BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

luglio 2020

3 | 2020

BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 3 / 2020
Luglio

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

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

Rapporto sulla stabilità finanziaria
Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

Economie regionali
Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)
Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)
Una miscellanea di studi su tematiche di particolare rilevanza per l'attività della Banca d'Italia

Newsletter sulla ricerca economica
Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica
Collana di analisi storica dell'economia italiana

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

© Banca d'Italia, 2020
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
Michele Caivano e Alessio Anzuini (coordinamento), Alberto Coco, Pietro Cova, Federico Giorgi, Giorgio Ivaldi, Taneli Makinen, Giacomo Oddo, Marianna Riggi, Fabiana Sabatini

Fabrizio Martello, Valentina Memoli, Silvia Mussolin (aspetti editoriali)
Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Valentina Aprigliano, Marco Bernardini, Margherita Bottero, Cristina Conflitti, Francesco Paolo Conteduca, Pietro Cova, Giorgio Ivaldi, Mirko Moscatelli, Luca Rossi, Francesca Romana Ada Rinaldi, Fabiana Sabatini

Indirizzo
Via Nazionale 91 – 00184 Roma – Italia

Telefono
+39 06 47921

Sito internet
http://www.bancaditalia.it

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

ISSN 0393-2400 (stampa)
ISSN 2280-7632 (online)

Aggiornato con i dati disponibili al 3 luglio 2020, salvo diversa indicazione

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

INDICE

SINTESI 5

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 Il ciclo internazionale 7
1.2 L'area dell'euro 13
1.3 I mercati finanziari internazionali 19

2 L'ECONOMIA ITALIANA

2.1 La fase ciclica 21
2.2 Le imprese 23
2.3 Le famiglie 27
2.4 Gli scambi con l'estero e la bilancia dei pagamenti 29
2.5 Il mercato del lavoro 32
2.6 La dinamica dei prezzi 35
2.7 Le banche 37
2.8 Il mercato finanziario 46
2.9 La finanza pubblica 48
2.10 Le prospettive 52

DOCUMENTAZIONE STATISTICA 61

INDICE DEI RIQUADRI

L'evoluzione della pandemia e le misure di contenimento nei diversi paesi 8
Le misure di politica monetaria adottate dalla BCE 16
L'attività economica nel secondo trimestre del 2020 22
Le opinioni delle imprese italiane nell'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita 24
L'andamento del credito alle imprese durante la pandemia 38
L'offerta e la domanda di credito 42
La risposta della politica di bilancio all'emergenza 49
L'impatto macroeconomico della pandemia di Covid-19 sull'economia italiana: una stima dei principali canali di trasmissione 53
Le ipotesi sottostanti allo scenario macroeconomico di base 55

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

Gli effetti della pandemia continuano a pesare sull'economia globale

La contrazione dell'attività economica e degli scambi internazionali si è accentuata in aprile. Nelle ultime settimane sono emersi segnali di ripresa, ma restano significativi i rischi: da maggio l'epidemia si è intensificata in alcune economie emergenti e negli Stati Uniti. Le misure espansive monetarie e di bilancio e il graduale allentamento dei provvedimenti di sospensione delle attività hanno favorito un rientro delle tensioni sui mercati finanziari, che rimangono tuttavia estremamente sensibili alle notizie sulla diffusione del contagio.

Il Consiglio della BCE ha rafforzato lo stimolo monetario

Nell'area dell'euro, dopo l'ulteriore flessione in aprile, gli indicatori disponibili suggeriscono un recupero parziale dell'attività in maggio e giugno. L'inflazione è scesa a valori appena positivi. Il Consiglio direttivo della BCE ha rafforzato con decisione l'orientamento espansivo della politica monetaria, ampliando la dimensione e l'orizzonte temporale del programma di acquisti mirato a contrastare gli effetti della pandemia, che proseguirà fino a quando non sarà superata la crisi. La probabilità di variazioni negative dei prezzi al consumo nell'area dell'euro nei prossimi anni, desunta dai prezzi delle opzioni, ha raggiunto un massimo alla fine di marzo; si è ridotta dopo l'intervento della BCE.

In Italia sono emersi segnali di recupero in maggio, ma la ripresa è graduale

In Italia il calo del prodotto, pari al 5,3 per cento nel primo trimestre, si sarebbe intensificato nel secondo, collocandosi in base alle informazioni attualmente disponibili attorno al 10 per cento. Questa stima rispecchia soprattutto un andamento molto sfavorevole nel mese di aprile; i trasporti autostradali, i consumi elettrici e quelli di gas segnalano che in maggio si è avviata una ripresa dell'attività, favorita dal progressivo allentamento delle misure di sospensione. Gli indici dei responsabili degli acquisti delle imprese sono risaliti ma restano ancora inferiori alla soglia di espansione.

Gli scambi con l'estero risentono dell'incertezza sulla pandemia

L'interscambio di beni e servizi dell'Italia ha continuato a risentire delle ripercussioni dell'epidemia sul commercio mondiale nel complesso del secondo trimestre. In maggio tuttavia le nostre vendite sui mercati esterni all'Unione europea hanno recuperato in parte il calo precedente. I flussi turistici internazionali sono condizionati dall'evoluzione della pandemia; in assenza di recrudescenze, saranno favoriti nei mesi estivi dalla graduale rimozione dei vincoli agli spostamenti tra paesi. Nei primi quattro mesi dell'anno il surplus di conto corrente si è solo lievemente ridotto.

Gli ammortizzatori sociali hanno attenuato il calo dell'occupazione

Il deterioramento delle condizioni del mercato del lavoro dovuto all'emergenza sanitaria si è tradotto in una forte contrazione delle ore lavorate nel primo trimestre (-7,5 per cento); le ricadute sul numero di occupati, diminuito dello 0,3 per cento, sono state mitigate sensibilmente dall'eccezionale aumento dell'impiego degli ammortizzatori sociali. L'impatto delle restrizioni alla mobilità sul numero di persone in cerca di occupazione si è riflesso sul tasso di disoccupazione, che è decisamente diminuito. I dati più recenti segnalano un arresto della caduta dell'occupazione e una ripresa della partecipazione al mercato del lavoro.

La caduta della domanda pesa sulle attese di inflazione

In Italia la variazione dei prezzi al consumo è stata negativa in maggio e pari a -0,4 per cento in giugno, principalmente a causa della marcata riduzione dei prezzi dei beni energetici. In prospettiva il calo della domanda interna incide sull'andamento delle attese di inflazione degli analisti e delle imprese: secondo gli operatori professionali, i prezzi al consumo scenderebbero nella media di

quest'anno e aumenterebbero in misura molto contenuta nel prossimo. In base ai sondaggi condotti in marzo e maggio sono invece temporaneamente salite le attese di inflazione delle famiglie, che hanno risentito soprattutto dell'andamento dei prezzi dei beni alimentari; l'aumento tuttavia è rientrato in giugno.

Gli interventi delle banche centrali e quelli di politica economica hanno contrastato le tensioni sui mercati finanziari

Le condizioni dei mercati finanziari restano fragili, ma hanno beneficiato degli interventi delle autorità monetarie e fiscali e dell'allentamento delle misure volte a contenere la pandemia. Nell'area dell'euro effetti favorevoli sui corsi delle azioni e sui tassi di interesse hanno fatto seguito al rafforzamento del programma di acquisti della BCE e alla proposta, da parte della Commissione europea, di uno strumento, denominato Next Generation EU, *per finanziare mediante prestiti e trasferimenti la ripresa nei paesi dell'Unione; il nuovo strumento consentirebbe di ampliare considerevolmente la capacità di bilancio comunitaria nel contrastare le conseguenze della pandemia. I rendimenti dei titoli di Stato italiani sono scesi, così come i costi di finanziamento delle imprese e delle banche. È ripresa l'attività di emissione di obbligazioni, incoraggiata anche dagli acquisti dell'Eurosistema.*

Aumenta l'erogazione di prestiti alle imprese

Le misure adottate dalla BCE e dal Governo hanno sostenuto il credito alle imprese, che ha accelerato in concomitanza con il forte incremento del fabbisogno di liquidità. In Italia la crescita dei prestiti alle imprese, negativa durante tutto l'anno precedente, ha raggiunto in maggio l'11,5 per cento (in ragione d'anno sui tre mesi). L'espansione del credito, che ha inizialmente riguardato le società medio-grandi, si è poi estesa alle famiglie produttrici con la progressiva riduzione dei ritardi nell'implementazione delle misure adottate dall'Esecutivo.

Il Bollettino aggiorna gli scenari macroeconomici per l'Italia

In questo Bollettino si presenta un aggiornamento delle analisi di scenario per l'economia italiana nel triennio 2020-22 predisposte nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema e pubblicate lo scorso 5 giugno; quel quadro resta nel complesso valido alla luce delle ultime informazioni.

Nella seconda metà dell'anno si avvierebbe una ripresa graduale…

In uno scenario di base, in cui si presuppone che la diffusione della pandemia rimanga sotto controllo a livello globale e in Italia, il PIL si contrarrebbe del 9,5 per cento nella media di quest'anno, interamente a causa della riduzione registrata nel primo semestre, e recupererebbe nel prossimo biennio (4,8 per cento nel 2021 e 2,4 nel 2022). La ripresa sarebbe graduale: effetti persistenti sui consumi delle famiglie deriverebbero dal calo dell'occupazione e del reddito disponibile, ancorché mitigato dalle misure di sostegno; il peggioramento delle prospettive di domanda e della fiducia delle imprese inciderebbe sugli investimenti, la cui caduta nel 2020, segnalata anche dai sondaggi della Banca d'Italia, verrebbe in parte recuperata nel biennio 2021-22. L'inflazione sarebbe pressoché nulla sia quest'anno sia il prossimo; i prezzi tornerebbero ad aumentare nel 2022, dell'1,0 per cento.

…con il rischio di sviluppi più sfavorevoli in caso di nuovi focolai

Sviluppi più negativi rispetto a quelli delineati nello scenario di base potrebbero manifestarsi se emergessero nuovi rilevanti focolai epidemici a livello nazionale o globale, i cui effetti potrebbero ripercuotersi sulla fiducia e sulle decisioni di spesa di famiglie e imprese e tradursi in un calo più consistente del commercio mondiale, in interruzioni nelle catene globali di produzione o in un deterioramento delle condizioni finanziarie. In uno scenario più severo si valuta che il prodotto potrebbe scendere di oltre il 13 per cento quest'anno e recuperare nel prossimo biennio in misura più moderata rispetto allo scenario di base.

Le iniziative europee potrebbero favorire la crescita

Un miglioramento delle prospettive di crescita rispetto agli scenari qui delineati potrebbe tuttavia derivare dal rafforzamento delle politiche espansive attualmente in esame. L'approvazione e l'utilizzo efficace degli strumenti in discussione per l'Unione europea, oltre a incidere direttamente sulla domanda e sulla capacità produttiva, potrebbero contribuire a una ripresa della fiducia di famiglie e imprese. L'ammontare di risorse di cui sarà possibile beneficiare dipenderà dalla capacità di proporre e mettere in atto riforme e progetti di investimento validi.

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

Gli effetti della pandemia – che sta rallentando in Europa ma ha acquisito maggiore intensità nei paesi emergenti e negli Stati Uniti – pesano sull'economia globale. Nel primo trimestre il prodotto si è contratto in misura marcata nelle principali economie e, sulla base degli indicatori disponibili, avrebbe continuato a ridursi nel secondo. Gli scambi internazionali si sono fortemente ridimensionati.

La pandemia ha causato un forte calo dell'attività nel primo trimestre…

Nel primo trimestre del 2020 il PIL è diminuito nei maggiori paesi. Oltre che in Cina, colpita per prima dall'epidemia, la contrazione è stata molto ampia negli Stati Uniti e nel Regno Unito (tav. 1). Vi ha contribuito soprattutto il calo dei consumi (-4,7 per cento negli Stati Uniti; -4,3 nel Regno Unito e in Cina), in un contesto di forte riduzione dell'occupazione.

…che si sarebbe accentuato in aprile

Nei paesi avanzati gli indicatori disponibili anticipano un ulteriore deterioramento dell'attività economica nel secondo trimestre, superiore a quello registrato nel primo. In aprile la produzione industriale è caduta di circa il 10 per cento su base mensile negli Stati Uniti e in Giappone e del 20 per cento nel Regno Unito; in maggio è aumentata solo lievemente negli Stati Uniti. In aprile gli indici dei responsabili degli acquisti (*purchasing managers' index*, PMI) delle imprese manifatturiere si sono ulteriormente contratti in tutti i paesi, toccando minimi storici in Europa; con la progressiva riapertura delle attività, in maggio e giugno sono parzialmente risaliti, tornando sopra la soglia di espansione negli Stati Uniti e nel Regno Unito (fig. 1). Nel comparto dei servizi i PMI sono scesi in misura maggiore.

Tavola 1

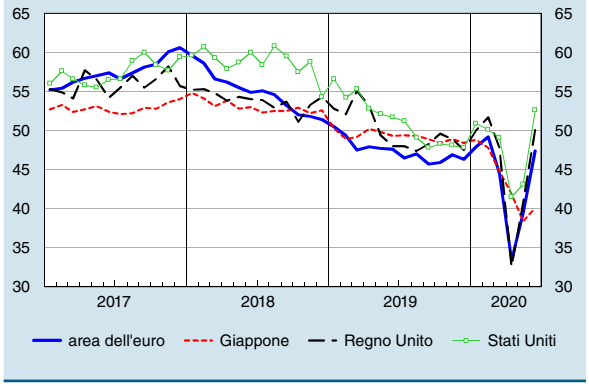
Crescita del PIL e inflazione
(variazioni percentuali)

VOCI	Crescita del PIL (1)			Inflazione (2)
	2019	2019 4° trim.	2020 1° trim.	Maggio 2020
Paesi avanzati				
Giappone	0,7	-7,3	-2,2	0,1
Regno Unito	1,5	0,0	-8,5	0,5
Stati Uniti	2,3	2,1	-5,0	0,1
Paesi emergenti				
Brasile	1,1	1,7	-0,3	1,9
Cina	6,1	6,0	-6,8	2,4
India (3)	5,3	4,1	3,1	5,9
Russia	1,3	2,1	1,6	3,0
per memoria:				
Commercio mondiale(4)	**0,6**	**-1,5**	**-11,3**	

Fonte: statistiche nazionali; per il commercio mondiale, elaborazioni Banca d'Italia su dati di contabilità nazionale e doganali.
(1) Per i dati annuali, variazione percentuale. Per i dati trimestrali: per i paesi avanzati, variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno e al netto dei fattori stagionali; per i paesi emergenti, variazioni percentuali sul periodo corrispondente. – (2) Variazione tendenziale dell'indice dei prezzi al consumo. – (3) Per l'inflazione, dato di marzo. – (4) Dati trimestrali destagionalizzati; variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno.

Figura 1

Indici PMI del settore manifatturiero nelle principali economie avanzate (1)
(dati mensili; indici di diffusione)



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

In Cina vi sono segnali di ripresa

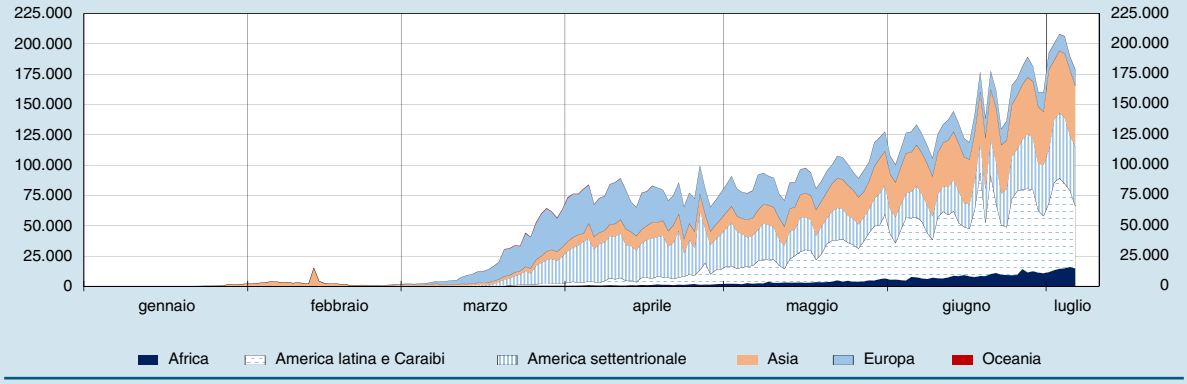
In Cina la produzione industriale è tornata a crescere già in aprile e si è ulteriormente rafforzata in maggio; il PMI nel comparto manifatturiero si è riportato sopra la soglia di espansione nello stesso mese ed è ulteriormente salito in giugno. Da maggio l'epidemia si è invece propagata con maggiore intensità negli altri paesi emergenti, in particolare in America latina, mettendo in grave difficoltà le capacità di risposta sul piano sanitario e accrescendo l'incertezza sulle prospettive macroeconomiche (cfr. il riquadro: *L'evoluzione della pandemia e le misure di contenimento nei diversi paesi*).

L'EVOLUZIONE DELLA PANDEMIA E LE MISURE DI CONTENIMENTO NEI DIVERSI PAESI

La diffusione del contagio. – Nella prima parte del 2020 l'epidemia di Covid-19, che ha avuto inizio in Cina, si è diffusa rapidamente a livello globale (figura A). Secondo i dati dello European Centre for Disease Prevention and Control al 5 luglio oltre 11,4 milioni di persone nel mondo avevano contratto il virus e più di 533.000 erano decedute. Il numero di contagi ha superato 5,9 milioni nelle Americhe, 2,5 in Asia e 2,4 in Europa. Gli Stati Uniti sono il paese con la maggiore quantità di casi rilevati (quasi 3 milioni), seguono il Brasile e l'India (1,6 milioni e quasi 700.000, rispettivamente).

Figura A

Evoluzione globale della pandemia: nuovi contagi confermati
(dati giornalieri; unità)



Fonte: elaborazioni su dati European Center for Disease Control and Prevention.

Nel mondo il numero di nuove infezioni giornaliere, attualmente superiore alle 150.000 unità, è ancora in aumento, con un andamento territoriale che negli ultimi mesi è stato molto differenziato. In rapporto alla popolazione è sceso su valori relativamente contenuti in tutti i paesi della UE, ad esclusione della Svezia, e nella maggioranza degli altri paesi europei; rimane elevato in America latina, Medio Oriente, Stati Uniti e Sudafrica (figura B).

Le misure di contenimento e la loro efficacia. – La severità delle misure di contenimento[1] e la loro composizione sono state diverse tra paesi, specialmente in ragione della gravità del quadro

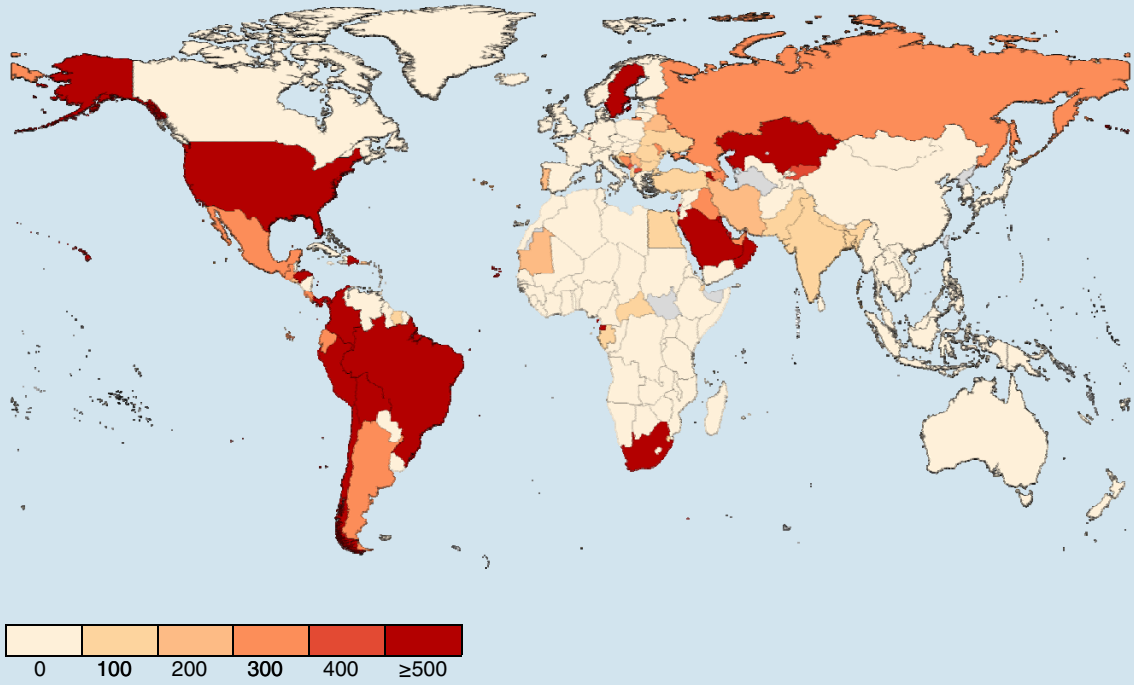
[1] L'analisi delle misure di contenimento si basa su dati provenienti dall'Oxford Covid-19 Government Response Tracker, database gestito dall'Università di Oxford che raccoglie informazioni sulle restrizioni (ad es. intensità delle chiusure delle attività produttive e delle scuole, presenza di limitazioni agli spostamenti interni e internazionali e quarantene) adottate in oltre 160 paesi. In particolare nel riquadro si fa riferimento alla variabile ordinale sulle chiusure delle attività produttive (0: nessuna misura; 1: chiusure raccomandate per alcuni settori; 2: chiusure obbligatorie per alcuni settori; 3: chiusure di tutti i settori tranne quelli essenziali).

epidemiologico, ma anche delle scelte operate dai rispettivi governi. Nella maggior parte dei casi le misure hanno puntato in primo luogo a ridurre il numero di contatti nella popolazione (limitazioni ai movimenti e ai viaggi nazionali e internazionali, chiusura delle scuole e di attività produttive, distanziamento interpersonale); in alcuni paesi, come la Corea del Sud e il Giappone, si è fatto maggiore ricorso a procedure diagnostiche, sia per rilevare eventuali casi di contagio, sia per arginarne tempestivamente la diffusione.

Figura B

Evoluzione globale della pandemia: distribuzione geografica dell'incidenza di nuovi casi

(dati della settimana 29 giugno-5 luglio 2020; nuovi casi per milione di abitanti)



Fonte: elaborazioni su dati European Center for Disease Control and Prevention.

Queste misure sono state in generale in grado di interrompere l'aumento esponenziale dell'epidemia. In gran parte dei paesi e quasi senza eccezioni nella UE il numero di nuovi casi giornalieri ha iniziato a diminuire entro tre settimane dall'introduzione delle misure di contenimento. Negli Stati Uniti, dopo il calo iniziato nel mese di aprile, il numero di nuovi casi ha ripreso a salire in giugno, con una distribuzione geografica non omogenea. La curva dei contagi non sembra avere ancora raggiunto il picco in diversi paesi, tra cui il Brasile, l'India, il Messico e il Sudafrica.

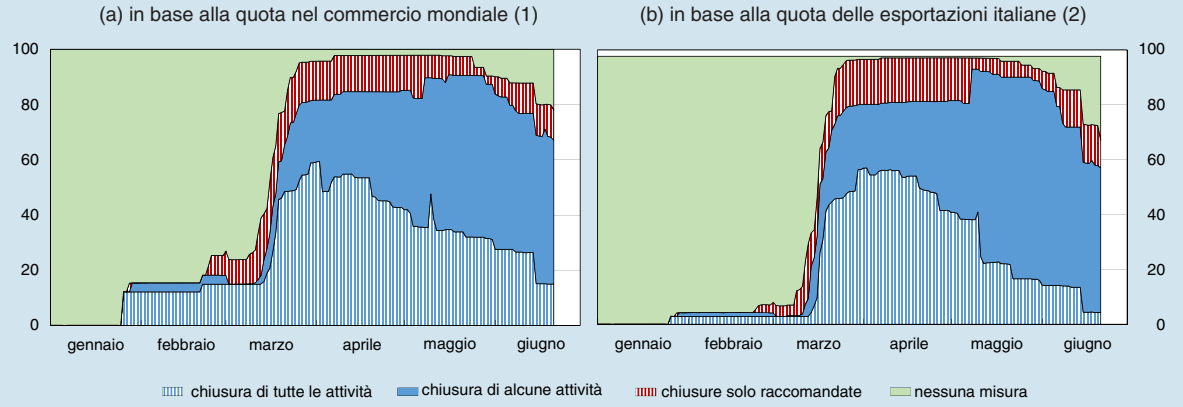
Le misure di contenimento hanno avuto un forte impatto sull'attività economica e sul commercio globale. Una sostanziale caduta dell'attività si è però verificata anche dove sono state adottate restrizioni più moderate, come in Svezia[2]. Nel primo trimestre gli scambi internazionali si sono ridotti di oltre l'11 per cento in ragione d'anno. La figura C (pannello a) mostra la quota del commercio mondiale

[2] In Svezia ad aprile, con l'aumento dei contagi, l'attività manifatturiera è caduta di circa 16 punti percentuali. Secondo le ultime proiezioni dell'OCSE, il calo del PIL svedese nel 2020 sarà simile a quello degli altri paesi nordici, i quali però hanno adottato la sospensione delle attività (il cosiddetto *lockdown*).

attribuibile ai paesi in cui sono state adottate limitazioni all'attività economica o altre misure che hanno comunque influito negativamente sul suo svolgimento. Nelle fasi iniziali della pandemia le restrizioni erano confinate prevalentemente alle economie asiatiche, con conseguenze su circa il 15 per cento del commercio mondiale. Con l'estensione del contagio all'Europa e al Nord America il peso negli scambi internazionali delle economie interessate dagli effetti di misure di contenimento è rapidamente aumentato, portandosi in prossimità del 100 per cento già alla fine di marzo; per tutto il mese di aprile vi contribuivano per oltre la metà i paesi soggetti a chiusure di tutte le attività con l'eccezione dei settori essenziali.

Figura C

Restrizioni all'attività economica
(valori percentuali)



Fonte: Oxford Covid-19 Government Response Tracker e Bilateral Trade in Goods by Industry and End-use dell'OCSE.
(1) Per il commercio mondiale, il peso del singolo paese è misurato come somma delle sue esportazioni e importazioni totali divisa per la somma del totale delle esportazioni e delle importazioni mondiali (nel 2018). Per tutte le categorie di restrizioni considerate, le chiusure di attività possono essere associate ad altre misure come distanziamento sociale, limitazioni alla mobilità, chiusura delle scuole. – (2) Per le esportazioni italiane, il peso del singolo paese è misurato come l'ammontare delle sue importazioni dall'Italia diviso per il totale delle esportazioni italiane (nel 2018). Per tutte le categorie di restrizioni considerate, le chiusure di attività possono essere associate ad altre misure come distanziamento sociale, limitazioni alla mobilità, chiusura delle scuole.

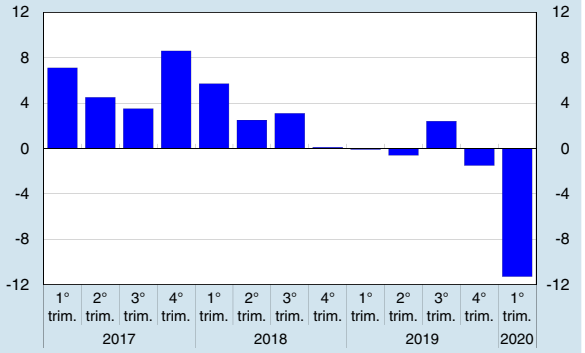
L'allentamento delle misure nel periodo più recente. – Alcuni dei paesi nei quali il quadro epidemiologico è migliorato hanno gradualmente allentato le misure di contenimento a partire da maggio. Quasi ovunque restano tuttavia in vigore provvedimenti per favorire il distanziamento fisico tra le persone – quali la chiusura (almeno parziale) delle scuole, i limiti all'affollamento dei locali pubblici e il lavoro a distanza – con conseguenze persistenti sulla mobilità, che non è ancora tornata sui livelli precedenti lo scoppio della pandemia. Il peso sul commercio mondiale dei paesi interessati da misure restrittive è diminuito in misura molto contenuta e interamente grazie alle economie avanzate.

Tendenze simili sono osservabili per i mercati di esportazione dell'Italia (figura C, pannello b). Dall'inizio di maggio è salita la quota di esportazioni italiane dirette verso paesi soggetti a restrizioni più blande, da poco oltre la metà a circa due terzi, e si è decisamente ridotta quella delle vendite verso economie in cui vigono misure di contenimento molto severe, fino a circa il 5 per cento alla fine di giugno (era intorno al 50 in media in aprile).

Finora il graduale allentamento delle misure di contenimento avvenuto in Italia è stato possibile senza che si osservasse nelle settimane successive una significativa ripresa dei contagi.

Figura 2

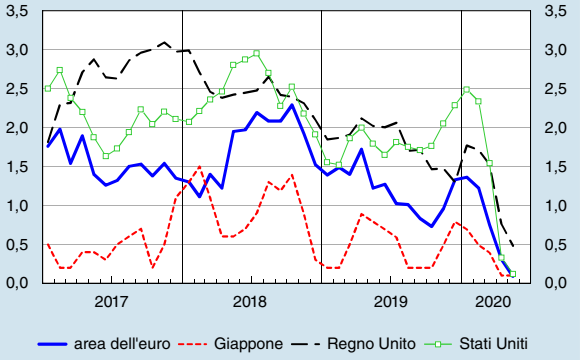
Andamento del commercio mondiale (1)
(dati trimestrali; variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni Banca d'Italia su dati di contabilità nazionale e doganali.
(1) Dati destagionalizzati; variazioni percentuali sul trimestre precedente, in ragione d'anno.

Figura 3

Inflazione al consumo nelle principali economie avanzate (1)
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)



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

Il commercio internazionale si contrae

Il commercio internazionale ha subito una significativa flessione nel primo trimestre del 2020 (-11,3 per cento in ragione d'anno; fig. 2), risentendo del calo della domanda nella maggior parte delle economie, dell'interruzione dei flussi turistici e dei minori scambi connessi con le catene di fornitura globali.

L'inflazione scende ancora

L'inflazione al consumo, in sensibile riduzione dall'inizio dell'anno, si è portata in aprile sotto l'1 per cento in tutte le principali economie avanzate; in maggio è ulteriormente diminuita negli Stati Uniti e nel Regno Unito, rispettivamente allo 0,1 e allo 0,5 per cento (fig. 3). Le aspettative di inflazione a lungo termine rilevate sui mercati finanziari sono invece leggermente risalite negli Stati Uniti nel mese di aprile, all'1,5 per cento, mantenendosi successivamente stabili.

La crescita sarà negativa nell'anno…

Le previsioni di crescita mondiale delle istituzioni internazionali sono state ripetutamente riviste al ribasso. Le stime diffuse in giugno dal Fondo monetario internazionale prefigurano una caduta del PIL mondiale del 4,9 per cento nell'anno in corso (1,9 punti percentuali al di sotto delle previsioni di aprile) e una ripresa del 5,4 per cento nel 2021 (tav. 2). Gli scambi internazionali risentirebbero in misura molto marcata della caduta dell'attività economica; sulla base di nostre stime potrebbero contrarsi del 14 per cento nella media del 2020.

Tavola 2

Scenari macroeconomici
(variazioni e punti percentuali)

VOCI	2019	Previsioni		Revisioni (1)	
		2020	2021	2020	2021
PIL (2)					
Mondo	**2,7**	**-4,9**	**5,4**	**-1,9**	**-0,4**
Paesi avanzati					
di cui: area dell'euro	1,3	-10,2	6,0	-2,7	1,3
Giappone	0,7	-5,8	2,4	-0,6	-0,6
Regno Unito	1,4	-10,2	6,3	-3,7	2,3
Stati Uniti	2,3	-8,0	4,5	-2,1	-0,2
Paesi emergenti					
di cui: Brasile	1,1	-9,1	3,6	-3,8	0,7
Cina	6,1	1,0	8,2	-0,2	-1,0
India (3)	4,2	-4,5	6,0	-6,4	-1,4
Russia	1,3	-6,6	4,1	-1,1	0,6
Commercio mondiale (4)	**0,6**	**-14,0**		**-4,0**	

Fonte: FMI, *World Economic Outlook Update*, giugno 2020; per il commercio mondiale, elaborazioni Banca d'Italia su dati di contabilità nazionale e doganali.
(1) Revisioni rispetto allo scenario previsivo di aprile, tratto da FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2020; punti percentuali. – (2) Previsioni tratte da FMI, *World Economic Outlook Update*, giugno 2020; variazioni percentuali. – (3) I dati si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile. – (4) Previsioni elaborate a giugno 2020; le revisioni sono calcolate rispetto alle previsioni pubblicate ad aprile 2020.

…con rischi al ribasso

I principali rischi per la crescita derivano da una possibile seconda ondata di contagi. Questa avrebbe ripercussioni negative sulla fiducia e sulle decisioni di consumo e di investimento di famiglie e imprese, nonché sugli andamenti dei mercati finanziari, particolarmente sensibili all'evoluzione della pandemia. Vi è inoltre la possibilità che un protrarsi della crisi colpisca in misura più sfavorevole le catene globali del valore con effetti persistenti sull'attività economica e sugli scambi internazionali. Sul commercio mondiale grava anche il rischio di un riacutizzarsi delle tensioni protezionistiche tra Stati Uniti e Cina.

I prezzi del greggio risalgono

I corsi petroliferi, dopo avere toccato un minimo di 19 dollari al barile alla metà di aprile, sono parzialmente risaliti, portandosi a 43 dollari al barile all'inizio di luglio (fig. 4). Il recupero si deve principalmente all'accordo raggiunto tra i paesi OPEC+[1] per ridurre la produzione (di circa il 10 per cento) e, in misura minore, alla graduale ripresa della domanda di greggio, in particolare dalla Cina.

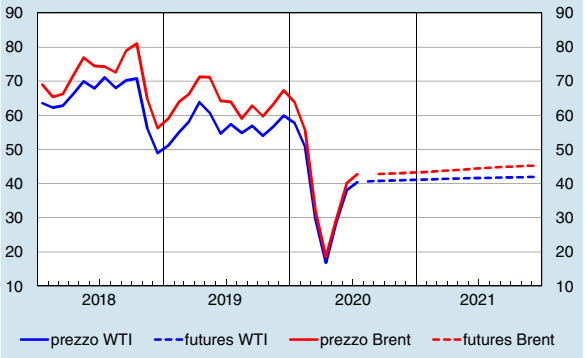
Le banche centrali proseguono l'azione di allentamento monetario

È proseguita l'azione di sostegno alla liquidità e al credito da parte delle principali banche centrali. Dallo scoppio della pandemia il bilancio della Riserva federale si è ampliato di 3.000 miliardi di dollari – portandosi quasi il 70 per cento al di sopra dei livelli di febbraio – per effetto dei diversi programmi di acquisto di titoli pubblici e privati. Nella riunione di giugno la Riserva federale ha pubblicato proiezioni macroeconomiche per la prima volta da dicembre, prevedendo un calo del prodotto del 6,5 per cento nell'anno (con una ripresa del 5,0 per cento nel 2021) e il mantenimento dell'intervallo obiettivo dei tassi di interesse sui federal funds su livelli invariati fino al 2022 incluso; ha inoltre ribadito che gli acquisti di titoli pubblici e di quelli privati garantiti da mutui ipotecari (*mortgage-backed-securities*) proseguiranno a un ritmo almeno pari a quello attuale, rispettivamente di 80 e 40 miliardi di dollari al mese.

La Banca d'Inghilterra ha aumentato di ulteriori 100 miliardi di sterline l'ammontare di nuovi acquisti di obbligazioni governative e di imprese non finanziarie, così da portare lo stock a 745 miliardi di sterline a luglio; le quotazioni dei futures sui tassi overnight britannici segnalano attese che i tassi di policy possano scendere su valori negativi (fig. 5).

Figura 4

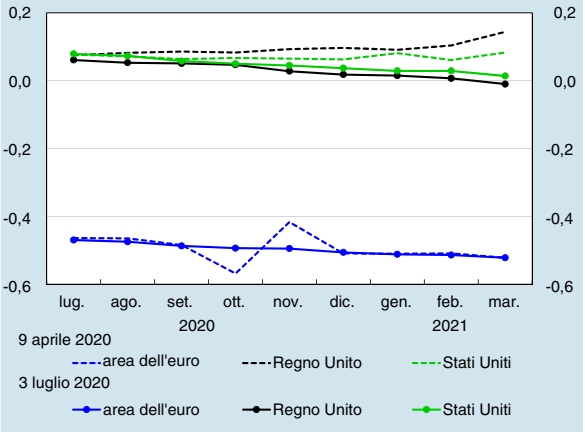
Prezzi del petrolio (1)
(dati mensili; dollari per barile)



Fonte: Refinitiv.
(1) Per i prezzi a pronti, medie mensili fino a maggio 2020; l'ultimo dato si riferisce alla media giornaliera dal 1° al 3 luglio 2020.

Figura 5

Tassi di interesse overnight impliciti negli strumenti derivati (1)
(scadenze mensili; punti percentuali)



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

[1] Il gruppo OPEC+ comprende i paesi OPEC e quelli (tra cui Kazakistan, Messico e Russia) che hanno aderito agli accordi di riduzione della produzione di greggio concordati a più riprese a partire da novembre del 2016.

La Banca del Giappone ha rimosso i limiti quantitativi agli acquisti di titoli pubblici per rafforzare il controllo della curva dei rendimenti; ha inoltre esteso la durata dei programmi di acquisto di titoli privati e il programma di supporto al finanziamento delle imprese, specialmente di piccola e media dimensione. Anche la Banca centrale cinese ha annunciato misure per espandere il credito alle piccole e medie imprese, estendendo la durata dei prestiti e introducendo la possibilità di acquistarli dagli istituti bancari. In altri paesi emergenti, tra cui il Brasile, l'India, la Russia e il Sudafrica, le banche centrali hanno ulteriormente ridotto i tassi di riferimento e ampliato i programmi di acquisto di titoli.

1.2 L'AREA DELL'EURO

Alla forte contrazione dell'attività economica nel primo trimestre sarebbe seguito un calo più marcato nel secondo, per via dell'andamento molto sfavorevole in aprile; gli indicatori disponibili suggeriscono un recupero parziale in maggio e giugno. L'inflazione è appena positiva. Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha rafforzato l'intonazione espansiva della politica monetaria, ampliando la dimensione e la durata del programma di acquisti mirato a contrastare gli effetti della pandemia.

L'attività economica, dopo un andamento molto sfavorevole in marzo…

Nel primo trimestre del 2020 il PIL nell'area dell'euro è caduto del 3,6 per cento, la maggiore flessione trimestrale dall'inizio della serie storica nel 1995 (tav. 3). Grazie all'ampio ricorso a strumenti di integrazione salariale, gli effetti dell'epidemia sul mercato del lavoro si sono manifestati soprattutto in termini di una drastica riduzione nel numero delle ore lavorate (scese nell'area dell'euro del 3,1 per cento nella media del primo trimestre), a fronte di un impatto molto contenuto sul numero degli occupati.

…e aprile, ha iniziato a riprendersi in maggio e giugno

Dalle informazioni disponibili la contrazione dell'attività economica si sarebbe accentuata nella media del secondo trimestre. In aprile la produzione industriale è scesa in misura marcata in tutte le principali economie, diminuendo del 17,1 per cento nella media dell'area dell'euro rispetto a marzo (fig. 6). I dati più recenti suggeriscono un primo recupero dell'attività produttiva in maggio e giugno, che appare tuttavia incompleto. I PMI si sono in buona parte ripresi dalla caduta registrata in marzo e aprile, ma si mantengono sia nella manifattura sia nei servizi su livelli inferiori alla soglia di espansione.

Tavola 3

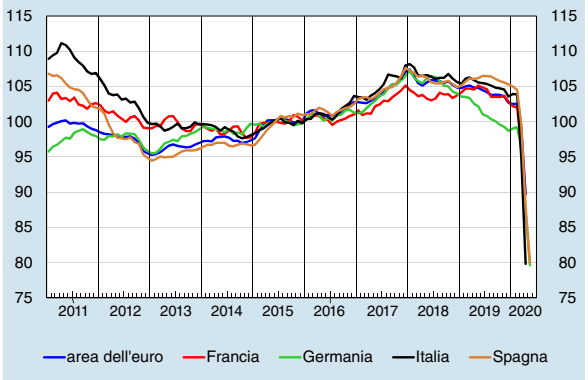
Crescita del PIL e inflazione nell'area dell'euro
(variazioni percentuali)

PAESI	Crescita del PIL			Inflazione
	2019	2019 4° trim. (1)	2020 1° trim. (1)	2020 giugno (2)
Francia	1,5	-0,1	-5,3	(0,1)
Germania	0,6	-0,1	-2,2	(0,8)
Italia	0,3	-0,2	-5,3	(-0,4)
Spagna	2,0	0,4	-5,2	(-0,3)
Area dell'euro	1,3	0,1	-3,6	(0,3)

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

Figura 6

Produzione industriale nell'area dell'euro e nei principali paesi (1)
(dati mensili; indici: 2015=100)

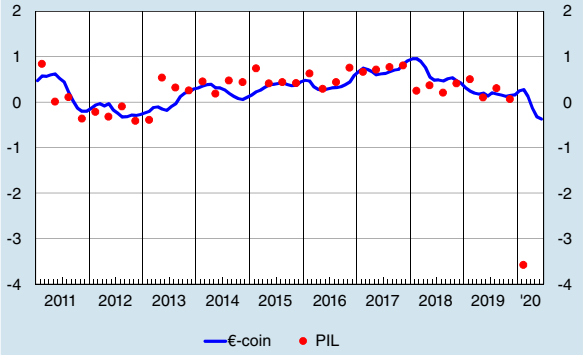


Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e Istat.
(1) Dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi; medie mobili di 3 termini.

Gli indicatori di fiducia delle imprese sono aumentati moderatamente in maggio nell'industria in senso stretto; in giugno la ripresa si è intensificata e si è estesa a tutti i settori. Le immatricolazioni di autovetture hanno recuperato in maggio poco meno della metà della forte riduzione dei due mesi precedenti; la fiducia delle famiglie è risalita parzialmente negli scorsi due mesi. Il calo della produzione industriale all'inizio del trimestre ha pesato sull'andamento dell'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che stima la dinamica di fondo del prodotto dell'area, nuovamente diminuito in giugno nonostante il recente miglioramento degli indici di fiducia (fig. 7).

Figura 7

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



Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.
(1) Per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. il riquadro: *€-coin e la congiuntura reale nell'area dell'euro*, in *Bollettino economico*, 57, 2009. Dettagli sull'indicatore sono disponibili sul sito della Banca d'Italia: *Indicatore €-coin: giugno 2020*. Per il PIL, dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente. Per €-coin, stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche.

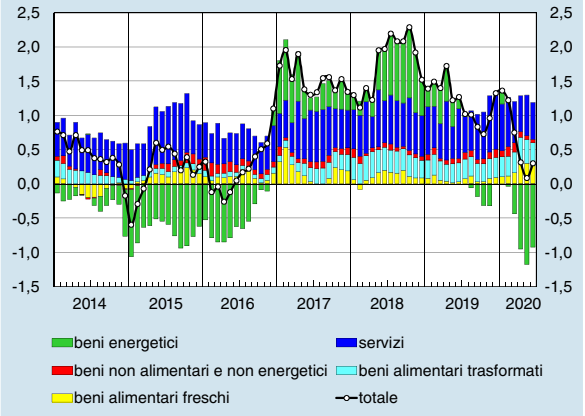
Secondo le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema pubblicate all'inizio di giugno, in uno scenario di base nell'area dell'euro il PIL scenderebbe dell'8,7 per cento quest'anno, per tornare a crescere nel 2021 e nel 2022 (del 5,2 e del 3,3 per cento, rispettivamente). In uno scenario più avverso la caduta del prodotto potrebbe essere nell'ordine del 13 per cento nel 2020 e la ripresa nel prossimo biennio sarebbe più graduale.

L'inflazione è solo debolmente positiva

Sulla base dei dati preliminari, in giugno l'inflazione armonizzata al consumo sui dodici mesi è lievemente salita (allo 0,3 per cento; fig. 8), per effetto dell'attenuazione della caduta dei prezzi dell'energia; la componente di fondo è scesa allo 0,8 per cento. Le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema diffuse a inizio giugno indicano che la variazione dei prezzi al consumo sarebbe appena positiva nella media del 2020 (0,3 per cento); aumenterebbe gradualmente nel prossimo biennio, allo 0,8 nel 2021 e all'1,3 nel 2022.

Figura 8

Inflazione al consumo nell'area dell'euro e contributi delle sue componenti (1)
(dati mensili; valori percentuali e punti percentuali)



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

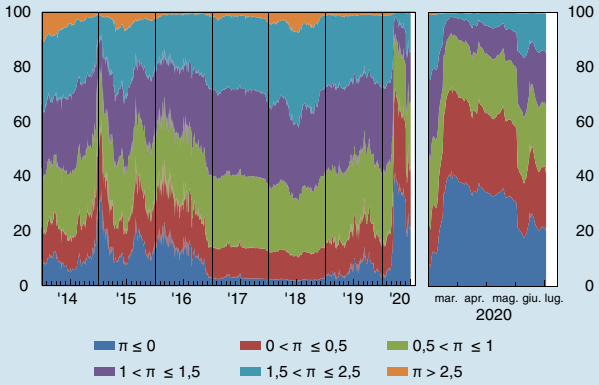
Le attese di inflazione incorporate nei prezzi delle attività finanziarie sono leggermente cresciute rispetto ai livelli minimi raggiunti alla metà di marzo, ma continuano a collocarsi su valori inferiori a quelli registrati prima dell'emergenza sanitaria. All'inizio di luglio le aspettative a due anni implicite nei contratti di *inflation swap* erano pari allo 0,3 per cento (fig. 9.a), quelle a cinque anni sull'orizzonte a cinque anni all'1,1 per cento. Nello stesso periodo, in base ai prezzi delle opzioni, la probabilità che l'inflazione risultasse inferiore allo 0,5 per cento nella media dei prossimi cinque anni era di circa il 40 per cento, un valore ancora elevato anche se molto inferiore rispetto al massimo, superiore al 70 per cento, osservato alla fine di marzo (fig. 9.b).

Figura 9

Aspettative di inflazione
(dati giornalieri; valori percentuali)

(a) aspettative di inflazione implicite nei contratti derivati (1)

(b) distribuzione delle attese di inflazione a 5 anni implicite nelle opzioni sul tasso di inflazione (2)



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 (π) è calcolata a partire dai prezzi delle opzioni zero coupon sul tasso di inflazione dell'area dell'euro su un orizzonte di 5 anni. Il tasso di inflazione sottostante è calcolato sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo dell'area dell'euro al netto dei tabacchi.

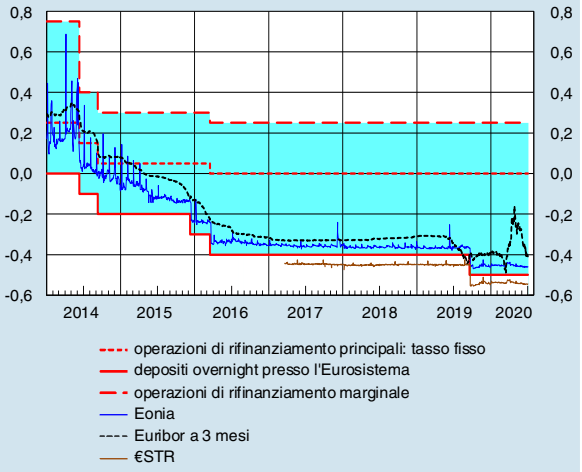
La BCE ha allentato ulteriormente le condizioni monetarie

Il Consiglio direttivo della BCE ha adottato a più riprese nuove misure espansive (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate dalla BCE*); nella riunione del 30 aprile ha migliorato le condizioni e i termini applicati alla terza serie di operazioni di rifinanziamento mirate a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3) e annunciato nuove operazioni.

Nella riunione del 4 giugno il Consiglio ha rafforzato il programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP), aumentandone la dotazione a 1.350 miliardi ed estendendone la durata minima. Gli acquisti netti proseguiranno fino a quando non sarà conclusa la crisi pandemica. Il Consiglio direttivo ha confermato che resta pronto ad adeguare tutti i propri strumenti.

Figura 10

Tassi di interesse ufficiali e del mercato monetario nell'area dell'euro (1)
(dati giornalieri; valori percentuali)



Fonte: BCE e Refinitiv.
(1) A partire dal 2 ottobre 2019 €STR è un nuovo tasso di riferimento overnight per il mercato monetario della zona euro. Per il periodo antecedente al 2 ottobre nel grafico viene riportato il tasso pre-€STR. Da tale data e fino alla fine del 2021 il tasso Eonia è calcolato come €STR incrementato di 8,5 punti base.

Gli acquisti netti di titoli nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP) e del PEPP sono proseguiti a ritmi sostenuti. Alla fine di giugno il valore di bilancio dei portafogli di titoli privati e pubblici acquistati dall'Eurosistema mediante l'APP era pari a 533 e a 2.242 miliardi, rispettivamente. Gli acquisti netti di titoli pubblici italiani ammontavano a 399 miliardi,

di cui 359 effettuati dalla Banca d'Italia[2]. Alla stessa data nell'ambito del PEPP erano stati acquistati titoli privati e pubblici per 355 miliardi di euro. Secondo gli ultimi dati disponibili sulla scomposizione degli acquisti del PEPP, alla fine di maggio erano stati acquistati titoli privati e pubblici per un valore di bilancio rispettivamente pari a 48 e a 187 miliardi[3]; 37 miliardi erano relativi a titoli pubblici italiani (di cui 34 acquistati dalla Banca d'Italia).

Il 24 giugno è stata regolata la quarta asta della serie TLTRO3 e la seconda nell'ambito delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations*, PELTRO). Attraverso le TLTRO3 sono stati assegnati 1.308 miliardi a 742 controparti, di cui 249 miliardi a 95 controparti italiane; con la seconda asta delle PELTRO sono stati erogati complessivamente 15,6 miliardi, di cui 14 a 16 banche italiane. Nello stesso giorno sono stati rimborsati 371 miliardi presi in prestito con operazioni della serie TLTRO2, di cui 132 da parte di intermediari italiani; è stata inoltre restituita la liquidità erogata con le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (*Longer-Term Refinancing Operations*, LTRO) aggiuntive annunciate lo scorso marzo (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate dalla BCE nel marzo 2020*, in *Bollettino economico*, 2, 2020): dei 389 miliardi rimborsati da controparti dell'area dell'euro, 77 sono stati restituiti da banche italiane. In giugno il rifinanziamento netto con durata pari o superiore ai tre mesi presso l'Eurosistema delle banche dell'area è aumentato nell'insieme di 564 miliardi, quello delle banche italiane di 53 miliardi.

Il tasso Euro short-term rate (€STR) si è mantenuto sostanzialmente stabile negli ultimi tre mesi; nell'ultima decade di giugno era circa -0,55 per cento (fig. 10).

LE MISURE DI POLITICA MONETARIA ADOTTATE DALLA BCE

Nella riunione del 30 aprile il Consiglio direttivo della BCE ha rafforzato le misure tese a sostenere l'afflusso di credito a famiglie e imprese. Sono stati migliorati i termini e le condizioni della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3), con un'ulteriore riduzione, tra giugno 2020 e giugno 2021, di 25 punti base del costo, già negativo, dei fondi[1]. Il Consiglio ha inoltre annunciato una nuova serie di sette operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations*, PELTRO) volte ad assicurare condizioni di liquidità distese nel mercato monetario dell'area; le operazioni – avviate in maggio e con scadenza nel terzo trimestre del 2021 – sono condotte con piena aggiudicazione degli importi richiesti, applicando un tasso di interesse inferiore di 25 punti base rispetto a quello medio in vigore sulle operazioni di rifinanziamento principali nel corso della durata di ciascuna operazione[2]. Nel mese di aprile sono stati anche allentati i criteri di idoneità e le misure di mitigazione dei rischi applicati alle attività conferibili in garanzia, per

[1] Per i dettagli relativi alle modifiche apportate alle operazioni TLTRO3, cfr. BCE, *ECB recalibrates targeted lending operations to further support real economy*, comunicato stampa del 30 aprile 2020.

[2] Per ulteriori informazioni sulle nuove operazioni PELTRO, cfr. BCE, *ECB announces new pandemic emergency longer-term refinancing operations*, comunicato stampa del 30 aprile 2020.

[2] Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della BCE: *Asset Purchase Programmes*.

[3] Questi dati vengono pubblicati dalla BCE con cadenza bimestrale; per maggiori dettagli, cfr. sul sito della BCE: *Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)*.

consentire alle banche di beneficiare appieno di questi prestiti e di contenere le possibili conseguenze procicliche di eventuali declassamenti di titoli da parte delle agenzie di rating[3].

Nella riunione del 4 giugno il Consiglio ha reso l'orientamento di politica monetaria ancora più accomodante, per fronteggiare il peggioramento delle prospettive di inflazione nel medio termine e il persistere di condizioni finanziarie più restrittive di quelle prevalenti prima dello scoppio dell'epidemia. Ha deciso di potenziare il programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP), aumentandone la dotazione di 600 miliardi, a 1.350 miliardi; ne ha esteso la durata di sei mesi, almeno sino alla fine di giugno 2021 e in ogni caso fino a quando il Consiglio non riterrà conclusa la fase di crisi; ha annunciato che il capitale rimborsato sui titoli in scadenza sarà reinvestito almeno sino alla fine del 2022 e che la futura riduzione del portafoglio titoli sarà gestita in modo da evitare interferenze con l'orientamento della politica monetaria.

Un allentamento delle condizioni monetarie era atteso dagli operatori di mercato, come segnalato dai sondaggi condotti presso gli analisti, e aveva contribuito a stabilizzare i mercati finanziari nelle settimane antecedenti la riunione del Consiglio. Le misure adottate sono tuttavia risultate superiori alle attese e hanno determinato ulteriori effetti: in seguito all'annuncio delle decisioni i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono diminuiti in misura marcata in Grecia e in Italia (di oltre 10 punti base), più moderatamente in Portogallo e in Spagna (circa 5 punti base); il differenziale tra il rendimento dei titoli di Stato italiani a dieci anni e quello del Bund tedesco si è ridotto di circa 15 punti base. Le attese di inflazione a breve e a lungo termine, desunte dai rendimenti degli *inflation swaps*, sono lievemente aumentate; i corsi azionari del comparto bancario sono saliti.

Il Consiglio direttivo ha ribadito che, per garantire la trasmissione omogenea della politica monetaria e contrastare i rischi di frammentazione all'interno dell'area, gli acquisti nell'ambito del PEPP continueranno a essere condotti in maniera flessibile nel corso del tempo, tra le varie giurisdizioni e classi di attività finanziarie. Nei primi due mesi di operatività del programma è stato fatto ampio ricorso a questa flessibilità. In risposta alla pronunciata volatilità e all'illiquidità che tra la fine di marzo e l'inizio di aprile ancora caratterizzavano diversi segmenti di mercato, gli acquisti di titoli sono stati molto elevati; alla fine di maggio avevano raggiunto circa un terzo della dotazione iniziale di 750 miliardi e alla fine di giugno ammontavano complessivamente a 355 miliardi. Le deviazioni degli acquisti di titoli di Stato dalla ripartizione basata sulle quote di partecipazione al capitale della BCE sono state più marcate nei paesi per i quali i rischi di frammentazione erano più acuti; in particolare alla fine di maggio nell'ambito del PEPP erano stati acquistati titoli pubblici italiani per 37,4 miliardi[4]. Gli acquisti hanno riguardato anche altre categorie di titoli, soprattutto la carta commerciale, il cui mercato ha sofferto in misura accentuata le conseguenze della pandemia.

Il Consiglio direttivo ha confermato il proprio impegno ad assicurare che l'orientamento della politica monetaria sia trasmesso a tutti settori dell'economia e a tutti i paesi dell'area; ha ribadito inoltre di essere pronto ad adeguare tutti i propri strumenti, ove opportuno, per assicurare che l'inflazione continui ad avvicinarsi stabilmente all'obiettivo, in linea con l'impegno a perseguire un approccio simmetrico al conseguimento della stabilità dei prezzi.

[3] Per i dettagli sulle modifiche temporanee apportate ai criteri di idoneità per le attività conferibili in garanzia, cfr. BCE, *ECB announces package of temporary collateral easing measures*, comunicato stampa del 7 aprile 2020; BCE, *ECB takes steps to mitigate impact of possible rating downgrades on collateral availability*, comunicato stampa del 22 aprile 2020.

[4] A partire da giugno sul sito della BCE è disponibile una rendicontazione dettagliata, aggiornata su base bimestrale, degli acquisti di titoli privati e pubblici condotti nell'ambito del PEPP.

Le istituzioni europee sono intervenute

Lo scorso aprile il Consiglio europeo ha approvato l'istituzione di: (a) uno strumento di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione

legati all'emergenza sanitaria (*temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*, SURE); (b) un fondo di garanzia gestito dalla Banca europea degli investimenti (BEI) per i finanziamenti alle imprese; (c) una nuova linea di credito precauzionale di sostegno per la gestione della crisi pandemica (*Pandemic Crisis Support*) del Meccanismo europeo di stabilità (European Stability Mechanism, ESM) per far fronte alle spese pubbliche direttamente o indirettamente connesse con il contrasto della pandemia. Complessivamente questi interventi consentono di mobilitare risorse fino a 500 miliardi di euro.

È stato presentato *Next Generation EU*

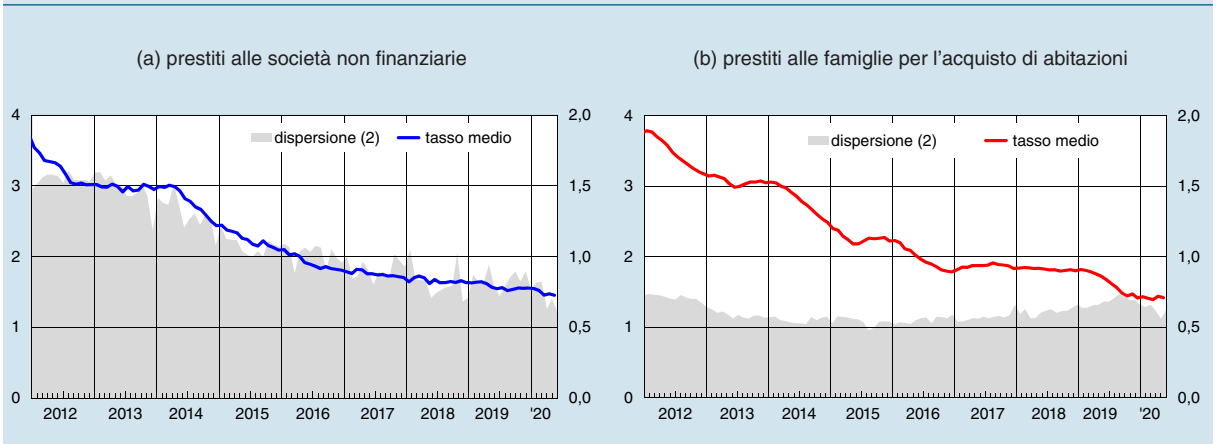
Nel mese di maggio la Commissione europea ha inoltre presentato al Parlamento europeo una proposta per la creazione di un nuovo strumento denominato *Next Generation EU*. Attraverso quest'ultimo l'Unione europea potrebbe reperire risorse finanziarie, indebitandosi sul mercato fino a 750 miliardi, da utilizzare come prestiti (circa 250 miliardi) e trasferimenti (circa 500 miliardi) a favore dei paesi membri, soprattutto di quelli più colpiti dalla pandemia. Secondo stime preliminari degli uffici della Commissione europea[4] all'Italia sarebbero destinati fino a 150 miliardi, circa il 20 per cento dei fondi di *Next Generation EU*. L'ammontare di risorse di cui sarà possibile beneficiare in concreto dipenderà dalla capacità di proporre riforme e progetti di investimento validi.

Il credito alle imprese è aumentato

Nei tre mesi terminanti in maggio le banche dell'area hanno erogato nuovi prestiti alle imprese per 261 miliardi, a fronte di un fabbisogno eccezionale di liquidità connesso con l'emergenza sanitaria. Il tasso di crescita dei finanziamenti sui tre mesi in ragione d'anno si è collocato al 23,1 per cento in maggio (dall'1,4 in febbraio, sulla base di dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni). La forte espansione del credito ha riguardato tutte le principali economie dell'area.

Figura 11

Costo del credito nell'area dell'euro (1)
(dati mensili; valori percentuali)



Fonte: BCE.
(1) 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. – (2) Deviazione standard del tasso medio per 12 paesi dell'area dell'euro. Scala di destra.

[4] Commissione europea, *Identifying Europe's recovery needs*, SWD(2020) 98 final, 27 maggio 2020, documento di lavoro che accompagna *Europe's moment. Repair and prepare for the next generation*, COM(2020) 456 final, 27 maggio 2020.

I prestiti alle famiglie hanno invece rallentato in tutti i maggiori paesi, di pari passo con la contrazione dei consumi e delle compravendite immobiliari: nella media dell'area la crescita sui tre mesi è scesa allo 0,5 per cento in maggio, dal 4,3 in febbraio (in ragione d'anno; dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni). Tra febbraio e maggio il costo dei nuovi prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie è rimasto sostanzialmente stabile, all'1,5 e all'1,4 per cento, rispettivamente (fig. 11).

1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

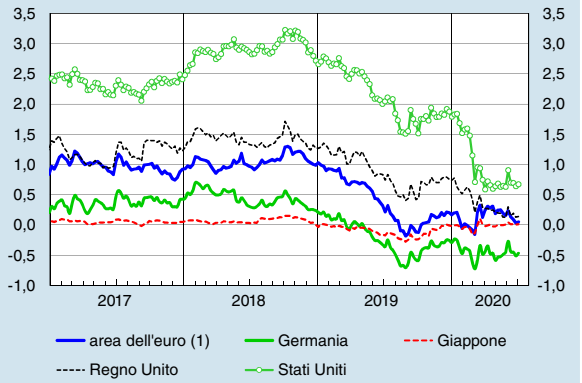
Le tensioni sui mercati finanziari causate dal propagarsi della pandemia sono parzialmente rientrate nella parte finale di marzo e nel corso del secondo trimestre, grazie alle misure espansive adottate nelle maggiori aree economiche e al graduale allentamento dei provvedimenti restrittivi dettati dalla pandemia. I mercati restano tuttavia sensibili alle notizie sulla progressione del contagio.

I rendimenti a lungo termine si sono stabilizzati…

Dall'inizio di aprile i rendimenti a lungo termine sono rimasti sostanzialmente invariati nelle principali economie avanzate (fig. 12). Nei primi giorni di luglio i rendimenti dei titoli pubblici decennali si collocavano intorno allo 0,7 per cento negli Stati Uniti, allo 0,0 in Giappone, allo 0,1 nel Regno Unito e a -0,5 per cento in Germania. I differenziali di rendimento con i titoli decennali tedeschi sono diminuiti dalla prima decade di aprile in Grecia e

Figura 12

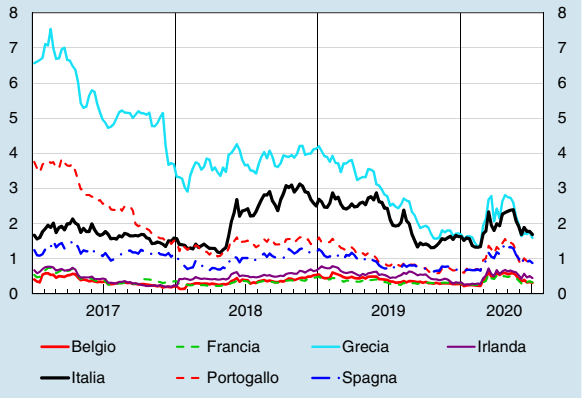
Rendimenti delle obbligazioni pubbliche decennali
(dati di fine settimana; valori percentuali)



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

Figura 13

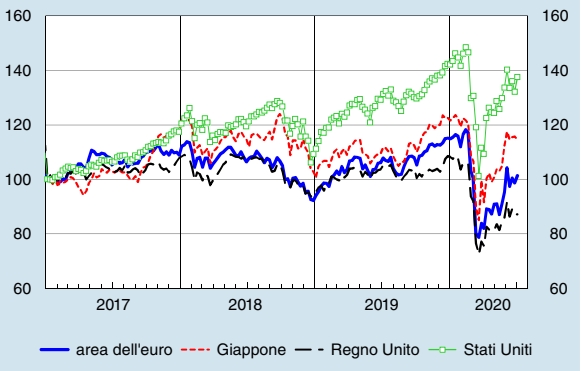
Differenziali di rendimento tra titoli di Stato decennali e il corrispondente titolo tedesco
(dati di fine settimana; punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Figura 14

Corsi azionari (1)
(dati di fine settimana; indici: 1ª settimana gen. 2017=100)



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

in Portogallo (di 55 e 39 punti base, rispettivamente) e, in misura minore, in Belgio e in Spagna (di 22 e 25 punti base). In Italia sono scesi di 25 punti base (fig. 13).

…e gli indici di borsa sono risaliti

Da aprile i corsi azionari hanno parzialmente recuperato le perdite registrate nella fase più acuta della pandemia, beneficiando di una maggiore propensione degli investitori ad assumere rischi, favorita dalle forti misure espansive poste in essere dalle autorità monetarie e fiscali e dal progressivo allentamento dei provvedimenti restrittivi. All'inizio di luglio gli indici di borsa statunitensi erano poco al di sotto dei livelli antecedenti lo scoppio della pandemia (fig. 14; cfr. il par. 1.1). Le condizioni dei mercati finanziari rimangono però estremamente sensibili alle notizie sul progredire dei contagi.

La volatilità implicita si è sensibilmente ridotta sia nei mercati azionari sia in quelli dei titoli di Stato; in questi ultimi è tornata in prossimità dei livelli precedenti l'emergenza sanitaria (fig. 15).

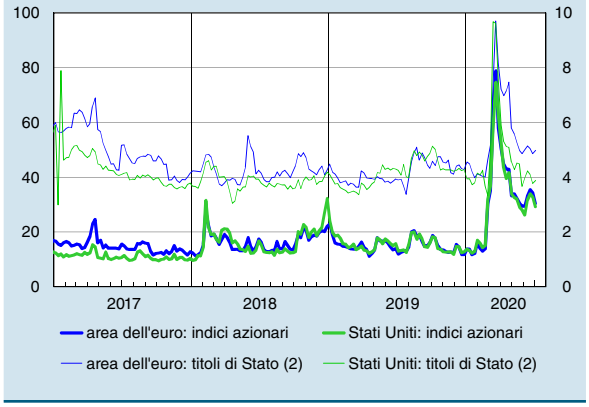
L'euro si rafforza leggermente

Il tasso di cambio dell'euro si è apprezzato nei confronti del dollaro (1,12) e in termini effettivi nominali (fig. 16). La prevalenza di posizioni lunghe in euro degli operatori non commerciali sui mercati dei derivati suggerisce attese di apprezzamento (fig. 17).

Figura 15

Volatilità implicita dei corsi azionari e dei titoli di Stato (1)

(dati medi settimanali; punti percentuali)

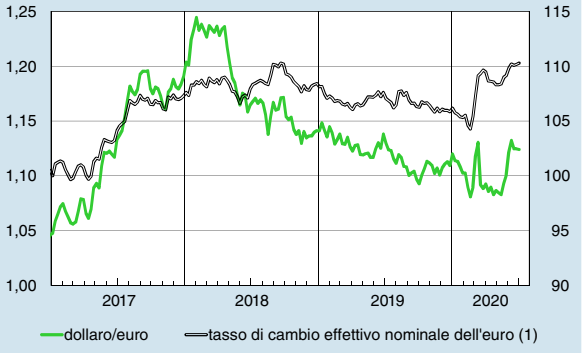


Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.
(1) Indici azionari: VSTOXX per l'area dell'euro e VIX per gli Stati Uniti. Titoli di Stato: volatilità implicita nelle opzioni sui contratti futures sul Bund tedesco per l'area dell'euro e sul Treasury Note per gli Stati Uniti. – (2) Scala di destra.

Figura 16

Tassi di cambio

(dati medi settimanali; dollari per un euro e indice)

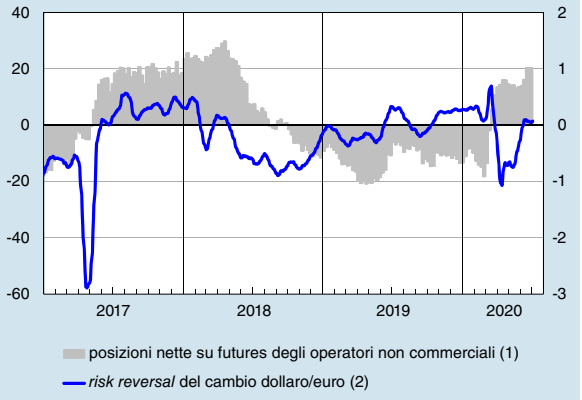


Fonte: BCE, Bloomberg e Refinitiv.
(1) Un incremento del tasso di cambio effettivo nominale indica un apprezzamento dell'euro. Indice: 1ª settimana gen. 2017=100. Scala di destra.

Figura 17

Posizioni nette sul cambio dollaro/euro e *risk reversal*

(dati giornalieri; valori percentuali)



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

2 L'ECONOMIA ITALIANA

2.1 LA FASE CICLICA

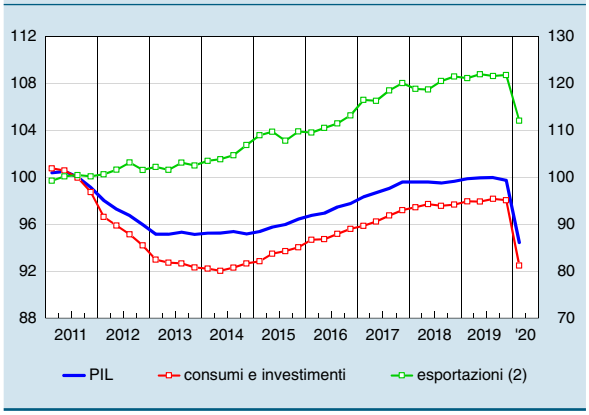
In base alle informazioni disponibili la caduta del prodotto si sarebbe accentuata nel complesso del secondo trimestre, quando è valutabile attorno al 10 per cento. Ciò riflette in particolare l'andamento molto sfavorevole in aprile; a partire da maggio l'attività produttiva ha mostrato segnali di recupero, pur se ancora parziale e disomogeneo.

Il PIL si è contratto nel primo trimestre del 2020…

Nel primo trimestre il prodotto è diminuito del 5,3 per cento (fig. 18 e tav. 4). Vi ha contribuito soprattutto la contrazione della domanda interna, particolarmente marcata per la spesa delle famiglie e per gli investimenti fissi lordi. Anche l'apporto dell'interscambio con l'estero è stato negativo, in conseguenza di una flessione delle esportazioni più ampia di quella delle importazioni. Il valore

Figura 18

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



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

Tavola 4

PIL e principali componenti (1)
(variazioni percentuali sul periodo precedente e contributi alla crescita)

VOCI	2019			2020	2019
	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	
PIL	0,1	0,0	-0,2	-5,3	0,3
Importazioni totali	0,9	1,0	-2,0	-6,2	-0,4
Domanda nazionale (2)	0,1	0,4	-0,9	-4,7	-0,2
Consumi nazionali	0,1	0,2	0,0	-5,1	0,2
spesa delle famiglie (3)	0,1	0,3	0,0	-6,6	0,4
spesa delle Amministrazioni pubbliche	0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,4
Investimenti fissi lordi	-0,4	0,2	-0,5	-8,1	1,4
costruzioni	-1,2	0,9	-0,4	-7,9	2,6
beni strumentali (4)	0,3	-0,4	-0,6	-8,3	0,4
Variazione delle scorte (5) (6)	0,1	0,2	-0,8	1,0	-0,6
Esportazioni totali	0,7	-0,3	0,2	-8,0	1,2
Esportazioni nette (6)	0,0	-0,4	0,6	-0,8	0,5

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

aggiunto è sceso in tutti i settori, specialmente nell'industria in senso stretto e nelle costruzioni.

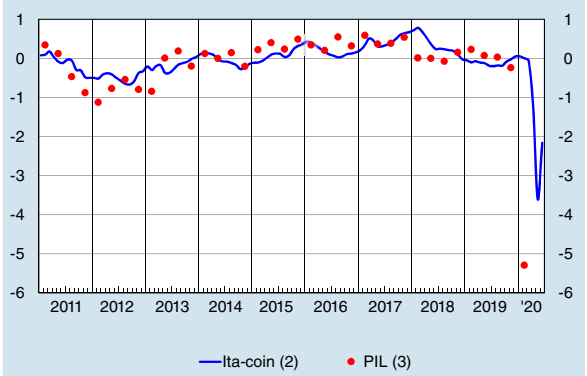
…e, sulla base di nostre stime, nel secondo

La contrazione del PIL si sarebbe accentuata nel secondo trimestre: sulla base delle informazioni disponibili è attualmente valutabile attorno al 10 per cento. In aprile l'attività avrebbe toccato livelli minimi in tutti i principali comparti. Gli indicatori congiunturali più tempestivi, di natura sia qualitativa sia quantitativa, mostrano segnali di miglioramento da maggio, in concomitanza con il graduale allentamento delle misure di sospensione dell'attività produttiva (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel secondo trimestre del 2020*). In giugno l'indicatore Ita-coin è salito, ma resta su un livello eccezionalmente basso (fig. 19). Nonostante i segnali di ripresa emersi dalle inchieste sulla fiducia di famiglie e imprese, l'indicatore continua a risentire della forte caduta dell'attività industriale e dei servizi all'inizio del trimestre.

Figura 19

Indicatore ciclico coincidente (Ita-coin) e PIL dell'Italia (1)

(dati mensili e trimestrali; variazioni percentuali)



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

L'ATTIVITÀ ECONOMICA NEL SECONDO TRIMESTRE DEL 2020

L'attività economica nel secondo trimestre ha risentito in misura marcata degli effetti della pandemia. I provvedimenti di contenimento adottati dal Governo con il DPCM del 22 marzo 2020 hanno comportato, per l'intero mese di aprile, la chiusura di attività definite "non essenziali", che rappresentano circa un terzo del valore aggiunto totale; dall'inizio di maggio la quota di attività sospese è progressivamente diminuita e si è quasi azzerata in giugno.

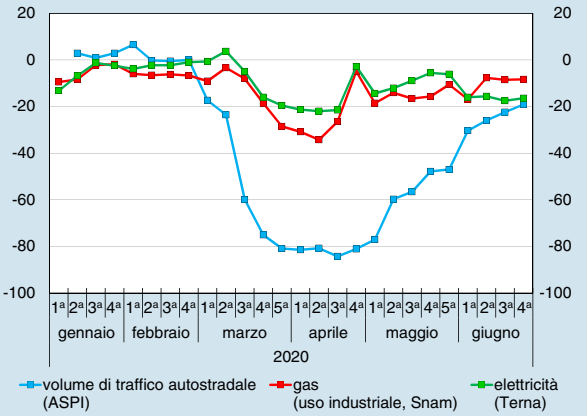
I modelli della Banca d'Italia indicano che nella media del secondo trimestre la contrazione del PIL sarebbe stata più pronunciata rispetto al periodo precedente. Sulla base delle informazioni attualmente disponibili, la flessione è valutabile attorno al 10 per cento.

La produzione industriale ha registrato una forte caduta in aprile (-19,1 per cento); sulla base di quanto desumibile dagli indicatori più tempestivi relativi ai consumi elettrici, al gas distribuito al settore industriale e al flusso di traffico autostradale (figura A) si può stimare che in maggio e giugno l'attività manifatturiera sia aumentata di poco meno del 40 per cento cumulativamente rispetto ad aprile, restando tuttavia inferiore di quasi un quarto nel confronto con i livelli precedenti il diffondersi dell'epidemia.

Figura A

Indicatori congiunturali ad alta frequenza (1)

(dati settimanali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

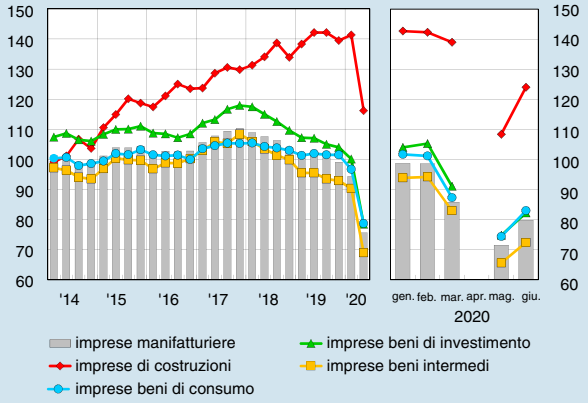


Fonte: elaborazioni su dati ASPI, Snam e Terna.
(1) Dati settimanali; variazioni percentuali rispetto alla stessa settimana del 2019. Le variazioni relative alla settimana del 20 aprile risentono della ricorrenza della Pasqua dello scorso anno (21 aprile).

Figura B

Indici di fiducia delle imprese industriali (1)

(dati mensili e trimestrali; indici: 2010=100)

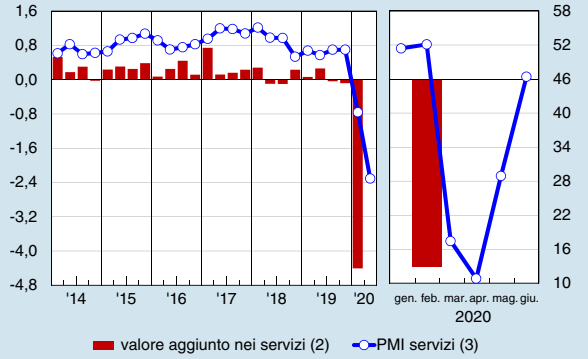


Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) Nel pannello di sinistra, livello medio nel trimestre di riferimento. La media per il 2° trimestre del 2020 è calcolata sulla base dei valori di maggio e giugno; il dato per aprile non è disponibile per via della sospensione dell'indagine a causa dell'emergenza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

Figura C

PMI e valore aggiunto nei servizi (1)

(dati mensili e trimestrali; indici di diffusione e variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Markit.
(1) Indice PMI: nel pannello di sinistra, livello medio nel trimestre di riferimento. Valore aggiunto nei servizi: variazione percentuale sul periodo precedente, dati destagionalizzati. – (2) Il dato del valore aggiunto nel 2° trimestre del 2020 non è ancora disponibile. – (3) Scala di destra.

Secondo i risultati dell'indagine condotta dalla Banca d'Italia in giugno, circa il 90 per cento delle aziende ritiene peggiorata la situazione economica generale (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, che sarà pubblicata il prossimo 13 luglio). Tuttavia a partire da maggio sono emersi segnali di recupero, come suggerito dalle inchieste dell'Istat sulla fiducia delle imprese e dal deciso aumento degli indici dei responsabili degli acquisti (*purchasing managers' index*, PMI) nel settore manifatturiero (figura B e fig. 20.b).

Anche il valore aggiunto nei servizi sarebbe diminuito in misura più accentuata nel secondo trimestre. Tale valutazione tiene conto sia del livello molto contenuto dei PMI del comparto nella media del trimestre (figura C), nonostante il recupero in maggio e giugno, sia dell'andamento dell'indicatore dei consumi elaborato da Confcommercio, che per maggio segnala una flessione della spesa, in particolare di quella destinata all'acquisto di servizi alberghieri, per la mobilità e per la cura della persona.

Il valore aggiunto nelle costruzioni avrebbe subito un calo, in linea con la contrazione della produzione edile in aprile e con il peggioramento della fiducia delle imprese operanti nel comparto.

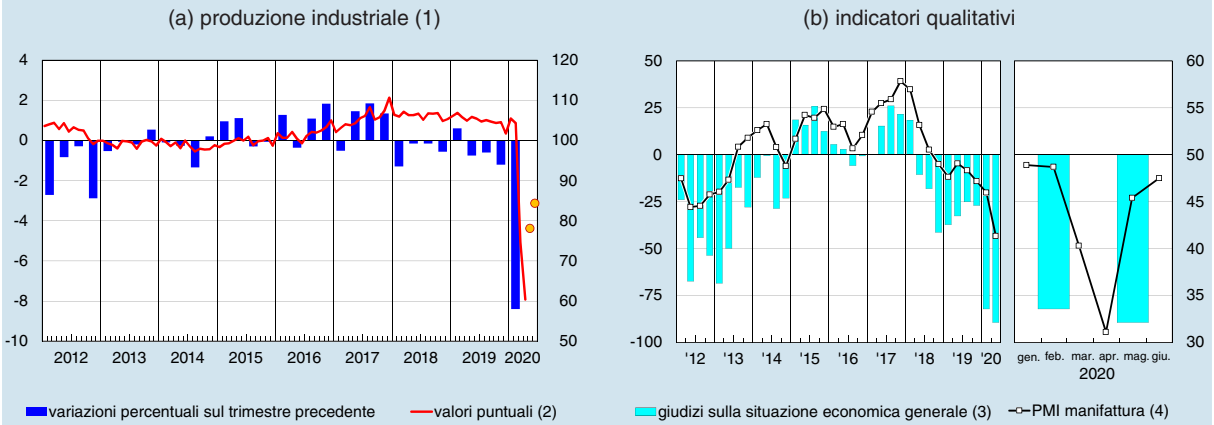
2.2 LE IMPRESE

La produzione industriale è diminuita in aprile del 19,1 per cento; secondo nostre stime avrebbe iniziato a recuperare in maggio e giugno, crescendo di circa il 40 per cento rispetto ad aprile[1]. Nelle valutazioni delle imprese il calo della domanda si attenuerebbe nei prossimi mesi; gli investimenti continuerebbero a ridursi nella seconda metà dell'anno, anche se in misura inferiore ai primi sei mesi.

[1] La pubblicazione dei dati dell'Istat sulla produzione industriale di maggio, prevista per il 10 luglio, è successiva alla chiusura di questo Bollettino.

Figura 20

Produzione industriale e indicatori qualitativi
(dati mensili e trimestrali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat, Markit e Terna.
(1) Dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Dati mensili. Indice 2015=100. I punti rappresentano le previsioni dei dati di maggio e giugno. Scala di destra. – (3) Saldo in punti percentuali tra le risposte "migliori" e "peggiori" al quesito sulle condizioni economiche generali (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, che sarà pubblicata il 13 luglio 2020). – (4) Dati trimestrali medi (pannello di sinistra) e dati mensili (pannello di 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.

La produzione industriale, caduta in aprile, avrebbe recuperato in maggio e giugno

Dopo la flessione del primo trimestre (-8,4 per cento), la produzione industriale ha registrato un'ulteriore brusca caduta in aprile (-19,1 per cento sul mese precedente), risentendo della sospensione delle attività "non essenziali". Secondo nostre valutazioni, con la graduale rimozione dei provvedimenti di chiusura l'attività industriale sarebbe tornata a crescere in maggio e giugno (complessivamente di circa il 40 per cento rispetto ad aprile), ma rimanendo inferiore di quasi il 25 per cento ai livelli precedenti la diffusione dell'epidemia (fig. 20.a; cfr. il riquadro: *L'attività economica nel secondo trimestre del 2020*).

Le imprese pianificano un calo degli investimenti

Nell'indagine condotta in giugno dalla Banca d'Italia i giudizi sulla situazione economica generale corrente sono sfavorevoli anche per il secondo trimestre; le valutazioni delle imprese sull'evoluzione della domanda per i propri prodotti nei successivi tre mesi segnalano ancora un calo, sebbene di entità notevolmente inferiore rispetto a quella indicata nel sondaggio precedente per i mesi primaverili (cfr. il riquadro: *Le opinioni delle imprese italiane nell'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita*). In maggio e giugno gli indici dei responsabili degli acquisti (*purchasing managers' index*, PMI) hanno recuperato buona parte della caduta registrata in marzo e aprile, specie nella manifattura (fig. 20.b), ma rimangono al di sotto della soglia di espansione. Tra le imprese intervistate in giugno nell'ambito dell'indagine della Banca d'Italia prevalgono, ma in misura meno accentuata rispetto a marzo, quelle che si attendono una riduzione significativa dei propri investimenti nei successivi sei mesi.

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

Tra il 25 maggio e il 17 giugno la Banca d'Italia ha condotto la consueta indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita, basata su un campione di circa 1.200 imprese con almeno 50 addetti dell'industria in senso stretto, dei servizi e delle costruzioni (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca

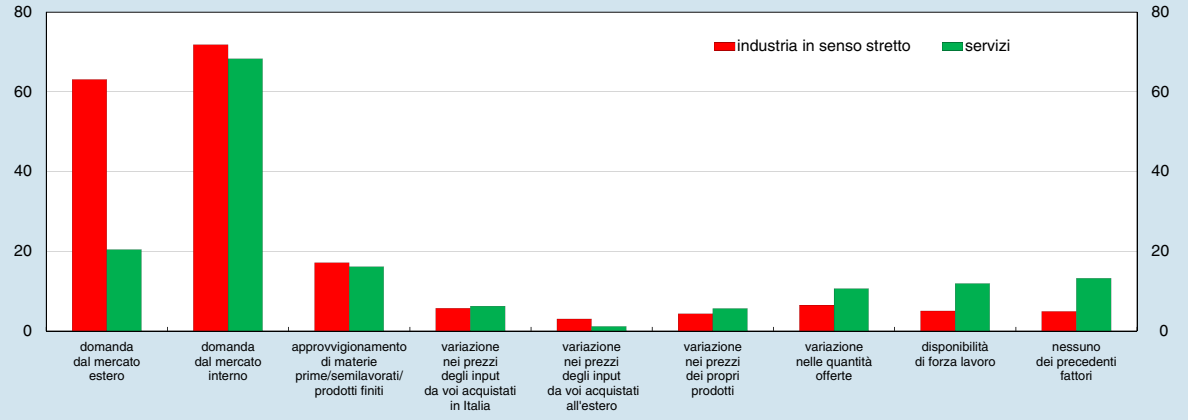
d'Italia, Statistiche, che sarà pubblicata il 13 luglio 2020). Il sondaggio contiene un approfondimento sui principali canali attraverso cui l'epidemia di Covid-19 sta influenzando l'attività di impresa.

I giudizi sulla situazione economica generale nel secondo trimestre del 2020 sono peggiorati rispetto alla rilevazione di marzo, in conseguenza della più ampia diffusione della pandemia al momento della realizzazione delle interviste. Le attese a tre mesi restano molto sfavorevoli per quanto riguarda le proprie condizioni operative, ma sono migliorate quelle sull'andamento della domanda.

La maggioranza delle aziende intervistate segnala che gli effetti dell'epidemia si trasmettono principalmente attraverso una riduzione della domanda, sia interna sia estera; per circa un quinto delle imprese un canale rilevante è rappresentato dagli ostacoli all'approvvigionamento delle materie prime; una quota minoritaria, prevalentemente nel settore dei servizi, ha indicato anche la minore disponibilità di forza lavoro (figura A).

Figura A

Canali di trasmissione dell'epidemia di Covid-19 all'attività di impresa (1)
(punti percentuali)



(1) Alle imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi è stato richiesto, nell'ambito dell'indagine condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia presso le imprese italiane con almeno 50 addetti (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, che sarà pubblicata il 13 luglio 2020), di indicare i due principali canali attraverso cui l'epidemia di Covid-19 influenzerà la propria attività corrente e nei successivi 3 mesi. I valori sull'asse delle ordinate rappresentano la percentuale di aziende che hanno segnalato un dato canale. Le risposte sono ponderate per il numero di imprese.

Più della metà delle imprese si attende un calo della domanda per i successivi tre mesi anche nell'indagine di giugno, ma il saldo negativo tra le aspettative di riduzione e quelle di aumento si è fortemente ridimensionato rispetto alla precedente rilevazione, passando da -46,4 a -4,8. La media delle aziende dei servizi e dell'industria in senso stretto stima che la propria attività ritorni ai livelli antecedenti la crisi sanitaria in circa nove-dieci mesi. Poco più di un quinto delle imprese reputa di avere già raggiunto o superato un fatturato comparabile con quello precedente la pandemia; il 3 per cento ritiene di non tornare a realizzare tali livelli di produzione. Nelle costruzioni il tempo necessario per un recupero completo dell'attività è in media stimato in otto mesi, mentre circa il 30 per cento delle imprese indica già livelli produttivi uguali o superiori a quelli prevalenti prima dell'epidemia.

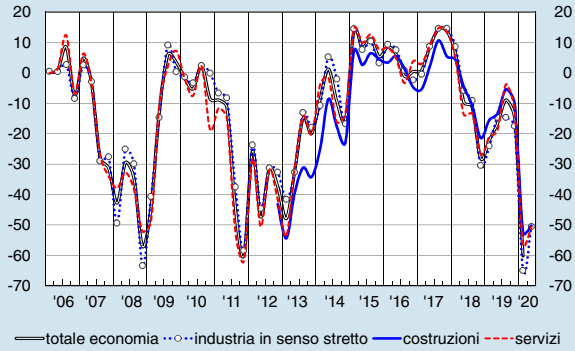
Il saldo fra i giudizi di miglioramento e di peggioramento delle condizioni per investire rimane negativo, sebbene in lieve recupero rispetto a quello della scorsa indagine (figura B). Tra le aziende intervistate prevalgono quelle che si attendono una riduzione degli investimenti nel prossimo semestre, ma in misura inferiore rispetto a quanto rilevato a marzo per la prima metà dell'anno.

Nel confronto con la scorsa indagine è aumentato il saldo negativo tra il numero di imprese che programmano una crescita della spesa per investimenti nel 2020 rispetto al 2019, e quelle che ne

Figura B

Giudizio sulle condizioni per investire rispetto al trimestre precedente (1)

(dati trimestrali; punti percentuali)

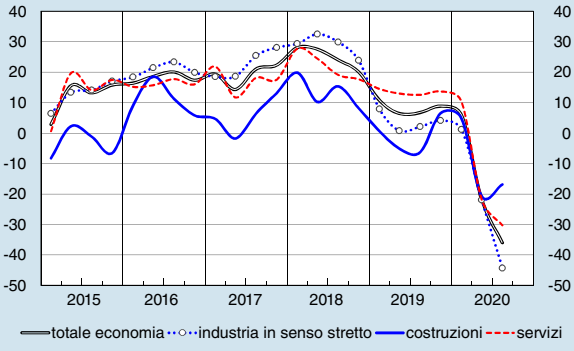


(1) Saldi tra giudizi di miglioramento e giudizi di peggioramento rispetto al trimestre precedente nell'indagine condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia presso le imprese italiane con almeno 50 addetti (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, che sarà pubblicata il 13 luglio 2020). Le imprese di costruzione sono incluse nel totale economia a partire dal 1° trimestre del 2013.

Figura C

Andamento degli investimenti per l'anno di riferimento secondo le attese delle imprese (1)

(dati trimestrali; punti percentuali)



(1) Saldi tra giudizi di miglioramento e giudizi di peggioramento rispetto all'anno precedente nell'indagine condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia presso le imprese italiane con almeno 50 addetti (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, che sarà pubblicata il 13 luglio 2020). La prima indicazione delle attese sull'anno di riferimento viene rilevata nel 4° trimestre dell'anno precedente.

prefigurano una diminuzione; il peggioramento riflette quello delle valutazioni delle imprese dei servizi e soprattutto dell'industria in senso stretto, mentre migliora lievemente il giudizio delle imprese edili (figura C).

Il mercato immobiliare ha risentito dell'epidemia

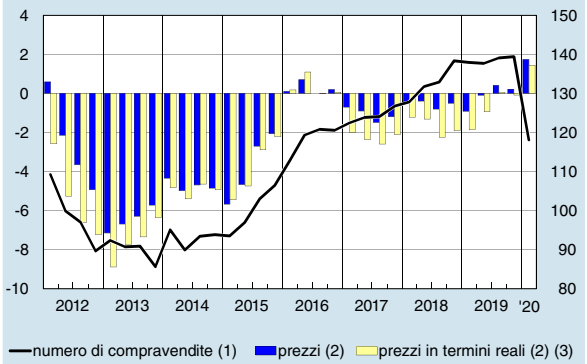
L'attività nel comparto delle costruzioni si è quasi arrestata in marzo e aprile per effetto delle misure di contenimento dell'epidemia, che consentivano la prosecuzione delle sole opere pubbliche. Nel complesso del primo trimestre gli investimenti in costruzioni sono diminuiti del 7,9 per cento. In aprile la produzione nel comparto è scesa di oltre il 50 per cento rispetto al mese precedente.

Anche il mercato immobiliare ha risentito delle misure di limitazione alla mobilità e dell'incertezza. Nel primo trimestre il volume di compravendite si è ridotto del 15,3 per cento sul periodo precedente (fig. 21); i prezzi delle abitazioni, verosimilmente definiti in gran parte prima della diffusione dell'epidemia, sono invece aumentati. In base a nostre elaborazioni sui dati degli annunci di vendita pubblicati su una piattaforma digitale (Immobiliare.it), il numero di abitazioni messe in vendita sul mercato, crollato a livelli minimi nel bimestre marzo-aprile, ha iniziato a recuperare in maggio. Nel complesso tali informazioni indicano un calo nelle compravendite anche nella media del secondo trimestre. Circa due terzi degli agenti immobiliari intervistati nel *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in*

Figura 21

Compravendite e prezzi delle abitazioni

(dati trimestrali; indici: 2015=100)



Fonte: elaborazioni su dati OMI, Banca d'Italia, Istat e *Consulente immobiliare*.
(1) Valori corretti per la stagionalità e per gli effetti di calendario. Scala di destra. – (2) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente. – (3) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo.

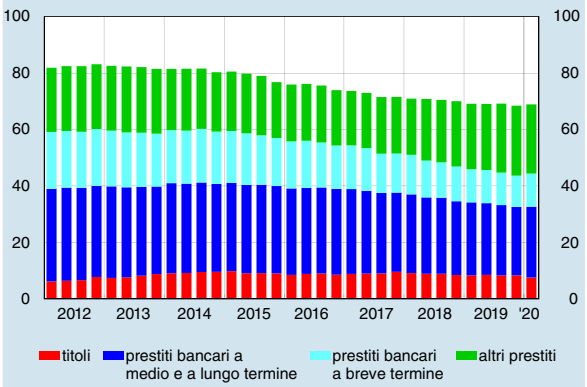
Italia, realizzato tra maggio e giugno dalla Banca d'Italia, prefigura effetti negativi dell'epidemia di Covid-19 sui prezzi delle abitazioni, che si protrarrebbero oltre l'anno in corso.

Il debito delle imprese è rimasto stabile

Nel primo trimestre il debito complessivo delle imprese è rimasto pressoché invariato, collocandosi al 68,9 per cento in percentuale del PIL (fig. 22), un livello molto inferiore a quello medio dell'area dell'euro (109,7 per cento).

Figura 22

Debito delle imprese (1)
(dati trimestrali; in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Consistenze di fine trimestre; flussi cumulati su 4 trimestri. I dati dell'ultimo periodo sono provvisori. Il debito include i prestiti cartolarizzati.

2.3 LE FAMIGLIE

Si stima che la spesa delle famiglie, fortemente diminuita nel primo trimestre a seguito delle misure di contenimento dell'epidemia, abbia continuato a flettere anche in aprile, per recuperare parzialmente in maggio. Le indagini più recenti suggeriscono che la contrazione del reddito disponibile, l'incertezza e il conseguente aumento del risparmio precauzionale potrebbero pesare sui consumi nel resto dell'anno.

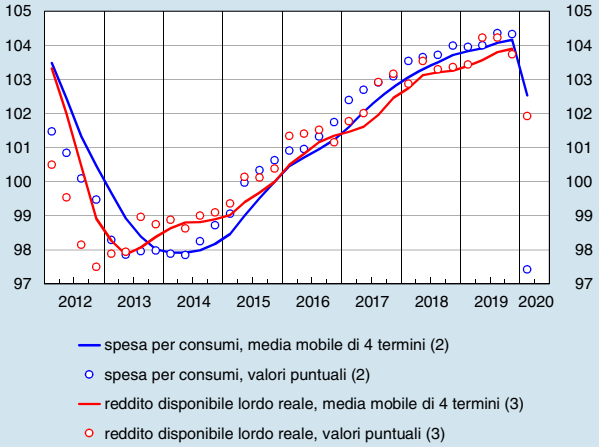
I consumi si sono ridotti nel primo trimestre…

Nel primo trimestre la spesa delle famiglie residenti è scesa del 6,6 per cento sul periodo precedente. Il calo è stato più pronunciato per i consumi di beni semidurevoli e durevoli. Il reddito disponibile delle famiglie in termini reali è diminuito dell'1,7 per cento rispetto al trimestre precedente (fig. 23.a), riflettendo

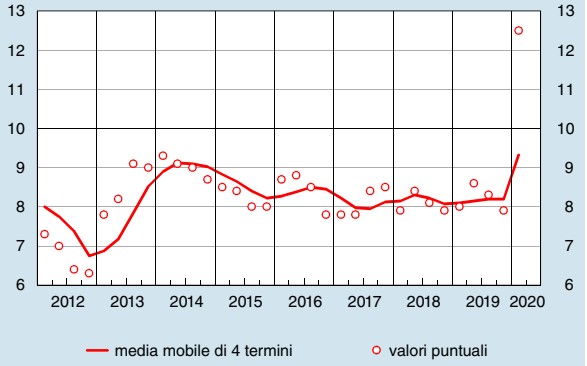
Figura 23

Consumi, reddito e propensione al risparmio (1)
(dati trimestrali)

(a) consumi e reddito delle famiglie residenti
(indici: 2015=100)



(b) propensione al risparmio delle famiglie consumatrici (4)
(valori percentuali)



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

la riduzione dei redditi da lavoro (cfr. il par. 2.5). La propensione al risparmio è aumentata decisamente, al 12,5 per cento (fig. 23.b).

…e avrebbero continuato a contrarsi nel secondo

Informazioni congiunturali più recenti suggeriscono una flessione dei consumi anche nel secondo trimestre, in particolare per alcune tipologie di servizi e per i beni durevoli: le immatricolazioni di auto, dopo essersi quasi azzerate in aprile, hanno recuperato parzialmente in maggio, portandosi a circa la metà di quelle precedenti l'emergenza sanitaria. Secondo l'indicatore dei consumi elaborato da Confcommercio la spesa delle famiglie si è pressoché dimezzata nei mesi di marzo e aprile rispetto a febbraio, con una riduzione particolarmente accentuata per i servizi; in maggio l'indicatore si è ripreso, ma è rimasto circa il 30 per cento al di sotto del livello osservato prima dello scoppio della pandemia.

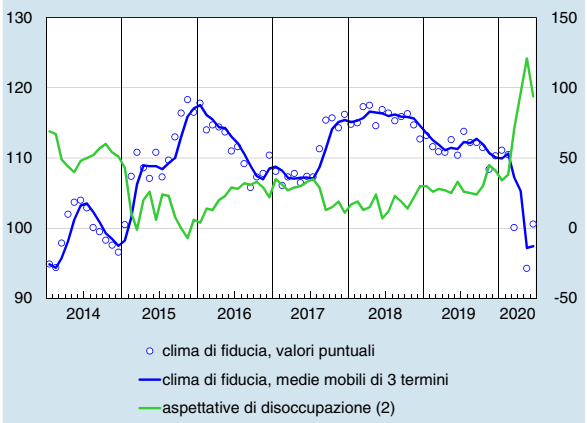
In base alle indagini gli effetti dell'emergenza sanitaria peseranno sulle decisioni di spesa anche nel resto dell'anno

Metà delle famiglie intervistate nell'ambito di un'indagine straordinaria condotta dalla Banca d'Italia tra la fine di aprile e l'inizio di maggio si attende un peggioramento della propria condizione economica nei successivi dodici mesi e ha intenzione di rivedere la composizione dei consumi, riducendo le spese per turismo e attività ricreative[2]. I nuclei familiari con redditi più bassi, maggiormente colpiti dall'emergenza, segnalano difficoltà nel pagamento delle rate sui debiti esistenti e il timore di dovere intaccare il risparmio per sostenere le spese correnti. L'indice del clima di fiducia delle famiglie è sceso a partire da marzo; in giugno ha recuperato, soprattutto nelle componenti prospettiche, ma si colloca su valori ancora distanti da quelli precedenti la diffusione dell'epidemia (fig. 24).

Nel primo trimestre l'indebitamento delle famiglie in rapporto al reddito disponibile è rimasto invariato al 61,9 per cento (fig. 25), ben al di sotto della media dell'area dell'euro (95 per

Figura 24

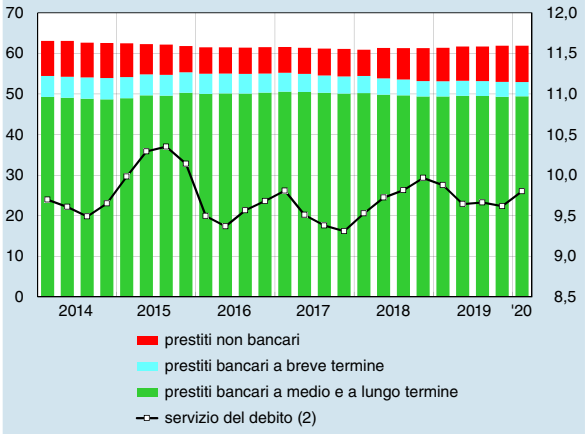
Clima di fiducia dei consumatori (1)
(dati mensili; indici: 2010=100 e punti percentuali)



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

Figura 25

Debito delle famiglie (1)
(dati trimestrali; in percentuale del reddito disponibile lordo)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Consistenze di fine trimestre; 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.

[2] Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro: *Valutazioni e aspettative delle famiglie italiane nell'attuale fase di emergenza sanitaria* del capitolo 5 nella *Relazione annuale* sul 2019.

cento). In rapporto al PIL il debito si è collocato al 41,6 per cento. Anche l'onere per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale) si è mantenuto stabile.

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

L'interscambio di beni e servizi dell'Italia ha risentito in misura significativa dell'epidemia, soprattutto nel settore turistico. Gli andamenti delle vendite sui mercati extra UE segnalano una parziale ripresa in maggio. Nei primi quattro mesi dell'anno il surplus di conto corrente è tuttavia solo leggermente diminuito rispetto al corrispondente periodo del 2019, principalmente per il peggioramento del deficit nei servizi.

Gli scambi di beni e servizi si sono fortemente ridotti nel primo trimestre

Nel primo trimestre del 2020 le esportazioni di beni e servizi in volume sono cadute dell'8,0 per cento sul periodo precedente (tav. 5), risentendo sia della sospensione delle attività non essenziali (caratterizzate da una maggiore

Tavola 5

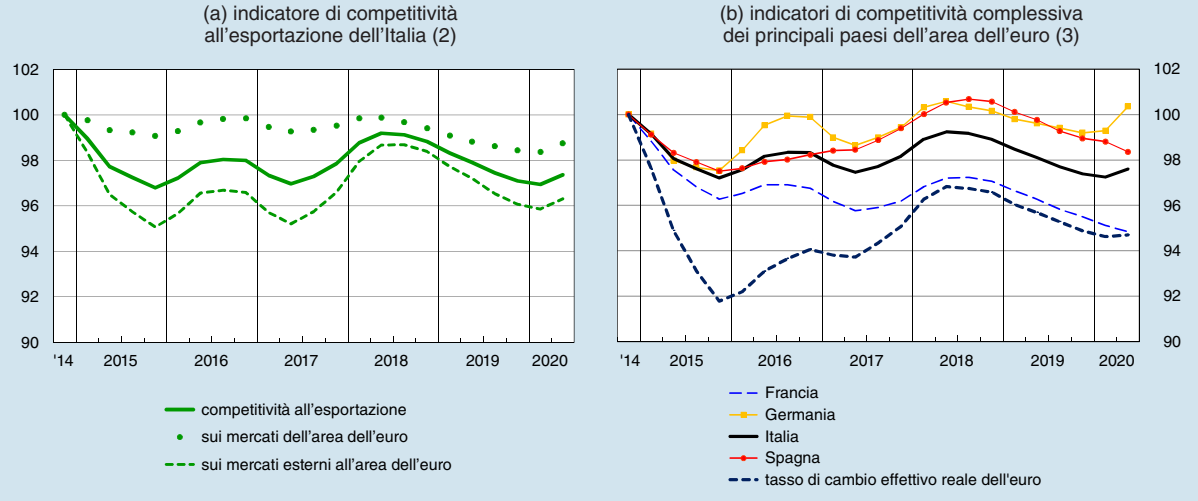
Esportazioni e importazioni dell'Italia (1)
(variazioni percentuali sul trimestre precedente)

VOCI	2019	2020
	4° trim.	1° trim.
Esportazioni	**0,2**	**-8,0**
Beni	0,1	-4,7
sui mercati dell'area dell'euro	-0,1	-5,5
sui mercati esterni all'area	0,2	-4,1
Servizi	0,6	-21,8
Importazioni	**-2,0**	**-6,2**
Beni	-3,0	-4,4
dai mercati dell'area dell'euro	..	-6,7
dai mercati esterni all'area	-5,3	-2,5
Servizi	1,7	-12,6

Fonte: elaborazioni su dati Istat di contabilità nazionale.
(1) Valori concatenati; dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi.

Figura 26

Indicatori di competitività di prezzo dei maggiori paesi dell'area dell'euro e tasso di cambio effettivo reale dell'euro (1)
(numeri indice: 4° trimestre 2014=100; media mobile di 4 trimestri)



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

propensione all'esportazione; cfr. il capitolo 6: *Le imprese* nella *Relazione annuale* sul 2019), sia della flessione della domanda estera.

Le vendite di beni sono diminuite del 4,7 per cento. La contrazione ha interessato tutti i principali mercati di sbocco, ad eccezione degli Stati Uniti, e tutti i settori, salvo i prodotti alimentari e quelli del comparto chimico-farmaceutico; è stata meno accentuata nei mercati esterni all'area dell'euro, grazie anche al miglioramento della competitività di prezzo all'esportazione (fig. 26.a).

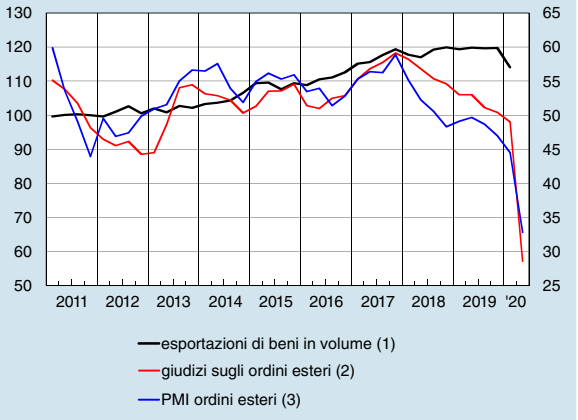
Le esportazioni di servizi si sono ridotte in misura molto più accentuata (-21,8 per cento), per effetto soprattutto della minore domanda di servizi turistici. Le entrate da turismo internazionale hanno cominciato a scendere alla fine di febbraio; in marzo (misurate a prezzi correnti) erano pari a circa un quinto del valore osservato nello stesso mese del 2019. La dinamica dei flussi turistici nella seconda metà dell'anno è condizionata dall'incertezza sull'evoluzione del quadro epidemiologico; la graduale rimozione delle restrizioni agli spostamenti interni alla UE da maggio e agli arrivi da alcuni paesi esterni all'Unione da luglio, unitamente al progressivo miglioramento della situazione sanitaria, potrebbero consentire una parziale ripresa nei mesi estivi (cfr. il riquadro: *Rilevanza e prospettive del turismo internazionale per i paesi dell'Unione europea*, in *Indagine sul turismo internazionale*, Banca d'Italia, Statistiche, 5 giugno 2020).

Anche le importazioni di beni e servizi si sono contratte (-6,2 per cento in volume), in particolare quelle di mezzi di trasporto.

Nella media dell'anno terminante nel secondo trimestre la competitività di prezzo complessiva sarebbe lievemente peggiorata (fig. 26.b).

Figura 27

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



Fonte: Istat, Markit e Refinitiv.
(1) Dati di contabilità nazionale. Valori concatenati, destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. Indici 2011=100. – (2) Media trimestrale basata sull'inchiesta congiunturale mensile dell'Istat presso le imprese; saldo percentuale delle risposte "in aumento" e "in diminuzione", al quale viene sottratta la media 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.

Tavola 6

Bilancia dei pagamenti dell'Italia (1)
(saldi in miliardi di euro)

VOCI	2018	2019	gen.-apr. 2019	gen.-apr. 2020
Conto corrente	**44,0**	**52,9**	**7,3**	**5,5**
per memoria: in % del PIL	2,5	3,0	–	–
Merci	45,4	56,9	12,9	13,3
prodotti non energetici (2)	85,0	93,0	25,8	22,0
prodotti energetici (2)	-39,5	-36,1	-12,9	-8,6
Servizi	-2,7	-1,8	-3,7	-5,5
Redditi primari	18,8	14,9	5,8	4,3
Redditi secondari	-17,5	-17,0	-7,8	-6,6
Conto capitale	**-0,6**	**-1,9**	**-0,5**	**-1,0**
Conto finanziario	**30,4**	**46,1**	**7,5**	**-2,6**
Investimenti diretti	-0,2	-1,5	-0,5	-1,2
Investimenti di portafoglio	119,9	-50,6	-38,0	62,9
Derivati	-2,7	2,5	0,7	-2,2
Altri investimenti (3)	-89,3	92,4	43,7	-62,7
Variazione riserve ufficiali	2,6	3,2	1,6	0,5
Errori e omissioni	**-13,0**	**-4,9**	**0,7**	**-7,2**

(1) Secondo gli standard internazionali pubblicati in FMI, *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6 ed., 2009 (BPM6). Per il mese di aprile 2020, dati provvisori. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat. – (3) Include la variazione del saldo TARGET2.

In maggio le esportazioni mostrano segni di parziale miglioramento

Dopo il forte calo di aprile le esportazioni sui mercati extra UE, valutate a prezzi correnti e corrette per la stagionalità, sono aumentate in maggio del 37,6 per cento nel confronto con il mese precedente; restano tuttavia inferiori di un terzo rispetto ai livelli osservati prima della diffusione dell'epidemia. I giudizi sugli ordini esteri delle imprese manifatturiere si collocano, nella media del secondo trimestre, sul valore più basso dall'avvio delle serie storiche (fig. 27).

L'avanzo di conto corrente rimane elevato

L'avanzo di conto corrente è stato pari a 5,5 miliardi nei primi quattro mesi del 2020 (tav. 6), 1,7 miliardi in meno rispetto al periodo corrispondente dello scorso anno; il calo ha riflesso il peggioramento del saldo dei servizi e dei redditi primari; il surplus mercantile si è invece lievemente ampliato, beneficiando della marcata riduzione dei prezzi del petrolio (cfr. il par. 1.1). In rapporto al PIL l'avanzo di conto corrente ha raggiunto il 3,1 per cento (valutato nella media dei quattro trimestri terminanti in marzo; fig. 28).

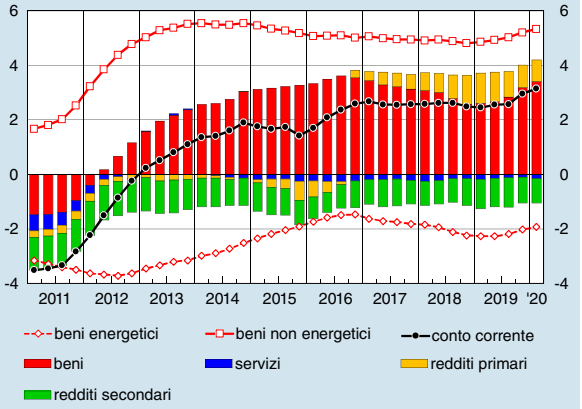
La domanda estera di titoli italiani è in ripresa da giugno

Nei primi quattro mesi dell'anno gli investitori esteri hanno effettuato vendite nette di titoli italiani per 56,6 miliardi (di cui 39,1 di titoli pubblici), prevalentemente concentrate in marzo, in coincidenza con le tensioni sui mercati finanziari internazionali. Secondo i dati di Emerging Portfolio Fund Research (EPFR), relativi a un campione di fondi internazionali, in giugno ci sarebbe stato un ritorno dell'interesse degli investitori esteri per i titoli italiani, favorito dal rafforzamento del programma di acquisto di titoli della BCE (cfr. il par. 1.2) e dalla proposta dello strumento *Next Generation EU* da parte della Commissione europea.

Tra gennaio e aprile 2020 gli acquisti netti di attività estere di portafoglio da parte dei residenti sono stati pari a 6,4 miliardi, in prevalenza titoli di debito. La raccolta netta all'estero delle banche italiane in prestiti e depositi è diminuita nello stesso periodo di 18,9 miliardi, in connessione con il maggiore ricorso degli intermediari alle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema (cfr. il par. 2.7).

Figura 28

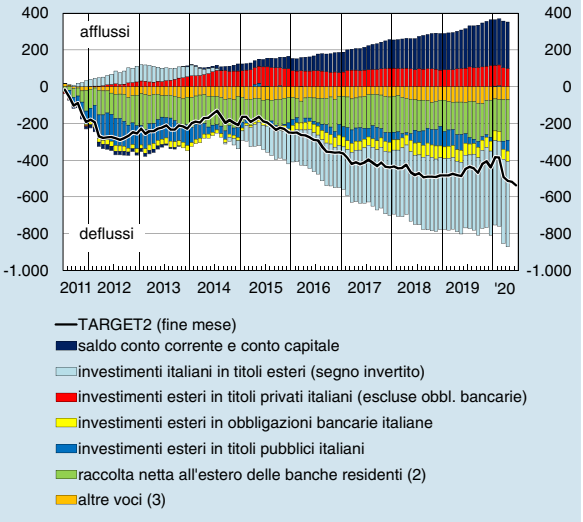
Saldo del conto corrente e sue componenti (1)
(dati trimestrali; in percentuale del PIL)



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

Figura 29

Saldo TARGET2 e flussi cumulati della bilancia dei pagamenti (1)
(dati mensili; miliardi di euro)



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

Tavola 7

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

PERIODO	Saldo TARGET2 (alla fine del periodo)	Variazione del saldo TARGET2 (rispetto alla fine del periodo precedente) (A) + (B) + (C) + (D) + (E) + (F) – (G)	Investimenti di portafoglio esteri in titoli pubblici italiani (A)	Investimenti di portafoglio esteri in titoli privati italiani (escluse obbligazioni bancarie) (B)	Investimenti di portafoglio esteri in obbligazioni bancarie italiane (C)	Raccolta netta all'estero delle banche residenti (D)	*di cui:* intermediata da controparti centrali residenti	Saldo di conto corrente e conto capitale (E)	Altre voci (2) (F)	Investimenti di portafoglio italiani in titoli esteri (G)
2018	-482	-43	-51	-11	-12	53	43	43	-19	46
2019 – 1° trim.	-475	7	17	1	..	-5	-18	4	-12	-2
2° trim.	-448	27	34	9	..	-20	-3	12	-1	7
3° trim.	-468	-20	22	4	6	-40	-27	16	-3	27
4° trim.	-439	29	10	9	4	7	1	19	15	36
2020 – 1° trim.	-492	-52	-25	-12	..	-24	15	6	4	1
2° trim.	-537	-45	....	....	....	....	....	....	....	....
2020 – gen.	-383	56	25	-2	..	26	21	-2	9	1
feb.	-385	-1	2	..	2	..	-1	4	-5	5
mar.	-492	-107	-52	-10	-3	-50	-5	3	..	-5
apr.	-513	-21	-14	-3	-2	5	2	-1	..	6
mag.	-517	-4	....	....	....	....	....	....	....	....
giu.	-537	-19	....	....	....	....	....	....	....	....

(1) Un valore negativo della variazione del saldo TARGET2 indica un aumento delle passività della Banca d'Italia su TARGET2. I dati sono disponibili sul sito della Banca d'Italia: *Base dati statistica (BDS)*, in particolare nella tav. TBP60200. Per il mese di aprile 2020, dati provvisori. – (2) Investimenti diretti, derivati, voci residuali degli altri investimenti, riserve ufficiali, errori e omissioni.

Il saldo passivo della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2 è aumentato decisamente nel mese di marzo, in corrispondenza con le turbolenze sui mercati finanziari internazionali e con le ingenti immissioni di liquidità da parte dell'Eurosistema. Dal lato della bilancia dei pagamenti, l'ampliamento ha riflesso le vendite di titoli italiani da parte degli investitori non residenti e un minore ricorso delle banche italiane all'indebitamento estero (fig. 29 e tav. 7). Tra aprile e giugno il saldo debitorio è aumentato in misura più contenuta, collocandosi a 537 miliardi alla fine del primo semestre.

La posizione netta sull'estero resta vicina al pareggio

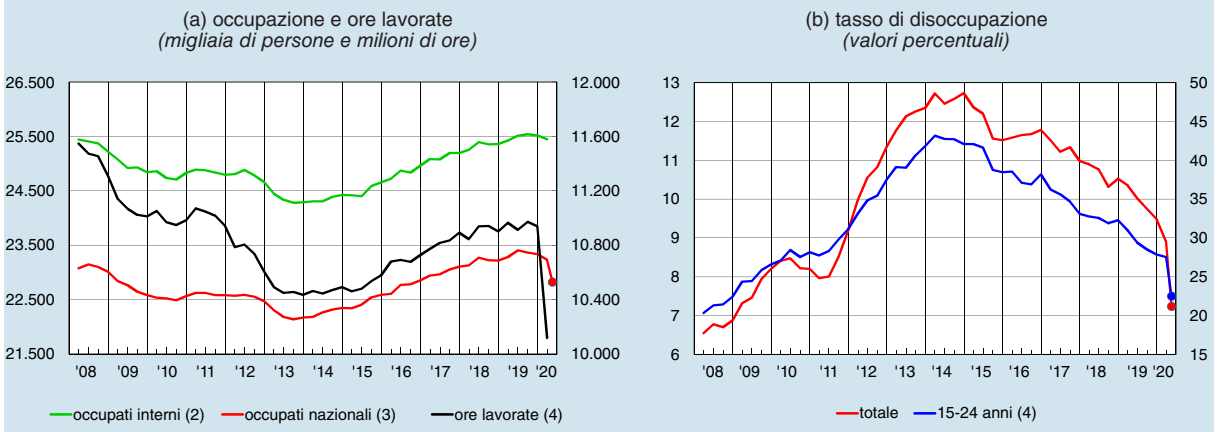
Alla fine di marzo di quest'anno la posizione debitoria netta sull'estero dell'Italia era di 65,2 miliardi di euro, pari al 3,7 per cento del PIL, dall'1,7 a dicembre del 2019. L'ampliamento del saldo passivo riflette aggiustamenti di valutazione negativi, legati soprattutto alla forte caduta dei corsi azionari in marzo; il valore di mercato delle attività si è ridotto nel corso del trimestre in misura maggiore di quello delle passività, caratterizzate da una più ampia componente obbligazionaria. Nei mesi successivi i corsi azionari internazionali sono tornati a rafforzarsi (cfr. il par. 1.3) e il fenomeno dovrebbe essersi invertito.

2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

In conseguenza dell'emergenza sanitaria le ore lavorate si sono contratte nel primo trimestre; anche gli occupati sono diminuiti, ma in misura sensibilmente inferiore, grazie all'amplissimo utilizzo degli ammortizzatori sociali. Alla fine di maggio sono emersi alcuni segnali di attenuazione della caduta.

Figura 30

Occupazione e disoccupazione (1)
(dati trimestrali)



Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali* (CET), per l'occupazione e le ore lavorate; *Rilevazione sulle forze di lavoro* (RFL), per l'occupazione e il tasso di disoccupazione.
(1) Dati destagionalizzati. Il punto indica il valore medio del bimestre aprile-maggio. – (2) Include tutte le persone che esercitano un'attività di produzione sul territorio economico del Paese (fonte: CET). – (3) Include tutte le persone residenti occupate, esclusi i dimoranti in convivenze e i militari (fonte: RFL). – (4) Scala di destra.

La CIG ha ridotto l'impatto della crisi sull'occupazione

A causa dell'emergenza sanitaria, nella media del primo trimestre del 2020 si sono marcatamente ridotte le ore lavorate per addetto ed è aumentato in misura eccezionale il ricorso alla Cassa integrazione guadagni (CIG), significativamente rafforzata dalle disposizioni dei DD.LL. 18/2020 e 34/2020. Nei tre mesi che vanno da marzo a maggio le ore autorizzate per l'integrazione salariale sono state 1.746 milioni (da 63,4 milioni nei tre mesi precedenti).

Tavola 8

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

VOCI	Consistenze	Variazioni			
	1° trim. 2020	2° trim. 2019	3° trim. 2019	4° trim. 2019	1° trim. 2020
Occupati	**25.447**	**0,3**	**0,1**	**-0,1**	**-0,3**
di cui: industria in senso stretto	4.280	0,0	-0,3	-0,1	0,0
servizi privati (1)	11.198	0,5	-0,1	-0,3	-0,7
costruzioni	1.589	0,3	1,1	0,9	0,8
Dipendenti	19.442	0,4	0,1	-0,1	-0,3
Autonomi	6.005	0,0	0,0	-0,2	-0,3
Ore lavorate totali	**10.119**	**-0,5**	**0,5**	**-0,3**	**-7,5**
di cui: industria in senso stretto	1.690	-0,7	-0,1	-0,7	-8,9
servizi privati (1)	4.602	-0,4	0,4	-0,6	-8,6
costruzioni	657	-1,3	2,1	0,6	-9,9
Dipendenti	7.233	-0,2	0,3	-0,1	-6,1
Autonomi	2.885	-1,2	1,1	-0,8	-10,8

Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali*.
(1) Esclusi i servizi alle famiglie e agli individui (attività artistiche, di intrattenimento e divertimento; lavoro domestico; altri servizi per la persona e la casa).

Sono cadute soprattutto le posizioni a termine

L'ampio utilizzo della CIG, abbinato al blocco dei licenziamenti, ha mitigato l'impatto della crisi sul numero di occupati (fig. 30.a e tav. 8). I dati amministrativi sulle comunicazioni obbligatorie forniti dall'Agenzia nazionale per le politiche attive del lavoro (ANPAL) segnalano che dal 23 febbraio, giorno precedente i primi provvedimenti per il contenimento del contagio, alla fine di aprile sono state rilevate circa 500.000 posizioni lavorative in meno rispetto allo stesso periodo del 2019, prevalentemente per la mancata attivazione di nuovi contratti a tempo determinato. In maggio, con la progressiva riapertura delle attività produttive, tale divario ha smesso di ampliarsi[3]; anche i dati dell'Istat confermano un'attenuazione del calo dell'occupazione (al -0,4 per cento in maggio rispetto al -1,3 rilevato in aprile). Le prime evidenze relative a giugno, disponibili per il solo Veneto, indicano il consolidamento di tale tendenza.

La partecipazione al mercato del lavoro è in leggera ripresa

In maggio è tornata a salire la partecipazione al mercato del lavoro (0,9 per cento; -2,9 per cento in aprile). Il forte aumento dell'attività di ricerca di lavoro attraverso il motore di ricerca Google, registrato in giugno e luglio, prelude verosimilmente a una prosecuzione del recupero nei mesi estivi. La minore partecipazione nella media dei mesi di aprile e maggio si è riflessa in una sensibile riduzione del tasso di disoccupazione, che si è portato al 7,2 per cento (1,4 punti percentuali in meno rispetto al bimestre precedente; fig. 30.b).

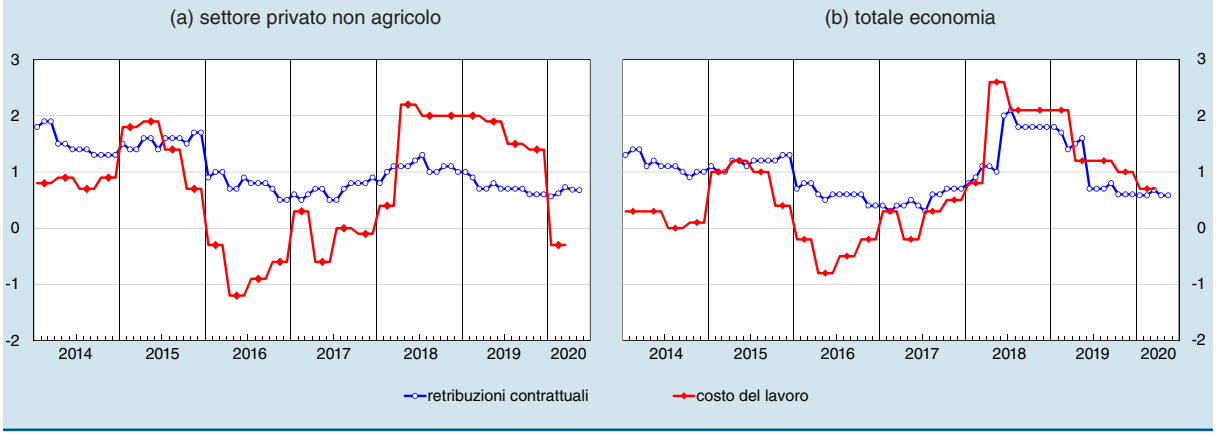
Le indagini sulla fiducia delle imprese condotte dall'Istat in giugno segnalano per il trimestre successivo alla rilevazione l'aspettativa di un'ulteriore riduzione dell'occupazione, seppure meno accentuata nel confronto con quella desumibile dall'indagine di maggio.

La dinamica retributiva rimane debole

Nel primo trimestre il costo del lavoro è diminuito dello 0,3 per cento nel settore privato non agricolo rispetto a un anno prima; è aumentato dello 0,7 per cento per l'insieme dell'economia. La crescita sui dodici mesi delle retribuzioni contrattuali si è mantenuta molto moderata, confermandosi in maggio allo 0,7 per cento nel settore privato non agricolo e allo 0,6 per cento nel totale dell'economia (fig. 31). In

Figura 31

Retribuzioni contrattuali e costo del lavoro per ora lavorata (1)
(dati mensili e trimestrali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

[3] *Le dinamiche del mercato del lavoro in maggio: evidenze dalle Regioni*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 24 giugno 2020.

prospettiva alcuni fattori potrebbero indebolire la dinamica retributiva. Il perdurare dell'incertezza derivante dall'emergenza sanitaria potrebbe disincentivare il rinnovo dei numerosi contratti scaduti, che interessano circa l'80 per cento dei dipendenti; sui rinnovi potrebbe inoltre incidere la revisione al ribasso (per oltre un punto percentuale) da parte dell'Istat delle previsioni di inflazione nel triennio 2020-22, utilizzate come parametro di riferimento nelle contrattazioni.

2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

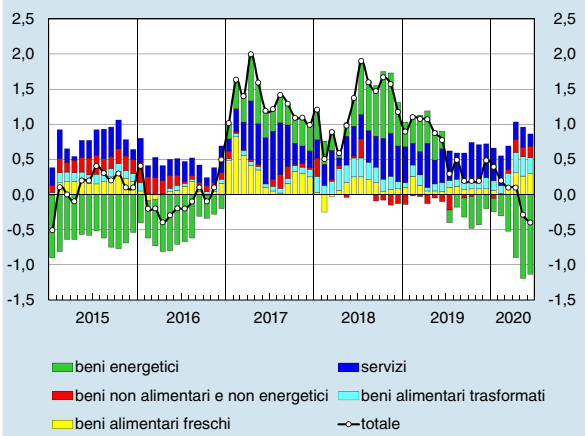
L'inflazione è stata negativa in maggio e giugno, a seguito della forte riduzione dei prezzi dei beni energetici. La componente di fondo rimane molto bassa. Le aspettative di inflazione delle imprese continuano a prefigurare una crescita debole dei prezzi nei prossimi dodici mesi.

La variazione dei prezzi al consumo è negativa

La variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) è divenuta negativa (fig. 32), toccando in giugno il -0,4 per cento (tav. 9). Sull'andamento dell'inflazione ha pesato il calo marcato dei prezzi dei beni energetici, ma anche l'inflazione di fondo è debole: in giugno è scesa allo 0,5 per cento, in connessione con la caduta della domanda interna nella prima parte dell'anno. I beni alimentari hanno registrato invece consistenti rincari, riflettendo sia una maggiore domanda al dettaglio per l'accresciuto consumo dei pasti in casa durante i mesi di restrizione della mobilità, sia l'aumento dei costi legato alla carenza di manodopera, in particolare per i prodotti ortofrutticoli. Sempre in giugno l'inflazione sui tre mesi, depurata dai fattori stagionali e in ragione d'anno, è scesa al -2,3 per cento (fig. 33).

Figura 32

Inflazione al consumo in Italia e contributi delle sue componenti (1)
(dati mensili; valori percentuali e punti percentuali)



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

L'emergenza ha pesato sulla misurazione dei prezzi

La sospensione della rilevazione territoriale dei prezzi tra la metà di marzo e la metà di maggio, nonché l'impossibilità di effettuare alcune tipologie di consumi (in particolare trasporti, servizi ricreativi, di ristorazione e di alloggio) hanno determinato difficoltà nella costruzione dell'indice dei prezzi. In coerenza con le linee guida indicate dall'Eurostat, l'Istat ha attribuito alle componenti non rilevate prezzi stimati in base ai consueti effetti stagionali. Tale procedura, che non può tenere conto della plausibile flessione della domanda osservata in aprile e maggio, potrebbe avere comportato una lieve sovrastima dell'inflazione in quei mesi. Il contenuto informativo dell'IPCA ha anche risentito delle restrizioni che hanno limitato fortemente lo scambio di diversi beni e servizi.

Le pressioni all'origine si riducono

La flessione dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno si è accentuata (-7,2 per cento sui dodici mesi in maggio), per effetto del rallentamento dei prezzi dei beni di consumo e strumentali e della marcata diminuzione di quelli dei beni energetici. Nel primo trimestre il costo del lavoro per unità di prodotto si è ridotto dell'1,8 per cento rispetto all'anno precedente, di riflesso a un rallentamento dei redditi orari e a un aumento della produttività. La dinamica retributiva resterebbe assai debole nei mesi a venire (cfr. il par. 2.5).

Tavola 9

Indicatori di inflazione in Italia

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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	0,9
2019	0,6	0,5	0,6	0,6	–	0,5	0,0	0,9
2019 – gen.	0,9	0,6	0,9	0,9	0,1	0,5	4,4	–
feb.	1,1	0,4	1,0	1,0	0,1	0,3	3,9	–
mar.	1,1	0,3	1,0	1,0	0,2	0,3	3,6	–
apr.	1,1	0,7	1,0	1,1	-0.2	0,7	2,8	–
mag.	0,9	0,5	0,8	0,8	0,1	0,4	1,9	–
giu.	0,8	0,4	0,7	0,7	0,0	0,5	1,1	–
lug.	0,3	0,4	0,2	0,4	-0,1	0,5	-1,0	–
ago.	0,5	0,6	0,4	0,4	0,1	0,5	-2,1	–
set.	0,2	0,5	0,2	0,3	-0,1	0,5	-2,4	–
ott.	0,2	0,7	0,1	0,2	0,2	0,6	-4,1	–
nov.	0,2	0,7	0,1	0,2	0,1	0,7	-3,6	–
dic.	0,5	0,6	0,4	0,5	0,0	0,6	-3,1	–
2020 – gen.	0,4	0,5	0,3	0,5	0,1	0,7	-3,4	–
feb.	0,2	0,5	0,1	0,3	-0,1	0,7	-3,8	–
mar.	0,1	0,6	0,0	0,1	0,0	0,6	-4,9	–
apr.	0,1	0,6	0,0	0,0	-0,3	0,5	-6,7	–
mag.	-0,3	0,6	-0,4	-0,2	-0,1	0,6	-7,2	–
giu.	(-0,4)	(0,5)	….	(-0,2)	….	(0,5)	….	–

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat. I numeri tra parentesi indicano stime preliminari.
(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (2) Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale; differisce dall'indice armonizzato essenzialmente per una diversa modalità di rilevazione dei prezzi dei prodotti medicinali e delle vendite promozionali. – (3) Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno. – (4) Indice calcolato dall'Istat sottraendo dai prezzi di vendita l'impatto delle variazioni delle imposte indirette nell'ipotesi che queste siano state traslate immediatamente e per intero. – (5) Indice generale al netto della componente stagionale.

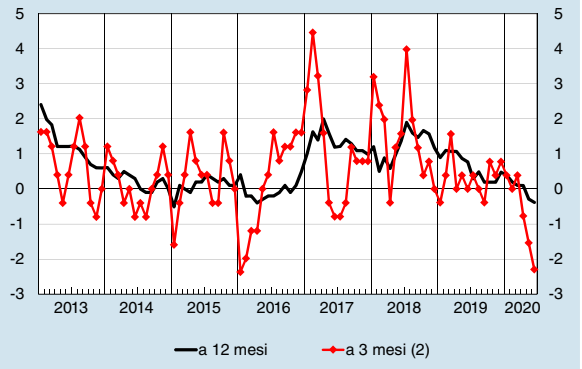
Le aspettative di inflazione delle imprese sono diminuite

Il calo delle quotazioni del petrolio e la caduta della domanda interna hanno inciso sull'andamento delle attese di inflazione degli analisti e delle imprese. Secondo gli operatori professionali censiti in giugno da Consensus Economics, la variazione dei prezzi sarebbe negativa nella media del 2020 (-0,1 per cento) e si collocherebbe allo 0,6 per cento il prossimo anno. Le imprese intervistate nell'indagine trimestrale effettuata in giugno dalla Banca d'Italia hanno rivisto al ribasso le proprie aspettative di inflazione su tutti gli orizzonti temporali, prefigurando un rialzo dei prezzi dello 0,5 per cento nei successivi 12 mesi e dello 0,6 nei prossimi 24 (fig. 34). Dalle inchieste dell'Istat presso i consumatori condotte nei mesi di marzo e maggio[4] è emerso invece un

Figura 33

Inflazione al consumo (1)

(dati mensili; valori percentuali)

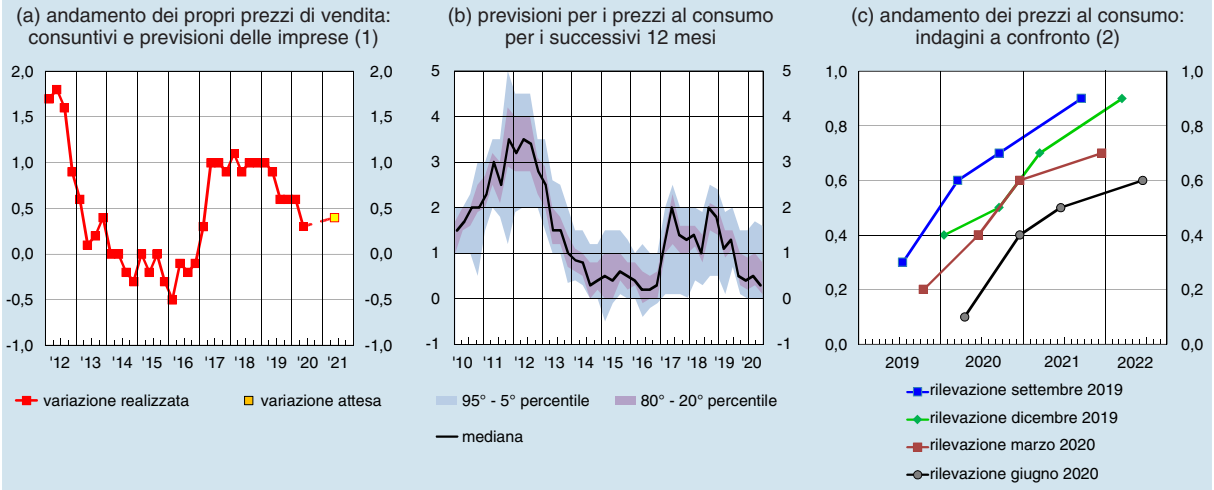


Fonte: elaborazioni su dati Eurostat. Per giugno, stime preliminari.
(1) Variazione percentuale dell'IPCA, sui periodi indicati in legenda. – (2) In ragione d'anno e depurata dai fattori stagionali.

[4] A seguito delle difficoltà operative legate all'emergenza, in aprile l'Istat ha sospeso le rilevazioni sul clima di fiducia.

Figura 34

Aspettative di inflazione delle imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi
(dati trimestrali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

temporaneo aumento delle attese di inflazione delle famiglie, che ha verosimilmente riflesso i rincari osservati dai consumatori per il sottoinsieme di beni e servizi che era possibile acquistare, in particolare quelli alimentari; tale aumento è in gran parte rientrato in giugno. I risultati dell'indagine straordinaria svolta dalla Banca d'Italia tra la fine di aprile e l'inizio di maggio confermano questa interpretazione (cfr. il riquadro: *Valutazioni e aspettative delle famiglie italiane nell'attuale fase di emergenza sanitaria* del capitolo 5 nella *Relazione annuale* sul 2019).

2.7 LE BANCHE

Nei tre mesi terminanti in maggio sono aumentati significativamente i prestiti alle imprese, in concomitanza con il maggiore fabbisogno di liquidità indotto dalla crisi pandemica. La capacità degli istituti di credito di soddisfare questa domanda di fondi è stata sostenuta dalle misure adottate dalla BCE e dal Governo. Il costo della raccolta obbligazionaria sul mercato secondario è nettamente diminuito rispetto a marzo.

L'accelerazione del credito riflette il maggiore fabbisogno di liquidità delle imprese

Da marzo la crescita del credito alle società non finanziarie è decisamente aumentata, portandosi in maggio all'11,5 per cento sui tre mesi (da -0,3 in

Tavola 10

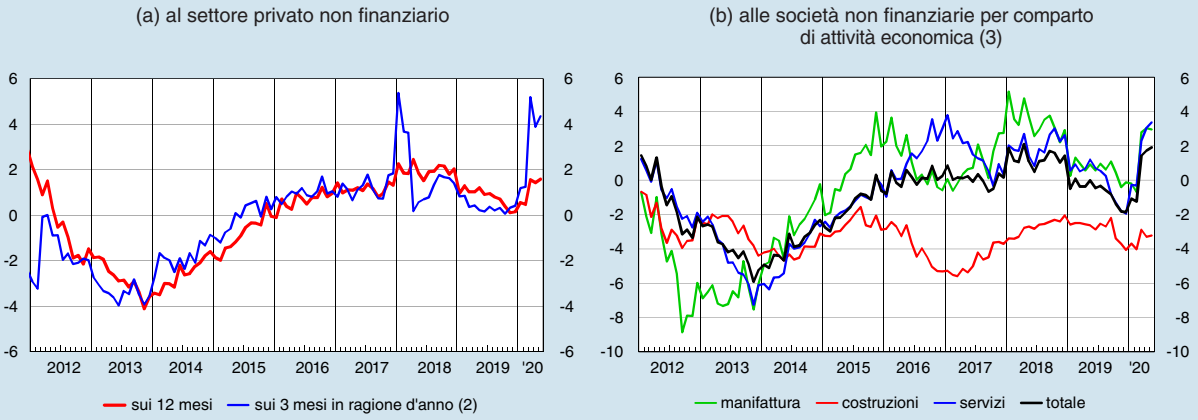
Prestiti bancari a maggio 2020 (1)
(variazioni percentuali)

SETTORI	sui 12 mesi	sui 3 mesi (2)
Settore privato non finanziario	**1,6**	**4,3**
Famiglie	**1,3**	**-2,5**
di cui: per l'acquisto di abitazioni	2,0	....
credito al consumo	1,3	....
altri prestiti (3)	-0,4	**....**
Società non finanziarie	**1,9**	**11,5**
di cui: manifattura	3,0	....
servizi	3,4	....
costruzioni	-3,2	....

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 35

Prestiti bancari (1)
(dati mensili; variazioni percentuali)



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.

febbraio, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno; tav. 10 e fig. 35.a). L'accelerazione ha riflesso erogazioni nette pari a 23 miliardi nei tre mesi terminanti in maggio. Nello stesso periodo il credito alle famiglie produttrici ha fortemente accelerato, riflettendo finanziamenti netti di poco oltre i 2 miliardi concentrati nel mese di maggio. I flussi di credito, che hanno principalmente riguardato le scadenze a medio e a lungo termine, hanno riflesso la maggiore domanda connessa con l'incremento del fabbisogno di liquidità; la capacità degli intermediari di soddisfare tale domanda ha beneficiato delle misure adottate dalla BCE e dal Governo (cfr. il riquadro: *L'andamento del credito alle imprese durante la pandemia*). Il credito alle famiglie si è invece contratto nel complesso (-2,5 per cento nei tre mesi terminanti in maggio, da 3,0 in febbraio); si è indebolita sia la dinamica dei mutui per l'acquisto di abitazioni sia quella del credito al consumo, risentendo della riduzione della spesa delle famiglie e delle compravendite di immobili.

L'ANDAMENTO DEL CREDITO ALLE IMPRESE DURANTE LA PANDEMIA

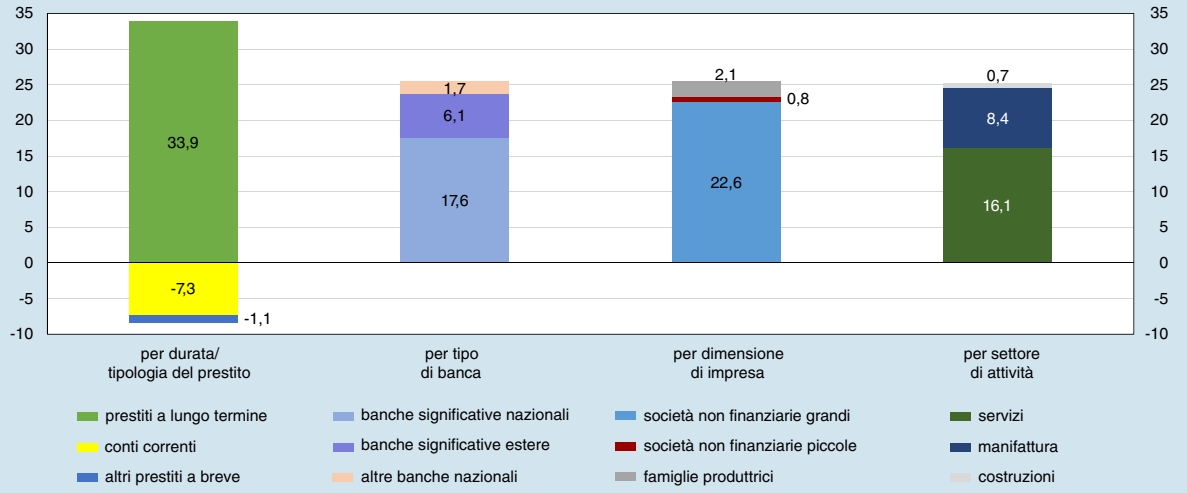
Nei mesi scorsi il fabbisogno di liquidità delle aziende italiane è fortemente aumentato, in conseguenza della riduzione del fatturato determinata dagli effetti dell'emergenza sanitaria (cfr. il riquadro: *Gli effetti della pandemia sul fabbisogno di liquidità delle imprese*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2020). Ne è derivato un notevole incremento della domanda di prestiti; alla forte espansione dei finanziamenti hanno contribuito le misure straordinarie introdotte dal Governo, dalla BCE e dalle autorità di vigilanza[1].

Nei tre mesi terminanti in maggio i prestiti netti alle società non finanziarie e alle famiglie produttrici sono aumentati di oltre 25 miliardi di euro, la maggior parte dei quali erogati da intermediari significativi nazionali (figura). L'incremento è stato concentrato nel segmento dei finanziamenti con scadenza superiore all'anno, cresciuti di circa 34 miliardi; quelli in conto corrente e gli altri a breve termine si sono invece contratti (di 7,3 e di 1,1 miliardi, rispettivamente). Questi andamenti verosimilmente riflettono la maggiore preferenza delle imprese per i prestiti a più lunga scadenza che permettono di fronteggiare periodi estesi di incertezza; può avervi contribuito anche la possibilità di ottenere le garanzie offerte dal Governo.

[1] Per un'ampia disamina sui vari provvedimenti adottati, cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2020 e *Bollettino economico*, 2, 2020.

Figura

Scomposizione dei prestiti alle imprese (1)
(flussi netti cumulati marzo-maggio; miliardi di euro)



Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) Dati provvisori; eventuali mancate quadrature sono dovute ad arrotondamenti.

In marzo e aprile l'espansione del credito ha riguardato quasi unicamente le società medio-grandi; in maggio sono aumentati anche i finanziamenti netti alle famiglie produttrici, per 2,1 miliardi (equivalenti a un incremento mensile di oltre il 32 per cento, in base a dati annualizzati e non corretti per la stagionalità). Questo andamento è coerente con la progressiva risoluzione delle difficoltà incontrate nella fase iniziale dell'attuazione degli interventi a sostegno del credito per le imprese di minore dimensione, a fronte di un volume molto elevato di richieste (cfr. il riquadro: *Le misure di sostegno finanziario alle imprese in risposta alla pandemia* del capitolo 7 nella *Relazione annuale* sul 2019).

I flussi di credito sono stati elevati per i servizi e per la manifattura (16,1 e 8,4 miliardi). In maggio la variazione delle consistenze sui dodici mesi si è portata, rispettivamente, a 3,4 e a 3,0 per cento da -0,3 e -0,7 in febbraio. I finanziamenti sono invece stati contenuti nel comparto delle costruzioni (poco meno di un miliardo). Informazioni aggiuntive desumibili dalle segnalazioni individuali alla Centrale dei rischi indicano che tra le attività dei servizi la crescita del credito è stata più elevata nei settori dei trasporti, dell'informazione e delle telecomunicazioni; nel comparto manifatturiero l'incremento dei finanziamenti è stato più marcato nei settori del tessile e dell'abbigliamento, della produzione di apparati elettronici, della chimica e della farmaceutica.

Il flusso di credito all'economia ha continuato a beneficiare, in misura crescente nel periodo più recente, degli interventi di sostegno alla liquidità da parte del Governo e delle altre autorità nazionali e internazionali. Tra le principali iniziative intraprese dall'Esecutivo figura un ampio programma di garanzie pubbliche sui prestiti, che permettono alle imprese italiane di accedere, fino al 31 dicembre 2020, a finanziamenti con garanzia fornita dallo Stato agli intermediari. L'incremento del numero di richieste pervenute alle banche di prestiti garantiti dal Fondo centrale di garanzia per le piccole e medie imprese è stato eccezionale: agli inizi di aprile erano poco più di 8.000; si stima che il 26 giugno ammontassero a poco meno di 980.000, per un controvalore

complessivo di oltre 68 miliardi[2]. La maggior parte delle domande (intorno a 850.000) riguarda prestiti di importo contenuto interamente garantiti dallo Stato, cui corrisponde circa un quarto del valore complessivo (16,9 miliardi). Per queste richieste la quota di finanziamenti erogati sul totale di quelli richiesti è in rapida crescita: al 26 giugno era oltre l'80 per cento, da poco meno del 40 il 15 maggio. Il sistema statale di garanzie è stato rafforzato con il coinvolgimento della SACE nell'attuazione delle misure di sostegno alla liquidità, soprattutto a favore delle imprese più grandi. Anche per i prestiti a queste aziende il ricorso al sostegno governativo è stato di entità significativa: all'8 luglio la SACE aveva concesso garanzie per quasi 9 miliardi.

Nei prossimi mesi la dinamica dei prestiti continuerà a essere sostenuta dai nuovi stimoli di politica monetaria (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate dalla BCE* del capitolo 1), dalle recenti iniziative europee sulla regolamentazione in materia di requisiti prudenziali per le banche[3] e dai provvedimenti delle autorità di vigilanza europee, per effetto dei chiarimenti sul trattamento prudenziale dei prestiti in caso di moratorie e garanzie pubbliche.

[2] I dati sono tratti dalla rilevazione settimanale condotta dalla Banca d'Italia presso un ampio campione di banche a partire dalla metà di aprile, subito dopo la definizione del quadro normativo sulle misure varate dal Governo per il sostegno della liquidità di famiglie e imprese, al fine di verificarne l'effettivo utilizzo. I dati sono aggiornati settimanalmente sul sito internet dell'Istituto e descritti nel comunicato stampa della task force coordinata dal Ministero dell'Economia e delle finanze (cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Task force per assicurare l'efficiente e rapido utilizzo delle misure di supporto alla liquidità*; cfr. inoltre: *Lo stato di attuazione delle misure in materia di finanziamento con garanzie dello Stato previste dai Decreti Legge n. 18 di marzo e n. 23 di aprile 2020*, audizione del Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia P. Angelini, Commissione parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario, Roma, 11 giugno 2020).

[3] Tali iniziative includono in particolare l'anticipo dell'entrata in vigore dell'estensione del trattamento di favore per i prestiti alle piccole e medie imprese e l'estensione del regime transitorio per la contabilizzazione delle perdite sui prestiti introdotto nel 2018 in occasione dell'adozione del principio contabile internazionale IFRS 9.

La raccolta rimane sostenuta

Tra febbraio e maggio la raccolta delle banche italiane è aumentata (tav. 11), rispecchiando principalmente la forte espansione delle passività verso l'Eurosistema. I depositi dei residenti sono cresciuti; all'incremento di quelli delle famiglie hanno verosimilmente contribuito vari fattori, tra cui l'impossibilità di effettuare determinate spese per consumi dovuta alle misure di contenimento e un maggiore risparmio precauzionale.

In giugno le banche italiane hanno ottenuto 249 miliardi nell'ambito della quarta asta della nuova serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3) e rimborsato 132 miliardi presi in prestito mediante le operazioni della serie precedente (TLTRO2); hanno inoltre ottenuto 14 miliardi nella seconda asta delle nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Longer-Term Refinincing Operations*, PELTRO; cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate dalla BCE* del capitolo 1) e hanno restituito 77 miliardi nell'ambito delle LTRO addizionali, avviate in marzo e scadute il 24 giugno. Complessivamente il rifinanziamento netto con durata pari o superiore ai tre mesi presso l'Eurosistema delle banche italiane è aumentato nel mese di giugno di 53 miliardi.

Il costo dell'indebitamento delle banche si riduce

Dall'ultima decade di marzo i rendimenti delle obbligazioni bancarie sul mercato secondario si sono progressivamente ridotti: in Italia all'inizio di luglio si collocavano al 2,0 per cento, un valore ancora superiore a quelli precedenti l'insorgere della pandemia, ma nettamente più contenuto rispetto al massimo del 3,9 per cento toccato alla fine di marzo. Nello stesso periodo il differenziale con la media dell'area è sceso di 60 punti base, portandosi sotto i 110 punti base.

Tavola 11

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

VOCI	Consistenze di fine mese		Variazioni percentuali sui 12 mesi (2)	
	Febbraio 2020	Maggio 2020	Febbraio 2020	Maggio 2020
Attività				
Prestiti a residenti in Italia (3)	1.665	1.689	-1,9	-0,2
di cui: a imprese (4)	635	657	-1,2	1,9
a famiglie (5)	631	629	2,5	1,3
Attività verso controparti centrali (6)	81	97	-1,1	-0,4
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (7)	535	580	-1,4	8,2
di cui: titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	390	441	-5,4	7,5
Attività verso Eurosistema (8)	125	127	72,0	48,7
Attività sull'estero (9)	446	466	8,8	12,8
Altre attività (10)	917	929	7,7	6,1
Totale attivo	**3.769**	**3.888**	**3,1**	**5,1**
Passività				
Depositi di residenti in Italia (3) (11) (12)	1.626	1.662	6,5	6,4
Depositi di non residenti (9)	341	327	3,6	-2,2
Passività verso controparti centrali (6)	122	138	-12,1	5,5
Obbligazioni (12)	236	228	-1,6	-5,0
Passività verso Eurosistema (8)	215	291	-11,3	19,8
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	127	121	8,9	8,0
Capitale e riserve	358	355	-4,6	-4,1
Altre passività (13)	744	765	8,4	8,4
Totale passivo	**3.769**	**3.888**	**3,1**	**5,1**

Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) I dati di maggio 2020 sono provvisori. – (2) Corrette per riclassificazioni, variazioni dovute ad aggiustamenti di valore e a fluttuazioni del cambio. Le variazioni dei prestiti alle imprese e alle famiglie sono corrette per le cartolarizzazioni. – (3) Esclude l'operatività nei confronti delle controparti centrali. – (4) Definizione armonizzata, esclude le famiglie produttrici. – (5) Definizione armonizzata, include le famiglie produttrici, le istituzioni sociali senza scopo di lucro e le unità non classificate. – (6) Include le sole operazioni di pronti contro termine. – (7) Esclude obbligazioni di IFM (istituzioni finanziarie e monetarie, ossia banche e fondi comuni monetari) residenti. – (8) L'aggregato comprende i rapporti con l'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.

Tra febbraio e maggio i tassi medi dei nuovi prestiti bancari alle imprese sono leggermente diminuiti, all'1,1 per cento (tav. 12 e fig. 36); la flessione ha riguardato solo i prestiti di importo inferiore a un milione di euro ed è stata più marcata per quelli fino a 250.000 euro. Nello stesso periodo anche i tassi medi dei nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto abitazioni si sono leggermente ridotti, all'1,3 per cento.

Tavola 12

Tassi di interesse bancari (1)
(valori percentuali)

SETTORI	Febbraio 2020	Maggio 2020
Prestiti alle imprese	**1,3**	**1,1**
di cui: fino a 1 milione di euro	1,9	1,6
oltre 1 milione di euro	0,8	0,9
Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni	**1,4**	**1,3**
di cui: a tasso fisso (2)	1,4	1,3
a tasso variabile (3)	1,4	1,4

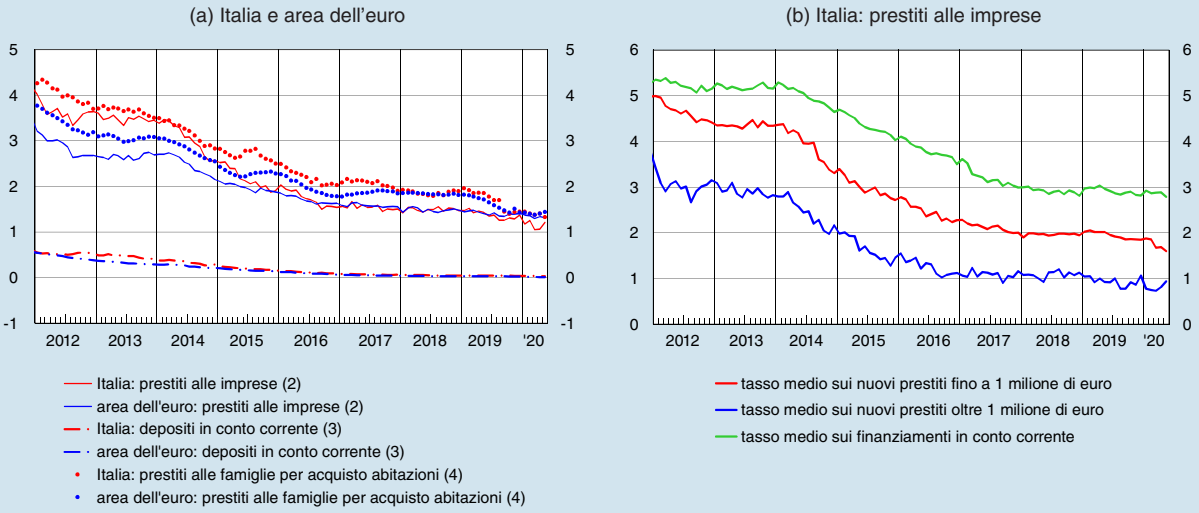
(1) Valori medi. Tassi sui nuovi prestiti, riferiti a operazioni in euro. I dati sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. – (2) Con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a un anno. – (3) Con periodo di determinazione iniziale del tasso inferiore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

Le condizioni di offerta si sono mantenute distese

I risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*) riferita al primo trimestre del 2020 che si è conclusa il 2 aprile incorporano solo in parte le prime valutazioni sugli effetti dell'emergenza sanitaria (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*). Le banche italiane intervistate hanno segnalato che le

Figura 36

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



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

condizioni di offerta sui prestiti per imprese e famiglie sono rimaste distese nel primo trimestre e hanno riportato attese di un aumento della domanda di prestiti da parte delle imprese nel secondo.

L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO

L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*)[1] riferita al primo trimestre del 2020 si è conclusa il 2 aprile e incorpora quindi solo in parte gli effetti dell'emergenza sanitaria. Secondo le banche italiane intervistate i criteri di offerta applicati ai nuovi prestiti alle imprese sono rimasti sostanzialmente invariati (figura A). Gli intermediari hanno segnalato di avere innalzato la propria tolleranza al rischio; quest'ultimo è tuttavia percepito in aumento, a causa del deterioramento delle prospettive economiche generali; la pressione concorrenziale tra le banche avrebbe continuato a fornire un contributo espansivo. Per il secondo trimestre gli intermediari hanno dichiarato di attendersi un allentamento dei propri criteri di offerta, verosimilmente incoraggiato dai provvedimenti di sostegno al credito adottati dal Governo.

Per i prestiti alle famiglie, nel primo trimestre le banche hanno leggermente allentato le politiche di offerta del credito al consumo e hanno ridotto i margini sui mutui per l'acquisto di abitazioni; per il secondo trimestre hanno segnalato attese di un ulteriore lieve allentamento dei criteri di offerta per il credito al consumo e politiche di offerta sostanzialmente invariate per i mutui.

[1] All'indagine hanno partecipato dieci tra i principali gruppi bancari italiani. Per i risultati relativi all'Italia, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Indagine sul credito bancario (BLS)*; per quelli relativi all'area dell'euro, cfr. BCE, *April 2020 euro area bank lending survey*, comunicato stampa del 28 aprile 2020.

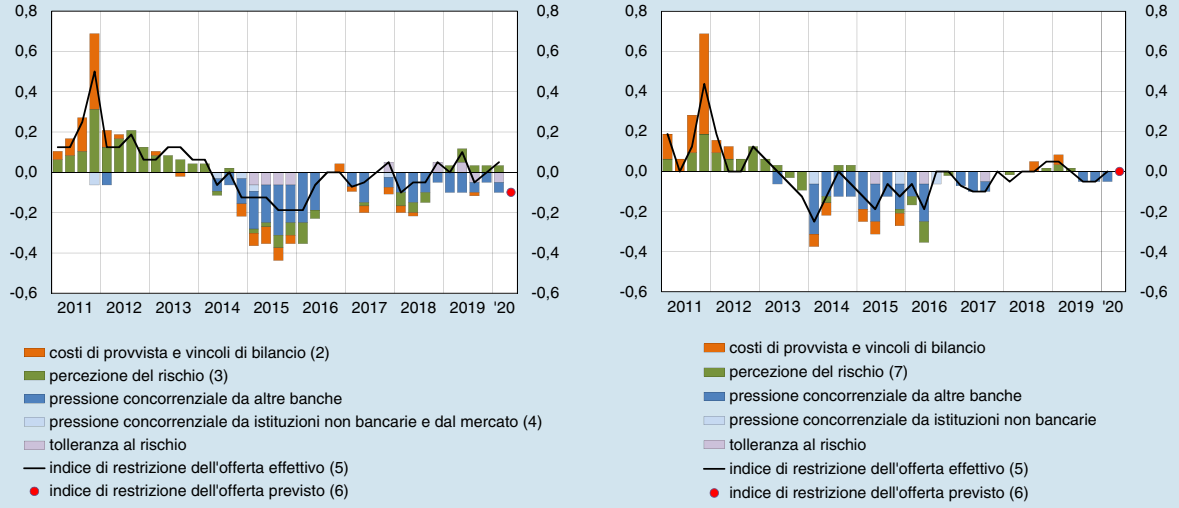
Figura A

Criteri di offerta e andamento della domanda di credito in Italia (1)

(dati trimestrali; indici di diffusione)

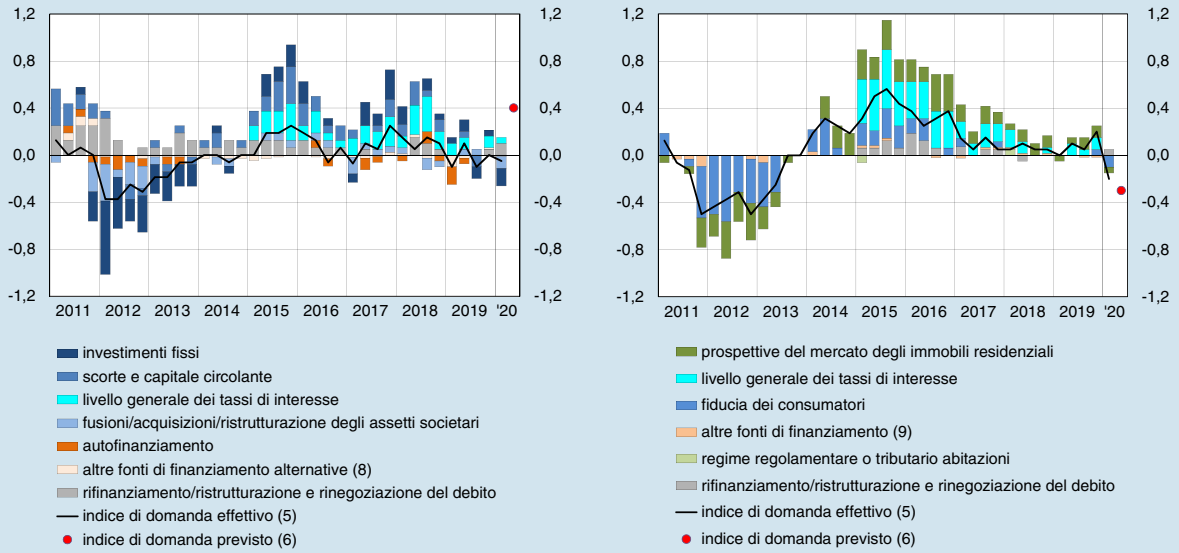
(a) prestiti alle imprese — (b) prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

fattori di irrigidimento (+)/allentamento (-) delle condizioni creditizie



(c) prestiti alle imprese — (d) prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

fattori di espansione (+)/contrazione (-) della domanda di prestiti



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

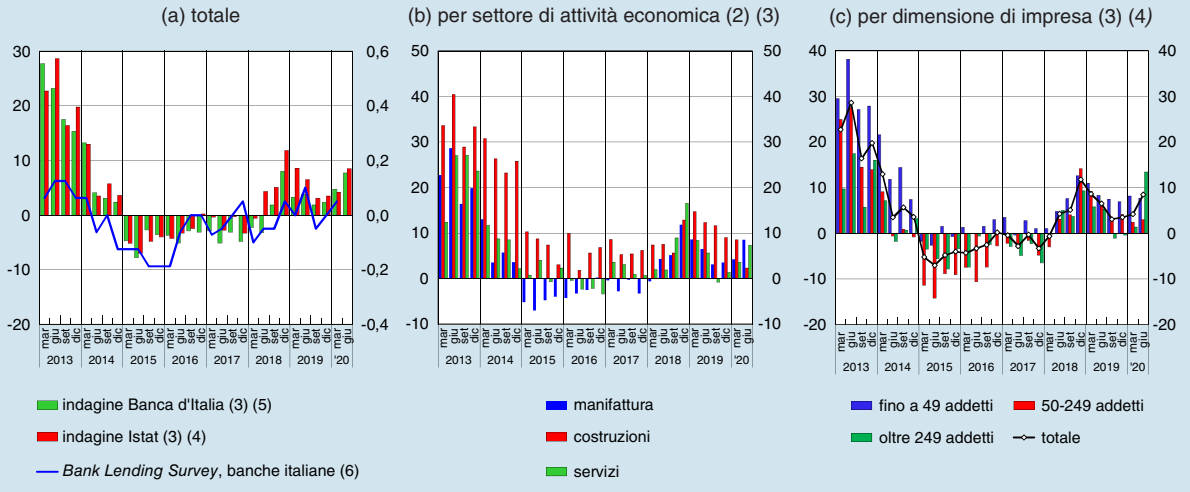
Le banche hanno riportato che la domanda di credito delle imprese è rimasta stabile nel primo trimestre, ma si aspettano un suo significativo aumento nel corso di quello successivo per effetto del maggiore fabbisogno di liquidità connesso con il deterioramento dell'attività economica. Gli intermediari hanno invece segnalato una diminuzione della domanda da parte delle famiglie nel primo trimestre, sia per l'acquisto di abitazioni sia per il credito al consumo; ne attendono un ulteriore calo nel secondo. Nelle valutazioni delle banche tale andamento rifletterebbe, in entrambi i casi, principalmente la diminuzione della fiducia dei consumatori.

Nell'indagine è stato chiesto agli intermediari di valutare l'impatto delle misure di politica monetaria adottate dalla BCE. Sulla base delle risposte ricevute, la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3), il programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP) e il programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) hanno migliorato le condizioni di liquidità degli intermediari, favorito l'allentamento dei termini e delle condizioni applicate al credito concesso e indotto un contenuto incremento dei prestiti erogati nel semestre terminato a marzo del 2020. In base alle previsioni delle banche l'effetto di tali misure sarebbe più forte nei sei mesi successivi.

Le indagini presso le imprese condotte dall'Istat e dalla Banca d'Italia relative al secondo trimestre del 2020 si sono concluse nel mese di giugno e incorporano le prime valutazioni sugli effetti delle misure di contenimento (figura B). Le aziende intervistate riferiscono un deterioramento delle condizioni di accesso al credito, più marcato per le imprese operanti nei settori dei servizi e della manifattura e per quelle di maggiore dimensione. La percentuale di imprese piccole che segnala un peggioramento di accesso al credito non è aumentata significativamente dopo l'inizio della pandemia, verosimilmente anche grazie al sostegno delle misure adottate dal Governo verso questa categoria di aziende.

Figura B

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



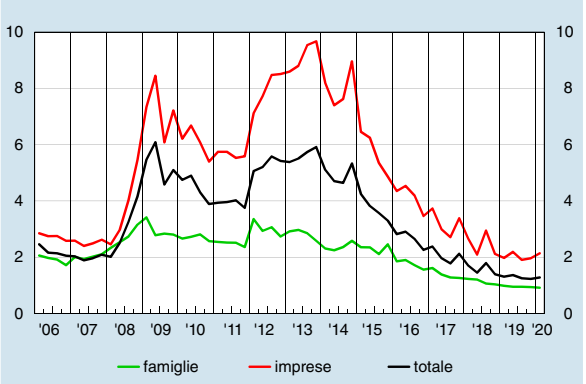
(1) L'indagine Banca d'Italia (in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* fino a ottobre 2018) è condotta trimestralmente su un campione di imprese medio-grandi (con almeno 50 addetti) appartenenti ai settori dell'industria in senso stretto e dei servizi. Le indagini Istat sulla fiducia delle imprese sono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

Il flusso di nuovi crediti deteriorati è rimasto contenuto

Nel primo trimestre il flusso di nuovi crediti deteriorati in rapporto al totale dei finanziamenti si è mantenuto stabile rispetto al periodo precedente (1,3 per cento, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno; fig. 37); in prospettiva l'impatto della crisi sulla qualità del credito verrà plausibilmente mitigato dagli effetti delle misure adottate dal Governo (cfr. il riquadro: *Le misure di sostegno finanziario alle imprese*, in *Bollettino economico*, 2, 2020). Il tasso di deterioramento dei prestiti è invariato per le famiglie (0,9 per cento) ed è leggermente salito per le imprese (2,1 per cento, dal 2,0 di dicembre 2019), a causa dell'aumento registrato nei settori dei servizi e delle costruzioni. L'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti dei gruppi bancari significativi è diminuita lievemente, sia al lordo sia al netto delle rettifiche (tav. 13). Il tasso di copertura è rimasto invariato.

Figura 37

Tassi di deterioramento del credito (1)
(dati trimestrali; valori percentuali)



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, in ragione d'anno. Dati depurati dalla componente stagionale, ove presente.

Tavola 13

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

VOCI	Dicembre 2019	Marzo 2020
Crediti deteriorati (2)		
Incidenza lorda sul totale dei finanziamenti	6,7	6,4
Incidenza netta sul totale dei finanziamenti	3,2	3,1
Tasso di copertura (3)	53,7	53,7
Patrimonio di vigilanza		
Common equity tier1 (CET1) *ratio*	13,9	14,0
VOCI	1° trim. 2019	1° trim. 2020
Redditività (4)		
Return on equity (ROE) (5)	7,7	2,4
Margine di interesse (6)	-2,8	-5,6
Margine di intermediazione (6)	-6,0	0,2
Costi operativi (6)	-1,6	-1,9
Risultato di gestione (6)	-13,6	4,6
Rettifiche di valore su crediti (6)	-8,2	79,7

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

La situazione patrimoniale delle banche è solida

Nel primo trimestre del 2020 il livello medio di patrimonializzazione dei gruppi significativi è leggermente migliorato, per effetto dell'accantonamento di quella parte degli utili relativi al 2019 la cui distribuzione è stata sospesa in seguito alla raccomandazione della BCE dello scorso marzo e, in misura più contenuta, per effetto della riduzione degli attivi ponderati.

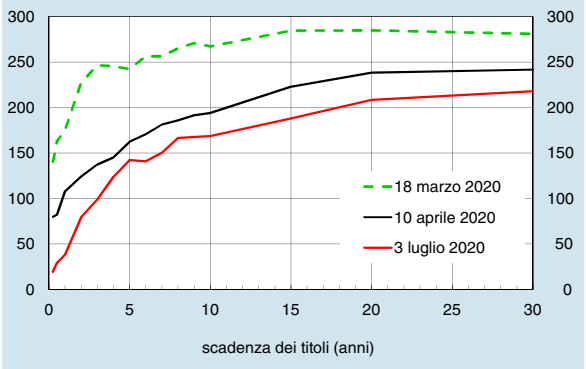
Sempre nei primi tre mesi dell'anno la redditività dei gruppi bancari significativi ha subito un calo rispetto al primo trimestre del 2019. Il rendimento del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE), al netto delle componenti straordinarie, è sceso dal 7,7 al 2,4 per cento[5] (3,1 depurando il dato dalla perdita legata alla riduzione della partecipazione in Yapi Kredi Bank da parte di UniCredit); il calo riflette soprattutto l'aumento delle rettifiche su crediti ascrivibile in larga parte ai maggiori gruppi e connesso con il deterioramento dello scenario macroeconomico utilizzato per il calcolo delle perdite attese secondo i vigenti principi contabili. Il margine di intermediazione si è mantenuto stabile: una flessione del margine di interesse è stata compensata dall'incremento degli altri ricavi. I costi operativi sono diminuiti.

2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

In seguito agli interventi delle autorità monetarie e fiscali e all'allentamento delle misure di contenimento adottate per contrastare la pandemia, le quotazioni della borsa italiana sono aumentate. I rendimenti dei titoli di Stato italiani sono scesi, così come i costi di finanziamento delle imprese e delle banche. È ripresa l'attività di emissione di obbligazioni, incoraggiata anche dagli acquisti dell'Eurosistema. I prezzi delle attività finanziarie rimangono tuttavia esposti al rischio di correzioni significative.

Figura 38

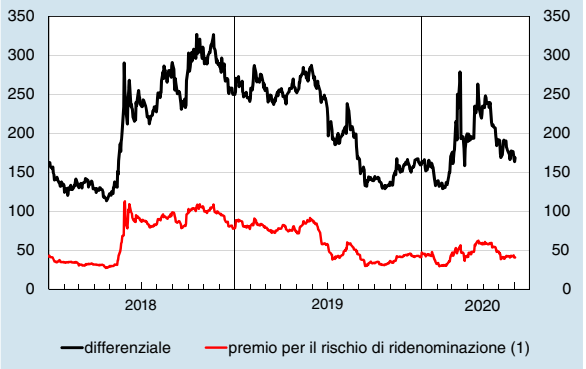
Struttura per scadenza degli spread sovrani (1)
(punti base)



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

Figura 39

Differenziale tra i rendimenti dei titoli di Stato decennali italiani e tedeschi e premio per il rischio di ridenominazione
(dati giornalieri; punti base)



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.

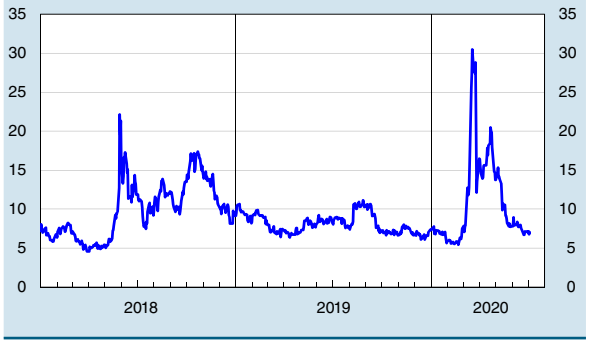
[5] Nel calcolo del ROE del primo trimestre del 2020 sono stati esclusi i costi straordinari di integrazione contabilizzati da un intermediario e connessi con la riduzione del personale.

I rendimenti dei titoli di Stato sono diminuiti

I rendimenti dei titoli di Stato italiani, dopo avere oscillato su valori relativamente elevati, si sono ridotti su tutte le scadenze dalla metà di maggio. La discesa ha rispecchiato principalmente la flessione del premio per il rischio sovrano (fig. 38); quello relativo al rischio di ridenominazione è rimasto su livelli contenuti (fig. 39). La volatilità implicita nei contratti derivati sul titolo decennale italiano è diminuita in misura marcata, raggiungendo livelli inferiori a quelli medi dello scorso anno (fig. 40).

Figura 40

Volatilità implicita nelle opzioni sui BTP futures (1)
(dati giornalieri; valori percentuali)



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

Le quotazioni azionarie sono salite

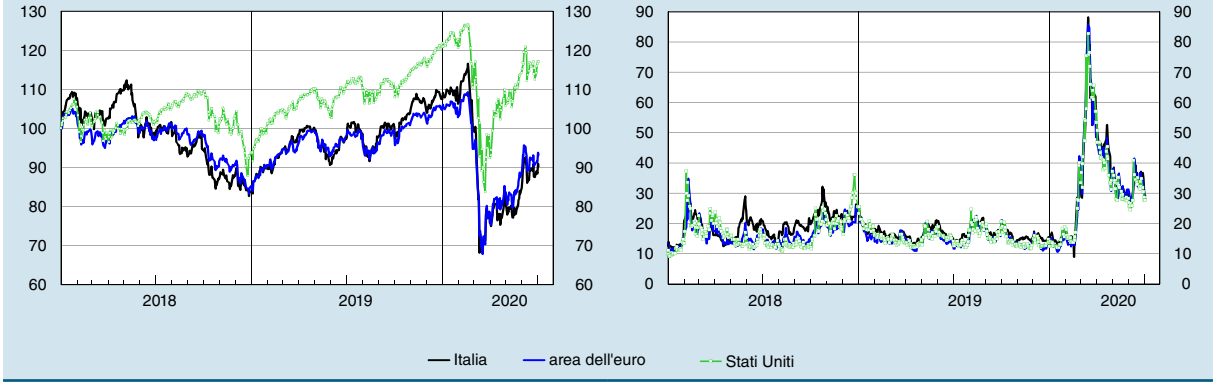
I corsi azionari sono aumentati in Italia, così come nell'area dell'euro (fig. 41.a). Tra la fine della prima decade di aprile e l'inizio di luglio l'indice generale è cresciuto del 12 per cento, quello del comparto bancario del 19 (14 e 15 per cento nell'area nell'euro, rispettivamente). Le valutazioni di mercato hanno beneficiato di una significativa diminuzione del premio per il rischio azionario, sceso al di sotto dei livelli di inizio anno in un contesto di minore volatilità (fig. 41.b); la fiducia degli investitori è progressivamente migliorata con il dispiegarsi degli interventi delle banche centrali e delle misure di politica di bilancio nonché, a partire da maggio, con la graduale rimozione dei provvedimenti di contenimento del contagio.

Figura 41

Corsi azionari

(a) indici di prezzo (1)
(dati giornalieri; indici: 1° gennaio 2018=100)

(b) indici di volatilità (2)
(dati giornalieri; valori percentuali)



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

Nel secondo trimestre si sono ridotti i costi di finanziamento delle società italiane…

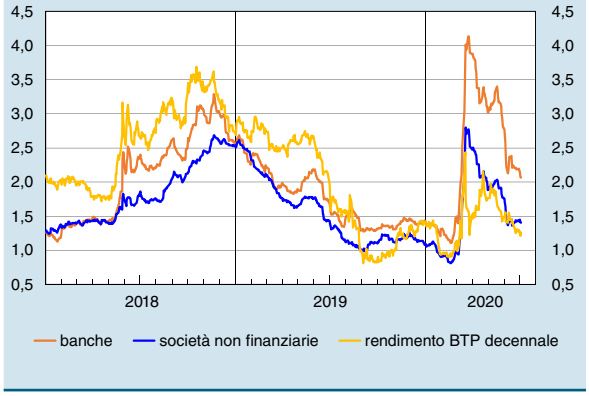
Il ridimensionamento dei premi per il rischio si è riflesso sui costi di finanziamento delle imprese e delle banche italiane. Dalla fine della prima decade di aprile i rendimenti sul mercato secondario delle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie e dagli istituti di credito sono diminuiti di 86 e 131 punti base, rispettivamente (fig. 42); in Italia le condizioni di finanziamento delle banche sono migliorate in misura più decisa di quelle medie nell'area dell'euro.

…e sono aumentate le emissioni obbligazionarie

L'incremento dei costi della raccolta di fondi osservato alla fine del primo trimestre ha frenato il ricorso al mercato obbligazionario da parte delle imprese italiane; i collocamenti lordi di obbligazioni sono stati pressoché nulli in marzo e aprile. Sulla base di dati preliminari di fonte Bloomberg, nel secondo trimestre dell'anno le emissioni nette di titoli obbligazionari sarebbero tornate positive (1,5 miliardi, da -3,4 nel primo trimestre), grazie sia ai maggiori collocamenti lordi sia ai minori rimborsi. La ripresa dell'attività di emissione è stata incoraggiata, oltre che dai minori costi di raccolta, dagli acquisti di obbligazioni delle società non finanziarie da parte dell'Eurosistema. Le emissioni delle banche hanno risentito in misura più limitata del peggioramento delle condizioni di finanziamento sul mercato obbligazionario. Nel complesso le emissioni nette delle banche sarebbero state pari a 2,7 miliardi nel secondo trimestre (da -14,5 miliardi nel primo).

Figura 42

Rendimenti delle obbligazioni di banche e società non finanziarie italiane (1)
(dati giornalieri; valori percentuali)



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

La raccolta netta dei fondi comuni è tornata positiva

In base a dati di Assogestioni, il flusso netto di risparmio verso i fondi comuni aperti è risultato negativo nel primo trimestre (-12,1 miliardi di euro, contro 5,6 negli ultimi tre mesi del 2019), a causa degli ingenti deflussi registrati in marzo. In aprile e maggio la raccolta netta è stata invece positiva, grazie soprattutto alle sottoscrizioni di quote di fondi obbligazionari e azionari.

2.9 LA FINANZA PUBBLICA

La diffusione dell'epidemia di Covid-19 e la conseguente risposta della politica di bilancio hanno avuto una forte ricaduta sui conti pubblici nella prima parte dell'anno. L'impatto dovrebbe accentuarsi nei prossimi mesi, con il pieno manifestarsi degli effetti del deterioramento del quadro macroeconomico e delle misure espansive approvate finora. Secondo le previsioni del Governo nel 2020 l'indebitamento netto aumenterebbe al 10,4 per cento del PIL (dall'1,6 del 2019) e il rapporto tra il debito e il prodotto crescerebbe di quasi 21 punti percentuali, al 155,7 per cento.

Il Governo ha varato provvedimenti espansivi

Tra marzo e maggio l'Esecutivo ha varato diversi provvedimenti espansivi per gestire l'emergenza sanitaria e per mitigarne l'impatto sull'economia. Nelle valutazioni ufficiali gli interventi accrescono complessivamente il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche dell'anno in corso di circa 75 miliardi (4,5 per cento del PIL); gli effetti in termini di fabbisogno, che tengono conto anche di alcune misure di natura finanziaria, ammontano a quasi 87 miliardi (oltre il 5 per cento del PIL; cfr. il riquadro: *La risposta della politica di bilancio all'emergenza*). Alla luce di questi provvedimenti e delle ripercussioni sui conti pubblici del deterioramento del quadro macroeconomico, nelle previsioni del Governo l'indebitamento netto per l'anno in corso si collocherebbe al 10,4 per cento del prodotto (1,6 nel 2019) e l'incidenza del debito sul PIL aumenterebbe al 155,7 per cento (dal 134,8 del 2019). Sulla base delle valutazioni ufficiali si può stimare che il fabbisogno del settore statale supererebbe 190 miliardi (41,5 nel 2019).

LA RISPOSTA DELLA POLITICA DI BILANCIO ALL'EMERGENZA

La risposta della politica di bilancio all'emergenza ha perseguito principalmente due finalità: da un lato ha aumentato le risorse disponibili per il sistema sanitario e di protezione civile per fronteggiare la crisi sanitaria; dall'altro ha fornito sostegno economico a lavoratori, famiglie e imprese per limitare gli effetti della pandemia e in particolare della forzata interruzione dell'attività produttiva. Le misure adottate, che mobilitano un'ingente quantità di risorse, incidono direttamente solo in parte sull'indebitamento netto.

Misure con impatto sull'indebitamento netto. – Dopo i primi interventi in favore delle zone più colpite (finanziati con risorse già disponibili a legislazione vigente e quindi senza impatto sul disavanzo), tra marzo e maggio il Governo ha varato tre decreti legge[1] che accrescono – secondo le valutazioni ufficiali – l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche complessivamente di circa 75 miliardi nel 2020, di 26 nel 2021 e di circa 35 nel 2022 (tavola). La maggior parte delle misure ha natura temporanea, con effetti che si esauriscono nell'anno in corso; l'incremento del disavanzo per i prossimi anni è dovuto soprattutto alla cancellazione dei previsti aumenti dell'imposizione indiretta connessi con le clausole di salvaguardia (valutati ufficialmente in 19,8 miliardi per il 2021 e in 26,7 per l'anno successivo).

Per il 2020 i provvedimenti prevedono principalmente misure a sostegno del reddito dei lavoratori e delle famiglie (28,6 miliardi), delle imprese e dell'attività economica (28,5), del sistema sanitario (8,2).

Le misure che riguardano i lavoratori e le famiglie sono numerose. I principali interventi destinano risorse: al rafforzamento degli ammortizzatori sociali per i lavoratori dipendenti (14,5 miliardi), autonomi e di settori specifici (7,4); al finanziamento di congedi speciali e di bonus per servizi di baby-sitting in favore dei genitori lavoratori e all'ampliamento dei permessi retribuiti per i fruitori dei benefici della L. 104/1992 (per complessivi 2,3 miliardi). Le misure relative alle imprese mirano principalmente a finanziare il rilascio di garanzie pubbliche su prestiti (8 miliardi), la concessione di contributi a fondo perduto in favore dei titolari di partita IVA che hanno subito un calo rilevante del fatturato (6,2 miliardi) e la riduzione del carico fiscale (5,4 miliardi, di cui 4 dovuti alla cancellazione del versamento del saldo IRAP per l'anno 2019 e della prima rata di acconto per il 2020). Con riferimento alla sanità, i provvedimenti includono

[1] Si tratta del DL 18/2020 (decreto "cura Italia"), convertito dalla L. 27/2020, del DL 23/2020 (decreto "liquidità"), convertito dalla L. 40/2020, e del DL 34/2020 (decreto "rilancio"), in corso di conversione. Il varo dei decreti ha richiesto la preventiva autorizzazione ad accrescere il disavanzo da parte del Parlamento a maggioranza assoluta dei componenti di ciascuna Camera, come previsto dalla L. 243/2012. Per una descrizione delle principali misure contenute nel DL 18/2020, cfr. il riquadro: *Le misure per fronteggiare l'emergenza sanitaria in Italia*, in *Bollettino economico*, 2, 2020 e la memoria della Banca d'Italia per la 5ª Commissione (Programmazione economica e Bilancio), *Disegno di legge A.S. 1766, conversione in legge del decreto-legge 17 marzo 2020, n. 18 recante misure di potenziamento del Servizio sanitario nazionale e di sostegno economico per famiglie, lavoratori e imprese connesse all'emergenza epidemiologica da Covid-19*, Senato della Repubblica, Roma, 25 marzo 2020; per il DL 23/2020, cfr. *Conversione in legge del DL 8 aprile 2020, n. 23 (misure urgenti in materia di accesso al credito e di adempimenti fiscali per le imprese, di poteri speciali nei settori strategici, nonché interventi in materia di salute e lavoro, di proroga di termini amministrativi e processuali)*, testimonianza del Capo del Servizio Struttura economica della Banca d'Italia F. Balassone, Camera dei deputati, Roma, 27 aprile 2020; per il DL 34/2020, cfr. la memoria della Banca d'Italia per la 5ª Commissione (Bilancio, tesoro e programmazione), *AC n. 2500, Conversione in legge del decreto-legge 19 maggio 2020, n. 34, recante misure urgenti in materia di salute, sostegno al lavoro e all'economia, nonché di politiche sociali connesse all'emergenza epidemiologica da Covid-19*, Camera dei deputati, Roma, 8 giugno 2020.

l'incremento del fondo per le emergenze nazionali (3,5 miliardi), lo stanziamento di risorse per l'ampliamento dei reparti di terapia intensiva (1,5) e l'incremento del finanziamento del fondo sanitario nazionale (1,4).

Le disposizioni destinano da ultimo risorse agli enti territoriali (6,3 miliardi), al fine di mitigare l'impatto dell'emergenza sanitaria sui loro bilanci e preservare lo svolgimento delle funzioni fondamentali, e al sistema scolastico e universitario (1,3), principalmente per la realizzazione di interventi per il contenimento del rischio epidemiologico e la ripresa in sicurezza del nuovo anno scolastico.

Misure senza impatto sull'indebitamento netto. – Sono inoltre previste misure che, secondo le valutazioni ufficiali, non hanno impatto sull'indebitamento netto ma peggiorano il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche per circa 20 miliardi nel 2020[2]. In particolare 12 miliardi vengono destinati al pagamento dei debiti commerciali degli enti territoriali scaduti alla fine dello scorso anno, 4 miliardi alla sottoscrizione di strumenti di debito emessi da imprese di media dimensione che, a causa dell'emergenza sanitaria, abbiano subito una forte riduzione dei ricavi e provveduto ad aumenti di capitale[3] e 3 miliardi per la partecipazione in una nuova società operante nel trasporto aereo.

Ulteriori interventi peggiorano il saldo del bilancio dello Stato (saldo netto da finanziare) per circa 84 miliardi, ma non hanno impatto – nelle valutazioni ufficiali – né sull'indebitamento netto né sul fabbisogno. Circa la metà delle risorse stanziate (44 miliardi) è finalizzata alla costituzione di un patrimonio destinato (denominato Patrimonio Rilancio), partecipato dal Ministero dell'Economia e delle finanze e gestito da Cassa depositi e prestiti (CDP), per l'acquisizione di azioni, partecipazioni e obbligazioni convertibili di imprese non finanziarie residenti in Italia con un fatturato superiore a 50 milioni di euro[4]. Il resto delle risorse è in gran parte dedicato agli accantonamenti necessari a fronte delle garanzie rilasciate principalmente attraverso SACE (31 miliardi) e all'accreditamento dei contributi figurativi previsto dalle misure di sostegno al reddito (quasi 9 miliardi).

Nel complesso si può stimare che l'ammontare delle garanzie pubbliche attivabili sulla base delle misure finora varate sia di oltre 500 miliardi, circa sei volte il valore di quelle in essere alla fine del 2019. Data la gravità della crisi e l'incertezza sui tempi e sull'intensità della ripresa dell'attività economica, la probabilità di una futura escussione di tali garanzie è verosimilmente più elevata che in condizioni normali. Gli oneri per le finanze pubbliche quindi, seppure distribuiti su più esercizi, potranno essere significativi.

[2] Alcune misure, quali ad esempio il menzionato rilascio di garanzie pubbliche sui prestiti alle imprese, hanno impatto sull'indebitamento netto ma non sul fabbisogno.

[3] La sottoscrizione avviene attraverso il Fondo Patrimonio PMI, gestito da Invitalia, e interviene a favore di imprese con un fatturato compreso tra 10 e 50 milioni di euro.

[4] Il Patrimonio Rilancio verrà finanziato, tra l'altro, con l'assegnazione di titoli di Stato fino a 44 miliardi. Sebbene il trattamento statistico della misura sia incerto, le risorse necessarie per l'operatività del patrimonio destinato accrescerebbero verosimilmente il debito pubblico; inoltre gli interventi potrebbero avere un impatto sull'indebitamento netto qualora non fossero realizzati a condizioni allineate a quelle prevalenti sui mercati.

Tavola

Effetti sul conto economico delle Amministrazioni pubbliche dei provvedimenti espansivi in risposta all'emergenza

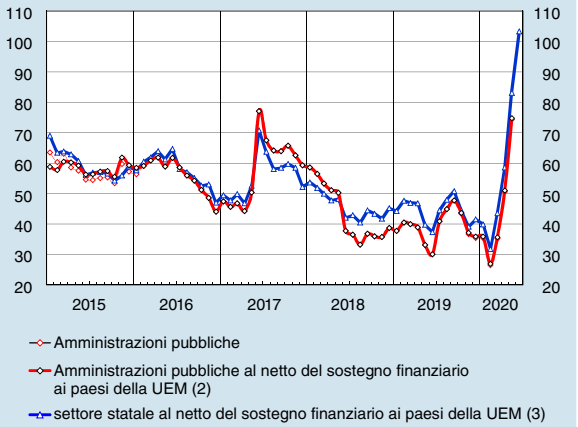
(milioni di euro)

VOCI	2020	2021	2022
USO DELLE RISORSE	**77.444**	**30.380**	**35.479**
Maggiori spese (A=A1+A2+A3+A4+A5)	**69.944**	**9.139**	**6.959**
Interventi a sostegno del servizio sanitario (A1)	**8.209**	**631**	**1.630**
Fondo per le emergenze nazionali e altri interventi connessi con l'emergenza (effetto netto)	3.497	4	1
Ampliamento offerta ospedaliera di posti letto ad alta intensità di cure	1.467	0	0
Finanziamento fabbisogno sanitario nazionale standard	1.410	500	1.500
Riorganizzazione su base territoriale dei servizi di assistenza sanitaria	1.257	0	0
Rafforzamento dotazione di personale sanitario	578	126	130
Interventi a sostegno delle famiglie (A2)	**28.591**	**39**	**79**
Cassa integrazione guadagni e altri ammortizzatori sociali per lavoratori dipendenti	14.471	0	0
Indennità a favore di lavoratori autonomi e di settori specifici (effetto netto)	7.376	39	79
Congedo parentale, bonus per servizi di baby-sitting ed estensione benefici L.104/92	2.294	0	0
Reddito di ultima istanza e indennità a favore di lavoratori domestici	1.423	0	0
Reddito di emergenza	955	0	0
Premio per i lavoratori dipendenti con redditi fino a 40.000 euro	881	0	0
Altri interventi a favore delle famiglie	1.192	0	0
Interventi a sostegno delle imprese e dell'attività economica (A3)	**23.179**	**4.716**	**1.456**
Garanzie a favore delle imprese	8.044	0	0
Contributo a fondo perduto titolari di partita IVA colpiti dall'emergenza	6.192	0	0
Credito di imposta su canoni di locazione	1.780	0	0
Crediti di imposta per vacanze e interventi sugli immobili	1.677	414	1.330
Trasformazione in crediti di imposta di DTA	1.058	0	0
Riduzione oneri bollette elettriche per il trimestre maggio-luglio	600	0	0
Credito di imposta per adeguamento e sanificazione degli ambienti di lavoro (effetto netto)	200	2.000	0
Sostegno alla ricapitalizzazione delle piccole e medie imprese	5	2.000	0
Altri interventi a favore delle imprese (effetto netto)	3.622	301	126
Risorse destinate agli enti territoriali e al sostegno del sistema scolastico e universitario (A4)	**7.526**	**1.125**	**660**
Fondo per le funzioni fondamentali e altri interventi a favore dei Comuni	4.202	0	0
Fondo per l'esercizio delle funzioni delle Regioni e delle Province e altri interventi	2.068	0	0
Spese a sostegno del sistema scolastico e universitario	1.257	1.125	660
Altre spese (A5)	**2.438**	**2.629**	**3.134**
Interessi passivi derivanti dalle maggiori emissioni nette di titoli del debito pubblico	507	1.766	2.537
Altre spese	1.931	863	598
Minori entrate (B=B1+B2+B3)	**-7.501**	**-21.241**	**-28.520**
Abolizione delle clausole di salvaguardia sull'IVA e sulle accise (B1)	0	**-19.821**	**-26.733**
Interventi a sostegno delle imprese e dell'attività economica (B2)	**-5.354**	**-1.310**	**-1.286**
Mancato versamento saldo IRAP 2019 e prima rata acconto IRAP 2020	-3.952	0	0
Sospensione dei termini di versamento e incremento limite annuo crediti compensabili o rimborsabili	-1.380	0	0
Crediti di imposta per vacanze e interventi sugli immobili (effetto netto)	-22	-1.310	-1.286
Altre entrate (B3)	**-2.147**	**-110**	**-501**
Posticipazione dell'entrata in vigore di diverse imposte (tra cui sugar tax e plastic tax; effetto netto)	-519	-45	72
Riduzione IVA su dispositivi per cura e contenimento del virus	-257	-318	-318
Altre entrate (effetto netto)	-1.370	252	-255
REPERIMENTO RISORSE	**2.125**	**4.304**	**831**
Maggiori entrate (C)	**1.536**	**683**	**327**
Effetti riflessi delle misure sul pubblico impiego	1.070	438	137
Altre entrate	467	244	190
Minori spese (D)	**-588**	**-3.621**	**-504**
Riduzione fondo misure premiali per favorire l'utilizzo di strumenti di pagamento elettronici	0	-3.000	0
Altre spese	-588	-621	-504
Variazione netta entrate (E=B+C)	**-5.965**	**-20.558**	**-28.192**
Variazione netta spese (F=A+D)	**69.355**	**5.518**	**6.456**
correnti	53.873	1.093	6.345
in conto capitale	15.482	4.425	111
Variazione dell'indebitamento netto (G=F-E)	**75.320**	**26.076**	**34.648**
in percentuale del PIL (1)	4,5	1,5	….
per memoria: variazione del fabbisogno	86.894	25.991	34.414
variazione del saldo netto da finanziare	179.573	26.115	34.333

Fonte: elaborazioni sui documenti ufficiali delle LL. 27/2020 e 40/2020 e del DL 34/2020.
(1) Si considera il PIL nominale tendenziale riportato nel *Documento di economia e finanza 2020*.

Figura 43

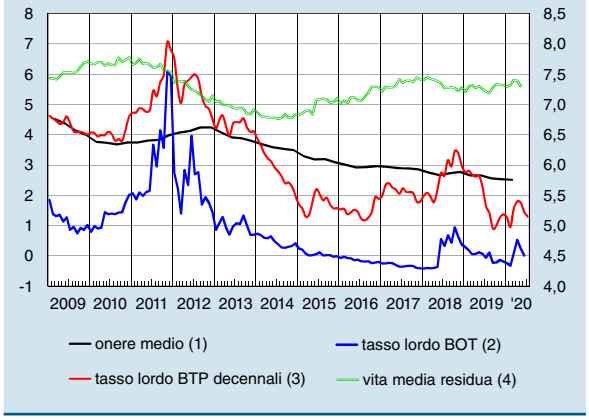
Fabbisogno cumulato degli ultimi 12 mesi (1)
(dati mensili; miliardi di euro)



Fonte: Ministero dell'Economia e delle finanze, per il settore statale.
(1) Al netto dei proventi delle dismissioni mobiliari effettuate dallo Stato. – (2) Sono escluse le passività connesse con i prestiti in favore di Stati membri dell'area dell'euro (UEM), erogati sia bilateralmente sia attraverso lo European Financial Stability Facility (EFSF), e con il contributo al capitale dello European Stability Mechanism (ESM). – (3) Sono escluse le passività connesse con i prestiti bilaterali in favore di Stati membri della UEM e con il contributo al capitale dell'ESM; i prestiti erogati attraverso l'EFSF non sono contabilizzati nel fabbisogno del settore statale.

Figura 44

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.

Nei primi mesi dell'anno il fabbisogno e il debito sono aumentati

Nel primo semestre il fabbisogno del settore statale è aumentato di 62 miliardi rispetto allo stesso periodo del 2019, a oltre 95 miliardi. Con riferimento al complesso delle Amministrazioni pubbliche, per cui sono disponibili i dati relativi ai primi cinque mesi dell'anno, il fabbisogno è stato di 68,5 miliardi, oltre il doppio nel confronto con il corrispondente periodo del 2019 (fig. 43).

Nel mese di maggio il debito delle Amministrazioni pubbliche ha superato 2.500 miliardi; rispetto alla fine del 2019 è aumentato di circa 98 miliardi, riflettendo, oltre al fabbisogno, l'incremento delle disponibilità liquide del Tesoro[6]. La vita media residua del debito è rimasta stabile rispetto alla fine dello scorso anno, a 7,3 anni (fig. 44). L'onere medio del debito era pari al 2,51 per cento alla fine di marzo, dal 2,53 della fine del 2019. Per effetto degli acquisti di titoli pubblici nell'ambito dei programmi decisi dall'Eurosistema, la quota di debito pubblico detenuta dalla Banca d'Italia è cresciuta nei primi cinque mesi dell'anno di quasi due punti percentuali, al 18,5 per cento.

2.10 LE PROSPETTIVE

Le proiezioni per l'economia italiana presentate in questo Bollettino aggiornano, alla luce delle informazioni più recenti, il quadro predisposto nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema pubblicato lo scorso 5 giugno[7].

[6] Per ulteriori dettagli, cfr. *Finanza pubblica: fabbisogno e debito*, Banca d'Italia, Statistiche, che sarà pubblicato il 15 luglio 2020.

[7] Tali proiezioni erano basate sulle informazioni disponibili al 19 maggio per la formulazione delle ipotesi tecniche e al 22 maggio per i dati congiunturali; cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana (esercizio coordinato dell'Eurosistema)*, 5 giugno 2020.

Si presentano due scenari

Nell'attuale fase ciclica la difficoltà di formulare proiezioni risente dell'incertezza circa la durata, la virulenza e l'estensione geografica dell'epidemia. Tempi e intensità della ripresa dipenderanno dall'evoluzione dei contagi e delle misure di contenimento, dall'andamento dell'economia globale, dagli effetti sulla fiducia e sulle decisioni di spesa delle famiglie e di investimento delle imprese, da eventuali ripercussioni finanziarie; saranno inoltre influenzati dall'orientamento futuro della politica monetaria e di bilancio, nel nostro paese e a livello europeo.

In uno scenario di base si ipotizza che: la diffusione della pandemia rimanga sotto controllo sia a livello globale sia in Italia e che proseguano la graduale rimozione delle misure di contenimento del contagio e l'attenuazione delle loro ripercussioni economiche; l'andamento del quadro internazionale sia in linea con le stime attuali dei principali previsori; le condizioni finanziarie non si deteriorino rispetto a quanto implicito nelle attuali valutazioni dei mercati. I possibili effetti di sviluppi più sfavorevoli per tali fattori vengono considerati per formulare uno scenario più avverso.

Le proiezioni qui presentate tengono conto dell'impatto diretto delle misure di contenimento, derivante dalle limitazioni alla produzione e al consumo; della minore domanda dall'estero; del sostanziale arresto dei flussi turistici internazionali nell'anno in corso; degli effetti dell'incertezza e della fiducia sulla propensione a investire delle imprese; della risposta della politica di bilancio (cfr. il riquadro: *L'impatto macroeconomico della pandemia di Covid-19 sull'economia italiana: una stima dei principali canali di trasmissione*).

L'IMPATTO MACROECONOMICO DELLA PANDEMIA DI COVID-19 SULL'ECONOMIA ITALIANA: UNA STIMA DEI PRINCIPALI CANALI DI TRASMISSIONE

Gli effetti della pandemia si trasmettono all'economia attraverso molteplici canali. Si fornisce di seguito una stima quantitativa dei contributi di ciascuno dei principali canali all'andamento del PIL nello scenario di base. In particolare si considerano: (a) l'impatto diretto delle misure di contenimento; (b) la discesa degli scambi internazionali e della domanda estera; (c) il ridimensionamento dei flussi turistici internazionali; (d) gli effetti dell'incertezza e della fiducia sulla propensione a investire delle imprese; (e) la risposta della politica di bilancio. La tavola riporta il contributo di ciascun canale, quantificato mediante simulazioni del modello trimestrale dell'economia italiana come differenza tra le stime di crescita dello scenario di base attuale e quelle pubblicate nel *Bollettino economico*, 1, 2020[1].

Effetti diretti delle misure di contenimento. – Le misure più stringenti hanno avuto una durata complessiva di 11 settimane. Gli effetti diretti sono calcolati in base alla stima che tra il 9 e il 27 marzo e tra il 4 e il 17 maggio le limitazioni abbiano riguardato un insieme di attività cui fa capo poco più del 15 per cento del valore aggiunto complessivo, e che tra il 28 marzo e il 3 maggio siano state sospese attività che producono poco meno del 30 per cento del valore aggiunto. Si è inoltre stimato che il protrarsi di ostacoli all'attività produttiva anche nella seconda metà di maggio e in giugno abbia interessato una quota di valore aggiunto inferiore al 5 per cento. In questo quadro l'effetto diretto della sospensione delle attività (il cosiddetto *lockdown*) comporterebbe una riduzione del valore aggiunto annuale di 5,0 punti percentuali nel 2020 (tavola). La graduale rimozione delle misure di contenimento e la riapertura delle attività precedentemente sospese fornirebbero un deciso impulso alla ripresa del PIL nel 2021, seppure non sufficiente a compensare interamente le perdite subite.

[1] Sebbene tali canali di trasmissione della crisi non siano necessariamente tra loro indipendenti, in prima approssimazione l'impatto complessivo sul PIL può essere calcolato come somma dei singoli effetti.

Tavola

Canali di trasmissione dello shock da Covid-19 nello scenario di base
(variazioni percentuali)

	PIL			Occupazione *(ore lavorate)*		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
x. Previsioni *Bollettino economico*, 1, 2020	0,5	0,9	1,1	0,4	0,6	0,7
a. Misure di contenimento	-5,0	3,5	0,8	-8,0	6,2	1,0
b. Commercio globale	-2,3	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8	-0,1
c. Flussi turistici netti dall'estero	-2,5	-0,9	0,6	-3,5	-0,6	0,8
d. Fiducia e incertezza	-2,2	1,1	1,1	-0,6	-0,4	0,9
e. Politica di bilancio	2,1	0,3	-0,3	0,6	0,9	0,0
f. Altri fattori (1)	-0,1	0,4	-0,3	0,1	0,4	-0,1
Scenario macroeconomico di base (x+a+b+c+d+e+f) (2)	-9,5	4,8	2,4	-11,8	6,4	3,3

(1) La voce, a carattere residuale, include principalmente gli effetti riconducibili a revisioni dei dati e a variazioni delle ipotesi tecniche. – (2) Eventuali mancate quadrature sono dovute ad arrotondamenti.

Commercio globale. – Le ipotesi sottostanti allo scenario di base prefigurano una caduta della domanda estera dell'Italia del 13,5 per cento nel 2020, solo parzialmente recuperata nel periodo 2021-22[2]. Ne discenderebbe un impatto negativo sul prodotto nel nostro paese di 2,3 punti percentuali nell'anno in corso; gli effetti dei minori scambi internazionali continuerebbero a pesare sulla crescita anche nel prossimo biennio.

Flussi turistici netti dall'estero. – Si assume che gli arrivi dei turisti stranieri, dopo essersi interrotti nel secondo trimestre, non aumentino in misura significativa nei mesi estivi e riprendano molto gradualmente a partire dalla fine dell'anno. Andamenti simili sono ipotizzati per il turismo italiano all'estero. Nel 2022 entrambi i flussi sarebbero ancora inferiori ai livelli del 2019 (di circa il 25 per cento)[3]. All'effetto diretto sul PIL delle minori esportazioni nette di servizi associati al turismo si accompagnano quelli indiretti connessi con la caduta dell'occupazione nel settore – in larga misura caratterizzata da bassi livelli di protezione – e la conseguente contrazione dei redditi e dei consumi. L'impatto negativo sulla crescita del prodotto è stimato in 2,5 punti percentuali di PIL quest'anno e in circa 0,9 nel 2021; solo nel 2022 si osserverebbe un parziale recupero, nell'ordine di mezzo punto percentuale.

Fiducia e incertezza economica. – Si valuta che la diffusione dell'epidemia, le misure introdotte per contenerla e l'impatto di queste ultime sull'economia comportino un forte peggioramento della fiducia e un significativo aumento dell'incertezza, con ripercussioni negative principalmente sulle decisioni di investimento delle imprese. Nello scenario di base si ipotizza uno shock di entità analoga a quanto osservato durante la crisi finanziaria globale (compreso tra 3 e 4 deviazioni standard degli indicatori di fiducia e incertezza inclusi nel modello). Tale shock, di natura temporanea, determinerebbe una contrazione del PIL di oltre 2 punti percentuali nell'anno in corso, alla quale seguirebbe un recupero nel successivo biennio; gli effetti sul livello del prodotto si annullerebbero nel 2022.

[2] Tali stime non tengono conto di eventuali significative interruzioni nel funzionamento delle catene globali del valore.

[3] L'industria turistica contribuisce direttamente a circa il 5,5 per cento del valore aggiunto nazionale e impiega il 6,5 per cento degli occupati; circa un terzo dell'attività nel settore è riconducibile al turismo internazionale. Nei dati della bilancia dei pagamenti del 2019 le entrate da turismo internazionale (registrate come esportazioni di servizi) sono state pari al 2,5 per cento del PIL nominale; per contro le importazioni di servizi connesse con le spese degli italiani all'estero hanno raggiunto l'1,5 per cento del prodotto.

Politica di bilancio. – Le proiezioni includono l'impatto delle misure di politica di bilancio approvate nel DL 18/20 (decreto "cura Italia") e nel DL 34/2020 (decreto "rilancio"), che ammontano complessivamente a circa il 4,5 per cento del PIL. Si stima che tali interventi, in larga misura temporanei, possano attenuare la caduta del prodotto per oltre due punti percentuali quest'anno. Alcuni provvedimenti quali la moratoria sul credito e le garanzie sui nuovi prestiti alle imprese, pur avendo un impatto diretto contenuto sul PIL, sono tuttavia essenziali a scongiurare il materializzarsi di gravi conseguenze finanziarie, che potrebbero amplificare in modo significativo gli effetti della crisi sull'economia italiana.

Nello scenario di base il commercio mondiale si contrae nel 2020

Il PIL mondiale è stimato in forte arretramento quest'anno da tutti i previsori, con ripercussioni molto marcate per gli scambi commerciali (cfr. il par. 1.1). Nello scenario di base qui illustrato si ipotizza che la domanda estera per i beni prodotti in Italia si riduca del 13,5 per cento quest'anno, per poi espandersi del 7,9 e del 4,6 per cento nel 2021 e nel 2022, rispettivamente (cfr. il riquadro: *Le ipotesi sottostanti allo scenario macroeconomico di base*).

LE IPOTESI SOTTOSTANTI ALLO SCENARIO MACROECONOMICO DI BASE

Il quadro macroeconomico per l'economia italiana, elaborato dagli esperti della Banca d'Italia nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema, viene pubblicato all'inizio dei mesi di giugno e dicembre, dopo la diffusione delle proiezioni per l'area dell'euro[1] da parte della BCE. Le proiezioni per l'Italia qui presentate aggiornano quelle rese note il 5 giugno alla luce delle informazioni disponibili nelle ultime settimane. Tra queste, i nuovi dati relativi ai conti nazionali trimestrali pubblicati dall'Istat lo scorso 29 maggio, successivamente alla chiusura del precedente esercizio di proiezione, hanno rivisto al ribasso il prodotto nel primo trimestre dell'anno e comportano, a parità di altre condizioni, una maggiore contrazione del PIL nel complesso del 2020. Anche le ipotesi tecniche sono state aggiornate, tenendo conto delle informazioni disponibili al 3 luglio.

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

a) la domanda estera ponderata per i mercati di destinazione delle nostre esportazioni diminuisce del 13,5 per cento nel 2020; torna a espandersi in media intorno al 6 per cento all'anno nel biennio 2021-22;

b) il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro, in media 1,12 nel 2019, si colloca a 1,11 nel 2020 e a 1,12 nei prossimi due anni[2] (il 3 luglio era 1,12);

Tavola

Ipotesi sulle principali variabili esogene nello scenario macroeconomico di base
(variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)

VOCI	2019	2020	2021	2022
Domanda estera potenziale	1,6	-13,5	7,9	4,6
Dollaro/euro (1)	1,12	1,11	1,12	1,12
Cambio effettivo nominale (2)	1,2	-0,8	-0,4	0,0
Prezzo del greggio (1) (3)	64,0	40,7	43,8	45,6
Tasso Euribor a 3 mesi (1)	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5
Tasso BOT a 1 anno (1)	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
Tasso BTP a 10 anni (1)	2,0	1,5	1,7	1,9

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

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

[2] Le ipotesi tecniche su tassi di interesse, tasso di cambio e prezzo del petrolio sono calcolate sulla base delle quotazioni, a pronti e a termine, osservate sui mercati nelle dieci giornate lavorative precedenti il 3 luglio.

c) il prezzo del greggio (qualità Brent) è prossimo a 40 dollari al barile nella media di quest'anno (64 nel 2019) e risale molto gradualmente nel biennio successivo;

d) il tasso di interesse a tre mesi sul mercato interbancario (Euribor), pari a -0,4 per cento quest'anno, scenderebbe marginalmente, a -0,5, nel prossimo biennio;

e) il rendimento dei buoni del Tesoro poliennali (BTP) è pari, sulla scadenza decennale, all'1,5 per cento nel 2020 e aumenta gradualmente all'1,9 per cento nel 2022, in linea con i tassi a termine impliciti nella struttura per scadenza dei rendimenti dei titoli di Stato;

f) lo scenario incorpora le misure di politica di bilancio incluse nel DL 18/2020 (decreto "cura Italia"), convertito dalla L. 27/2020, e nel DL 34/2020 (decreto "rilancio"). Come stabilito da quest'ultimo, si assume che le clausole di salvaguardia relative all'aumento delle aliquote IVA e delle accise nel biennio 2021-22 vengano disattivate. Questa ipotesi era già stata adottata nei precedenti esercizi previsivi, in linea sia con le metodologie di proiezione macroeconomica concordate nell'ambito dell'Eurosistema sia con l'analoga prassi della Commissione europea.

Le condizioni monetarie e finanziarie restano espansive

Lo scenario di base presuppone che le condizioni finanziarie nel complesso non si deteriorino, grazie alle misure adottate dal Consiglio direttivo della BCE e agli interventi governativi a sostegno della liquidità delle imprese. In linea con le attese desumibili dalle quotazioni di mercato, il rendimento dei titoli di Stato italiani decennali sarebbe dell'1,5 per cento nel 2020, dell'1,7 nel 2021 e del 1,9 nel 2022. Il costo medio del credito alle imprese rimarrebbe contenuto quest'anno (1,5 per cento; cfr. il par. 2.7), per poi aumentare di circa 30 punti base nel prossimo biennio.

Le misure fiscali sostengono la domanda

Il quadro previsivo tiene conto delle misure di politica di bilancio a sostegno diretto della domanda aggregata, incluse nel DL 18/2020 (decreto "cura Italia") e nel DL 34/2020 (decreto "rilancio"). Altri interventi inclusi nel DL 23/2020 (decreto "liquidità"), quali la moratoria sul credito e le garanzie sui nuovi prestiti alle imprese, non hanno un impatto diretto sul PIL, ma evitano il materializzarsi di effetti non lineari, potenzialmente molto avversi, associati a episodi di diffusa insolvenza tra le imprese e a forti irrigidimenti nelle condizioni del credito.

Non sono considerate in questo scenario le misure ulteriori che potranno essere finanziate nel corso dei prossimi mesi nell'ambito delle iniziative adottate a livello comunitario in risposta alla crisi

Tavola 14

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

VOCI	2019	2020	2021	2022
PIL (1)	0,3	-9,5	4,8	2,4
Consumi delle famiglie	0,4	-9,9	4,8	1,5
Consumi collettivi	-0,4	0,9	0,6	1,8
Investimenti fissi lordi	1,4	-18,0	7,3	6,5
di cui: investimenti in beni strumentali	0,4	-19,2	9,5	5,9
Esportazioni totali	1,4	-16,2	7,6	4,3
Importazioni totali	-0,2	-15,9	8,3	4,5
Variazione delle scorte (2)	-0,7	0,1	0,5	0,0
per memoria: PIL, dati grezzi (3)	0,2	-9,4	4,8	2,3
Prezzi (IPCA)	0,6	0,0	0,1	1,0
IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici	0,5	0,5	0,3	0,5
Deflatore del PIL	0,9	0,8	0,5	1,1
Occupazione (ore lavorate)	0,3	-11,8	6,4	3,3
Occupazione (numero di occupati)	0,6	-4,5	2,3	1,6
Tasso di disoccupazione (4)	9,9	10,9	12,2	11,9
Competitività all'export (5)	1,6	-0,5	-1,1	-0,6
Saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti (6)	3,0	3,0	3,0	3,2

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

pandemica. Tra queste particolare rilievo possono avere le risorse rientranti nel pacchetto di interventi approvato in aprile dal Consiglio europeo e quelle che verrebbero erogate tramite lo strumento *Next Generation EU* proposto in maggio dalla Commissione europea (cfr. il par. 1.2)[8].

La caduta del PIL nel 2020 verrebbe recuperata in parte nel prossimo biennio

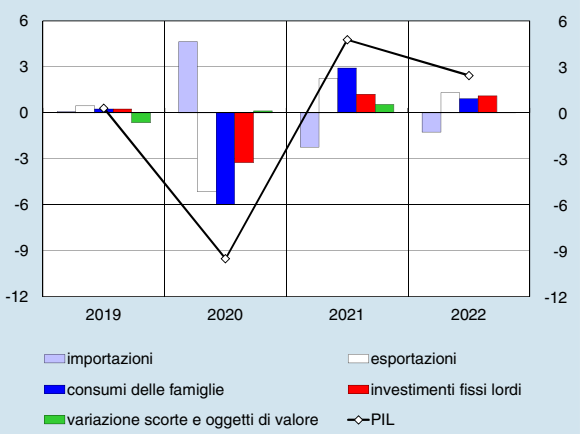
Sulla base di queste ipotesi, la proiezione di base prefigura una contrazione del PIL del 9,5 per cento nella media di quest'anno, seguita da una graduale ripresa nel prossimo biennio (4,8 per cento nel 2021 e 2,4 nel 2022; tav. 14 e fig. 45)[9]. Il prodotto, dopo essere sceso in misura molto marcata nei primi sei mesi dell'anno (circa 15 punti percentuali complessivamente), tornerebbe a espandersi nel secondo semestre, in larga parte per il venire meno degli effetti delle misure di contenimento. Le ripercussioni negative della pandemia sugli scambi internazionali, sui flussi turistici e sui comportamenti delle famiglie e delle imprese sarebbero tuttavia persistenti e frenerebbero la domanda aggregata lungo l'intero orizzonte previsivo. Alla fine del 2022 il PIL rimarrebbe circa due punti percentuali al di sotto del livello del quarto trimestre del 2019.

I consumi risentono dell'incertezza

I consumi delle famiglie si ridurrebbero quest'anno a un ritmo analogo a quello del PIL, risentendo principalmente delle limitazioni connesse con i provvedimenti di sospensione dell'attività (il cosiddetto *lockdown*), nonché della contrazione dell'occupazione e del reddito disponibile, seppure attenuata dalle misure di sostegno; la ripresa sarebbe in linea con quella del prodotto nel 2021 e più moderata l'anno successivo. La propensione al risparmio nell'anno in corso salirebbe in maniera

Figura 45

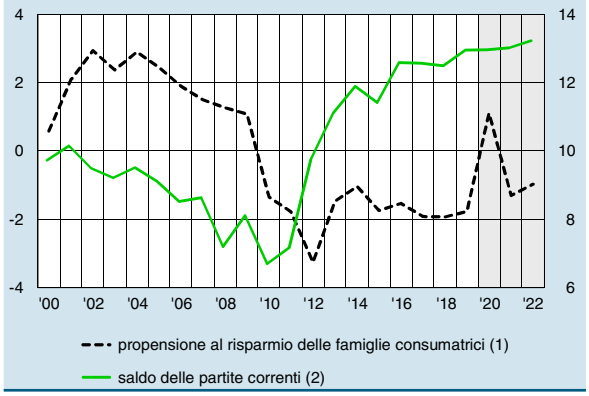
PIL e contributi alla crescita delle principali componenti di domanda e delle importazioni (1)
(dati trimestrali e annuali; variazioni percentuali e punti percentuali)



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

Figura 46

Propensione al risparmio delle famiglie consumatrici e saldo delle partite correnti
(dati trimestrali; punti percentuali)



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

[8] *Audizione nell'ambito dell'esame del Programma di lavoro della Commissione europea per il 2020 e della Relazione programmatica sulla partecipazione dell'Italia alla Unione europea nell'anno 2020*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia E. Gaiotti, Camera dei deputati, Roma, 25 giugno 2020.

[9] Le differenze tra il quadro previsivo pubblicato all'inizio di giugno e quello presentato in questo Bollettino sono nel complesso contenute. In particolare il tasso di crescita del PIL nel 2020 è ora inferiore di circa 0,3 punti percentuali; la revisione riflette principalmente i dati sulla variazione del PIL nel primo trimestre dell'anno, diffusi dall'Istat il 29 maggio e corretti al ribasso rispetto alla stima preliminare. L'effetto di questi dati è solo in parte compensato da quello di un andamento del prodotto meno sfavorevole nel secondo trimestre, in linea con le informazioni congiunturali più recenti. L'inflazione è rimasta pressoché invariata nella media di quest'anno, coerentemente con gli ultimi dati. Per il biennio 2021-22 l'aggiornamento delle ipotesi tecniche sui tassi di interesse e di cambio e sul prezzo del petrolio ha effetti che sostanzialmente si compensano sia sul PIL sia sull'inflazione. Le ipotesi sulla domanda estera, invariate rispetto all'inizio di giugno, sono in linea con le stime dei principali previsori internazionali.

consistente (fig. 46), principalmente per le limitazioni ai comportamenti di spesa durante il *lockdown*; nel biennio successivo, pur riducendosi, resterebbe su un livello leggermente più elevato rispetto al 2019, a causa di un aumento della componente precauzionale connesso con l'elevata incertezza e con l'esigenza di ricostituire i livelli di ricchezza colpiti dalla crisi, coerentemente con le indicazioni emerse dalle indagini della Banca d'Italia (cfr. il par. 2.3).

Il calo degli occupati è stato contenuto dalle misure di sostegno

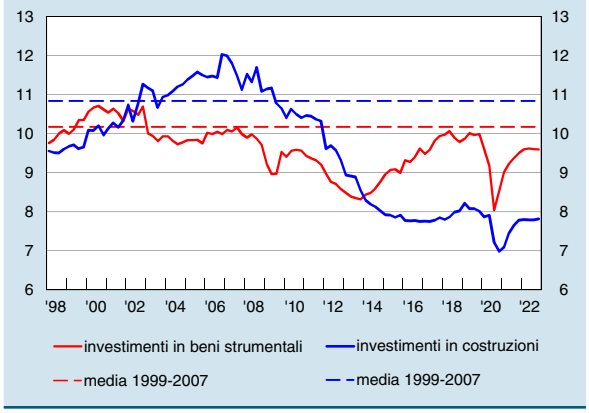
L'occupazione diminuirebbe quest'anno di quasi il 12 per cento in termini di ore lavorate, per poi recuperare circa tre quarti della caduta nel prossimo biennio. Il numero degli occupati si ridurrebbe in misura molto meno accentuata, del 4,5 per cento nel 2020, grazie all'esteso ricorso alla CIG. Si valuta che questo sia stato particolarmente intenso nel secondo trimestre dell'anno, coinvolgendo circa 3 milioni di unità di lavoro equivalenti, un valore particolarmente elevato nel confronto storico. A legislazione vigente il ricorso alla CIG dovrebbe risultare più moderato nell'ultimo trimestre dell'anno e riportarsi in linea con quanto osservato prima della pandemia alla fine dell'orizzonte previsivo. Il tasso di disoccupazione è sceso nella prima metà dell'anno su livelli inferiori a quelli del 2019, per via della minore partecipazione al mercato del lavoro, dovuta soprattutto alle limitazioni poste alla mobilità e alle attività produttive in alcuni settori (cfr. il par. 2.5); l'evidenza disponibile suggerisce che le attività di ricerca di lavoro potrebbero tornare a intensificarsi nella seconda parte del 2020. In un contesto di persistente debolezza della domanda di lavoro, questo andamento comporterebbe una risalita del tasso disoccupazione, che in media d'anno sarebbe prossimo all'11 per cento nel 2020 e continuerebbe a salire nel prossimo biennio, quando si collocherebbe attorno al 12 per cento.

Gli investimenti scendono nell'anno in corso, per poi recuperare

Il peggioramento delle prospettive di domanda, le condizioni di elevata incertezza e l'ampliamento dei margini inutilizzati di capacità produttiva si rifletterebbero sull'andamento degli investimenti. L'accumulazione di capitale si ridurrebbe del 18 per cento nell'anno in corso, in linea con le indicazioni dei sondaggi della Banca d'Italia presso le imprese (cfr. il riquadro: *Le opinioni delle imprese italiane nell'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita*), per poi recuperare circa due terzi della caduta nel prossimo biennio. La ripresa sarebbe più accentuata per la componente in beni strumentali rispetto a quella residenziale, su cui graverebbe un indebolimento del mercato delle abitazioni. Nell'insieme del triennio gli investimenti in costruzioni registrerebbero una contrazione di circa il 6 per cento. Alla fine del 2022 il rapporto tra gli investimenti in costruzioni e il PIL si collocherebbe circa tre punti percentuali al di sotto del livello del decennio precedente la crisi finanziaria globale (fig. 47).

Figura 47

Investimenti in percentuale del PIL (1)
(dati trimestrali)



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

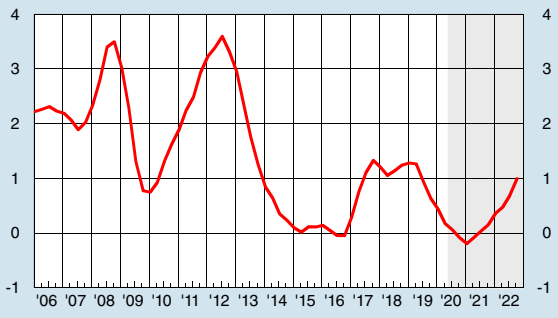
Il saldo di conto corrente rimane in ampio avanzo

Le esportazioni si ridurrebbero di circa il 16 per cento nell'anno in corso, riflettendo l'andamento della domanda estera e il sostanziale arresto dei flussi turistici internazionali, per poi espandersi in media di circa il 6 per cento nel 2021-22. Le importazioni seguirebbero una dinamica simile, con una discesa marcata nel 2020, coerente con quella delle componenti di domanda a maggiore contenuto di

beni esteri, e un parziale recupero nel biennio successivo. Il contributo della domanda estera netta alla crescita del prodotto sarebbe negativo nel 2020 e mediamente nullo nel biennio 2021-22. Il saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti rimarrebbe tuttavia ampiamente positivo, prossimo in media al 3 per cento del PIL (fig. 46). Il deterioramento del saldo della bilancia turistica verrebbe infatti compensato dall'effetto positivo sul saldo della bilancia energetica della forte discesa delle quotazioni del greggio.

Figura 48

Inflazione al consumo (1)
(dati trimestrali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

L'inflazione è pressoché nulla quest'anno e il prossimo

L'inflazione, misurata con la variazione dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo, sarebbe pressoché nulla sia quest'anno sia il prossimo, risentendo principalmente della caduta del prezzo del petrolio e del forte ampliamento dei margini di capacità inutilizzata; i prezzi tornerebbero ad aumentare nel 2022, dell'1,0 per cento, grazie al recupero della componente energetica e all'accelerazione dei salari (tav. 14 e fig. 48). L'inflazione di fondo rimarrebbe nel complesso molto contenuta (inferiore in media allo 0,5 per cento), per effetto della debolezza della domanda. L'inflazione interna, misurata col deflatore del PIL, sarebbe pari allo 0,8 per cento quest'anno; si ridurrebbe significativamente nel 2021 riflettendo un indebolimento dei margini di profitto delle imprese; tornerebbe a salire nel 2022, all'1,1 per cento, con il progressivo rafforzamento della fase ciclica e della dinamica salariale.

In uno scenario avverso la caduta del prodotto potrebbe essere superiore

Sviluppi più negativi rispetto a quelli delineati nello scenario di base potrebbero manifestarsi a seguito di un protrarsi dell'epidemia e della necessità di contrastare nuovi focolai, con ripercussioni sulla fiducia e sulle decisioni di spesa delle famiglie e di investimento delle imprese, di cali più consistenti nel commercio mondiale e strozzature alle catene globali del valore, di un forte deterioramento delle condizioni finanziarie. Nella tavola 15 si considerano in particolare: (a) l'adozione di ulteriori misure di sospensione delle attività economiche, seppure meno restrittive di quelle adottate alla fine di marzo; (b) una caduta della domanda estera più marcata di quella dello scenario di base nell'anno in corso (20 per cento) e una ripresa più graduale nel prossimo biennio, sia del commercio mondiale sia dei flussi turistici; (c) un aumento dei rendimenti a lungo termine di circa 50 punti base e un irrigidimento delle condizioni del credito di circa la metà di quello

Tavola 15

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

VOCI	2020	2021	2022
PIL (1)	-13,5	3,5	2,6
Consumi delle famiglie	-14,8	4,4	2,1
Consumi collettivi	0,8	0,6	1,9
Investimenti fissi lordi	-20,9	1,2	9,0
di cui: investimenti in beni strumentali	-23,0	3,9	10,4
Esportazioni totali	-22,2	4,8	3,8
Importazioni totali	-26,2	3,0	6,2
Prezzi (IPCA)	-0,2	-0,1	0,7
IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici	0,2	-0,3	0,3
Occupazione (ore lavorate)	-15,0	4,1	1,8
Occupazione (numero occupati)	-5,2	1,6	0,7
Tasso di disoccupazione (2)	11,9	12,9	13,1

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Per il PIL e le sue componenti: quantità a prezzi concatenati; variazioni stimate sulla base di dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. – (2) Medie annue; valori percentuali.

osservato durante la crisi finanziaria globale[10]. Queste ipotesi avrebbero effetti aggiuntivi sul PIL nell'anno in corso rispettivamente di -1,3, -1,5, e -1,2 punti percentuali. Il prodotto cadrebbe del 13,5 per cento quest'anno e recupererebbe a ritmi più moderati nel 2021 (3,5 per cento).

Tra le componenti della domanda, i consumi scenderebbero in misura più accentuata rispetto al PIL, soprattutto nel 2020; la caduta degli investimenti, amplificata dal peggioramento delle condizioni finanziarie, si avvicinerebbe al 21 per cento nell'anno in corso e all'11 nell'arco del triennio 2020-22; la dinamica delle esportazioni rifletterebbe quella della domanda estera. L'inflazione risulterebbe inferiore a quella stimata nello scenario di base per circa 0,2 punti percentuali in ciascun anno del triennio.

Tavola 16

Previsioni di altre organizzazioni
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

VOCI	PIL (1)		Inflazione (2)	
	2020	2021	2020	2021
FMI (giugno/aprile)	-12,8	6,3	0,2	0,7
Commissione europea (luglio)	-11,2	6,1	0,0	0,8
Consensus Economics (giugno)	-10,7	6,5	-0,1	0,6
Analisti privati (giugno)	-12,4	6,7	n.d.	n.d.
OCSE (giugno) (3)	-11,3	7,7	-0,1	0,1

Fonte: FMI, *World Economic Outlook Update*, giugno 2020, per la crescita e *World Economic Outlook*, aprile 2020, per l'inflazione; Commissione europea, *European Economic Forecast Summer 2020 (Interim)*, luglio 2020; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, 11 giugno 2020; analisti privati: Barclays, Deutsche Bank, Goldman Sachs e JP Morgan, media giugno 2020; OCSE, *OECD Economic Outlook*, giugno 2020.
(1) I tassi di crescita indicati nelle previsioni dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative, diversamente da quelli riportati dalla Commissione europea e dall'FMI. – (2) Misurata sull'IPCA. – (3) Scenario più favorevole (*single-hit*), che esclude nuove ondate epidemiche nella seconda parte del 2020. Nello scenario più severo dell'OCSE (*double-hit*) il PIL si ridurrebbe del 14 per cento nel 2020 e crescerebbe del 5,3 per cento nel 2021; l'inflazione nel biennio sarebbe pari rispettivamente a -0,2 e a -0,1 per cento.

Il ventaglio delle altre previsioni è ampio

Le proiezioni di crescita dei principali previsori si situano su valori intermedi tra quelli del nostro scenario di base e quelli dello scenario più severo (tav. 16). Nelle valutazioni dei singoli analisti privati il ventaglio delle stime nel 2020 e nel 2021 è eccezionalmente ampio: tra -6,7 e -18 per cento per quest'anno e tra 3,4 e 15 per il prossimo (secondo quanto riportato da Consensus Economics in giugno).

Le iniziative europee potrebbero favorire una ripresa più marcata

Un effetto significativo di sostegno dell'economia potrebbero avere i già ricordati interventi a livello europeo in corso di definizione, tra cui il fondo per la ripresa *Next Generation EU*. L'ammontare di risorse di cui sarà possibile beneficiare e il conseguente stimolo alla crescita dipenderanno dalla capacità di proporre e mettere in atto progetti di investimento validi. Anche le ulteriori espansioni di bilancio annunciate nella prima metà di giugno in Francia e, soprattutto, in Germania potrebbero riverberarsi favorevolmente sulla nostra economia per via dei forti legami produttivi e commerciali con quelle tedesca e francese.

[10] Non si considerano sviluppi più estremi, connessi con eventuali effetti, non lineari e difficilmente quantificabili, che potrebbero derivare da episodi diffusi di insolvenza tra le imprese che incidano in misura marcata sulla capacità produttiva dell'economia, o da nuove ondate epidemiche globali.

DOCUMENTAZIONE STATISTICA

Informazioni più estese sono contenute nell'Appendice statistica del *Bollettino economico* disponibile sul sito internet www.bancaditalia.it.

INDICE

A1	Indicatori di competitività di prezzo basati sui prezzi alla produzione dei manufatti	65
A2	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	67
A3	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	68
A4	Prezzi al consumo: Italia, area dell'euro e principali paesi	69
A5	Posizione patrimoniale dell'Italia verso l'estero: consistenze e raccordo con i flussi del conto finanziario della bilancia dei pagamenti	70
A6	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	71
A7	Prestiti delle IFM corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni: Italia e area dell'euro	72
A8	Emissioni nette di obbligazioni: Italia e area dell'euro	73
A9	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche italiane	74
A10	Debito delle Amministrazioni pubbliche italiane	75

Indicatori di competitività di prezzo basati sui prezzi alla produzione dei manufatti (1)

(dati medi nel periodo; indici: 1999=100)

PERIODO	Belgio	Canada	Cina	Corea del Sud	Francia	Germania
2014	115,2	112,5	124,3	94,9	94,5	89,7
2015	106,1	105,1	132,3	93,5	91,0	87,5
2016	105,7	103,8	126,1	90,2	91,4	89,6
2017	111,8	105,3	126,4	93,3	90,9	89,2
2018	117,1	104,5	127,8	93,1	91,7	89,8
2019	115,8	102,9	124,1	89,1	90,3	89,0
2019 – 1° trim.	116,2	102,4	126,8	91,4	90,6	89,2
2° trim.	116,3	102,2	125,2	88,7	90,3	88,9
3° trim.	115,4	103,4	122,5	87,4	90,2	89,1
4° trim.	115,3	103,6	121,9	88,6	89,9	88,7
2020 – 1° trim.	114,8	101,5	123,6	87,2	89,2	89,5
2019 – gen.	116,0	102,2	126,5	91,7	90,7	89,7
feb.	116,4	102,9	126,9	91,5	90,7	89,2
mar.	116,1	102,2	127,0	91,1	90,4	88,7
apr.	116,4	102,3	127,0	90,3	90,3	88,6
mag.	116,4	101,9	125,0	87,9	90,4	88,8
giu.	116,3	102,4	123,7	88,0	90,3	89,3
lug.	115,5	103,3	124,0	87,8	90,2	88,9
ago.	115,3	103,2	121,9	86,6	90,3	89,4
set.	115,4	103,7	121,6	87,8	90,1	89,0
ott.	115,3	103,7	121,8	88,3	89,9	88,8
nov.	115,2	103,3	122,4	89,1	89,8	88,6
dic.	115,5	103,8	121,7	88,5	89,9	88,7
2020 – gen.	115,7	103,9	123,0	88,7	89,2	88,6
feb.	114,7	102,7	123,2	87,4	88,9	88,6
mar.	114,0	98,0	124,7	85,6	89,4	91,4

(1) Nella tavola sono riportati gli indicatori di competitività calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti di 61 paesi. Per il metodo di calcolo cfr. A. Felettigh e C. Giordano, *A novel three-market view of price competitiveness*, "Journal of Economic and Social Measurement", 44, 2019, pp. 89-116, pubblicato anche in Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 447, 2018 e *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
2014	62,7	99,0	113,8	86,0	108,7	93,7
2015	60,3	96,2	107,8	89,9	106,0	102,6
2016	67,9	97,3	109,5	81,7	106,7	104,6
2017	63,9	97,1	111,2	77,9	108,0	103,4
2018	62,9	97,9	112,5	79,4	109,3	103,1
2019	65,6	96,4	113,4	79,7	107,5	105,4
2019 – 1° trim.	64,0	96,8	112,7	79,9	107,6	104,3
2° trim.	64,7	96,2	113,7	79,8	108,0	105,7
3° trim.	66,9	96,4	113,2	77,9	107,4	105,9
4° trim.	67,0	96,2	113,7	81,2	107,2	105,8
2020 – 1° trim.	67,5	96,2	114,3	80,8	107,0	106,3
2019 – gen.	64,9	97,2	113,0	79,0	107,4	103,8
feb.	63,9	96,8	112,5	79,9	107,6	104,0
mar.	63,4	96,3	112,6	80,9	107,8	105,0
apr.	63,2	95,9	113,4	80,4	107,9	105,6
mag.	64,8	96,2	114,0	80,2	108,3	106,3
giu.	65,9	96,4	113,9	78,7	107,8	105,2
lug.	65,5	96,2	112,9	77,9	107,7	105,1
ago.	67,8	96,7	113,6	76,9	107,0	106,3
set.	67,2	96,3	113,2	78,8	107,5	106,4
ott.	67,6	96,3	113,6	80,1	107,3	106,2
nov.	66,9	96,1	113,3	81,2	107,1	105,9
dic.	66,6	96,1	114,3	82,3	107,1	105,4
2020 – gen.	66,2	95,9	114,4	81,8	107,2	104,8
feb.	66,7	95,5	113,7	82,1	106,7	105,6
mar.	69,4	97,2	114,8	78,6	107,0	108,6

(1) Nella tavola sono riportati gli indicatori di competitività calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti di 61 paesi. Per il metodo di calcolo cfr. A. Felettigh e C. Giordano, *A novel three-market view of price competitiveness*, "Journal of Economic and Social Measurement", 44, 2019, pp. 89-116, pubblicato anche in Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 447, 2018 e *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	
		Totale industria al netto delle costruzioni		
2017	1,1	2,2	3,4	1,1	-1,1
2018	1,2	0,6	2,1	1,5	0,7
2019	2,0	-0,2	-0,4	-0,2	2,2
2017 – 1° trim.	1,8	2,2	2,4	0,2	-0,4
2° trim.	0,7	2,4	3,8	1,4	-1,6
3° trim.	1,8	2,2	4,3	2,1	-0,4
4° trim.	-0,1	1,7	4,2	2,5	-1,8
2018 – 1° trim.	0,3	2,3	3,7	1,4	-1,9
2° trim.	2,4	1,4	2,6	1,2	1,0
3° trim.	1,2	-0,5	0,7	1,2	1,7
4° trim.	2,1	-0,9	-0,9	0,0	2,9
2019 – 1° trim.	2,4	-1,1	0,1	1,3	3,6
2° trim.	1,9	-0,4	-0,5	-0,1	2,3
3° trim.	1,4	0,6	-0,2	-0,8	0,8
4° trim.	2,0	0,0	-1,1	-1,1	2,0
2020 – 1° trim.	-0,7	0,4	-9,9	-10,3	-1,0
		Servizi		
2017	0,1	0,0	1,3	1,4	0,1
2018	2,1	-0,5	0,5	1,0	2,6
2019	1,3	0,0	0,3	0,4	1,3
2017 – 1° trim.	0,0	0,3	1,6	1,2	-0,3
2° trim.	-0,8	0,1	1,4	1,3	-0,8
3° trim.	-0,2	-0,8	1,1	2,0	0,7
4° trim.	0,7	-0,2	1,3	1,5	1,0
2018 – 1° trim.	0,7	-0,3	0,8	1,0	1,0
2° trim.	2,9	-0,7	0,6	1,3	3,6
3° trim.	2,6	-0,3	0,3	0,6	2,9
4° trim.	2,5	0,1	0,3	0,2	2,4
2019 – 1° trim.	2,2	-0,7	0,1	0,8	2,8
2° trim.	0,8	0,5	0,5	0,0	0,3
3° trim.	1,2	0,0	0,5	0,5	1,1
4° trim.	0,9	0,0	0,2	0,2	0,9
2020 – 1° trim.	1,5	3,6	-4,3	-7,6	-2,0
		Totale economia		
2017	0,3	0,6	1,6	1,0	-0,3
2018	1,8	-0,1	0,9	1,0	1,9
2019	1,4	-0,1	0,2	0,4	1,5
2017 – 1° trim.	0,3	0,7	1,6	0,9	-0,4
2° trim.	-0,2	0,6	1,7	1,2	-0,7
3° trim.	0,3	0,1	1,6	1,5	0,2
4° trim.	0,5	0,3	1,8	1,5	0,2
2018 – 1° trim.	0,8	0,7	1,3	0,7	0,1
2° trim.	2,6	-0,1	1,0	1,1	2,8
3° trim.	2,1	-0,4	0,6	1,0	2,6
4° trim.	2,1	0,0	0,1	0,1	2,1
2019 – 1° trim.	2,1	-0,8	0,3	1,1	3,0
2° trim.	1,2	0,5	0,3	-0,2	0,7
3° trim.	1,2	0,1	0,3	0,3	1,1
4° trim.	1,0	-0,3	0,0	0,3	1,4
2020 – 1° trim.	0,7	2,5	-5,4	-7,7	-1,8

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	
		Totale industria al netto delle costruzioni		
2017	1,8	2,5	3,3	0,8	-0,7
2018	2,1	0,5	1,8	1,3	1,5
2019	1,7	-1,4	-1,0	0,4	3,2
2017 – 1° trim.	1,4	1,6	2,5	0,8	-0,2
2° trim.	1,4	2,3	3,4	1,1	-0,8
3° trim.	1,4	3,2	4,7	1,4	-1,8
4° trim.	1,5	2,5	4,2	1,6	-1,0
2018 – 1° trim.	1,9	2,4	3,5	1,1	-0,5
2° trim.	2,4	1,5	2,9	1,4	0,9
3° trim.	2,2	0,1	1,2	1,1	2,1
4° trim.	2,1	-1,4	-0,4	0,9	3,5
2019 – 1° trim.	1,8	-1,4	-0,2	1,3	3,3
2° trim.	1,6	-1,4	-1,0	0,5	3,1
3° trim.	2,3	-1,4	-1,1	0,3	3,8
4° trim.	1,2	-1,4	-1,6	-0,3	2,6
2020 – 1° trim.	2,2	-1,1	-4,8	-3,7	3,4
		Servizi		
2017	2,1	1,1	2,4	1,3	1,0
2018	2,2	0,5	1,9	1,4	1,7
2019	2,1	0,5	1,7	1,3	1,6
2017 – 1° trim.	1,7	0,8	2,1	1,4	1,0
2° trim.	1,9	0,9	2,4	1,5	1,0
3° trim.	1,8	0,9	2,7	1,8	0,9
4° trim.	2,0	1,2	2,8	1,6	0,9
2018 – 1° trim.	2,3	1,1	2,4	1,2	1,1
2° trim.	2,1	0,5	2,0	1,5	1,6
3° trim.	2,5	0,3	1,7	1,4	2,2
4° trim.	2,3	0,3	1,6	1,3	2,0
2019 – 1° trim.	1,9	0,2	1,8	1,7	1,7
2° trim.	2,2	0,6	1,8	1,2	1,7
3° trim.	2,1	0,6	1,8	1,1	1,4
4° trim.	1,9	0,4	1,6	1,2	1,6
2020 – 1° trim.	3,4	0,1	-2,3	-2,4	3,3
		Totale economia		
2017	2,0	1,4	2,6	1,2	0,6
2018	2,1	0,5	2,0	1,4	1,6
2019	2,0	0,2	1,2	1,1	1,8
2017 – 1° trim.	1,6	0,9	2,1	1,2	0,6
2° trim.	1,8	1,2	2,6	1,3	0,6
3° trim.	1,6	1,4	3,0	1,6	0,2
4° trim.	1,9	1,5	3,1	1,6	0,4
2018 – 1° trim.	2,2	1,5	2,7	1,2	0,7
2° trim.	2,1	0,7	2,2	1,5	1,4
3° trim.	2,4	0,2	1,6	1,4	2,2
4° trim.	2,2	-0,1	1,3	1,3	2,2
2019 – 1° trim.	1,8	-0,1	1,5	1,7	1,9
2° trim.	2,1	0,2	1,3	1,0	1,9
3° trim.	2,1	0,3	1,3	0,9	1,8
4° trim.	1,8	0,1	0,9	0,8	1,7
2020 – 1° trim.	3,1	-0,1	-2,8	-2,8	3,1

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

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

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

PERIODO	Italia		Francia		Germania		Area dell'euro (1)	
	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici
2017	1,3	0,8	1,2	0,5	1,7	1,3	1,5	1,0
2018	1,2	0,6	2,1	0,9	1,9	1,3	1,8	1,0
2019	0,6	0,5	1,3	0,6	1,4	1,3	1,2	1,0
2017 – gen.	1,0	0,5	1,6	0,7	1,7	0,9	1,7	0,9
feb.	1,6	0,7	1,4	0,3	2,1	1,0	2,0	0,8
mar.	1,4	0,6	1,4	0,5	1,5	0,8	1,5	0,7
apr.	2,0	1,3	1,4	0,6	2,0	1,6	1,9	1,3
mag.	1,6	0,9	0,9	0,5	1,3	1,0	1,4	0,9
giu.	1,2	1,0	0,8	0,6	1,7	1,8	1,3	1,2
lug.	1,2	0,9	0,8	0,6	1,7	1,6	1,3	1,2
ago.	1,4	1,2	1,0	0,6	1,9	1,7	1,5	1,2
set.	1,3	1,1	1,1	0,6	1,9	1,6	1,6	1,2
ott.	1,1	0,5	1,2	0,6	1,5	1,1	1,4	0,9
nov.	1,1	0,4	1,2	0,6	1,7	1,3	1,5	0,9
dic.	1,0	0,5	1,2	0,6	1,5	1,2	1,3	0,9
2018 – gen.	1,2	0,7	1,5	1,0	1,5	1,2	1,3	1,0
feb.	0,5	0,5	1,3	0,8	1,2	1,3	1,1	1,0
mar.	0,9	0,7	1,7	1,0	1,7	1,6	1,4	1,1
apr.	0,6	0,2	1,8	0,9	1,3	0,9	1,2	0,7
mag.	1,0	0,6	2,3	1,1	2,5	1,9	2,0	1,2
giu.	1,4	0,7	2,3	0,8	2,1	1,1	2,0	1,0
lug.	1,9	0,9	2,6	1,0	2,2	1,4	2,2	1,1
ago.	1,6	0,6	2,6	1,0	2,1	1,3	2,1	1,0
set.	1,5	0,5	2,5	0,7	2,2	1,4	2,1	1,0
ott.	1,7	0,7	2,5	0,8	2,6	1,8	2,3	1,2
nov.	1,6	0,7	2,2	0,7	2,2	1,1	1,9	0,9
dic.	1,2	0,5	1,9	0,6	1,7	1,2	1,5	0,9
2019 – gen.	0,9	0,6	1,4	0,6	1,7	1,8	1,4	1,1
feb.	1,1	0,4	1,6	0,6	1,7	1,6	1,5	1,0
mar.	1,1	0,3	1,3	0,3	1,4	1,0	1,4	0,8
apr.	1,1	0,7	1,5	0,5	2,1	2,0	1,7	1,3
mag.	0,9	0,5	1,1	0,3	1,3	0,9	1,2	0,8
giu.	0,8	0,4	1,4	0,7	1,5	1,5	1,3	1,1
lug.	0,3	0,4	1,3	0,7	1,1	0,9	1,0	0,9
ago.	0,5	0,6	1,3	0,6	1,0	0,8	1,0	0,9
set.	0,2	0,5	1,1	0,8	0,9	1,0	0,8	1,0
ott.	0,2	0,7	0,9	0,8	0,9	1,1	0,7	1,1
nov.	0,2	0,7	1,2	0,8	1,2	1,8	1,0	1,3
dic.	0,5	0,6	1,6	1,0	1,5	1,7	1,3	1,3
2020 – gen.	0,4	0,5	1,7	0,9	1,6	1,3	1,4	1,1
feb.	0,2	0,5	1,6	1,2	1,7	1,4	1,2	1,2
mar.	0,1	0,6	0,8	0,7	1,3	1,3	0,7	1,0
apr.	0,1	0,6	0,4	0,3	0,8	1,0	0,3	0,9
mag.	-0,3	0,6	0,4	0,7	0,5	1,1	0,1	0,9
giu.	(-0,4)	(0,5)	(0,1)	....	(0,8)	....	(0,3)	(0,8)

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								
						Attività						
2016	544	1.265	758	507	92	504	129	2.534	149,4	99	23	76
2017	558	1.391	864	527	76	523	126	2.675	154,0	141	-7	148
2018	592	1.352	819	532	76	551	133	2.704	153,1	29	-74	104
2019	611	1.529	941	588	80	566	156	2.943	164,6	239	125	114
2019 – 1° trim.	592	1.415	866	549	81	559	138	2.785	157,2	81	63	18
2° trim.	596	1.441	880	561	85	568	145	2.835	159,8	50	30	19
3° trim.	607	1.486	900	586	91	577	157	2.918	163,8	83	35	48
4° trim.	611	1.529	941	588	80	566	156	2.943	164,6	24	-4	28
2020 – 1° trim.	607	1.396	823	573	91	598	167	2.858	161,8	-84	-117	33
						Passività						
2016	445	1.269	217	1.052	136	886	–	2.736	161,3	-19	-62	43
2017	456	1.308	263	1.045	107	938	–	2.808	161,7	72	-28	101
2018	484	1.146	216	930	107	1.055	–	2.792	158,1	-17	-90	73
2019	511	1.359	281	1.078	123	980	–	2.972	166,3	181	113	68
2019 – 1° trim.	487	1.207	249	959	119	1.044	–	2.857	161,3	65	48	17
2° trim.	495	1.261	247	1.013	130	1.004	–	2.889	162,9	33	26	7
3° trim.	505	1.349	261	1.088	145	1.003	–	3.002	168,5	112	72	40
4° trim.	511	1.359	281	1.078	123	980	–	2.972	166,3	-29	-34	4
2020 – 1° trim.	510	1.223	205	1.019	141	1.049	–	2.923	165,5	-49	-78	29
						Posizione netta						
2016	98	-4	541	-545	-44	-381	129	-202	-11,9	118	85	33
2017	102	83	601	-518	-31	-415	126	-134	-7,7	68	21	48
2018	109	205	603	-398	-31	-504	133	-88	-5,0	46	16	30
2019	100	171	660	-489	-43	-414	156	-30	-1,7	58	12	46
2019 – 1° trim.	106	208	617	-410	-38	-485	138	-72	-4,0	16	15	1
2° trim.	102	180	632	-452	-45	-436	145	-54	-3,1	17	5	12
3° trim.	102	137	640	-502	-55	-426	157	-83	-4,7	-29	-37	8
4° trim.	100	171	660	-489	-43	-414	156	-30	-1,7	54	29	24
2020 – 1° trim.	97	173	619	-446	-50	-451	167	-65	-3,7	-35	-39	3

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

Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale (1)

(milioni di euro)

PERIODO	Conto corrente					Conto capitale		
	Totale	Merci	Servizi	Redditi primari	Redditi secondari	Totale	Attività intangibili	Trasferimenti unilaterali
2014	30.904	49.346	-2.282	265	-16.425	2.830	-942	3.771
2015	23.529	54.144	-4.245	-11.413	-14.956	6.110	-1.183	7.294
2016	43.997	59.963	-4.082	4.794	-16.678	-2.645	-1.973	-673
2017	44.712	54.372	-3.787	9.277	-15.149	958	-1.188	2.146
2018	44.021	45.448	-2.738	18.798	-17.487	-648	-1.482	834
2019	52.890	56.854	-1.805	14.859	-17.018	-1.902	-2.291	390
2019 – 1° trim.	3.824	9.674	-3.666	4.765	-6.949	-242	-361	118
2° trim.	12.800	14.285	1.304	-361	-2.429	-599	-458	-141
3° trim.	16.510	14.757	3.374	3.361	-4.982	-385	-561	176
4° trim.	19.756	18.137	-2.817	7.094	-2.659	-676	-912	236
2020 – 1° trim.	6.450	12.958	-4.704	3.836	-5.640	-821	-767	-54
2019 – gen.	-1.039	800	-1.163	1.009	-1.685	-77	-139	61
feb.	2.143	3.788	-1.223	1.872	-2.294	-54	-109	55
mar.	2.721	5.086	-1.280	1.885	-2.970	-111	-113	2
apr.	3.437	3.201	15	1.084	-864	-228	-150	-78
mag.	3.739	5.365	532	-1.728	-430	-252	-165	-87
giu.	5.624	5.719	757	282	-1.134	-119	-143	24
lug.	8.744	7.953	1.528	857	-1.594	-125	-203	77
ago.	4.452	3.422	1.038	1.693	-1.701	-80	-151	71
set.	3.313	3.382	808	811	-1.687	-179	-207	28
ott.	9.470	8.065	-485	2.548	-658	-132	-330	198
nov.	4.801	4.974	-1.502	2.021	-693	-166	-302	136
dic.	5.486	5.098	-830	2.525	-1.308	-378	-280	-99
2020 – gen.	-1.289	860	-1.258	415	-1.306	-277	-278	1
feb.	4.568	6.278	-1.471	1.637	-1.877	-273	-263	-9
mar.	3.171	5.820	-1.975	1.784	-2.458	-271	-225	-45
apr.	(-915)	(353)	(-779)	(437)	(-925)	(-166)	(-101)	(-65)

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

Tavola A7

Prestiti delle IFM corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni: Italia e area dell'euro (1)

(variazioni percentuali sui 12 mesi)

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

(1) I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. Per ulteriori dettagli sui dati relativi all'area dell'euro, cfr. sul sito della BCE: *Monetary Developments in the Euro Area*. – (2) Prestiti a residenti in Italia. – (3) Prestiti a residenti nell'area dell'euro. – (4) Le serie sono basate sulle definizioni degli aggregati monetari e delle controparti 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
		Italia		
2018	-29,5	15,2	-4,1	-18,4
2019	-2,0	26,0	-3,8	20,2
2019 – 1° trim.	-4,9	-0,3	-1,5	-6,7
2° trim.	1,4	-2,0	2,1	1,4
3° trim.	3,2	-1,1	-5,4	-3,3
4° trim.	-1,7	29,4	1,1	28,8
2020 – 1° trim.	-14,5	-7,8	-3,4	-25,6
		Area dell'euro		
2018	85,7	80,3	41,5	207,5
2019	120,1	166,9	62,0	349,0
2019 – 1° trim.	58,6	21,7	15,8	96,0
2° trim.	17,1	27,8	16,5	61,3
3° trim.	22,1	39,1	20,3	81,4
4° trim.	22,4	78,4	9,5	110,3
2020 – 1° trim.	33,1	5,6	10,1	48,9

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	*di cui:* raccolta postale	Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Altre passività	Transazioni in strumenti di debito	Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro (2)	*di cui:* impieghi della liquidità	Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	*di cui:* connesso con sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)
2014	14,1	-1,7	-16,0	82,3	-4,1	-1,3	74,9	-8,8	-28,0	66,2	4,7
2015	5,5	-1,1	-9,5	43,6	1,5	-1,1	40,0	10,7	8,0	50,7	-2,1
2016	-4,8	0,4	-8,0	63,3	0,5	-0,3	50,6	-7,4	-3,0	43,2	0,0
2017	-0,6	-2,4	-0,5	41,1	3,7	1,8	45,5	13,8	10,5	59,3	0,0
2018	5,2	-2,1	0,8	42,3	-4,7	0,7	44,5	-5,8	19,5	38,7	0,0
2019	-10,3	-4,7	6,4	44,0	-7,4	0,6	33,3	2,2	-18,0	35,5	-0,4
2018 – gen.	5,7	-0,7	6,3	12,6	-2,1	0,0	22,5	-25,2	-9,1	-2,7	0,0
feb.	-1,1	-0,5	0,0	1,6	0,5	-0,4	0,6	6,2	16,0	6,8	0,0
mar.	2,4	-0,2	0,0	15,2	-0,2	-0,3	17,1	3,5	5,5	20,5	0,0
apr.	-2,3	-0,1	0,0	12,4	0,6	0,1	10,7	-7,3	2,0	3,4	0,0
mag.	-0,8	-0,5	-0,1	13,3	0,0	0,1	12,5	-5,4	0,0	7,1	0,0
giu.	-2,3	0,3	0,7	-5,7	0,8	0,8	-5,6	9,2	-4,8	3,6	0,0
lug.	5,6	-0,2	-0,2	17,0	-3,8	-1,3	17,3	-31,6	-2,5	-14,3	0,0
ago.	-2,3	0,4	-0,6	-13,8	0,1	0,0	-16,6	14,9	-1,0	-1,7	0,0
set.	-1,1	-0,6	0,2	5,5	0,3	-0,1	4,8	15,4	-5,6	20,3	0,0
ott.	-1,2	0,2	0,0	4,6	-0,4	-0,7	2,2	1,0	-1,4	3,2	0,0
nov.	-0,1	-0,8	0,4	6,4	0,8	1,0	8,5	-3,3	2,1	5,3	0,0
dic.	2,7	0,6	-5,9	-26,6	-1,2	1,4	-29,6	16,9	18,4	-12,8	0,0
2019 – gen.	4,0	-1,0	8,0	29,4	-0,5	-0,5	40,4	-44,0	-14,0	-3,6	0,0
feb.	-3,9	-0,4	-0,1	4,0	-0,3	0,1	-0,2	9,8	-2,0	9,6	0,0
mar.	0,2	-2,1	0,6	-3,2	-0,2	0,3	-2,4	22,4	1,4	20,0	0,0
apr.	0,9	1,3	0,7	12,7	-0,2	-0,1	14,0	-11,6	-1,4	2,4	0,0
mag.	-1,0	-0,6	0,3	-10,1	1,0	-0,2	-10,0	11,3	3,0	1,3	0,0
giu.	-1,8	-1,1	-0,4	23,1	-0,5	0,7	21,0	-20,5	-3,0	0,5	0,0
lug.	5,8	1,6	-0,1	19,1	-2,3	1,1	23,6	-27,1	3,0	-3,4	0,0
ago.	-0,1	-1,3	1,8	-4,5	0,1	-0,3	-3,0	5,3	-3,0	2,3	0,0
set.	1,8	-0,3	1,0	-23,0	0,1	-0,5	-20,6	43,7	-10,0	23,1	0,0
ott.	-0,2	1,2	1,2	7,5	-0,1	0,2	8,6	-9,8	-3,4	-1,1	-0,2
nov.	-5,2	-1,8	0,0	3,6	0,4	-0,2	-1,5	0,1	2,0	-1,4	-0,2
dic.	-10,8	-0,2	-6,6	-14,6	-4,8	0,1	-36,6	22,5	9,4	-14,0	0,0
2020 – gen.	2,7	-1,7	5,8	25,1	1,1	0,2	34,9	-38,6	-6,0	-3,7	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	-23,8	-0,8	-0,5	-14,5	43,2	15,5	28,7	0,0
apr.	-1,9	0,0	10,1	25,7	0,6	0,1	34,6	-16,8	11,5	17,7	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 lo European Financial Stability Facility (EFSF), e il contributo al capitale dello European Stability Mechanism (ESM).

Debito delle Amministrazioni pubbliche italiane (1)

(miliardi di euro)

PERIODO	Monete e depositi	*di cui:* raccolta postale	Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Altre passività	*di cui:* connesse con i prestiti dell'EFSF	Debito delle Amministrazioni pubbliche	*Per memoria:* disponibilità liquide del Tesoro (2)	*di cui:* impieghi della liquidità	depositi presso IFM residenti al netto delle operazioni di liquidità	sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)
2014	232,3	77,6	124,5	1.669,0	130,5	46,7	36,0	2.203,0	46,4	38,0	25,7	60,3
2015	237,8	76,4	115,0	1.708,5	132,4	45,6	33,9	2.239,4	35,7	30,0	26,9	58,2
2016	232,9	76,8	107,0	1.767,3	133,1	45,3	33,9	2.285,6	43,1	33,0	29,9	58,2
2017	232,4	74,4	106,6	1.806,8	136,7	47,0	33,9	2.329,6	29,3	22,5	32,2	58,2
2018	237,6	72,3	107,4	1.856,0	132,2	47,8	33,9	2.380,9	35,1	3,0	31,5	58,2
2019	227,3	67,6	113,8	1.895,5	124,8	48,4	33,5	2.409,8	32,9	21,0	35,1	57,8
2018 – gen.	238,1	73,7	112,9	1.819,2	134,7	47,1	33,9	2.352,0	54,5	31,6	33,5	58,2
feb.	237,0	73,2	112,8	1.821,2	135,2	46,7	33,9	2.353,0	48,3	15,6	34,4	58,2
mar.	239,4	72,9	112,8	1.835,1	135,0	46,4	33,9	2.368,7	44,8	10,1	33,2	58,2
apr.	237,1	72,8	112,8	1.847,1	135,6	46,5	33,9	2.379,1	52,1	8,1	34,8	58,2
mag.	236,3	72,3	112,7	1.862,0	135,6	46,6	33,9	2.393,2	57,6	8,1	35,9	58,2
giu.	234,0	72,6	113,4	1.857,6	136,5	47,4	33,9	2.388,9	48,4	12,9	33,8	58,2
lug.	239,6	72,4	113,2	1.876,5	132,6	46,2	33,9	2.408,1	80,0	15,4	35,1	58,2
ago.	237,3	72,9	112,6	1.863,4	132,7	46,2	33,9	2.392,2	65,1	16,4	34,8	58,2
set.	236,2	72,3	112,8	1.869,0	133,0	46,1	33,9	2.397,2	49,6	22,0	33,6	58,2
ott.	235,0	72,5	112,8	1.874,5	132,6	45,4	33,9	2.400,3	48,7	23,4	33,7	58,2
nov.	234,9	71,7	113,2	1.882,1	133,4	46,4	33,9	2.410,0	51,9	21,4	33,2	58,2
dic.	237,6	72,3	107,4	1.856,0	132,2	47,8	33,9	2.380,9	35,1	3,0	31,5	58,2
2019 – gen.	241,6	71,3	115,4	1.885,2	131,7	47,3	33,9	2.421,1	79,1	17,0	32,7	58,2
feb.	237,7	70,9	115,3	1.889,0	131,4	47,3	33,9	2.420,7	69,3	19,0	33,6	58,2
mar.	237,8	68,8	115,9	1.883,5	131,2	47,7	33,9	2.416,1	46,9	17,6	32,2	58,2
apr.	238,7	70,1	116,6	1.896,5	131,0	47,5	33,9	2.430,4	58,5	19,0	32,3	58,2
mag.	237,7	69,4	116,9	1.888,0	132,0	47,3	33,9	2.422,0	47,2	16,0	34,3	58,2
giu.	235,9	68,3	116,5	1.912,1	131,5	48,0	33,9	2.444,0	67,7	19,0	34,5	58,2
lug.	241,8	69,9	116,4	1.931,0	129,2	49,1	33,9	2.467,4	94,8	16,0	35,6	58,2
ago.	241,7	68,6	118,2	1.926,2	129,2	48,8	33,9	2.464,1	89,5	19,0	35,9	58,2
set.	243,5	68,4	119,2	1.900,9	129,3	48,3	33,9	2.441,2	45,8	29,0	36,5	58,2
ott.	243,3	69,6	120,4	1.906,8	129,2	48,5	33,7	2.448,2	55,5	32,4	37,4	58,0
nov.	238,1	67,7	120,4	1.909,9	129,6	48,3	33,5	2.446,3	55,4	30,4	38,7	57,8
dic.	227,3	67,6	113,8	1.895,5	124,8	48,4	33,5	2.409,8	32,9	21,0	35,1	57,8
2020 – gen.	230,0	65,8	119,6	1.920,0	125,9	48,7	33,5	2.444,2	71,5	27,0	36,4	57,8
feb.	227,8	65,5	118,5	1.926,4	125,9	48,3	33,5	2.446,9	73,4	27,5	36,6	57,8
mar.	238,5	66,9	118,3	1.901,3	125,1	47,8	33,5	2.431,1	30,1	12,0	36,4	57,8
apr.	236,6	66,9	128,5	1.928,4	125,7	47,9	33,5	2.467,1	46,9	0,5	35,7	57,8

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