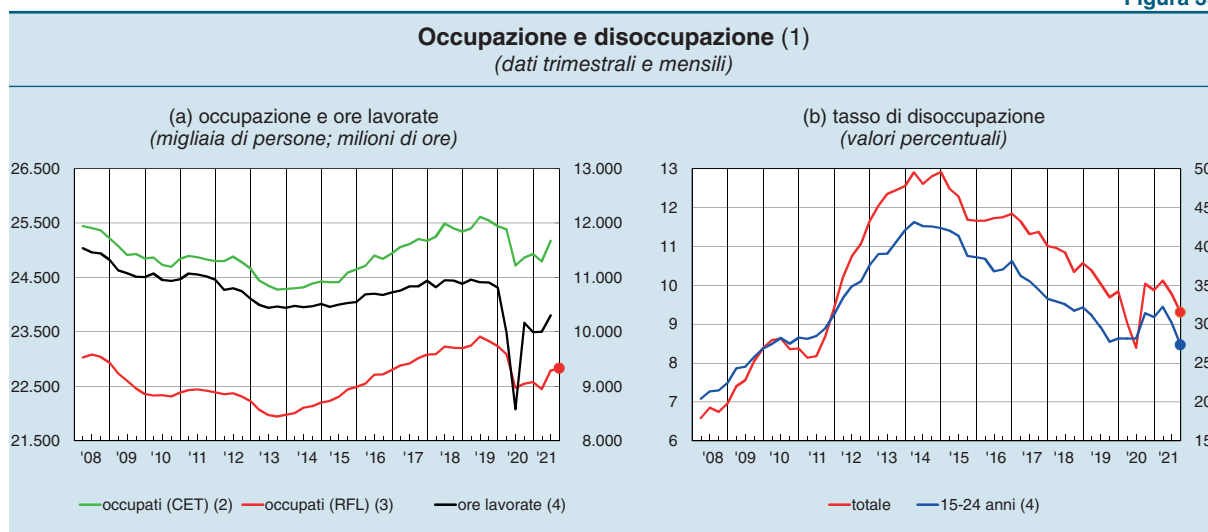
Nei mesi estivi il saldo passivo della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2 si è ridotto, beneficiando degli afflussi di capitale e dell'avanzo di conto corrente (fig. 34 e tav. 10). In settembre il saldo si è ampliato (a 514 miliardi alla fine del mese), riflettendo consistenti rimborsi netti di titoli del Tesoro.

**La posizione creditoria netta sull'estero è aumentata** Alla fine dello scorso giugno la posizione netta sull'estero dell'Italia era creditoria per 89,6 miliardi di euro, pari al 5,2 per cento del PIL, in aumento di 39,1 miliardi rispetto alla fine di marzo. Il miglioramento è dovuto all'avanzo di conto corrente e, in misura maggiore, ai positivi aggiustamenti di valutazione sulle attività, in particolare sulle quote di fondi esteri.

## 2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

In primavera la ripresa nel settore dei servizi si è tradotta in un aumento superiore alle attese degli occupati, soprattutto quelli a termine, e delle ore lavorate; in luglio e agosto l'occupazione ha continuato a crescere, benché a ritmi più contenuti. Indicazioni di un persistente sottoutilizzo del lavoro provengono tuttavia dal ricorso agli strumenti di integrazione salariale, ancora ampio, e dal tasso di attività, al di sotto del valore pre-pandemia. I recenti accordi contrattuali non evidenziano un trasferimento delle tensioni sui prezzi alla dinamica dei salari.

Figura 35



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. I punti in corrispondenza del 3° trimestre 2021 indicano il valore medio del bimestre luglio-agosto, in quanto il dato di settembre non è ancora disponibile. – (2) Include tutte le persone che esercitano un'attività di produzione sul territorio economico del Paese. – (3) Include tutte le persone residenti occupate, esclusi i dimoranti in convivenze e i militari. – (4) Scala di destra.

**L'occupazione è sospinta dalla ripresa dei servizi...**

Dopo la contrazione nei mesi invernali, in primavera il numero di occupati è aumentato dell'1,5 per cento rispetto al trimestre precedente (fig. 35.a e tav. 11). Alla robusta crescita ha contribuito soprattutto la ripresa dell'occupazione nel commercio e nel turismo (2,2 per cento nel complesso dei servizi privati), favorita dall'allentamento delle restrizioni alla mobilità e alle attività. Gli occupati hanno continuato a salire nelle costruzioni (1,7 per cento) e si sono mantenuti stabili nell'industria in senso stretto.

**...ma resta ampio il ricorso alle integrazioni salariali**

Le ore lavorate sono aumentate del 3,0 per cento, rimanendo tuttavia al di sotto del livello precedente l'emergenza sanitaria (-4,7 per cento rispetto all'ultimo trimestre del 2019), anche in conseguenza dell'ampio ricorso agli strumenti di

Tavola 11

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

VOCI	Consistenze 2° trim. 2021	Variazioni			
		3° trim. 2020	4° trim. 2020	1° trim. 2021	2° trim. 2021
<b>Occupati</b>	<b>25.170</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,5</b>
di cui: industria in senso stretto	4.260	-0,2	0,4	-0,3	0,0
servizi privati (1)	10.944	0,5	1,1	-2,0	2,2
costruzioni	1.659	0,6	0,2	4,7	1,7
Dipendenti	19.452	1,0	0,2	-0,1	1,6
Autonomi	5.718	-0,8	0,4	-2,1	1,1
<b>Ore lavorate totali</b>	<b>10.300</b>	<b>18,5</b>	<b>-1,7</b>	<b>0,0</b>	<b>3,0</b>
di cui: industria in senso stretto	1.808	23,9	-1,4	0,8	2,6
servizi privati (1)	4.568	20,8	-1,2	-1,6	4,2
costruzioni	748	33,6	-2,7	7,1	1,8
Dipendenti	7.316	15,3	-1,0	0,2	2,6
Autonomi	2.984	27,2	-3,4	-0,4	4,0

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).

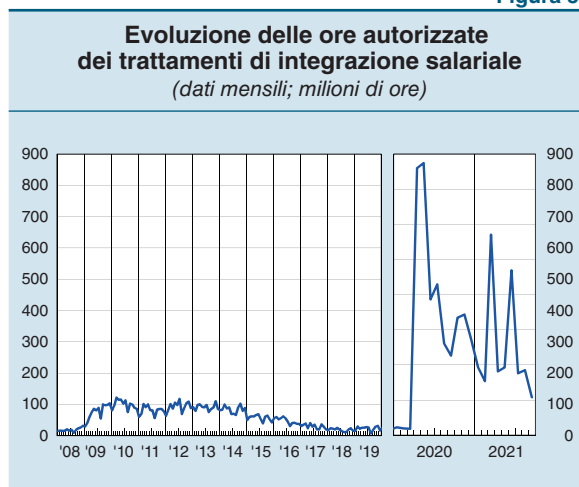
integrazione salariale. Le ore autorizzate di Cassa integrazione guadagni (CIG) e dei fondi di solidarietà sono diminuite in primavera<sup>4</sup> e in misura maggiore in estate, portandosi molto al di sotto del picco raggiunto lo scorso anno; si sono tuttavia mantenute in media su livelli superiori a quelli registrati durante la fase recessiva del 2009-2012 (fig. 36).

**La ripresa dell'occupazione è trainata dai contratti a termine**

Sulla base dei dati preliminari dell'RFL, nel bimestre luglio-agosto il numero complessivo di occupati è lievemente salito (0,2 per cento sui due mesi precedenti), ma

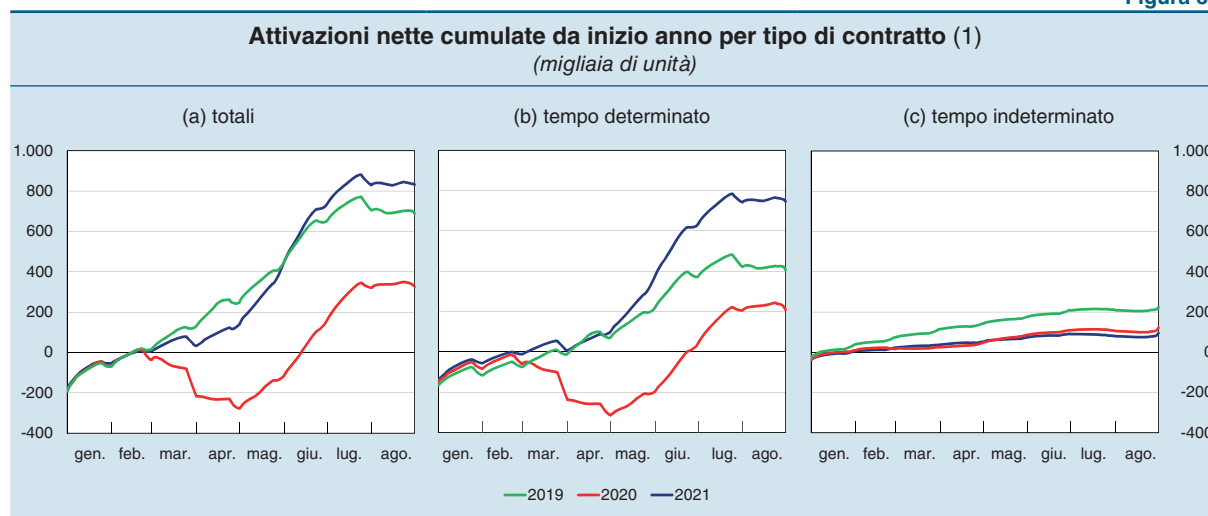
è rimasto ancora inferiore dell'1,6 per cento rispetto a dicembre del 2019. Ciò riflette l'andamento ancora debole del lavoro autonomo. Al contrario l'occupazione dipendente ha quasi pienamente recuperato: secondo i dati delle comunicazioni obbligatorie, la crescita di questa componente è stata sospinta dal settore turistico e dai contratti a tempo determinato (fig. 37).

Figura 36



Fonte: elaborazioni su dati INPS.

Figura 37



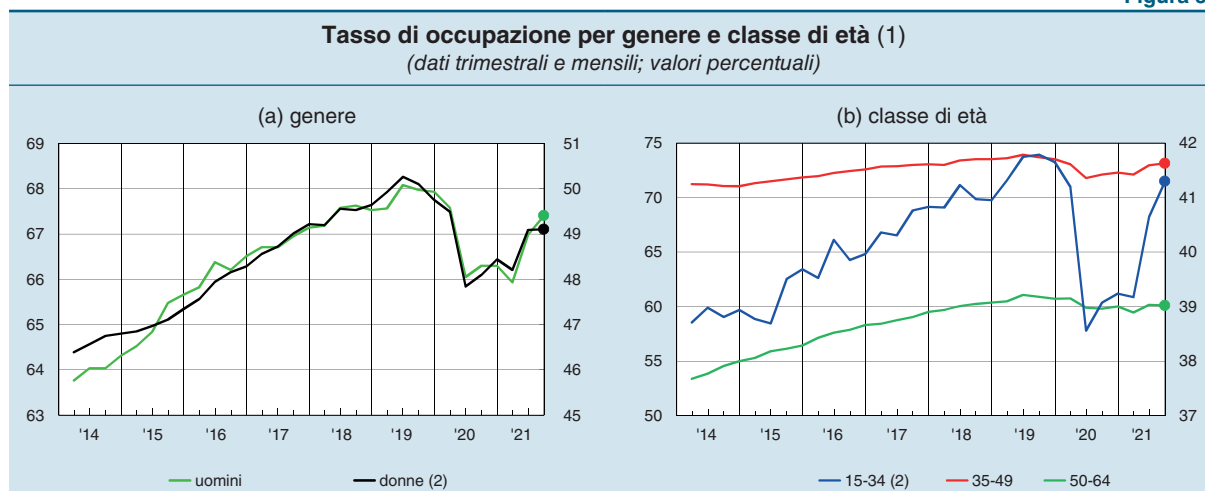
Fonte: elaborazioni su dati del Ministero del Lavoro e delle politiche sociali (comunicazioni obbligatorie).

(1) Medie mobili a 7 giorni. Le attivazioni nette nel giorno  $t$  sono calcolate come il saldo tra le attivazioni del giorno  $t$  e le cessazioni del giorno  $t-1$ . I contratti analizzati sono quelli a tempo indeterminato, a tempo determinato e di apprendistato nel settore privato non agricolo.

La dinamica delle posizioni a tempo indeterminato risente soprattutto della debolezza delle assunzioni e delle trasformazioni. In seguito alla rimozione dallo scorso luglio del blocco delle procedure di licenziamento per motivi economici nei comparti edile e industriale<sup>5</sup>, i licenziamenti sono aumentati a luglio, restando tuttavia in prossimità dei valori registrati nello stesso mese del 2019. In agosto sono

<sup>4</sup> In giugno – ultimo mese per il quale sono disponibili dati – quasi un milione di lavoratori ha usufruito della CIG di emergenza con causale Covid-19.

<sup>5</sup> Il blocco, introdotto dal DL 18/2020 (decreto “cura Italia”), sospendeva le procedure di licenziamento per motivi economici avviate dopo il 23 febbraio 2020. Nel comparto industriale il blocco dei licenziamenti è stato prorogato oltre il 30 giugno scorso solo per le imprese del settore tessile, dell'abbigliamento e della pelletteria; è ancora in vigore nel comparto dei servizi.



Fonte: Istat, RFL.

(1) Dati destagionalizzati. I punti in corrispondenza del 3° trimestre 2021 indicano il valore medio del bimestre luglio-agosto, in quanto il dato di settembre non è ancora disponibile. – (2) Scala di destra.

ritornati su livelli contenuti, anche per effetto della conferma di condizioni favorevoli per l'accesso ai regimi di integrazione salariale che ha accompagnato la rimozione del blocco<sup>6</sup>.

La ripresa dei servizi privati ha favorito l'occupazione femminile e giovanile, che era stata particolarmente penalizzata nelle fasi più acute della pandemia: nel bimestre luglio-agosto i tassi di occupazione delle donne e dei giovani con meno di 35 anni si sono portati su valori vicini, anche se ancora inferiori, a quelli precedenti l'emergenza sanitaria (fig. 38).

#### La partecipazione rimane bassa

Il tasso di disoccupazione è sceso al 9,3 per cento nel bimestre luglio-agosto, 6 decimi di punto in meno rispetto alla fine del 2019 (fig. 35.b). Oltre al miglioramento del quadro congiunturale, a contenere il tasso di disoccupazione contribuisce tuttavia anche il mancato ritorno ai valori pre-crisi del tasso di partecipazione; nel bimestre luglio-agosto quest'ultimo si è portato al 64,3 per cento, ancora un punto percentuale in meno rispetto a dicembre del 2019.

#### La crescita dei salari è moderata

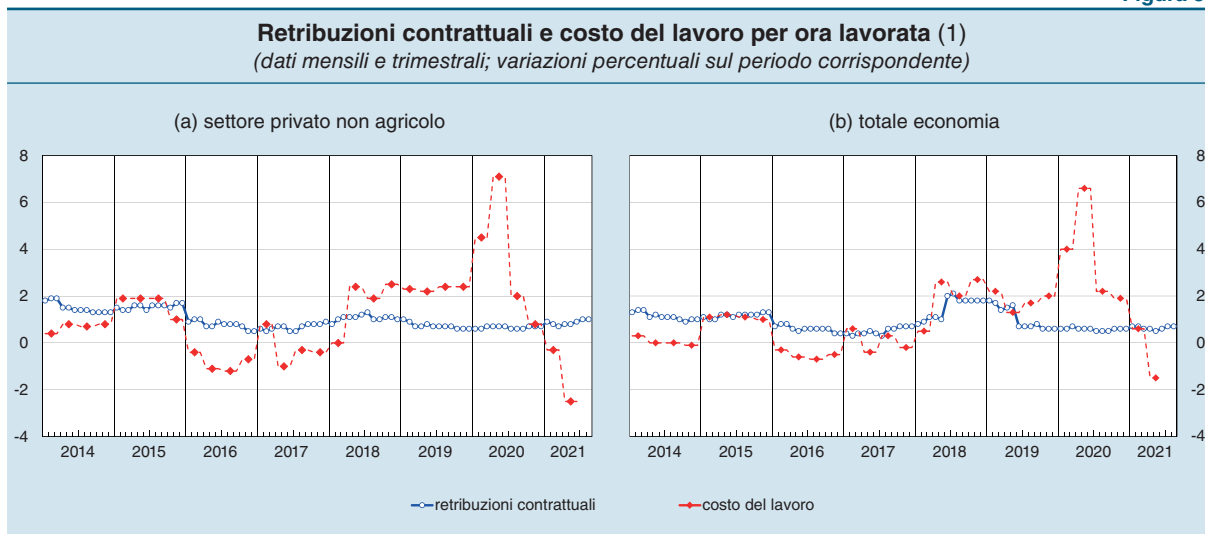
Le retribuzioni contrattuali nel settore privato non agricolo sono cresciute in misura contenuta (1,0 per cento sia in luglio sia in agosto, rispetto agli stessi mesi dell'anno precedente), nonostante una lieve accelerazione dovuta al pagamento, in alcuni comparti<sup>7</sup>, di aumenti già previsti (fig. 39). La quota di dipendenti in attesa di rinnovo contrattuale nel settore privato ha raggiunto in agosto il 39 per cento (dal 76 nella media del 2020) grazie ai rinnovi di alcuni importanti contratti nell'industria, la maggior parte dei quali dispone l'erogazione delle prime tranches tra la fine di quest'anno e l'inizio del prossimo.

I recenti accordi prevedono incrementi salariali basati sulla variazione attesa dell'IPCA al netto dei prezzi dei beni energetici importati, ancora relativamente contenuta<sup>8</sup>, e non comportano una significativa accelerazione delle retribuzioni contrattuali nei prossimi mesi.

<sup>6</sup> Banca d'Italia e Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, *Il mercato del lavoro: dati e analisi. Le Comunicazioni obbligatorie*, 5, settembre 2021.

<sup>7</sup> Nei mesi di luglio e agosto sono state pagate tranches di aumenti per i seguenti contratti: attività estrattive, laterizi e manufatti in cemento, servizi aeroportuali di assistenza a terra, pulizia locali. I chimici hanno ricevuto un adeguamento dell'indennità.

<sup>8</sup> Per i contratti già rinnovati, le previsioni formulate dall'Istat nel mese di giugno circa l'inflazione annua misurata dall'IPCA al netto degli energetici importati si collocano in media all'1,1 per cento nel prossimo triennio.



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

Nel secondo trimestre il costo orario del lavoro nel settore privato non agricolo è nettamente diminuito rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (-2,5 per cento), riflettendo anche la composizione della domanda di lavoro, che si è concentrata in settori con retribuzioni medie più basse. Vi ha contribuito il calo degli oneri sociali a carico del datore di lavoro, verosimilmente a seguito dell'introduzione, dalla seconda parte del 2020, di sgravi contributivi per le assunzioni di alcune tipologie di lavoratori.

## 2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

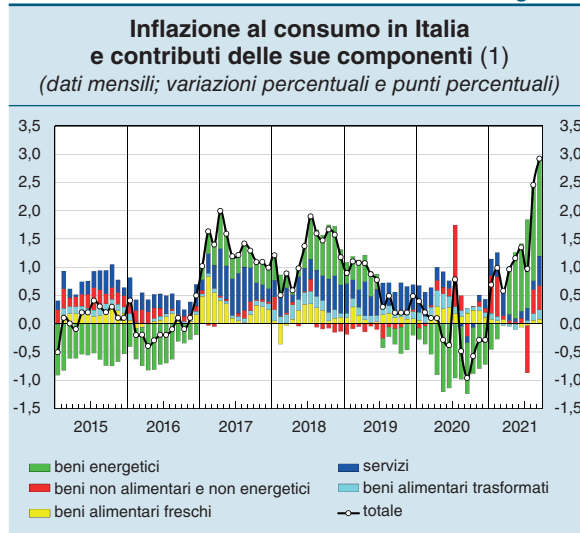
L'inflazione, sospinta dalla crescita marcata dei prezzi dei beni energetici, in settembre ha raggiunto il 2,9 per cento. L'incremento potrebbe protrarsi nei prossimi mesi ma non dovrebbe estendersi al medio periodo. Le aspettative delle imprese sui prezzi praticati alla clientela si sono adeguate al rialzo solo in misura contenuta.

**L'inflazione è sostenuta dall'eccezionale aumento dei prezzi dell'energia**

In settembre l'inflazione al consumo è salita al 2,9 per cento sui dodici mesi (dal 2,5 in agosto; fig. 40 e tav. 12). I prezzi dell'energia hanno accelerato, portandosi al 20,5 per cento.

La componente di fondo è cresciuta all'1,4 per cento (dallo 0,8), riflettendo il rialzo dei prezzi dei servizi. Vi ha inciso soprattutto la dinamica dei prezzi del trasporto aereo. L'inflazione dei beni industriali non energetici ha risentito negli ultimi mesi dell'effetto base connesso con il posticipo dei saldi estivi nel 2020, che ha determinato ampie oscillazioni di carattere temporaneo; in settembre è lievemente scesa, all'1,6 per cento.

Figura 40



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.  
(1) Variazione sui 12 mesi dell'IPCA.

## Indicatori di inflazione in Italia

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, se non diversamente specificato)

PERIODO	IPCA (1)			IPC (2)		IPP (3)	Deflatore del PIL	
	Indice generale	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale a tassazione costante (4)	Indice generale a 1 mese (5)	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale		
2014	0,2	0,7	-0,1	0,2	-	0,7	-1,8	0,9
2015	0,1	0,7	0,0	0,1	-	0,5	-3,4	0,9
2016	-0,1	0,5	-0,1	-0,1	-	0,5	-2,2	1,1
2017	1,3	0,8	1,3	1,3	-	0,7	2,6	0,7
2018	1,2	0,6	1,2	1,1	-	0,5	3,9	1,1
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	0,3	0,5	4,4	-
feb.	1,1	0,4	1,0	1,0	0,0	0,3	3,9	-
mar.	1,1	0,3	1,0	1,0	0,1	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	0,2	0,4	1,9	-
giu.	0,8	0,4	0,7	0,7	0,1	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	0,0	0,5	-2,1	-
set.	0,2	0,5	0,2	0,3	-0,1	0,5	-2,4	-
ott.	0,2	0,7	0,1	0,2	0,1	0,6	-4,1	-
nov.	0,2	0,7	0,1	0,2	0,1	0,7	-3,6	-
dic.	0,5	0,6	0,4	0,5	0,0	0,6	-3,1	-
2020 – gen.	0,4	0,5	0,3	0,5	0,2	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	-0,4	0,5	-6,7	-
mag.	-0,3	0,6	-0,4	-0,2	-0,2	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	-0,6	0,0	-3,8	-
ott.	-0,6	-0,1	-0,7	-0,3	0,6	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	-0,5	0,9	3,0	-
apr.	1,0	0,3	1,0	1,1	0,1	0,5	8,2	-
mag.	1,2	0,2	1,3	1,3	0,0	0,4	10,0	-
giu.	1,3	0,3	1,4	1,3	0,2	0,4	11,0	-
lug.	1,0	-0,9	1,1	1,9	1,0	0,6	13,5	-
ago.	2,5	0,8	2,6	2,0	0,3	0,6	13,8	-
set.	2,9	1,4	3,0	2,5	0,0	1,1	...	-

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e Istat.

(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 queste siano state traslate immediatamente e per intero. – (5) Variazione percentuale a un mese, depurata dalla componente stagionale.

**I vincoli di offerta spingono i costi di produzione...**

Le carenze nell'offerta di materie prime e prodotti intermedi, le limitazioni e i maggiori costi nei trasporti e il conseguente allungamento nei tempi di consegna continuano a determinare pressioni crescenti nelle fasi iniziali della formazione dei prezzi. In agosto al rialzo dei prezzi alla produzione (13,8 per cento sui dodici mesi; tav. 12) hanno contribuito soprattutto la componente energetica (32,3 per cento) e, in misura minore, quella dei beni intermedi (12,9 per cento). La dinamica dei listini dei beni destinati al consumo resta invece moderata (2,8 per cento). L'indicatore PMI dei costi degli input è diminuito nella manifattura in agosto e settembre, pur rimanendo su valori storicamente elevati.

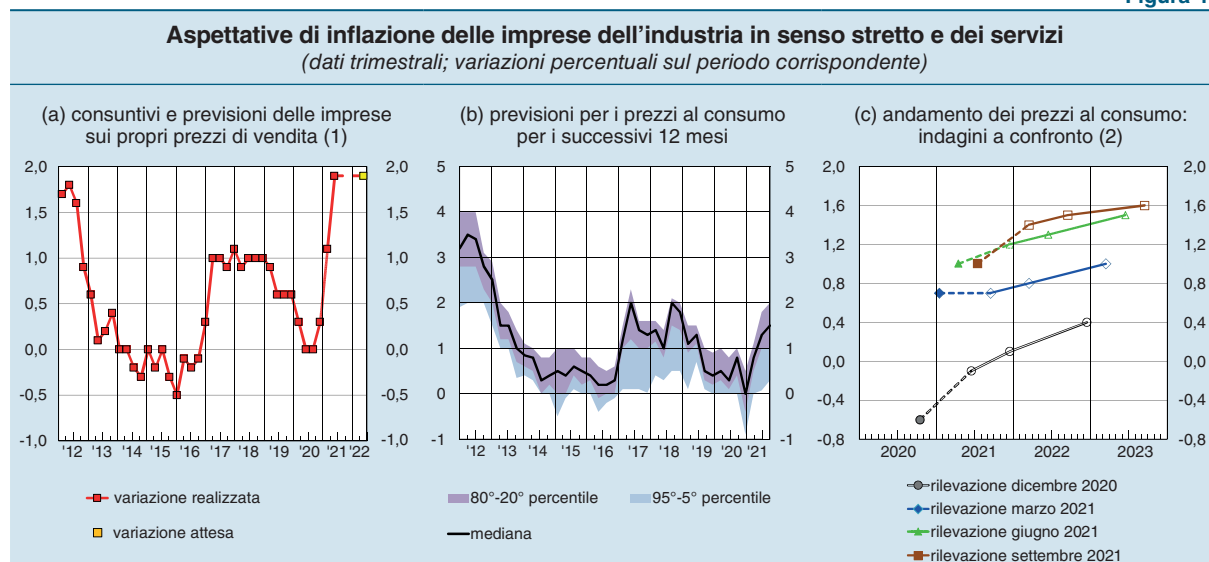
**...il cui rialzo non si è finora trasferito sui prezzi**

Non si sono tuttavia materializzati i rischi di un aumento sostenuto e generalizzato dei prezzi delle componenti che più dovrebbero risentire delle strozzature dal lato dell'offerta (elettrodomestici, beni informatici, mezzi di trasporto). La crescita dei salari nel settore privato non agricolo è rimasta molto contenuta in agosto (cfr. il par. 2.5). Nel secondo trimestre il costo del lavoro per unità di prodotto nel complesso dell'economia è lievemente salito (0,7 per cento rispetto allo stesso periodo dello scorso anno), rispecchiando una riduzione della produttività più intensa del calo dei redditi orari.

**Le attese di inflazione di famiglie e imprese sono salite ma restano contenute**

Nell'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita, condotta in settembre dalla Banca d'Italia, le imprese hanno adeguato al rialzo le proprie attese di inflazione e le previsioni di rincaro dei listini; sia le une che le altre restano però ancora inferiori al 2 per cento annuo (fig. 41). Secondo l'*Indagine straordinaria sulle famiglie italiane*, condotta dalla Banca d'Italia tra la fine di agosto e l'inizio di settembre, la percentuale di famiglie che prevedeva un'accelerazione dei prezzi nei successivi dodici mesi è rimasta contenuta, poco sotto il 20 per cento come nella rilevazione della scorsa primavera. Gli operatori professionali censiti in ottobre da Consensus Economics si attendono che nella media del 2021 l'inflazione sia pari all'1,7 per cento, 5 decimi di punto in più rispetto alle attese formulate lo scorso giugno.

**Figura 41**



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 rappresenta la media delle previsioni (della variazione dei prezzi a 12 mesi) per i 6 mesi successivi alla data dell'indagine; il terzo punto rappresenta la media delle previsioni per i 12 mesi successivi; il quarto punto rappresenta la media delle previsioni per i 24 mesi successivi.



## 2.7 LE BANCHE

Nei mesi estivi la crescita dei prestiti alle società non finanziarie ha perso slancio, riflettendo le minori richieste di finanziamenti a fronte dell'abbondante liquidità accumulata nell'ultimo anno e mezzo e del miglioramento dei flussi di cassa indotto dai positivi sviluppi congiunturali. Le condizioni di offerta del credito restano distese.

**Sul rallentamento del credito hanno inciso le ampie riserve di liquidità**

In agosto l'espansione del credito al settore privato non finanziario è scesa a valori nulli sui tre mesi (al netto dei fattori stagionali e in ragione

d'anno; tav. 13 e fig. 42.a), dal 2,1 in maggio. Il tasso di crescita dei prestiti alle società non finanziarie è divenuto negativo (-2,9 per cento), risentendo della più contenuta domanda di finanziamenti assistiti da garanzia statale; su tale dinamica hanno verosimilmente influito le ingenti disponibilità liquide accantonate durante la crisi pandemica e la ripresa dei flussi di cassa in linea con il miglioramento dell'attività economica. Sui dodici mesi il credito ha segnato un rallentamento diffuso a tutti i settori, più intenso per le aziende della manifattura (fig. 42.b).

I prestiti alle famiglie sono aumentati a un ritmo robusto (3,4 per cento sui tre mesi),

Tavola 13

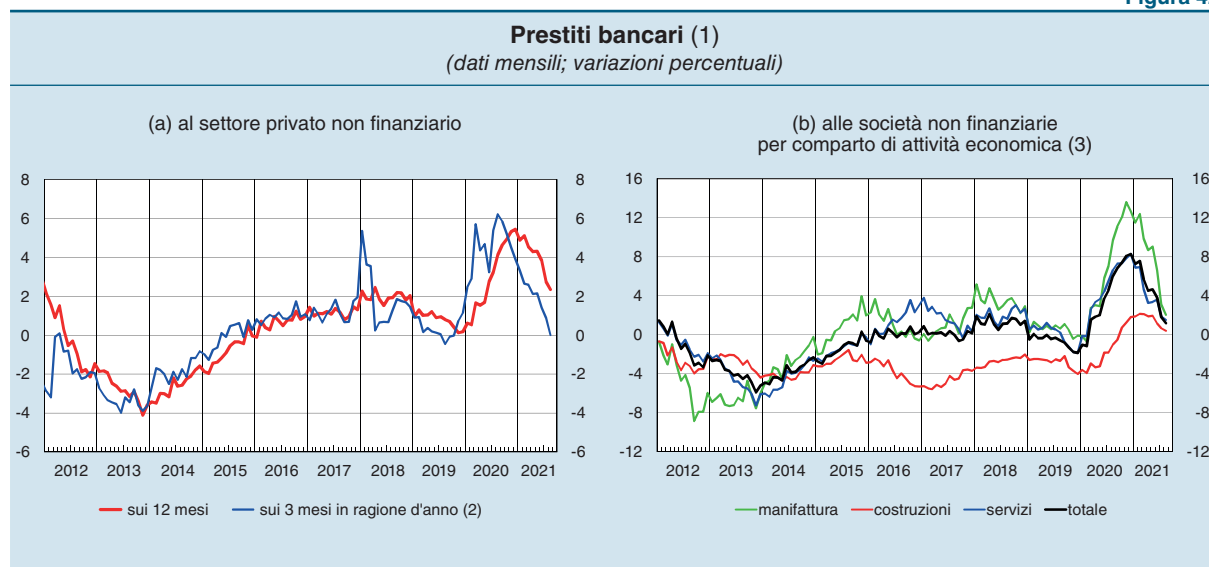
**Prestiti bancari ad agosto 2021 (1)**  
(variazioni percentuali)

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

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 42



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.

sostenuti soprattutto dall'espansione dei mutui per l'acquisto di abitazioni; è lievemente diminuita la crescita del credito al consumo, che ha registrato flussi netti sostanzialmente nulli nei tre mesi terminanti in agosto.

**La raccolta delle banche continua a espandersi**

Tra maggio e agosto è proseguito l'incremento della raccolta delle banche, prevalentemente per effetto dell'aumento dei depositi dei residenti (tav. 14) e in particolare di quelli delle famiglie (7,0 per cento sui dodici mesi, dal 6,4 in maggio). Sono salite anche le passività verso l'Eurosistema, in seguito alla partecipazione all'ottava asta delle TLTRO3, regolata lo scorso 24 giugno (cfr. *Bollettino economico*, 3, 2021).

Il costo della raccolta si mantiene su livelli particolarmente contenuti: a metà ottobre i rendimenti delle obbligazioni bancarie sul mercato secondario si collocavano all'1,1 per cento e il differenziale con la media dell'area dell'euro a circa 60 punti base. Il livello di entrambi gli indicatori è pressoché in linea con quello precedente l'emergenza sanitaria.

**Tavola 14**

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

VOCI	Consistenze di fine mese		Variazioni percentuali sui 12 mesi (2)	
	Maggio 2021	Agosto 2021	Maggio 2021	Agosto 2021
<b>Attività</b>				
Prestiti a residenti in Italia (3)	1.719	1.711	2,3	0,9
di cui: a imprese (4)	668	658	4,6	1,2
a famiglie (5)	648	655	3,9	3,7
Attività verso controparti centrali (6)	40	38	-58,4	-54,3
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (7)	577	571	-2,1	-5,2
di cui: titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	430	428	-4,8	-6,2
Attività verso Eurosistema (8)	403	418	217,3	129,2
Attività sull'estero (9)	462	477	1,1	3,7
Altre attività (10)	733	745	2,2	3,4
<b>Totale attivo</b>	<b>3.934</b>	<b>3.960</b>	<b>7,2</b>	<b>5,8</b>
<b>Passività</b>				
Depositi di residenti in Italia (3) (11) (12)	1.805	1.829	9,2	8,4
Depositi di non residenti (9)	300	298	-7,9	-3,2
Passività verso controparti centrali (6)	96	85	-30,3	-25,5
Obbligazioni (12)	210	212	-4,9	-6,1
Passività verso Eurosistema (8)	448	463	54,0	32,4
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	125	120	3,5	-4,8
Capitale e riserve	347	350	0,1	-0,6
Altre passività (13)	604	602	4,8	4,1
<b>Totale passivo</b>	<b>3.934</b>	<b>3.960</b>	<b>7,2</b>	<b>5,8</b>

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di agosto 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'Eurosistema 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 del credito a imprese e famiglie rimane basso

In agosto il tasso di interesse medio sui nuovi prestiti bancari alle imprese è rimasto invariato (1,1 per cento; tav. 15 e fig. 43). Nello stesso mese quello sui nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è salito di un decimo di punto percentuale, all'1,5 per cento.

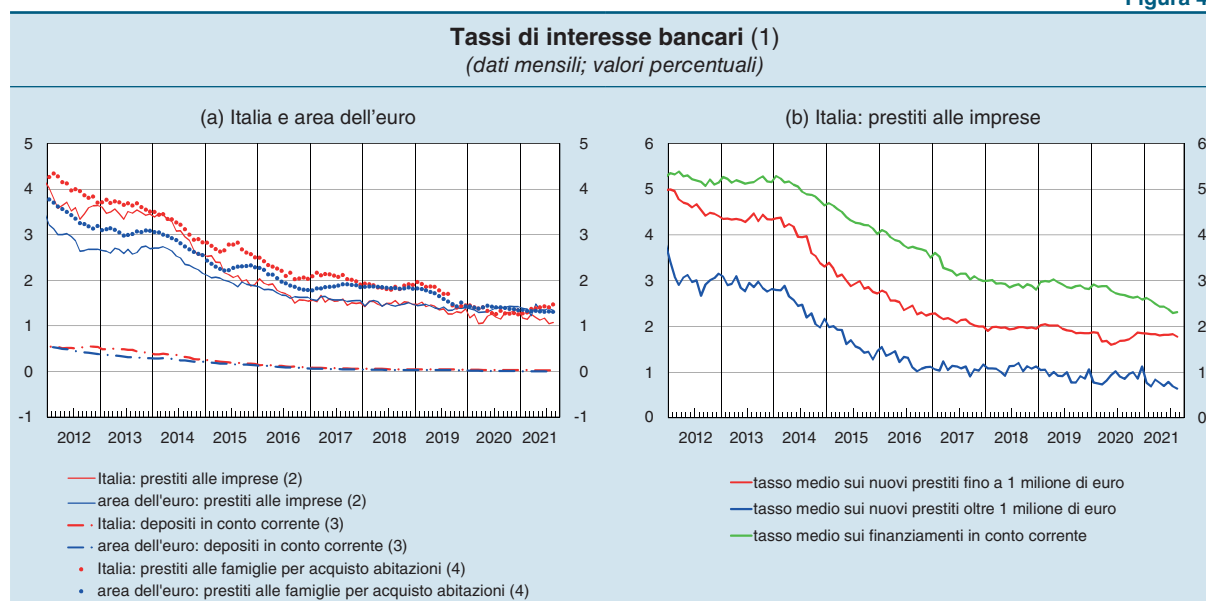
Secondo le banche italiane intervistate nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, nel secondo trimestre del 2021 le politiche di offerta sui prestiti alle famiglie e alle imprese sono rimaste favorevoli; anche per il terzo trimestre si sarebbero mantenute nel complesso invariate, con un lieve allentamento per il comparto del credito al consumo (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*).

Tavola 15

Tassi di interesse bancari (1) (valori percentuali)		
SETTORI	Maggio 2021	Agosto 2021
<b>Prestiti alle imprese</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>
di cui: fino a 1 milione di euro	1,8	1,8
oltre 1 milione di euro	0,7	0,6
<b>Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>
di cui: a tasso fisso (2)	1,4	1,5
a tasso variabile (3)	1,4	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'Eurosistema. – (2) Con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a un anno. – (3) Con periodo di determinazione iniziale del tasso inferiore a un anno.

Figura 43



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

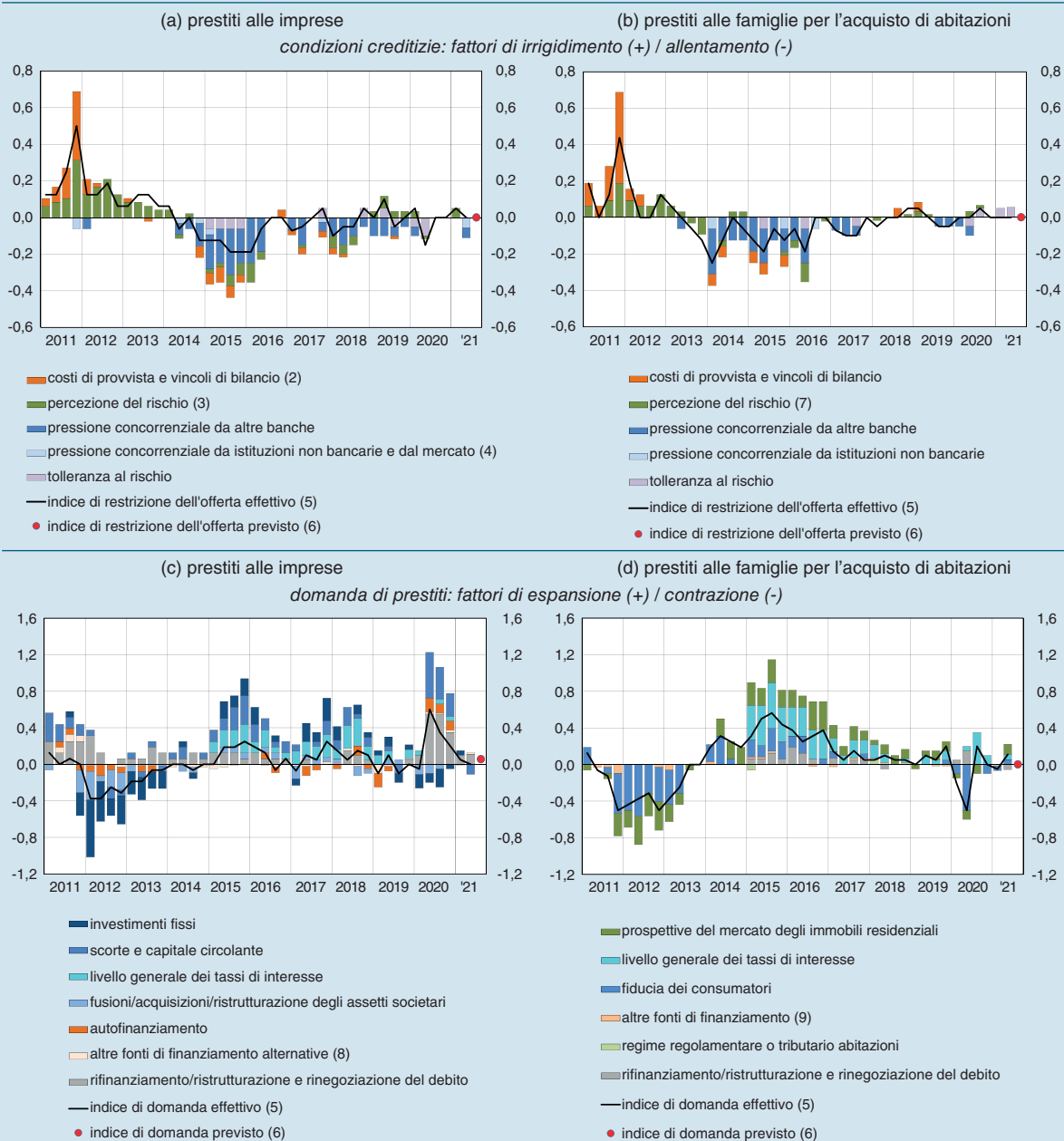
(1) Valori medi. I tassi sui prestiti e sui depositi si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. – (2) Tasso sui nuovi prestiti alle imprese. – (3) Tasso sui depositi in conto corrente di famiglie e imprese. – (4) Tasso sui nuovi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

## 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> condotta lo scorso giugno e relativa al secondo trimestre del 2021, gli intermediari italiani hanno continuato a

<sup>1</sup> All'indagine hanno partecipato nove 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, *July 2021 euro area Bank Lending Survey*, comunicato stampa del 20 luglio 2021.

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



(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.

segnalare politiche di offerta nel complesso distese. Le banche hanno indicato una sostanziale stabilità dei criteri di concessione dei finanziamenti alle imprese (figura A), pur citando tra i fattori di allentamento la pressione concorrenziale e il minore rischio percepito riguardo alle prospettive economiche generali. Gli intermediari prefiguravano politiche di offerta immutate anche per il terzo trimestre dell'anno in corso. Per i prestiti alle famiglie, né i criteri di offerta né i termini e le condizioni hanno registrato variazioni nel secondo trimestre; con riferimento al terzo, le banche si attendevano criteri immutati per i prestiti destinati all'acquisto di abitazioni e un loro moderato allentamento per il credito al consumo.

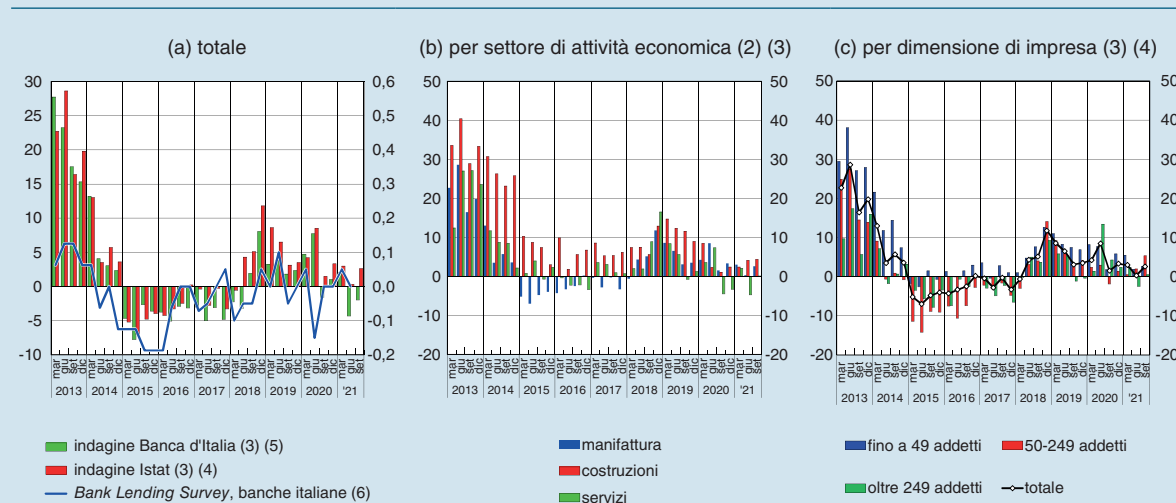
Nel secondo trimestre si è interrotta la crescita della domanda di fondi da parte delle imprese, in atto dall'avvio della crisi pandemica; vi hanno inciso le minori esigenze di finanziamento delle scorte e del capitale circolante. Per il terzo trimestre gli intermediari riportavano attese di un lieve incremento della domanda.

Dopo il moderato calo segnalato dalle banche nei primi tre mesi del 2021, nel secondo trimestre la domanda di mutui e quella di credito al consumo delle famiglie sono aumentate, sospinte dalle migliori prospettive del mercato degli immobili, dalla maggiore fiducia dei consumatori e dal basso livello dei tassi di interesse. Nelle anticipazioni degli intermediari, per il terzo trimestre le richieste di prestiti per l'acquisto di abitazioni si sarebbero mantenute inalterate, mentre quelle per il credito al consumo sarebbero lievemente cresciute.

Nell'ambito dell'indagine è stato chiesto alle banche di valutare, per i primi sei mesi del 2021, l'impatto degli schemi di garanzie pubbliche connesse con l'emergenza pandemica. Le risposte indicano un ulteriore allentamento dei criteri di offerta applicati ai prestiti garantiti concessi alle imprese. La domanda di questi finanziamenti ha continuato a espandersi, sebbene con minore intensità rispetto al semestre precedente. Le banche si aspettano andamenti analoghi anche in quello corrente.

Figura B

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



(1) L'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita è condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia (fino a ottobre 2018 in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*) 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. 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.

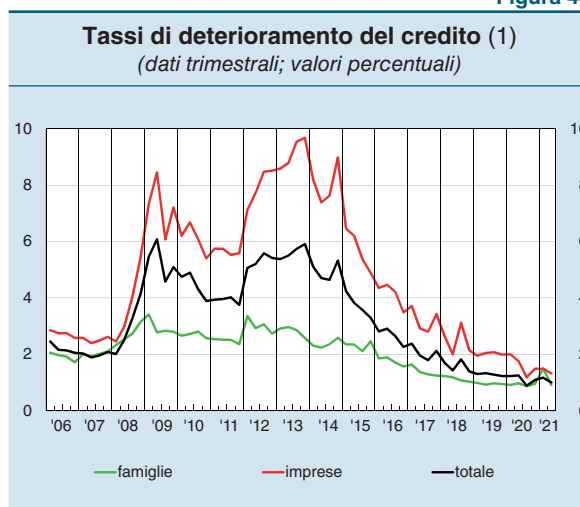
È stata anche richiesta una valutazione dell'effetto della quota di crediti deteriorati (*non-performing loans*, NPL) presenti nei bilanci sulle condizioni di offerta nella prima metà del 2021. La quasi totalità degli intermediari non ha riportato alcun impatto; ciò rifletterebbe sia l'aumento relativamente contenuto degli stessi prestiti deteriorati, sia la maggiore attenzione nella loro gestione da parte degli intermediari.

Sulla base dell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* realizzata dalla Banca d'Italia nel mese di settembre, le condizioni di accesso al credito nel terzo trimestre dell'anno in corso sono nuovamente migliorate; nello stesso periodo la rilevazione sul clima di fiducia delle imprese condotta dall'Istat mostra invece un lieve peggioramento, in particolare per quelle operanti nel settore delle costruzioni (figura B).

### I nuovi crediti deteriorati sono diminuiti...

Nel secondo trimestre il flusso dei nuovi crediti deteriorati in rapporto al totale dei finanziamenti è sceso all'1,0 per cento, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno (fig. 44). Per i prestiti alle società non finanziarie l'indicatore è diminuito di 2 decimi di punto (all'1,3 per cento), beneficiando della riduzione che ha riguardato le imprese operanti nei settori delle costruzioni e della manifattura. Il calo del flusso dei finanziamenti deteriorati alle famiglie consumatrici è stato più marcato (allo 0,9 per cento). Nel secondo trimestre del 2021 l'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti erogati dai gruppi bancari significativi si è ridotta, sia al lordo sia al netto delle rettifiche di valore (tav. 16), grazie alle cessioni di sofferenze e inadempienze probabili. Il tasso di copertura (il rapporto tra le rettifiche e la consistenza dei prestiti deteriorati) è lievemente salito.

Figura 44



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 16

### Principali indicatori delle banche italiane significative (1)

(valori e variazioni percentuali)

VOCI	Marzo 2021	Giugno 2021
<b>Crediti deteriorati (2)</b>		
Incidenza lorda sul totale dei finanziamenti	4,1	3,8
Incidenza netta sul totale dei finanziamenti	2,0	1,8
Tasso di copertura (3)	53,3	53,5
<b>Patrimonio di vigilanza</b>		
<i>Common equity tier 1 (CET1) ratio</i>	15,5	15,4
<b>VOCI</b>		
	1° sem. 2020	1° sem. 2021
<b>Redditività</b>		
ROE (4)	3,0	8,3
Margine di interesse (5)	-6,1	-3,5
Margine di intermediazione (5)	-5,4	6,4
Costi operativi (5)	-3,5	-4,2
Risultato di gestione (5)	-8,9	33,8
Rettifiche di valore su crediti (5)	45,1	-49,6

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.

### ...ed è migliorata la redditività

Nei primi sei mesi del 2021 la redditività dei gruppi significativi è sensibilmente aumentata rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. La crescita del rendimento annualizzato del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE), valutato al netto delle componenti straordinarie, ha beneficiato principalmente della diminuzione delle rettifiche di valore su crediti<sup>9</sup>. Vi ha inoltre contribuito l'incremento dei ricavi: il margine di intermediazione è aumentato grazie al notevole apporto delle commissioni e dei ricavi derivanti dall'attività di negoziazione; questi ultimi hanno più che compensato la flessione del margine di interesse, risultato tuttavia in parziale recupero nel secondo trimestre. I costi si sono ridotti; il risultato di gestione è cresciuto di oltre un terzo.

Nel secondo trimestre dell'anno in corso il livello di patrimonializzazione dei gruppi significativi è leggermente diminuito, per effetto della crescita degli attivi ponderati per il rischio.

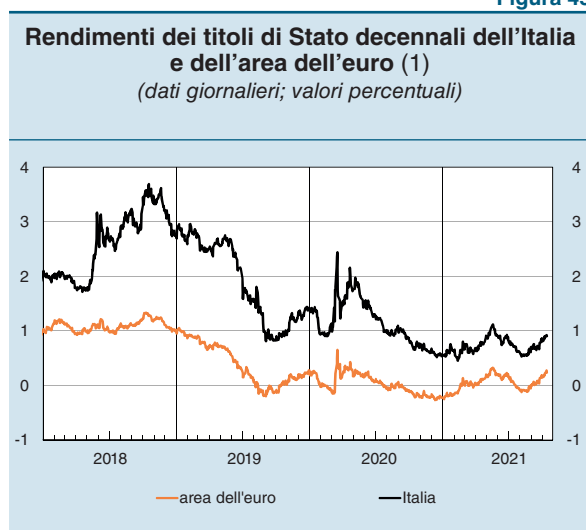
## 2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

Le condizioni dei mercati finanziari in Italia sono rimaste distese, soprattutto a seguito del recupero della congiuntura economica e del mantenimento dell'orientamento accomodante della politica monetaria. Tra i fattori di rischio continua a pesare l'incertezza sulla solidità della ripresa, connessa con l'evoluzione del quadro pandemico, e sulla dinamica dell'inflazione.

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

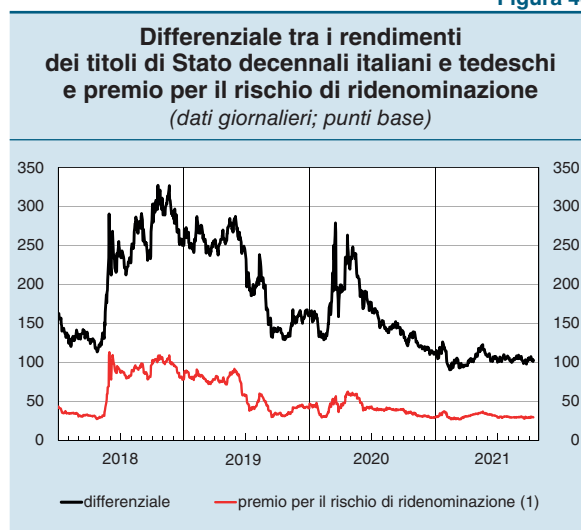
Dalla seconda metà di luglio i rendimenti dei titoli di Stato italiani, in particolare sulle scadenze a lungo termine, sono aumentati (di 15 punti base per il titolo decennale), riflettendo la revisione al rialzo delle aspettative di inflazione e crescita per il 2021; restano comunque su livelli moderati. L'acquisto di titoli da parte dell'Eurosistema ha contribuito al mantenimento di condizioni finanziarie favorevoli (fig. 45; cfr. il par. 1.2). Il differenziale tra i rendimenti dei titoli di Stato italiani e tedeschi sulla scadenza decennale è rimasto stabile, al di sotto dei livelli

Figura 45



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 46



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.

<sup>9</sup> Nel primo semestre dello scorso anno le rettifiche su crediti erano significativamente aumentate, a seguito del notevole deterioramento del quadro macroeconomico.

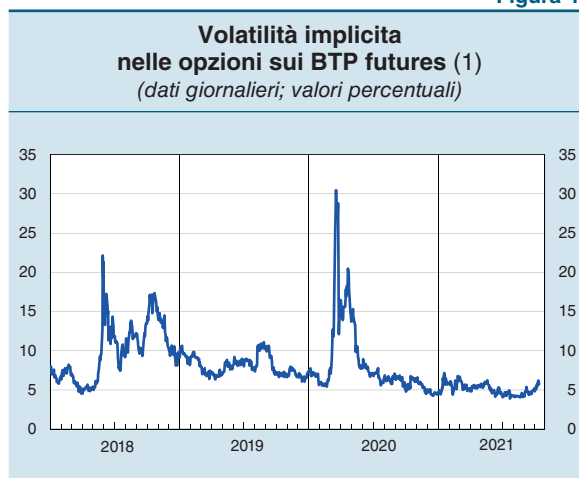
osservati alla fine del 2019 (fig. 46). La volatilità implicita nei contratti derivati sul titolo di Stato decennale italiano si è mantenuta su valori molto contenuti (fig. 47).

**Le quotazioni azionarie sono salite**

I corsi azionari dalla seconda metà di luglio sono cresciuti in misura maggiore in Italia rispetto all'area dell'euro (7,4 e 3,6 per cento; fig. 48.a). L'effetto positivo della comunicazione di utili superiori alle attese è stato in parte bilanciato dai timori circa i possibili rialzi dei tassi di mercato e dalla dinamica dei prezzi dell'energia.

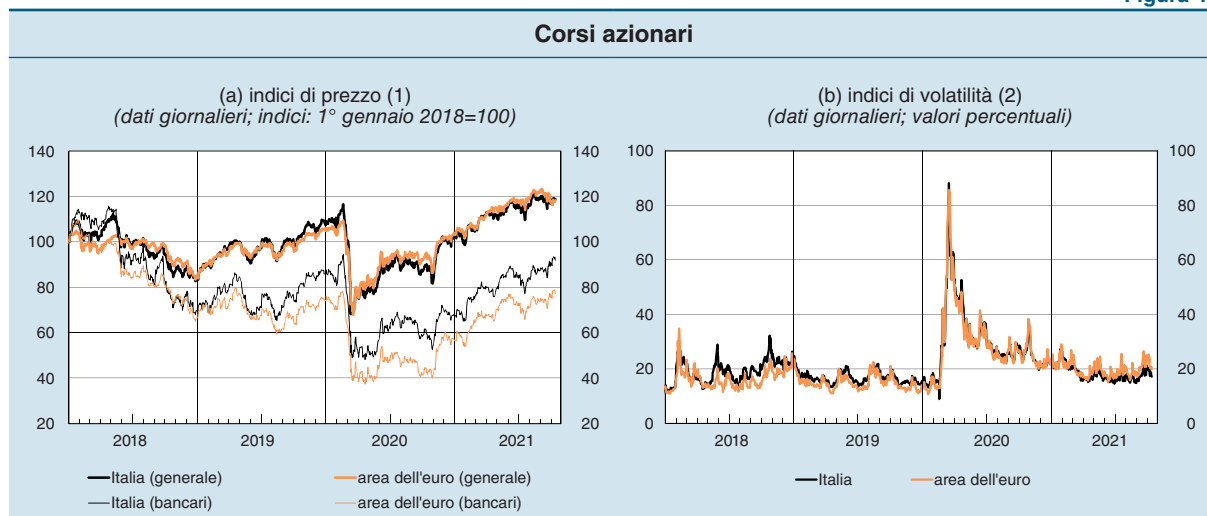
L'indice del comparto bancario è aumentato sia in Italia sia nell'area dell'euro (13,4 e 9,6 per cento, rispettivamente; fig. 48.a), beneficiando in particolar modo della redditività realizzata nel secondo trimestre superiore alle aspettative, della rimozione dei limiti sulla distribuzione degli utili raccomandati dalle autorità di vigilanza e delle aspettative di un rialzo dei margini di interesse. In Italia hanno inciso positivamente anche le prospettive di consolidamento nel settore. La volatilità dei corsi azionari è rimasta stabile (fig. 48.b).

Figura 47



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.

Figura 48



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.  
(1) Indici generali e bancari: FTSE MIB per l'Italia, Dow Jones Euro STOXX per l'area dell'euro. – (2) Indici: VSTOXX per l'area dell'euro, volatilità implicita nelle opzioni sull'indice FTSE MIB per l'Italia.

Dalla metà di luglio i rendimenti sul mercato secondario delle obbligazioni sono moderatamente cresciuti per le società non finanziarie italiane, mentre sono rimasti pressoché invariati per le banche, mantenendosi comunque su livelli molto contenuti (rispettivamente l'1,0 e l'1,1 per cento; fig. 49); nella media dell'area dell'euro i rendimenti di entrambi i comparti hanno segnato un lieve incremento.

**Prosegue l'attività di emissione netta delle imprese...**

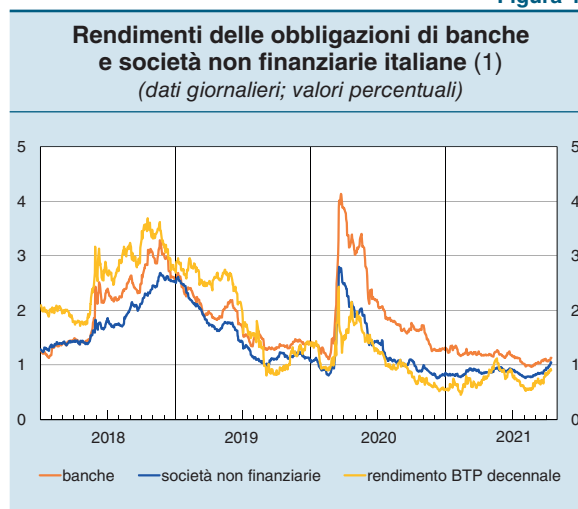
Nel secondo trimestre del 2021 i collocamenti netti di titoli obbligazionari da parte delle società non finanziarie sono stati pari a 6,6 miliardi di euro (da 6,3 nel primo trimestre); le banche hanno invece effettuato rimborsi netti per 2,0 miliardi (da 5,2 nel



trimestre precedente). Dati preliminari di fonte Bloomberg segnalano che nel terzo trimestre sono diminuite le emissioni lorde delle società non finanziarie mentre sono rimaste stabili quelle delle banche.

**...e la raccolta netta dei fondi comuni** Secondo i dati forniti da Assogestioni, nel secondo trimestre il flusso netto di risparmio verso i fondi comuni aperti si è moderatamente contratto, pur restando su livelli elevati (17,1 miliardi di euro da 18,7 del trimestre precedente), grazie principalmente al contributo dei fondi di diritto estero. Gli investitori hanno acquistato sia fondi azionari (la cui raccolta netta è stata pari a 8,4 miliardi), sia fondi bilanciati (7,7 miliardi) e obbligazionari (3,0 miliardi). I fondi monetari, quelli hedge e i fondi flessibili hanno registrato una raccolta netta negativa (-0,9, -0,1 e -0,9 miliardi rispettivamente). La raccolta netta dei fondi comuni aperti è aumentata in luglio e agosto (di 6,6 e 7,9 miliardi, a fronte di 4,1 miliardi in giugno).

Figura 49



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

Il Governo ha aggiornato le stime per i conti pubblici e gli obiettivi di bilancio per il prossimo triennio. Nell'anno in corso l'indebitamento netto diminuirebbe al 9,4 per cento del PIL e avrebbe inizio la riduzione del rapporto tra il debito e il prodotto, che scenderebbe di oltre 2 punti percentuali. Rispetto alle valutazioni di aprile, il miglioramento sconta la revisione al rialzo delle attese sulla crescita del prodotto e tiene conto dell'evidenza favorevole emersa sugli andamenti delle entrate e delle uscite delle Amministrazioni pubbliche. Nei programmi dell'Esecutivo l'indebitamento netto e il debito continuerebbero a diminuire gradualmente in rapporto al PIL nei prossimi anni, raggiungendo nel 2024 rispettivamente il 3,3 e il 146,1 per cento.

Tavola 17

**Obiettivi e stime dei conti pubblici del 2021**  
(percentuali del PIL)

VOCI	Amministrazioni pubbliche				Per memoria:	
	Indebitamento netto	Indebitamento netto strutturale	Avanzo primario	Variazione del debito (1)	Crescita del PIL reale	Crescita del PIL nominale
<b>Obiettivi</b>						
Dicembre 2020 (2)	7,0	5,7	-3,7	-2,4	6,0	6,8
Aprile 2021 (3)	11,8	9,3	-8,5	4,0	4,5	5,6
Settembre 2021 (4)	9,4	7,6	-6,0	-2,1	6,0	7,6
<b>Stime tendenziali</b>						
Aprile 2021 (3)	9,5	7,2	-6,2	2,0	4,1	5,2
Settembre 2021 (4)	9,4	7,6	-6,0	-2,1	6,0	7,6

(1) Variazione del rapporto tra il debito e il PIL rispetto all'anno precedente. – (2) Documento programmatico di bilancio 2021. – (3) Documento di economia e finanza 2021. – (4) Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2021.

**Migliora  
la stima  
del disavanzo  
del 2021**

Nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2021*<sup>10</sup> il Governo stima per l'anno in corso un indebitamento netto pari al 9,4 per cento del PIL (tav. 17), in lieve diminuzione rispetto al 2020; l'incidenza del debito sul prodotto scenderebbe di oltre 2 punti percentuali, al 153,5 per cento (tav. 18). Nel *Documento di economia e finanza* di aprile l'Esecutivo aveva programmato un ampliamento rispetto allo scorso anno sia dell'indebitamento netto (all'11,8 per cento del PIL), sia del debito (al 159,8 per cento). La revisione delle stime sconta il miglioramento delle previsioni sulla crescita del prodotto rispetto a quelle formulate in primavera e considera, tra l'altro, alcuni elementi favorevoli emersi nel corso dell'attività di monitoraggio sugli andamenti delle entrate e delle uscite delle Amministrazioni pubbliche.

**L'andamento  
dei dati di cassa  
è favorevole**

Nei primi nove mesi del 2021 il fabbisogno del settore statale si è portato a oltre 85 miliardi, in diminuzione di quasi 43 miliardi rispetto allo stesso periodo del 2020. Con riferimento al complesso delle Amministrazioni pubbliche, per le quali sono disponibili i dati relativi ai primi otto mesi dell'anno, il fabbisogno ha superato di poco i 60 miliardi, circa 40 in meno rispetto al corrispondente periodo dello scorso anno; l'andamento risente anche del rinvio dal 2020 al 2021 di alcuni versamenti fiscali e di altri fattori straordinari, tra i quali l'incasso della quota del prefinanziamento relativa alle sovvenzioni del programma *Next Generation EU* (9 miliardi)<sup>11</sup>. Nei dodici mesi terminanti ad agosto del 2021 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche si è collocato poco oltre i 115 miliardi (fig. 50).

Le entrate tributarie contabilizzate nel bilancio dello Stato, al netto di lotto e lotterie, sono aumentate del 12,7 per cento (oltre 36 miliardi) nei primi nove mesi del 2021 rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. L'incremento dipende principalmente dal miglioramento del quadro economico e in parte da disomogeneità temporali nei versamenti fiscali, tra le quali il già citato slittamento all'anno in corso di alcune imposte di competenza del 2020.

<sup>10</sup> *Audizione preliminare all'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2021*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia E. Gaiotti, Senato della Repubblica, Roma, 5 ottobre 2021.

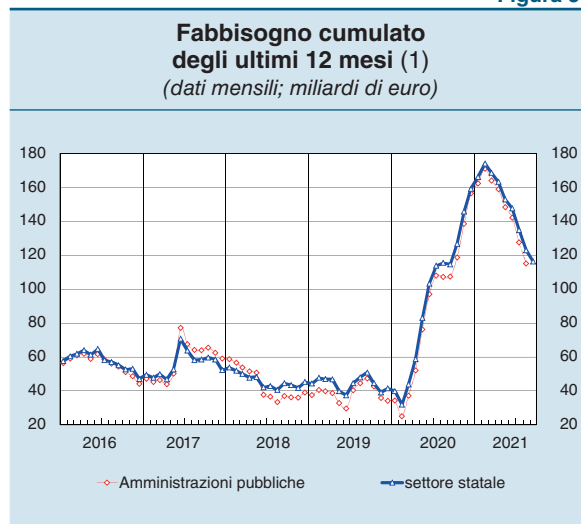
<sup>11</sup> Il 13 agosto la Commissione europea ha erogato a titolo di prefinanziamento una prima quota delle risorse previste dal PNRR, pari al 13 per cento dell'ammontare complessivo (24,9 miliardi, di cui 15,9 a valere sui prestiti e contabilizzati nel debito pubblico; cfr. i parr. 1.2 e 2.4).

**Tavola 18**  
**Consuntivi e obiettivi ufficiali  
dei principali indicatori di finanza pubblica (1)**  
(percentuali del PIL)

VOCI	2020	2021	2022	2023	2024
Indebitamento netto	9,6	9,4	5,6	3,9	3,3
Avanzo primario	-6,1	-6,0	-2,7	-1,2	-0,8
Spesa per interessi	3,5	3,4	2,9	2,7	2,5
Indebitamento netto strutturale	4,7	7,6	5,4	4,4	3,8
Debito (2)	155,6	153,5	149,4	147,6	146,1

Fonte: *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2021*. (1) Dati di consuntivo per il 2020 e obiettivi ufficiali per gli anni 2021-24. Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti. - (2) Al lordo del sostegno finanziario ai paesi della UEM.

**Figura 50**



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

Nei primi otto mesi del 2021 il debito delle Amministrazioni pubbliche è cresciuto di 161 miliardi, rispecchiando oltre al fabbisogno anche l'aumento delle disponibilità liquide del Tesoro (per oltre 97 miliardi). La vita media residua del debito si è leggermente allungata a 7,6 anni in agosto, da 7,4 alla fine dello scorso anno. L'onere medio del debito era pari al 2,4 per cento alla fine di giugno, in linea con il valore di fine 2020 (fig. 51).

**Per i prossimi anni il Governo programma una minore riduzione di disavanzo e debito rispetto al quadro tendenziale**

Secondo il quadro tendenziale della *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2021*, nel triennio 2022-24 si registrerebbe una riduzione graduale sia del disavanzo sia del debito (nel 2024 si porterebbero rispettivamente al 2,1 e al 143,3 per cento in rapporto al prodotto). Questi andamenti sarebbero significativamente più favorevoli rispetto a quanto stimato nel mese di aprile.

Il Governo programma di utilizzare larga parte dei margini di manovra derivanti dal miglioramento del quadro tendenziale per nuove misure espansive, che verranno definite con la prossima legge di bilancio. Rispetto allo scenario a legislazione vigente la manovra determinerebbe infatti un aumento del disavanzo di 1,3 punti percentuali del PIL in media nel triennio. Il disavanzo nel quadro programmatico si collocherebbe al 5,6 per cento l'anno prossimo, al 3,9 nel 2023 e al 3,3 nel 2024.

Nei programmi dell'Esecutivo il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto scenderebbe nel prossimo triennio di 7,4 punti percentuali, portandosi al 146,1 per cento nel 2024, un livello superiore di circa 3 punti percentuali a quello raggiunto nel quadro tendenziale. La progressiva riduzione del rapporto è guidata dal differenziale molto favorevole tra la crescita nominale e l'onere medio sul debito, che compensa ampiamente l'effetto del disavanzo primario. Come mostrato nella Nota di aggiornamento, tale evoluzione favorevole resta esposta ai rischi che circondano le prospettive del quadro macroeconomico.

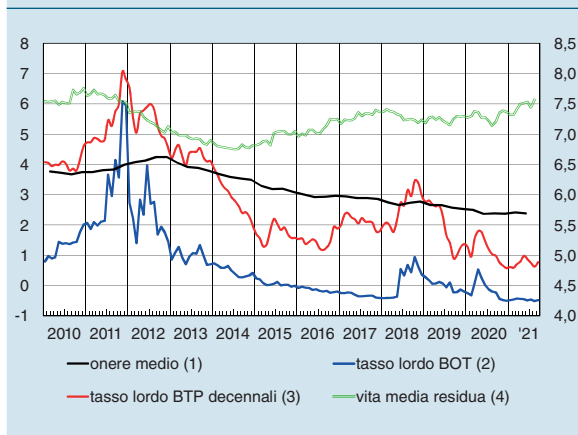
**È stato approvato il disegno di legge delega di riforma fiscale**

All'inizio di ottobre il Consiglio dei ministri ha approvato il disegno di legge delega per la revisione del sistema fiscale, la cui attuazione dovrebbe avvenire nei 18 mesi successivi alla sua approvazione in Parlamento. La riforma mira in particolare a ridurre il carico fiscale sui fattori della produzione, razionalizzare e semplificare il sistema tributario, preservarne la progressività e contrastare l'evasione e l'elusione fiscale.

Il 19 ottobre l'Esecutivo ha varato il *Documento programmatico di bilancio 2022*, nel quale ha delineato le linee essenziali della prossima manovra.

Figura 51

**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.

## DOCUMENTAZIONE STATISTICA

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



## INDICE

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



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

PERIODO	Belgio	Canada	Cina	Corea del Sud	Francia	Germania
2015	106,0	105,1	132,4	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	125,2	89,8	90,5	89,2
2020	115,5	103,6	125,5	87,7	90,7	91,7
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	128,0	90,0	91,5	92,3
2021 – 1° trim.	119,6	110,6	128,9	90,4	90,6	91,0
2° trim.	122,0	116,2	130,4	91,5	89,7	90,2
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.	117,8	105,1	123,4	86,4	91,8	93,0
set.	117,3	105,6	126,0	86,6	91,6	92,9
ott.	116,9	105,3	127,8	88,7	91,5	92,7
nov.	116,8	105,1	128,4	90,1	91,2	92,2
dic.	118,4	107,3	127,8	91,2	91,8	92,2
2021 – gen.	118,4	108,8	128,7	90,8	91,0	91,8
feb.	119,6	110,8	128,7	90,1	90,7	90,8
mar.	120,6	112,2	129,2	90,4	90,2	90,3
apr.	121,3	113,8	129,2	92,0	90,0	90,5
mag.	121,7	118,3	131,2	90,9	89,8	90,3
giu.	122,9	116,5	130,9	91,5	89,4	89,8
lug.	123,1	112,8	130,3	91,3	88,9	89,6

(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	91,6	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	79,9	107,7	105,9
2020	68,3	98,0	115,2	80,2	107,4	105,8
2020 – 1° trim.	67,9	96,4	114,8	81,2	107,1	106,6
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.	67,5	98,9	116,0	79,6	108,2	103,0
2021 – 1° trim.	65,0	97,9	118,7	81,1	109,5	102,9
2° trim.	62,2	97,5	120,3	81,0	110,6	104,2
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.	68,4	99,4	116,1	80,3	108,4	105,2
set.	68,2	99,2	116,0	79,3	108,1	104,5
ott.	68,0	99,1	115,8	79,3	108,1	104,2
nov.	67,6	98,6	115,6	80,2	107,8	103,1
dic.	66,8	99,1	116,4	79,3	108,8	101,7
2021 – gen.	66,4	98,5	118,0	80,2	109,1	101,5
feb.	65,2	97,8	118,6	81,4	109,5	102,4
mar.	63,5	97,5	119,4	81,8	110,1	104,9
apr.	63,1	97,4	120,8	81,0	110,3	104,2
mag.	62,0	97,5	120,6	81,0	110,9	103,7
giu.	61,5	97,5	119,5	80,9	110,4	104,8
lug.	62,4	97,1	120,0	80,6	110,0	106,4

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

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

PERIODO	Redditi per ora lavorata	Produttività oraria			Costo del lavoro per unità di prodotto
		Valore aggiunto (2)	Ore lavorate		
<b>Totale industria al netto delle costruzioni</b>					
2018	1,1	0,6	2,0	1,4	0,5
2019	2,2	0,0	-0,3	-0,3	2,3
2020	2,7	0,1	-10,9	-11,0	2,6
2019 – 1° trim.	2,6	-1,6	0,0	1,7	4,3
2° trim.	1,4	-0,6	-0,2	0,4	2,0
3° trim.	1,6	1,2	0,2	-1,0	0,3
4° trim.	3,0	0,5	-1,4	-2,0	2,4
2020 – 1° trim.	5,0	1,7	-9,5	-11,1	3,2
2° trim.	5,0	-3,6	-26,4	-23,7	9,0
3° trim.	0,1	-0,5	-5,2	-4,7	0,6
4° trim.	0,8	1,8	-3,3	-5,0	-1,0
2021 – 1° trim.	0,0	1,7	6,8	5,0	-1,7
2° trim.	-0,4	5,0	32,5	26,2	-5,1
<b>Servizi</b>					
2018	1,9	-0,2	0,6	0,8	2,1
2019	1,6	0,4	0,5	0,1	1,2
2020	4,1	3,9	-8,3	-11,8	0,2
2019 – 1° trim.	2,0	-0,9	0,3	1,2	2,9
2° trim.	0,9	0,6	0,7	0,1	0,3
3° trim.	1,6	0,7	0,8	0,1	0,9
4° trim.	1,7	1,0	0,3	-0,7	0,7
2020 – 1° trim.	4,3	4,7	-4,5	-8,8	-0,3
2° trim.	8,3	7,5	-15,8	-21,7	0,7
3° trim.	3,1	3,2	-5,5	-8,4	-0,1
4° trim.	2,1	1,5	-7,5	-8,9	0,6
2021 – 1° trim.	1,3	-0,5	-3,3	-2,8	1,8
2° trim.	-1,8	-3,7	12,7	17,0	2,0
<b>Totale economia</b>					
2018	1,6	0,0	0,9	0,9	1,6
2019	1,8	0,4	0,4	0,0	1,4
2020	3,4	2,5	-8,7	-11,0	0,9
2019 – 1° trim.	2,2	-0,9	0,4	1,3	3,1
2° trim.	1,3	1,0	0,6	-0,3	0,3
3° trim.	1,7	0,9	0,6	-0,3	0,8
4° trim.	2,0	0,6	0,0	-0,7	1,4
2020 – 1° trim.	4,0	3,6	-5,6	-8,9	0,5
2° trim.	6,6	4,1	-18,2	-21,4	2,4
3° trim.	2,2	1,9	-5,0	-6,8	0,3
4° trim.	1,9	1,4	-6,3	-7,5	0,5
2021 – 1° trim.	0,6	-0,6	-0,5	0,1	1,2
2° trim.	-1,5	-2,2	17,5	20,1	0,7

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

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

PERIODO	Redditi per ore lavorate	Produttività oraria		Costo del lavoro per unità di prodotto	
		Valore aggiunto (2)	Ore lavorate		
<b>Totale industria al netto delle costruzioni</b>					
2018	1,8	0,4	1,9	1,4	1,4
2019	1,9	0,0	0,5	0,5	1,9
2020	3,1	0,6	-6,8	-7,3	2,4
2019 – 1° trim.	1,6	-0,7	1,1	1,8	2,3
2° trim.	1,9	-0,2	0,3	0,5	2,1
3° trim.	2,4	0,3	0,6	0,4	2,1
4° trim.	1,7	0,6	0,0	-0,5	1,1
2020 – 1° trim.	3,5	0,2	-4,0	-4,3	3,2
2° trim.	7,1	-2,2	-18,2	-16,3	9,5
3° trim.	1,5	0,6	-5,0	-5,5	0,9
4° trim.	2,9	4,2	-1,3	-5,3	-1,3
2021 – 1° trim.	1,2	4,5	3,1	-1,3	-3,2
2° trim.	-4,3	6,0	21,6	14,7	-9,7
<b>Servizi</b>					
2018	1,9	0,1	1,9	1,8	1,8
2019	2,5	0,6	1,8	1,2	1,9
2020	5,5	1,5	-6,4	-7,8	4,0
2019 – 1° trim.	1,9	0,0	2,0	2,0	1,9
2° trim.	2,9	0,9	1,9	1,1	2,0
3° trim.	2,6	1,0	2,0	1,0	1,6
4° trim.	2,5	0,5	1,4	0,9	1,9
2020 – 1° trim.	4,5	1,1	-2,5	-3,6	3,3
2° trim.	10,3	4,3	-13,9	-17,5	5,8
3° trim.	3,6	0,7	-4,0	-4,6	2,9
4° trim.	5,5	1,0	-5,7	-6,6	4,4
2021 – 1° trim.	3,9	1,2	-2,7	-3,8	2,7
2° trim.	-3,8	-2,6	12,5	15,5	-1,2
<b>Totale economia</b>					
2018	1,9	0,1	1,8	1,7	1,8
2019	2,3	0,6	1,6	1,0	1,8
2020	4,9	1,2	-6,3	-7,4	3,7
2019 – 1° trim.	1,8	0,0	1,9	2,0	1,8
2° trim.	2,7	0,8	1,6	0,8	1,9
3° trim.	2,5	1,0	1,7	0,7	1,5
4° trim.	2,3	0,5	1,1	0,6	1,7
2020 – 1° trim.	4,2	1,0	-2,8	-3,8	3,2
2° trim.	9,4	2,7	-14,6	-16,9	6,6
3° trim.	3,0	0,3	-4,1	-4,4	2,7
4° trim.	4,8	1,6	-4,5	-6,0	3,2
2021 – 1° trim.	3,1	1,3	-1,3	-2,6	1,8
2° trim.	-4,0	-1,2	14,2	15,6	-2,8

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
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	1,3	2,1	1,2	1,9	0,9
lug.	1,0	-0,9	1,5	0,3	3,1	1,8	2,2	0,7
ago.	2,5	0,8	2,4	1,3	3,4	2,1	3,0	1,6
set.	2,9	1,4	2,7	1,7	4,1	2,5	3,4	1,9

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	1.404	868	536	76	523	126	2.687	154,7	149	-6	155
2018	594	1.369	825	543	76	551	133	2.722	153,7	35	-80	115
2019	622	1.545	940	605	75	561	156	2.959	164,9	237	118	119
2020	605	1.656	1.014	643	82	567	172	3.082	186,4	123	8	115
2020 – 1° trim.	615	1.414	830	584	85	594	167	2.875	162,4	-84	-122	39
2° trim.	611	1.531	909	622	84	574	175	2.974	175,3	99	82	18
3° trim.	612	1.578	945	633	86	566	178	3.021	180,2	47	11	35
4° trim.	605	1.656	1.014	643	82	567	172	3.082	186,4	61	37	24
2021 – 1° trim.	614	1.708	1.063	645	77	564	164	3.127	188,2	45	12	33
2° trim.	618	1.763	1.113	650	73	576	170	3.201	185,5	74	22	51
<b>Passività</b>												
2017	456	1.308	263	1.045	107	938	-	2.808	161,7	72	-28	101
2018	489	1.148	216	931	107	1.055	-	2.798	158,0	-10	-88	78
2019	519	1.364	282	1.082	116	977	-	2.977	165,9	179	106	72
2020	510	1.342	252	1.090	131	1.060	-	3.042	184,0	65	13	52
2020 – 1° trim.	517	1.228	206	1.022	133	1.047	-	2.925	165,3	-52	-86	34
2° trim.	517	1.263	231	1.032	133	1.074	-	2.986	176,0	61	47	14
3° trim.	514	1.293	222	1.071	136	1.051	-	2.994	178,5	8	8	-1
4° trim.	510	1.342	252	1.090	131	1.060	-	3.042	184,0	48	43	5
2021 – 1° trim.	513	1.388	275	1.113	117	1.058	-	3.076	185,2	34	7	27
2° trim.	521	1.395	280	1.116	112	1.082	-	3.111	180,3	35	-2	37
<b>Posizione netta</b>												
2017	102	96	604	-508	-31	-415	126	-121	-7,0	76	22	55
2018	105	221	609	-388	-31	-504	133	-76	-4,3	45	8	37
2019	102	181	658	-477	-41	-417	156	-18	-1,0	58	12	46
2020	96	315	762	-447	-49	-493	172	40	2,4	58	-5	63
2020 – 1° trim.	98	186	623	-437	-48	-453	167	-50	-2,8	-32	-37	5
2° trim.	95	268	679	-410	-49	-501	175	-12	-0,7	38	35	3
3° trim.	98	286	724	-438	-51	-485	178	27	1,6	39	3	36
4° trim.	96	315	762	-447	-49	-493	172	40	2,4	13	-6	19
2021 – 1° trim.	100	320	788	-468	-41	-493	164	51	3,0	11	4	6
2° trim.	97	368	833	-466	-39	-506	170	90	5,2	39	24	15

(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	23.761	54.144	-4.245	-11.181	-14.956	6.110	-1.183	7.294
2016	44.175	59.963	-4.082	4.973	-16.678	-2.645	-1.973	-673
2017	44.923	54.372	-3.787	9.436	-15.098	1.243	-1.188	2.431
2018	44.760	45.926	-2.920	19.153	-17.399	-322	-1.482	1.160
2019	57.913	60.743	-730	15.031	-17.130	-1.769	-2.603	834
2020	62.084	68.351	-7.287	20.274	-19.253	-417	-1.106	689
2020 – 1° trim.	7.759	13.345	-4.731	4.738	-5.594	-946	-713	-233
2° trim.	5.903	12.440	-3.063	819	-4.294	141	48	93
3° trim.	25.442	20.884	2.826	5.588	-3.855	-254	-384	130
4° trim.	22.981	21.682	-2.320	9.129	-5.511	641	-58	699
2021 – 1° trim.	8.844	14.351	-3.953	5.675	-7.228	-1.375	-515	-860
2° trim.	16.307	20.718	-3.488	2.812	-3.736	-463	-540	77
2020 – gen.	-844	1.008	-1.287	744	-1.309	-280	-271	-9
feb.	5.020	6.447	-1.522	1.945	-1.851	-285	-235	-50
mar.	3.583	5.889	-1.922	2.049	-2.433	-381	-207	-174
apr.	-1.639	-40	-1.008	728	-1.319	-32	-9	-23
mag.	3.336	5.910	-1.207	-187	-1.180	-1	28	-29
giu.	4.205	6.570	-848	277	-1.794	174	29	145
lug.	10.389	9.838	624	1.133	-1.206	-64	-128	63
ago.	6.993	4.679	1.387	2.234	-1.307	-48	-104	57
set.	8.059	6.366	815	2.221	-1.343	-142	-152	10
ott.	8.381	7.916	-850	2.734	-1.419	317	-19	336
nov.	7.128	6.990	-1.011	2.680	-1.532	256	-18	274
dic.	7.472	6.776	-459	3.714	-2.560	68	-20	89
2021 – gen.	1.214	2.349	-814	1.456	-1.777	-319	-160	-159
feb.	4.084	5.722	-1.325	2.053	-2.366	-408	-159	-249
mar.	3.547	6.280	-1.814	2.166	-3.084	-648	-196	-452
apr.	6.611	7.148	-1.279	1.958	-1.215	-196	-177	-18
mag.	4.573	6.654	-1.464	474	-1.090	-200	-178	-22
giu.	5.123	6.917	-745	381	-1.431	-68	-185	117
lug.	(8.261)	(9.021)	(182)	(582)	(-1.524)	(-73)	(-168)	(96)
ago.	(5.031)	(2.470)	(1.623)	(2.609)	(-1.671)	(-46)	(-134)	(88)

(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	-1,6	0,1
2015	-0,3	0,0	-0,6	0,7	0,7	1,0	0,6	1,4
2016	1,1	1,0	0,3	1,9	2,4	2,2	2,4	2,0
2017	1,8	1,3	0,1	2,8	2,9	3,0	3,2	2,9
2018	2,1	2,0	1,4	2,8	3,4	3,6	4,1	3,2
2019	0,2	0,2	-1,9	2,6	3,7	3,4	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	3,8	3,3
apr.	1,0	1,0	-0,4	2,7	3,5	3,6	4,0	3,3
mag.	1,1	1,2	0,0	2,7	3,4	3,6	3,9	3,3
giu.	0,6	0,9	-0,5	2,5	3,5	3,6	3,9	3,3
lug.	0,8	1,0	-0,3	2,5	3,6	3,6	4,0	3,4
ago.	0,6	0,8	-0,6	2,4	3,8	3,7	4,2	3,4
set.	0,6	0,7	-0,8	2,5	3,6	3,5	3,6	3,4
ott.	0,4	0,4	-1,3	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	3,4	3,2	3,6
2020 – gen.	0,6	0,6	-1,0	2,6	3,7	3,5	3,2	3,7
feb.	0,4	0,5	-1,2	2,5	3,7	3,4	3,0	3,8
mar.	1,5	1,7	1,5	1,8	5,1	4,3	5,6	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	4,7	4,7	6,9	3,2
nov.	4,6	5,3	8,1	2,3	4,8	4,8	6,9	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	3,2	3,5	3,2	3,8
mag.	3,8	4,3	4,6	3,9	2,7	3,0	1,9	3,9
giu.	3,4	3,8	3,8	3,8	3,0	3,1	1,9	4,0
lug.	2,1	2,7	1,8	3,8	3,0	3,1	1,7	4,2
ago.	1,8	2,3	1,2	3,7	2,9	3,0	1,5	4,2

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

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

PERIODO	Banche	Altre società finanziarie (2)	Società non finanziarie	Totale
<b>Italia</b>				
2019	-2,0	24,9	-3,5	19,4
2020	-19,4	5,8	7,8	-5,8
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
2° trim.	-2,1	-0,4	6,6	4,2
<b>Area dell'euro</b>				
2019	119,5	164,5	62,2	346,2
2020	135,1	107,3	166,5	408,8
2020 – 1° trim.	32,9	4,4	10,6	47,9
2° trim.	136,5	45,4	105,5	287,4
3° trim.	0,7	39,0	37,4	77,1
4° trim.	-35,1	18,5	13,0	-3,5
2021 – 1° trim.	51,6	45,2	23,0	119,7
2° trim.	17,1	42,4	19,8	79,3

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	Transazioni in strumenti di debito	Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro (2)		Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	
	<i>di cui: raccolta postale</i>								<i>di cui: impieghi della liquidità</i>		<i>di cui: connesso con sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)</i>	
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	–	1,0	44,8	-5,8	19,5	39,0	0,0
2019	-10,3	-4,7	6,4	43,0	-7,4	–	0,2	32,0	2,2	-18,0	34,1	-0,4
2020	1,6	-2,5	11,5	134,8	0,6	16,6	0,9	166,1	-9,6	13,0	156,6	-0,1
2019 – gen.	4,0	-1,0	8,0	29,4	-0,6	–	-0,9	39,9	-44,0	-14,0	-4,1	0,0
feb.	-3,9	-0,4	-0,1	4,2	-0,3	–	0,1	0,0	9,8	-2,0	9,8	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	-10,2	1,0	–	-0,2	-10,1	11,3	3,0	1,2	0,0
giu.	-1,8	-1,1	-0,4	23,0	-0,5	–	0,7	20,9	-20,5	-3,0	0,4	0,0
lug.	5,8	1,6	-0,1	19,0	-2,3	–	1,2	23,7	-27,1	3,0	-3,4	0,0
ago.	-0,1	-1,3	1,8	-4,4	0,1	–	-0,3	-2,9	5,3	-3,0	2,4	0,0
set.	1,8	-0,3	1,0	-23,0	0,0	–	-0,5	-20,7	43,7	-10,0	23,0	0,0
ott.	-0,2	1,2	1,2	7,1	-0,1	–	0,2	8,2	-9,8	-3,4	-1,5	-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	-15,1	-4,7	–	0,0	-37,1	22,5	9,4	-14,6	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	-1,3	0,0	1,1	-15,7	19,1	1,0	3,4	0,0
2021 – gen.	3,6	-1,6	5,6	25,5	0,0	0,0	-0,3	34,4	-32,6	0,0	1,8	0,0
feb.	-1,5	-1,1	-3,4	37,2	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	1,6	0,7	-0,1	4,2	10,5	0,0	14,7	0,0
giu.	2,9	-0,3	0,1	3,4	0,6	0,0	1,3	8,2	6,8	0,0	15,0	-0,1
lug.	-1,1	-0,3	0,5	28,5	1,3	0,0	0,0	29,2	-36,3	0,0	-7,1	0,0
ago.	-0,8	-0,2	0,7	-8,5	1,1	15,9	-0,2	8,1	-18,9	0,0	-10,7	0,0

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

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

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Prestiti di Istituzioni europee	Altre passività		Debito delle Amministrazioni pubbliche	Per memoria:			
	<i>di cui: raccolta postale</i>						<i>di cui: connesse con i prestiti dell'EFSF</i>			disponibilità liquide del Tesoro (2)	<i>di cui: impieghi della liquidità</i>	depositi presso IFM residenti al netto delle operazioni di liquidità	sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)
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	–	47,3	33,9	2.329,8	29,3	22,5	32,2	58,2
2018	237,6	72,3	107,4	1.856,0	132,3	–	48,3	33,9	2.381,5	35,1	3,0	31,5	58,2
2019	227,3	67,6	113,8	1.895,6	124,9	–	48,5	33,5	2.410,0	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	2.573,5	42,5	8,0	38,9	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	1.889,3	131,4	–	47,4	33,9	2.421,1	69,3	19,0	33,6	58,2
mar.	237,8	68,8	115,9	1.883,7	131,3	–	47,7	33,9	2.416,4	46,9	17,6	32,2	58,2
apr.	238,7	70,1	116,6	1.896,8	131,1	–	47,6	33,9	2.430,7	58,5	19,0	32,3	58,2
mag.	237,7	69,4	116,9	1.888,2	132,0	–	47,3	33,9	2.422,2	47,2	16,0	34,3	58,2
giu.	235,9	68,3	116,5	1.912,2	131,5	–	48,0	33,9	2.444,1	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	2.464,3	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	1.907,4	129,2	–	48,6	33,7	2.449,0	55,5	32,4	37,4	58,0
nov.	238,1	67,7	120,4	1.910,5	129,6	–	48,4	33,5	2.447,0	55,4	30,4	38,7	57,8
dic.	227,3	67,6	113,8	1.895,6	124,9	–	48,5	33,5	2.410,0	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	2.573,5	42,5	8,0	38,9	57,7
2021 – gen.	232,6	63,4	130,9	2.052,5	125,5	16,5	49,1	33,5	2.607,0	75,1	8,0	39,7	57,7
feb.	231,1	62,3	127,4	2.089,7	126,1	21,0	48,8	33,5	2.644,1	102,9	8,0	39,7	57,7
mar.	231,3	61,6	124,5	2.095,0	124,7	26,7	49,1	33,5	2.651,3	84,6	7,0	38,2	57,7
apr.	231,1	61,0	123,0	2.123,5	128,1	26,7	48,6	33,5	2.680,9	101,8	12,0	39,2	57,7
mag.	229,9	60,6	122,8	2.128,9	129,6	27,4	48,4	33,5	2.687,1	91,3	12,0	40,3	57,7
giu.	232,9	60,3	122,8	2.133,2	130,2	27,4	49,7	33,5	2.696,2	84,4	12,0	39,6	57,6
lug.	231,7	60,0	123,4	2.162,1	131,5	27,4	49,8	33,5	2.725,9	120,8	12,0	38,4	57,6
ago.	230,9	59,8	124,1	2.154,0	132,5	43,4	49,6	33,5	2.734,4	139,7	12,0	37,9	57,6

(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).

