



BANCA D'ITALIA

EUROSISTEMA

Bollettino Economico

gennaio 2022

1 | 2022



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 1 / 2022
Gennaio

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

Relazione annuale

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

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

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

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

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

© Banca d'Italia, 2022

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

Sergio Nicoletti Altissimi

Comitato di redazione

Nicola Curci e Giordano Zevi (coordinamento), Gloria Allione, Giulia Bovini, Donato Ceci, Antonio Maria Conti, Silvia Delrio, Valerio Ercolani, Claudia Pacella, Tiziano Ropele

Alessandra Giammarco, Valentina Memoli e Silvia Mussolin (aspetti editoriali)

Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Valentina Aprigliano, Antonio Maria Conti, Andrea Giovanni Gazzani, Elisa Guglielminetti, Claudia Pacella, Andrea Papetti, Luca Rossi

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 14 gennaio 2022, 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	8
1.2 L'area dell'euro	15
1.3 I mercati finanziari internazionali	22
2 L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	24
2.2 Le imprese	27
2.3 Le famiglie	30
2.4 Gli scambi con l'estero e la bilancia dei pagamenti	31
2.5 Il mercato del lavoro	35
2.6 La dinamica dei prezzi	39
2.7 Le banche	42
2.8 Il mercato finanziario	48
2.9 La finanza pubblica	50
2.10 Le prospettive	53
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	59

INDICE DEI RIQUADRI

Le strozzature nelle catene produttive: l'impatto sull'economia globale	10
Le misure di politica monetaria adottate dalla BCE nel dicembre 2021	18
L'attività economica nel quarto trimestre del 2021	25
Le opinioni delle imprese italiane nell'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita	28
L'offerta e la domanda di credito	44
Le ipotesi sottostanti allo scenario macroeconomico	53

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.

Per la denominazione dei paesi europei indicati in sigla all'interno della pubblicazione, cfr. il *Manuale interistituzionale di convenzioni redazionali* dell'Unione europea (<https://publications.europa.eu/code/it/it-5000600.htm>).

SINTESI

La ripresa si è rafforzata negli Stati Uniti e in altri paesi avanzati...

Dopo un diffuso rallentamento dell'attività economica nel terzo trimestre, alla fine dello scorso anno sono emersi segnali di un ritorno a una ripresa più sostenuta negli Stati Uniti e in altri paesi avanzati, a fronte di una prolungata debolezza nelle economie emergenti. La recrudescenza della pandemia e le persistenti strozzature dal lato dell'offerta pongono tuttavia rischi al ribasso per la crescita. L'inflazione è ulteriormente aumentata pressoché ovunque, risentendo soprattutto dei rincari dei beni energetici, di quelli degli input intermedi e della ripresa della domanda interna. La Federal Reserve e la Bank of England hanno avviato il processo di normalizzazione delle politiche monetarie.

...mentre ha rallentato nell'area dell'euro

Nell'area dell'euro il prodotto ha invece decisamente decelerato al volgere dell'anno, per effetto della risalita dei contagi e del perdurare delle tensioni sulle catene di approvvigionamento che ostacolano la produzione manifatturiera. L'inflazione ha toccato il valore più elevato dall'avvio dell'Unione monetaria, a causa dei rincari eccezionali della componente energetica, in particolare del gas che risente in Europa anche di fattori di natura geopolitica. Secondo le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema l'inflazione scenderebbe progressivamente nel corso del 2022, collocandosi al 3,2 per cento nella media di quest'anno e all'1,8 nel biennio 2023-24.

La BCE ha deciso di ridurre gradualmente gli acquisti e di mantenere una politica monetaria espansiva

Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ritiene che i progressi della ripresa economica e verso il conseguimento dell'obiettivo di inflazione nel medio termine consentano una graduale riduzione del ritmo degli acquisti di attività finanziarie. Il Consiglio ha inoltre ribadito che l'orientamento della politica monetaria resterà espansivo e la sua conduzione

flessibile e aperta a diverse opzioni in relazione all'evoluzione del quadro macroeconomico.

Anche in Italia il PIL ha nettamente decelerato

La crescita in Italia è rimasta elevata nel terzo trimestre del 2021, sostenuta dall'espansione dei consumi delle famiglie. Successivamente il prodotto ha rallentato: sulla base dei modelli della Banca d'Italia, nel quarto trimestre il PIL avrebbe registrato una crescita attorno al mezzo punto percentuale. L'incremento del valore aggiunto si è indebolito sia nell'industria sia nel terziario.

La risalita dei contagi accresce la cautela dei consumatori

Il rialzo dei contagi e il conseguente peggioramento del clima di fiducia hanno penalizzato soprattutto la spesa per servizi. Secondo le intenzioni rilevate nei sondaggi condotti tra novembre e dicembre, le imprese prevedono per quest'anno una decelerazione degli investimenti.

La dinamica delle esportazioni resta sostenuta...

Nel terzo trimestre le esportazioni italiane hanno continuato a crescere, supportate dalla ripresa del turismo internazionale. L'avanzo di conto corrente si mantiene su livelli elevati nonostante il peggioramento della bilancia energetica; la posizione creditoria netta sull'estero si è ampliata.

...e aumentano occupazione e forza lavoro

Dall'estate la ripresa della domanda di lavoro si è tradotta in un aumento delle ore lavorate, in una riduzione del ricorso agli strumenti di integrazione salariale e in un recupero delle assunzioni a tempo indeterminato. La rimozione del blocco dei licenziamenti in tutti i settori non ha avuto ripercussioni significative. Il ristagno del tasso di disoccupazione riflette il progressivo recupero dell'offerta di lavoro, che si avvicina ai valori pre-pandemici. La dinamica dei rinnovi con-

trattuali non prefigura significative accelerazioni dei salari nel 2022.

L'inflazione è sospinta dai rincari dei beni energetici

delle componenti volatili la variazione annuale dei prezzi resta moderata. Gli aumenti dei costi di produzione si sono trasmessi finora solo in misura modesta sui prezzi al dettaglio.

La pandemia e le attese sulla politica monetaria hanno influenzato l'andamento dei mercati

ripresa economica e delle aspettative sull'orientamento della politica monetaria. Sono aumentate la volatilità dei mercati e l'avversione al rischio degli investitori, il cui rialzo ha determinato, per l'Italia, un ampliamento dello spread sovrano rispetto ai titoli di Stato tedeschi.

La domanda di credito delle imprese resta contenuta

domanda di nuovi finanziamenti, dovuta anche alle ampie disponibilità liquide accantonate nell'ultimo biennio. L'espansione del credito alle famiglie prosegue a ritmo sostenuto. Le condizioni di offerta restano distese. I tassi di deterioramento degli attivi bancari, sebbene in lieve aumento, si mantengono su livelli molto contenuti e la quota di finanziamenti in bonis per i quali le banche hanno rilevato un significativo aumento del rischio di credito è diminuita; nei primi nove mesi dello scorso anno la redditività degli intermediari è migliorata, soprattutto a seguito della riduzione delle svalutazioni sui prestiti.

Anche per il triennio 2022-24 sono programmati interventi espansivi di finanza pubblica

nel confronto con l'anno precedente. Anche il rap-

L'inflazione è salita su valori elevati (4,2 per cento in dicembre), sospinta dalle quotazioni dell'energia. Al netto

Gli andamenti dei mercati finanziari hanno risentito dei timori legati all'incremento dei contagi a livello globale, dell'incertezza sulla gravità della variante Omicron con i suoi riflessi sulla

In autunno la crescita dei prestiti alle società non finanziarie si è confermata debole, riflettendo la scarsa

Le informazioni preliminari disponibili per il 2021 segnalerebbero un significativo miglioramento dell'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche

porto tra il debito e il prodotto sarebbe diminuito, risultando dell'ordine del 150 per cento (contro un livello di circa il 155 nel 2020 e di quasi il 135 nel 2019). Per il triennio 2022-24 la manovra di bilancio approvata dal Parlamento lo scorso dicembre accresce il disavanzo in media dell'1,3 per cento del PIL all'anno rispetto al quadro a legislazione vigente.

Le proiezioni per l'Italia assumono un graduale miglioramento del quadro sanitario

sull'ipotesi che la recente risalita dei contagi abbia riflessi negativi nel breve termine sulla mobilità e sui comportamenti di consumo, ma non richieda un severo inasprimento delle misure restrittive. Si assume che dalla primavera la diffusione dell'epidemia si attenui.

Il PIL tornerebbe sul livello pre-pandemia a metà del 2022...

recupererebbe intorno alla metà di quest'anno. L'espansione dell'attività proseguirebbe poi a ritmi robusti, seppure meno intensi rispetto a quelli osservati in seguito alle riaperture nella parte centrale del 2021. In media d'anno il PIL aumenterebbe del 3,8 per cento nel 2022, del 2,5 nel 2023 e dell'1,7 nel 2024. Il numero di occupati crescerebbe più gradualmente e tornerebbe ai livelli pre-crisi alla fine del 2022.

...e l'inflazione si attenuerebbe nel corso dell'anno, tornando moderata nel prossimo biennio

per cento quest'anno e aumenterebbe progressivamente fino all'1,6 nel 2024, sostenuta dalla riduzione dei margini di capacità inutilizzata e dall'andamento delle retribuzioni.

L'incertezza è però elevata con rischi sulla crescita orientati al ribasso

Le prospettive di crescita sono soggette a molteplici rischi, orientati prevalentemente al ribasso. Nel breve

In questo Bollettino si presentano le proiezioni macroeconomiche per l'Italia per il triennio 2022-24, che aggiornano quelle diffuse in dicembre. Lo scenario si basa

Il PIL, che alla fine della scorsa estate si collocava 1,3 punti percentuali al di sotto dei livelli pre-pandemici, li

I prezzi al consumo salirebbero del 3,5 per cento nella media dell'anno in corso, dell'1,6 nel 2023 e dell'1,7 nel 2024. La componente di fondo sarebbe pari all'1,0

Le prospettive di crescita sono soggette a molteplici rischi, orientati prevalentemente al ribasso. Nel breve

termine l'incertezza che circonda il quadro previsto è connessa con le condizioni sanitarie e con le tensioni sul lato dell'offerta, che potrebbero rivelarsi più persistenti delle attese e mostrare un grado di trasmissione all'economia reale più accen-

tuato. Nel medio termine, le proiezioni rimangono condizionate alla piena attuazione dei programmi di spesa inclusi nella manovra di bilancio e alla realizzazione completa e tempestiva degli interventi previsti dal PNRR.

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

Dopo un diffuso rallentamento dell'attività nel terzo trimestre, che non ha investito l'area dell'euro, negli Stati Uniti e in altri paesi avanzati emergono segnali di un ritorno a una ripresa più sostenuta, a fronte di una prolungata debolezza nelle economie emergenti. La recrudescenza della pandemia e le persistenti strozzature dal lato dell'offerta generano tuttavia rischi al ribasso per l'attività economica. L'inflazione è ulteriormente aumentata pressoché ovunque, risentendo del rialzo dei prezzi dei beni energetici, di quelli degli input intermedi e della ripresa della domanda interna. La Federal Reserve e la Bank of England hanno avviato il processo di normalizzazione delle politiche monetarie.

Le vaccinazioni attenuano gli effetti della recrudescenza della pandemia

Dall'inizio di novembre i contagi da Covid-19 sono ripresi su scala globale, in misura più accentuata in Europa e negli Stati Uniti,

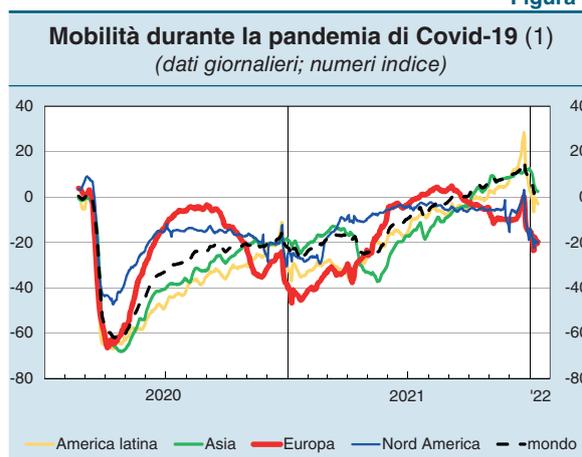
dove è risalito anche il numero di ricoveri e di decessi. Il rialzo di questi ultimi è stato meno marcato rispetto alle precedenti ondate epidemiche, grazie al contributo delle campagne vaccinali. La mobilità globale, che nella seconda metà del 2021 aveva raggiunto livelli nettamente superiori a quelli dell'anno precedente (fig. 1), si è ridotta nelle ultime settimane, anche a seguito della diffusione della variante Omicron.

Nel terzo trimestre del 2021 l'attività economica globale ha rallentato...

Nel terzo trimestre il PIL ha rallentato sia nelle maggiori economie avanzate, con l'eccezione dell'area dell'euro, sia in quelle emergenti

(tav. 1). Negli Stati Uniti ha pesato la decelerazione dei consumi a causa della diffusione della variante Delta durante i mesi estivi; nel Regno Unito il ciclo economico ha risentito, oltre che

Figura 1



Fonte: elaborazioni su dati Google Covid-19 Community Mobility Reports. (1) Variazione percentuale del numero delle visite a negozi al dettaglio e attività ricreative rispetto al valore medio del corrispondente giorno della settimana nel periodo 3 gennaio-6 febbraio 2020. Dati al 14 gennaio 2022. Media mobile a 7 giorni. Gli aggregati Asia e mondo non includono la Cina, per la quale i dati non sono disponibili.

Tavola 1

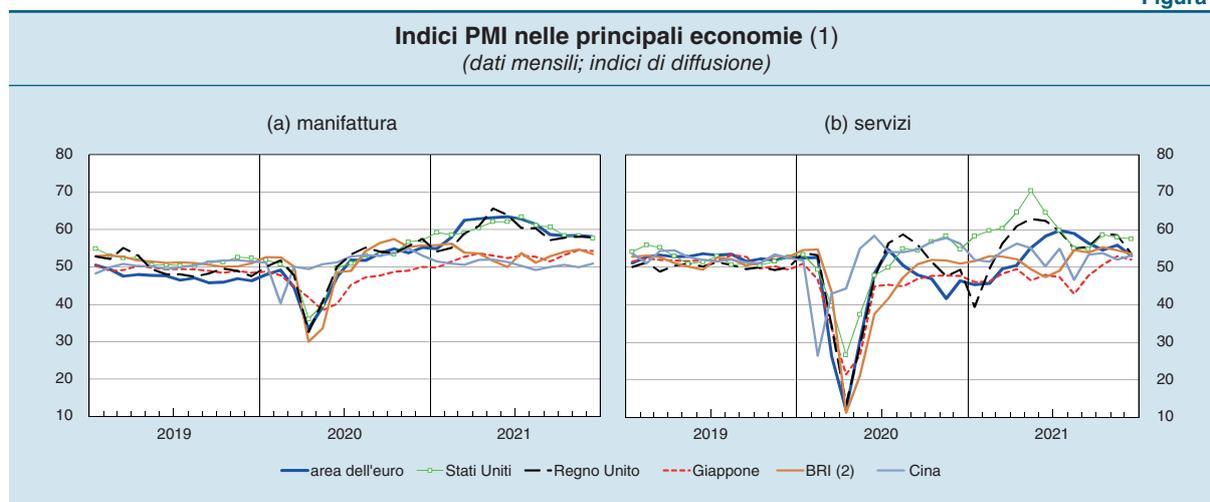
Crescita del PIL e inflazione
(variazioni percentuali)

PAESI	Crescita del PIL		Inflazione (1)	
	2020	2021 2° trim. (2)	2021 3° trim. (2)	2021 dicembre (3)
Paesi avanzati				
Giappone	-4,5	2,0	-3,6	0,6
Regno Unito	-9,7	23,9	4,3	5,4
Stati Uniti	-3,4	6,7	2,3	7,0
Paesi emergenti				
Brasile	-3,9	12,3	4,0	10,1
Cina	2,2	7,9	4,9	1,5
India	-7,0	20,1	8,4	5,6
Russia	-3,0	10,5	4,3	8,4

Fonte: statistiche nazionali.

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

Figura 2



Fonte: Markit e Refinitiv.

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

della situazione pandemica, anche della perdurante carenza di scorte di beni e di manodopera nei settori legati alla distribuzione (trasporti e logistica). In Giappone il prodotto è diminuito soprattutto per la presenza di restrizioni in molte zone del paese (stato di emergenza), imposte per contenere l'epidemia. Anche l'economia cinese ha mostrato decisi segnali di rallentamento, connessi principalmente con la flessione del settore immobiliare.

...ma nel quarto sono emersi segnali di ripresa nelle economie avanzate

Per il quarto trimestre gli indici dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI) mostrano diffusi segnali di ripresa ciclica tra le principali economie avanzate (fig. 2). In Giappone la rimozione dello stato di emergenza agli inizi di ottobre ha favorito la

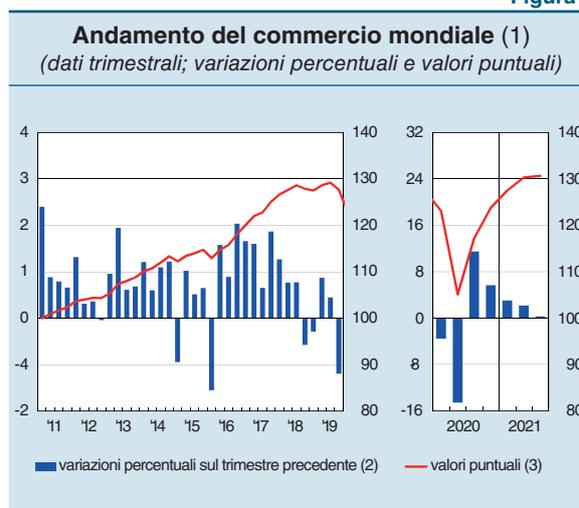
ripresa del PMI dei servizi, tornato per la prima volta dall'inizio della pandemia sopra la soglia che indica un'espansione. Negli Stati Uniti i PMI di industria e servizi restano su valori compatibili con una crescita robusta, in linea con le attese dei maggiori previsori privati di una decisa accelerazione del PIL nel quarto trimestre. Le economie emergenti continuano a registrare condizioni cicliche più deboli rispetto ai principali paesi avanzati, soprattutto nella manifattura.

Il commercio mondiale ha decelerato nella parte finale dello scorso anno

A partire dall'estate gli scambi globali di beni e servizi hanno rallentato (fig. 3), anche a causa del perdurare di rilevanti

strozzature dal lato dell'offerta (cfr. il riquadro: *Le strozzature nelle catene produttive: l'impatto*

Figura 3



Fonte: elaborazioni su dati di contabilità nazionale e doganali.

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

Scenari macroeconomici (variazioni e punti percentuali)					
VOCI	2020 (1)	Previsioni (2)		Revisioni (3)	
		2021	2022	2021	2022
PIL					
Mondo	-3,4	5,6	4,5	-0,1	0,0
<i>di cui:</i>					
Paesi avanzati					
Area dell'euro	-6,4	5,2	4,3	-0,1	-0,3
Giappone	-4,5	1,8	3,4	-0,7	1,3
Regno Unito	-9,7	6,9	4,7	0,2	-0,5
Stati Uniti	-3,4	5,6	3,7	-0,4	-0,2
Paesi emergenti					
Brasile	-3,9	5,0	1,4	-0,2	-0,9
Cina	2,2	8,1	5,1	-0,4	-0,7
India (4)	-7,3	9,4	8,1	-0,3	0,2
Russia	-3,0	4,3	2,7	1,6	-0,7
Commercio mondiale	-8,4	10,8	4,8	-0,4	-

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

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

sull'economia globale). Secondo nostre stime, nel complesso del 2021 gli scambi sarebbero cresciuti del 10,8 per cento, 4 decimi di punto in meno di quanto atteso nel precedente esercizio previsivo (tav. 2). Per il 2022 la crescita si collocherebbe al 4,8 per cento, con rischi al ribasso legati soprattutto all'evoluzione dell'emergenza sanitaria. In particolare in Cina, dove il governo persegue severe politiche di contenimento per contrastare la diffusione della pandemia, l'insorgere di focolai ha provocato nuove interruzioni nelle catene globali di fornitura.

LE STROZZATURE NELLE CATENE PRODUTTIVE: L'IMPATTO SULL'ECONOMIA GLOBALE

Nel corso del 2021, grazie al contenimento della pandemia consentito dalla diffusione dei vaccini, la ripresa della domanda globale è stata rapida e più intensa del previsto, sospinta soprattutto dal netto recupero di quella di beni. Il persistere in molti paesi di alcune misure di restrizione per contrastare l'emergenza ha continuato a frenare l'accesso ai servizi ricreativi e al turismo, seppure in misura minore rispetto alle fasi più acute della crisi sanitaria; la domanda delle famiglie si è indirizzata maggiormente verso i beni. Al contempo molte imprese che avevano rivisto al ribasso le previsioni di nuovi ordini e i piani di investimento hanno rapidamente attinto alle scorte e incrementato in misura notevole la propria domanda di input intermedi per ricostituire il magazzino.

A questi fattori generali si sono aggiunte alcune specificità settoriali: la decisa accelerazione impressa dalla pandemia al processo di digitalizzazione ha innescato un rapido aumento della domanda di dispositivi elettronici per il telelavoro, la formazione a distanza e l'intrattenimento. Questi sviluppi si sono tradotti in una forte crescita della domanda di semiconduttori, componente fondamentale, oltre che per le apparecchiature elettroniche, anche per alcuni beni durevoli quali le automobili e gli elettrodomestici.

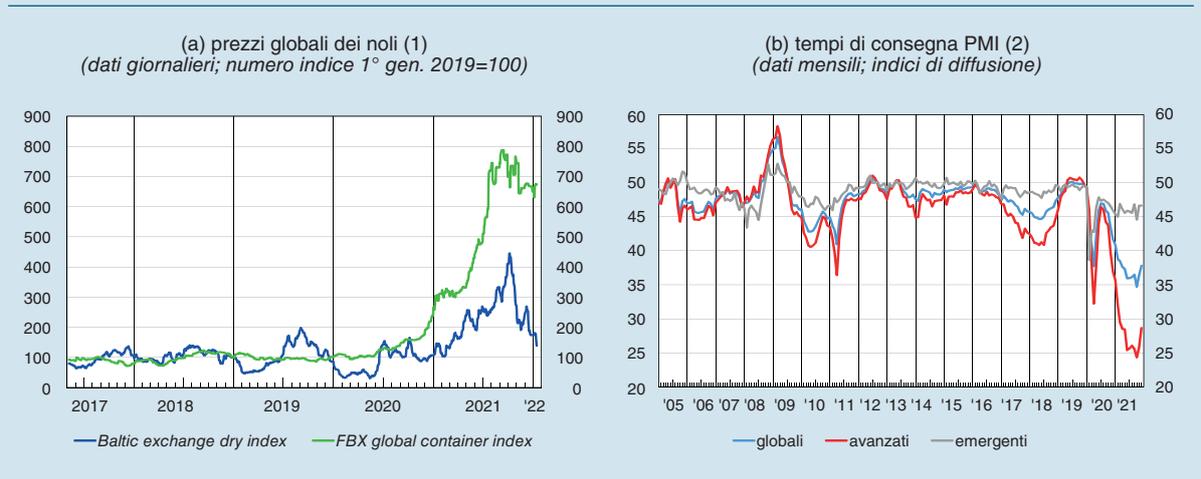
Per alcune tipologie di prodotti l'adeguamento dell'offerta è stato più lento. Nel caso dei semiconduttori, per i quali l'espansione della capacità produttiva richiede tempi relativamente lunghi, la sopravvenuta scarsità ha generato rialzi di prezzo e ritardi di produzione in molti settori.

Le pressioni della domanda si sono manifestate in misura dirompente nei trasporti e nella logistica internazionali, già frenati dalle chiusure di importanti porti in Cina per il contrasto alla pandemia; ciò ha determinato forti congestioni e un allungamento dei tempi di spedizione sulle principali rotte dall'Asia ai paesi occidentali. Vi è corrisposto un marcato aumento dei noli marittimi (figura A, pannello a), così come dei costi per il trasporto aereo, progressivamente più richiesto in alternativa a quello navale per garantire l'approvvigionamento di componenti utilizzati nella manifattura.

Questi squilibri si sono tradotti in un allungamento dei tempi di consegna dei fornitori, rallentando la produzione e incrementando gli ordini inevasi nella manifattura. Tali difficoltà sono state particolarmente intense nelle economie avanzate, le cui industrie si collocano più a valle nelle filiere produttive internazionali, soprattutto nei comparti degli autoveicoli e degli altri mezzi di trasporto che fanno più largo uso di semiconduttori (figura A, pannello b).

Figura A

Evoluzione dei prezzi dei noli e tempi di consegna dei fornitori



Fonte: Markit e Refinitiv.

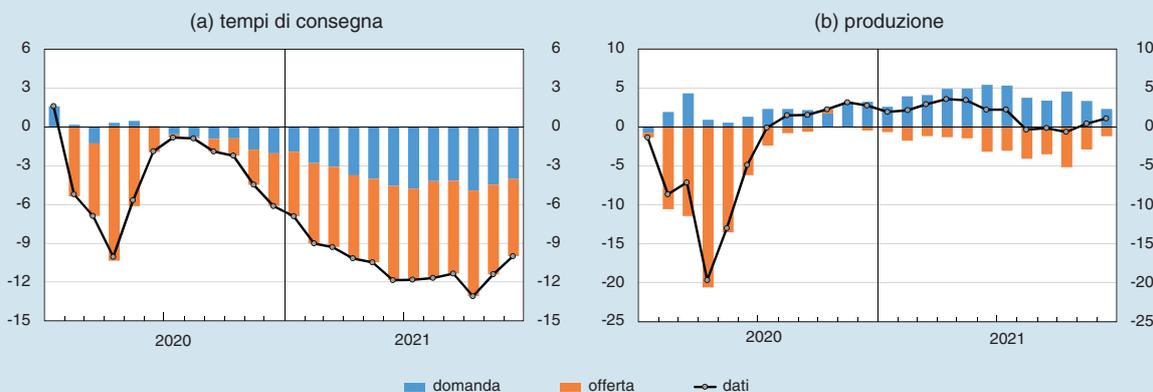
(1) Prezzi globali in dollari statunitensi per il nolo marittimo di materiale non liquido sfuso (*Baltic exchange dry index*) e di container (*FBX global container index*) sulle principali rotte globali. – (2) Indici di diffusione desumibili dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (PMI), relativi ai tempi di consegna dei fornitori nel settore manifatturiero. Una riduzione dell'indice corrisponde a un aumento dei tempi di consegna. Ogni indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale delle risposte "stabile".

Nostre analisi consentono di quantificare il contributo relativo dei fattori di domanda e di offerta all'allungamento dei tempi di consegna e all'andamento della produzione segnalate dagli indici PMI a partire dall'inizio del 2020 (figura B). Allo scoppio della pandemia i fattori di offerta hanno avuto un ruolo preponderante sia sui tempi di consegna, sia sulla produzione. Nel 2021 le difficoltà di approvvigionamento hanno continuato a esercitare una forte pressione sui ritardi delle forniture, mentre l'effetto sulla produzione è tornato rilevante solo nella seconda metà dell'anno, controbilanciando la decisa ripresa della domanda.

I fattori di domanda sono stati particolarmente significativi negli Stati Uniti, dove l'accelerazione negli acquisti di beni è stata assai più accentuata rispetto agli altri paesi avanzati. Vi hanno contribuito i massicci trasferimenti deliberati dal governo federale sia nel 2020 sia nel 2021, grazie ai quali il reddito

Scomposizione PMI globali in domanda e offerta (1)

(dati mensili; indici di diffusione; contributo alla variazione dalla media storica)



Fonte: elaborazioni su dati Markit e Refinitiv.

(1) La scomposizione è ottenuta mediante un modello vettoriale autoregressivo, identificato attraverso restrizioni di segno.

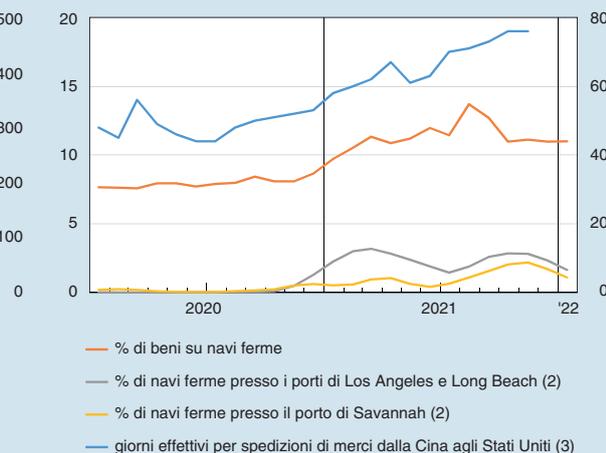
disponibile delle famiglie statunitensi nella media del biennio è cresciuto più del 7 per cento nel confronto con il 2019, nonostante la forte caduta del PIL durante la pandemia. A rafforzare i bilanci familiari hanno inoltre contribuito i decisi aumenti dei corsi azionari e dei prezzi delle abitazioni. A fronte di ciò, anche le strozzature dal lato dell’offerta – dovute in parte alla carenza di manodopera e di servizi di trasporto locali – sono state marcate. Ne sono scaturiti traffici portuali verso gli Stati Uniti nettamente superiori a quelli destinati all’Europa (figura C, pannello a), affollamenti nei porti statunitensi e tempi di spedizione molto allungati (figura C, pannello b).

Traffico marittimo

(a) noli per destinazioni di traffico (1)
(dati giornalieri; numero indice 1° gen. 2021=100)



(b) traffico nei porti e tempi di consegna negli Stati Uniti
(dati mensili; valori percentuali e giorni)



Fonte: Freightos, Goldman Sachs, Kiel Institute for the World Economy e Refinitiv.

(1) Prezzi in dollari statunitensi per spedizioni su rotte alternative. – (2) Media mobile a 60 giorni. – (3) Scala di destra.

Negli Stati Uniti il rimbalzo senza precedenti nel consumo di beni si è riflesso nel corso del 2021 in un rialzo dell'inflazione particolarmente accentuato, che ha interessato anche le componenti di fondo; nostre stime mostrano come per l'insieme dell'economia ciò sia in prevalenza riconducibile alla ripresa della domanda, mentre i fattori di offerta sono stati rilevanti in settori specifici, quali il mercato degli autoveicoli (per l'area dell'euro, cfr. il par. 1.2).

Le pressioni inflazionistiche non si allentano

Negli Stati Uniti l'inflazione ha ripreso a crescere e ha raggiunto in dicembre il 7 per cento (fig. 4), il livello più elevato dall'inizio degli anni ottanta del secolo scorso. Continuano a incidere i rialzi dei prezzi dell'energia, quelli delle auto usate (sospinti dalla mancanza di microprocessori e dal conseguente ritardo nella consegna di auto nuove) e i rincari degli affitti. In prospettiva i recenti aumenti salariali potrebbero contribuire a mantenere elevata l'inflazione statunitense. Tuttavia, le aspettative di inflazione a lungo termine desunte dai mercati finanziari sono rimaste ancorate su valori compatibili con l'obiettivo della Federal Reserve. L'inflazione è salita sia nel Regno Unito (5,4 per cento in dicembre), sia in Giappone (0,6 per cento in novembre). Anche in alcuni paesi emergenti le pressioni inflazionistiche restano elevate: in Brasile e in Russia la crescita sui dodici mesi dei prezzi al consumo si è collocata in dicembre al 10,1 e all'8,4 per cento, rispettivamente (cfr. tav. 1).

Le prospettive di ripresa sono confermate, pur con una lieve attenuazione nel 2022

Secondo le previsioni diffuse in dicembre dall'OCSE, il prodotto mondiale è cresciuto del 5,6 per cento nel 2021 e rallenterà al 4,5 per cento nell'anno in corso (cfr. tav. 2). Le prospettive si mantengono eterogenee tra paesi: il prodotto nelle economie avanzate tornerà in linea con il trend precedente l'inizio della pandemia il prossimo anno, mentre la ripresa rimarrà più fragile nelle economie emergenti, soprattutto in quelle meno sviluppate.

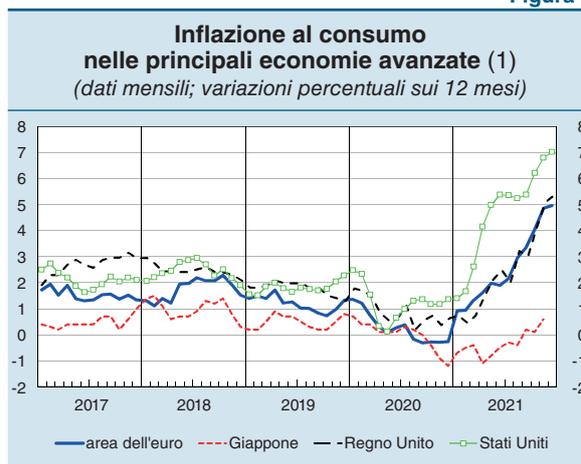
Dopo un forte calo in novembre, il prezzo del greggio è tornato sopra gli 80 dollari al barile

La rapida diffusione della variante Omicron e i connessi timori di possibili nuovi lockdown e di un conseguente indebolimento della domanda globale hanno inciso significativamente sui corsi petroliferi; il 26 novembre, giorno in cui è stata annunciata la scoperta della nuova variante del virus, il prezzo del Brent è sceso di circa il 12 per cento, poco sopra i 70 dollari al barile (fig. 5.a). Dal lato dell'offerta sia la decisione degli Stati Uniti di attingere alle riserve petrolifere, sia la volontà dei paesi OPEC+ di rispettare l'impegno ad aumentare la produzione hanno comportato pressioni al ribasso. Tuttavia, all'inizio di gennaio i corsi petroliferi hanno mostrato decisi segnali di ripresa – con il prezzo del Brent di nuovo sopra gli 80 dollari al barile – legati a indicazioni favorevoli circa un impatto di Omicron sulla domanda di greggio più limitato rispetto a quanto atteso alla fine di novembre. I contratti futures segnalano un leggero incremento dei prezzi nei primi mesi del 2022, cui seguirebbe un calo dalla metà dell'anno.

Il prezzo del gas rimane alto

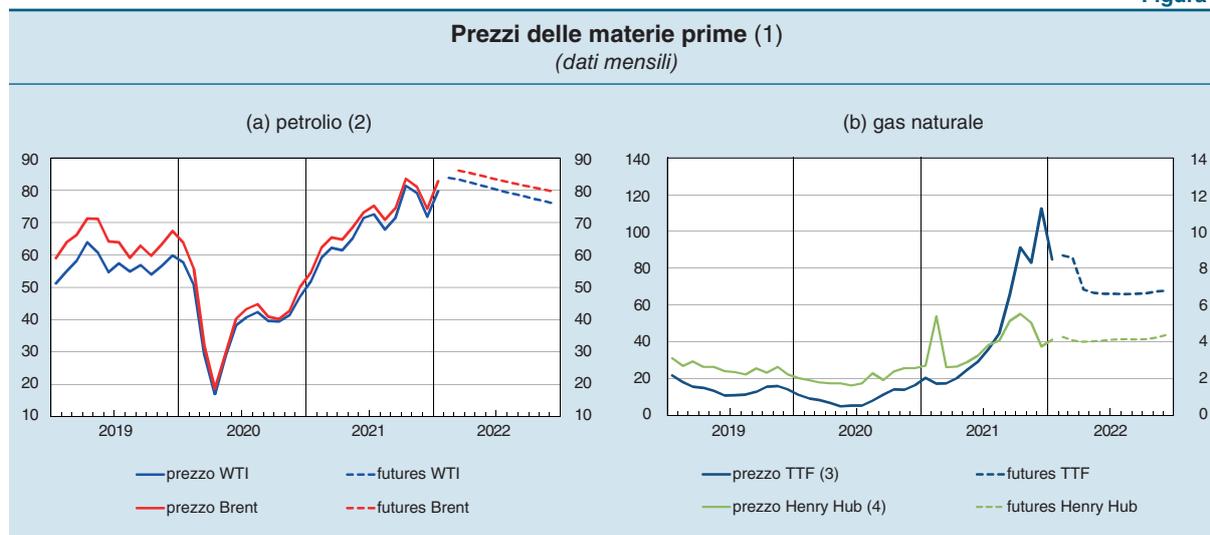
Il prezzo del gas naturale resta elevato in Europa (fig. 5.b), sospinto da più fattori. Le tensioni con la Russia relative alla sospensione temporanea dell'utilizzo del gasdotto Nord Stream 2, che si sono acuite alla metà di novembre, le rigide

Figura 4



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

Figura 5



Fonte: Refinitiv.

(1) Per i prezzi a pronti, medie mensili fino a dicembre 2021. L'ultimo dato si riferisce alla media dei dati giornalieri dal 1° al 14 gennaio 2022. Per i prezzi futures i dati si riferiscono alla quotazione del 14 gennaio 2022. – (2) Dollari per barile. – (3) Euro per megawattora. Prezzo del gas naturale europeo scambiato sul mercato olandese Title Transfer Facility (TTF). – (4) Dollari per milioni di *British thermal units* (BTU). Prezzo del gas distribuito attraverso il polo Henry Hub, in Louisiana (USA). Scala di destra.

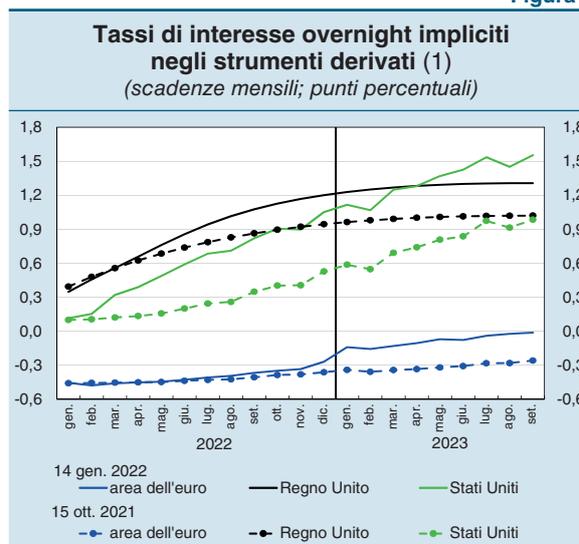
temperature registrate nei paesi nordici e un'alta domanda per la produzione di energia elettrica hanno ridotto significativamente il livello delle scorte. Tuttavia, il maggiore afflusso di gas liquefatto con navi cargo dagli Stati Uniti durante gli ultimi giorni del 2021 ha contribuito a un abbassamento delle quotazioni. In base ai prezzi dei futures, i rialzi osservati nella seconda parte dello scorso anno rientrerebbero solo in parte nel corso del 2022.

È iniziata la normalizzazione delle politiche monetarie

Nella riunione tenutasi il 2 e il 3 novembre 2021 la Federal Reserve, considerando il sostanziale progresso verso i propri obiettivi di inflazione e occupazione, ha avviato la rimozione dell'accomodamento monetario (tapering): l'iniziale target mensile per gli acquisti di titoli, corrispondente a 120 miliardi, è stato ridotto di 15 miliardi in novembre e dello stesso importo in dicembre. Nella successiva riunione del 14 e del 15 dicembre, visti i progressivi miglioramenti nel mercato del lavoro e l'ulteriore crescita dell'inflazione, è stata impressa un'accelerazione alla riduzione: in gennaio la diminuzione degli acquisti è risultata pari a 30 miliardi. Se questo ritmo rimanesse invariato, il programma di acquisti si concluderebbe nel marzo 2022. Nella stessa riunione è emerso inoltre che le nuove proiezioni dei membri del Federal Open Market Committee (FOMC) prefigurano tre rialzi dell'intervallo obiettivo del tasso sui federal funds nel 2022 e ulteriori tre nel 2023. Nella riunione del 16 dicembre la Bank of England ha alzato il tasso di interesse allo 0,25 per cento

le target mensile per gli acquisti di titoli, corrispondente a 120 miliardi, è stato ridotto di 15 miliardi in novembre e dello stesso importo in dicembre. Nella successiva riunione del 14 e del 15 dicembre, visti i progressivi miglioramenti nel mercato del lavoro e l'ulteriore crescita dell'inflazione, è stata impressa un'accelerazione alla riduzione: in gennaio la diminuzione degli acquisti è risultata pari a 30 miliardi. Se questo ritmo rimanesse invariato, il programma di acquisti si concluderebbe nel marzo 2022. Nella stessa riunione è emerso inoltre che le nuove proiezioni dei membri del Federal Open Market Committee (FOMC) prefigurano tre rialzi dell'intervallo obiettivo del tasso sui federal funds nel 2022 e ulteriori tre nel 2023. Nella riunione del 16 dicembre la Bank of England ha alzato il tasso di interesse allo 0,25 per cento

Figura 6



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

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

(dallo 0,1), comunicando la possibilità di ulteriori incrementi nei prossimi mesi allo scopo di riportare il tasso di inflazione al target del 2 per cento (fig. 6); si è inoltre concluso il programma di acquisto di titoli, che ha raggiunto la soglia stabilita di 895 miliardi di sterline. In Giappone il tono della politica monetaria si mantiene espansivo. Tra i paesi emergenti, il forte aumento della dinamica dei prezzi ha indotto decise restrizioni monetarie in Brasile e in Russia. In Cina, dove l'andamento dell'inflazione si conferma invece contenuto, la Banca centrale ha recentemente deciso una serie di manovre moderatamente espansive che includono il taglio dei coefficienti di riserva obbligatoria e la riduzione dei tassi di riferimento sui prestiti alla clientela e sul mercato interbancario.

1.2 L'AREA DELL'EURO

Sulla base delle informazioni più recenti, dopo due trimestri di forte espansione, nell'area dell'euro l'attività economica avrebbe decisamente rallentato nell'ultima parte dell'anno, per effetto della risalita dei contagi e della conseguente introduzione di misure di contenimento via via più stringenti, nonché del perdurare delle strozzature dell'offerta che stanno ostacolando la produzione manifatturiera. L'inflazione ha toccato il valore più elevato dall'avvio dell'Unione monetaria, risentendo soprattutto dei rincari eccezionali della componente energetica. Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha annunciato il piano per la futura attuazione dei programmi di acquisto di titoli pubblici e privati, ribadendo che l'orientamento della politica monetaria resterà espansivo e che la sua conduzione si manterrà flessibile e aperta a diverse opzioni in relazione all'evoluzione del quadro macroeconomico.

La crescita è rimasta robusta nel terzo trimestre...

Nel terzo trimestre del 2021 nell'area dell'euro il PIL è ulteriormente aumentato (2,3 per cento; tav. 3),

sospinto dal marcato incremento dei consumi delle famiglie e, in misura marginale, dalla domanda estera netta. Si è intensificata l'espansione del valore aggiunto nei servizi, a fronte di una flessione nelle costruzioni e di una sostanziale stagnazione nell'industria in senso stretto, che ha principalmente riflesso la riduzione segnata in Germania in connessione con le protratte difficoltà di approvvigionamento delle imprese. La crescita del PIL è stata diffusa, sebbene con intensità differenti, fra tutte le maggiori economie dell'area.

...ma si è nettamente attenuata nel quarto

Sulla base degli indicatori disponibili, la dinamica dell'attività si sarebbe indebolita marcatamente nel quarto trimestre. In dicembre l'indicatore €-coin si è collocato su livelli prossimi a quelli dell'ultima parte del 2020, segnalando un'espansione

molto contenuta, per effetto del deterioramento della fiducia di consumatori e imprese e della forte accelerazione dei prezzi alla produzione (fig. 7). Nella media del quarto trimestre anche gli indicatori PMI sono compatibili con un rallentamento dell'attività, sia nella manifattura sia nei servizi. La produzione industriale, soprattutto nel settore automobilistico, continua a risentire della carenza di semiconduttori a livello globale, con difficoltà particolarmente pronunciate in Germania (cfr. il riquadro: *Le strozzature nelle catene produttive: l'impatto sull'economia globale*). Nonostante alcuni segnali di miglioramento, i tempi di consegna degli input intermedi, rilevati dal corrispondente indice PMI (fig. 8), si sono mantenuti nei mesi autunnali nettamente più lunghi rispetto alla media storica. Le imprese dei servizi riportano in misura crescente la scarsità di manodopera come fattore di ostacolo alla propria attività.

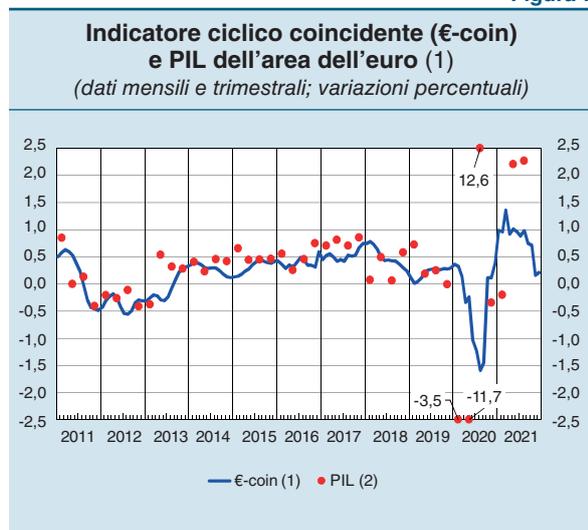
Tavola 3

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

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

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

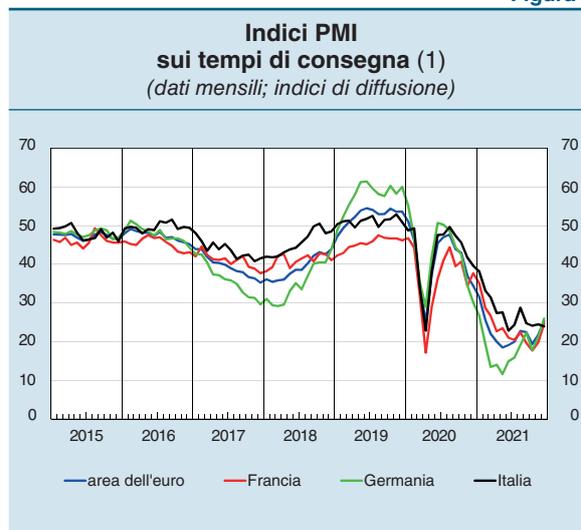
Figura 7



Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.

(1) Per €-coin, stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche. Per la metodologia di costruzione dell'indicatore e le sue successive modifiche, cfr. il riquadro: *€-coin e la congiuntura dell'area dell'euro*, in *Bollettino economico*, 57, 2009. I dati aggiornati sull'indicatore sono disponibili sul sito della Banca d'Italia: *Indicatore €-coin: dicembre 2021*. – (2) Per il PIL, dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente.

Figura 8



Fonte: Markit.

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

Il PIL tornerebbe sui livelli pre-pandemici nel primo trimestre del 2022

Secondo le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema pubblicate in dicembre, il PIL crescerebbe del 5,1 per cento nel 2021 e del 4,2 e del 2,9 per cento nei due anni successivi, rispettivamente. Nel confronto con lo scorso settembre la stima per il 2021 è rimasta sostanzialmente invariata, quelle per il 2022 e il 2023 sono state riviste rispettivamente al ribasso di 0,4 punti percentuali e al rialzo di 0,8 punti. Il ritorno del PIL sopra i livelli pre-pandemici è stato posticipato di un trimestre,

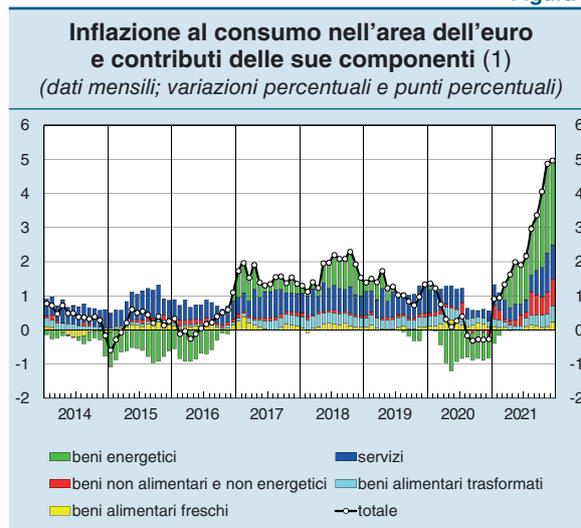
al primo del 2022.

I rincari energetici continuano a guidare l'andamento dell'inflazione...

La variazione dei prezzi al consumo in dicembre è stata pari al 5,0 per cento sui dodici mesi, toccando il valore più elevato

dall'avvio dell'Unione monetaria (fig. 9). Questo andamento è ascrivibile per circa metà alla componente energetica. Vi incidono inoltre fattori temporanei connessi con le misure fiscali varate nel 2020 in Germania, i cui effetti verranno meno a partire dal gennaio 2022. L'inflazione di fondo si è attestata al 2,6 per cento. Il rallentamento dei prezzi dei servizi è stato compensato dall'accelerazione di quelli dei beni industriali non energetici; anche quest'ultima è associata ai forti rincari delle materie prime e degli input intermedi, la cui scarsità a livello globale dovrebbe esaurirsi nel corso del 2022.

Figura 9



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e BCE.

(1) Variazione sui 12 mesi dell'IPCA.

...che tornerebbe su valori prossimi all'obiettivo di stabilità dei prezzi dal 2023

Nel complesso del 2021 l'inflazione è stata pari al 2,6 per cento (dallo 0,3 nel 2020), la componente di fondo all'1,5 per cento (dallo 0,7). Secondo le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema diffuse in dicembre, l'inflazione si porterebbe al 3,2 nel 2022 (un valore superiore di 1,5 punti percentuali a quello previsto lo scorso settembre, per effetto in larga misura della componente energetica), per poi riscendere all'1,8 per cento nel 2023 e nel 2024, un livello non lontano dall'obiettivo di stabilità dei prezzi nel medio termine del 2 per cento.

La dinamica salariale rimane moderata

Gli aumenti dell'inflazione non si sono finora trasmessi alla dinamica salariale, che anche in ottobre si conferma contenuta sulla base delle retribuzioni definite dalla contrattazione collettiva al netto di alcune componenti temporanee in

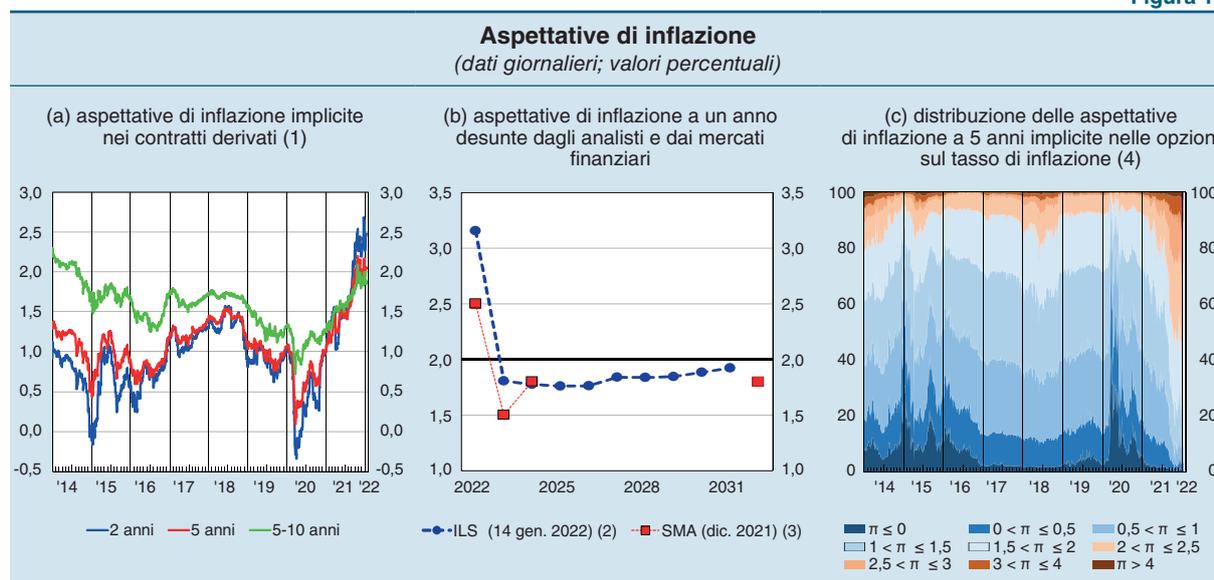
Germania (1,3 per cento nel terzo trimestre; era stata pari all'1,8 nel secondo, in parte sospinta da fattori transitori).

Le attese di inflazione segnalano rischi ancora limitati di deviazioni persistenti dall'obiettivo

Le aspettative di inflazione continuano a indicare rischi contenuti di un'inflazione persistentemente al di sopra dell'obiettivo. A metà gennaio le attese desunte dagli *inflation swap* si collocavano al 2,5 per cento sull'orizzonte a due anni (fig. 10.a); erano pari al 2,0 e all'1,9 per cento, rispettivamente, sull'orizzonte a cinque anni e su quello tra cinque e dieci anni in avanti. Secondo le attese di inflazione a un anno implicite negli stessi contratti swap la crescita dei prezzi toccherebbe il 3,2

per cento nel 2022, per poi riportarsi stabilmente al di sotto dell'obiettivo dal prossimo anno (1,8 per cento circa nel 2023 e nel 2024; fig. 10.b). Anche secondo gli operatori intervistati nella *Survey of Monetary Analysts*, condotta dalla BCE e conclusa il 2 dicembre, l'inflazione tornerebbe ben al di sotto dell'obiettivo nel 2023 (1,5 per cento). In base ai prezzi delle opzioni, la probabilità che l'inflazione risulti compresa tra l'1,5 e il 2,5 per cento nella media dei prossimi cinque anni è pressoché stabile intorno al 45 per cento, un valore nettamente superiore rispetto alla probabilità di un'inflazione più elevata (28 per cento; fig. 10.c).

Figura 10



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e BCE.

(1) Tassi di inflazione attesi implicite nei contratti di *inflation-linked swap* (ILS) con durata a 2 anni, a 5 anni e a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti. – (2) Tassi di inflazione attesi a un anno implicite nei contratti di *inflation-linked swap* a varie scadenze. – (3) Mediana delle attese degli operatori intervistati nell'ambito della *Survey of Monetary Analysts* (SMA) della BCE dal 29 novembre al 2 dicembre 2021. – (4) La distribuzione dell'inflazione attesa (π) è stimata a partire dai prezzi delle opzioni zero coupon sul tasso di inflazione dell'area dell'euro su un orizzonte di 5 anni. Il tasso di inflazione sottostante è calcolato sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo dell'area dell'euro al netto dei tabacchi.

La BCE ha delineato il piano per la futura conduzione dei programmi di acquisto

Il Consiglio direttivo della BCE ritiene che i progressi compiuti sul fronte della ripresa economica e verso il conseguimento dell'obiettivo di inflazione nel medio termine consentano una graduale riduzione del ritmo degli acquisti di attività. Il Consiglio ha inoltre osservato che, tenuto conto dell'elevata incertezza, la conduzione della politica monetaria sarà flessibile e aperta a diverse opzioni in relazione all'evoluzione del quadro macroeconomico (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate dalla BCE nel dicembre 2021*), ribadendo al contempo la necessità di mantenere un orientamento accomodante. A tal fine ha confermato che gli acquisti netti proseguiranno sino a quando necessario per rafforzare lo stimolo derivante dal basso livello dei tassi di riferimento e termineranno poco prima dell'avvio della fase di rialzo dei tassi ufficiali.

LE MISURE DI POLITICA MONETARIA ADOTTATE DALLA BCE NEL DICEMBRE 2021

Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea, nella riunione dello scorso 16 dicembre, ha ritenuto che i progressi nella ripresa economica e quelli riguardanti l'obiettivo di inflazione a medio termine consentano una riduzione graduale degli acquisti netti di attività finanziarie dal trimestre in corso. Il Consiglio valuta tuttavia che l'accomodamento monetario sia ancora necessario affinché l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo del 2 per cento nel medio periodo e che, in un contesto economico di elevata incertezza, la conduzione della politica monetaria debba restare flessibile e aperta a diverse opzioni in relazione all'evoluzione del quadro macroeconomico.

Alla luce di queste considerazioni, il Consiglio ha definito il futuro svolgimento dei suoi due programmi di acquisto¹. Con riferimento al programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) prevede di effettuare acquisti netti di titoli nel primo trimestre del 2022 a un ritmo inferiore rispetto al quarto trimestre dello scorso anno (quando è stato in media di poco superiore a 60 miliardi al mese) e di interromperli alla fine del prossimo marzo. Ha inoltre deciso di estendere l'orizzonte per il reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza del PEPP almeno sino alla fine del 2024 e in ogni caso di attuarlo nei tempi e nei modi appropriati per evitare interferenze con l'adeguato orientamento di politica monetaria. Affinché la riduzione degli acquisti netti complessivi avvenga gradualmente, il Consiglio ha inoltre annunciato che quelli condotti con il programma di acquisto di attività finanziarie (*Asset Purchase Programme*, APP) passeranno dagli attuali 20 miliardi di euro al mese a 40 miliardi nel secondo trimestre del 2022 e a 30 in quello successivo; dal prossimo ottobre gli acquisti netti proseguiranno a una cadenza mensile di 20 miliardi – finché necessario a rafforzare l'impatto di accomodamento dei tassi di interesse – e termineranno poco prima del primo rialzo dei tassi di interesse ufficiali.

Sono stati confermati il livello dei tassi di riferimento e le indicazioni prospettiche (*forward guidance*) sul loro profilo futuro, entrambi fattori ritenuti cruciali per mantenere un grado adeguato di accomodamento che stabilizzi l'inflazione al 2 per cento nel medio termine².

Il Consiglio ha rimarcato come la flessibilità nella configurazione e nella conduzione degli acquisti di attività finanziarie abbia contribuito durante la crisi pandemica a contrastare i malfunzionamenti nella trasmissione della politica monetaria e reso più efficace l'azione mirante a conseguire i propri obiettivi. Il Consiglio ha inoltre annunciato che, nell'ambito del proprio mandato, in condizioni di tensione la flessibilità rimarrà un elemento della politica monetaria. In particolare, nel caso di nuovi fenomeni di frammentazione delle condizioni finanziarie dovuti alla pandemia, i reinvestimenti del

¹ BCE, *Decisioni di politica monetaria*, comunicato stampa del 16 dicembre 2021.

² BCE, *Decisioni di politica monetaria*, comunicato stampa del 22 luglio 2021.

PEPP potranno in qualsiasi momento essere adeguati in maniera flessibile nel corso del tempo, fra le varie classi di attività e fra i vari paesi. Al contempo anche gli acquisti netti del PEPP potrebbero essere riattivati, se necessario, per contrastare gli shock negativi connessi con la crisi sanitaria.

Analisi svolte dagli esperti della Banca d'Italia sullo svolgimento dei programmi di acquisto di titoli dell'Eurosistema indicano chiaramente che la flessibilità temporale nella loro attuazione è stata determinante nel consentire un perseguimento efficace dell'obiettivo, con effetti che si sono sommati in misura rilevante a quelli emersi all'annuncio dei programmi stessi³.

In un contesto di elevata incertezza, il Consiglio ha inoltre dichiarato di essere pronto ad adeguare tutti i propri strumenti, ove opportuno e in qualsiasi direzione, per assicurare che l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo del 2 per cento nel medio termine.

Una riduzione graduale degli acquisti di attività nel complesso dei programmi APP e PEPP era attesa dagli operatori di mercato e dagli analisti; le reazioni immediate alle decisioni si sono riflesse in modo molto contenuto sulle condizioni monetarie e finanziarie.

³ M. Bernardini e A.M. Conti, *Assessing the flexible implementation of the ECB's pandemic asset purchases*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 20 dicembre 2021.

I tassi di riferimento della BCE restano su livelli storicamente bassi

Per garantire il raggiungimento dell'obiettivo di inflazione simmetrico del 2 per cento, in linea con la sua nuova strategia di politica monetaria (cfr. *Bollettino economico*, 3, 2021), il Consiglio prefigura di mantenere i tassi di interesse di riferimento su livelli pari o inferiori a quelli attuali

(fig. 11) finché non emergano prospettive che l'inflazione raggiunga il target ben prima della fine del suo orizzonte triennale di proiezione e in maniera durevole, e sino a quando i progressi conseguiti dalla componente di fondo non siano sufficientemente avanzati da risultare coerenti con lo stabilizzarsi dell'inflazione sul 2 per cento nel medio periodo. Gli acquisti netti di titoli pubblici e privati nell'ambito del programma di acquisto di attività finanziarie (*Asset Purchase Programme*, APP) dell'Eurosistema sono proseguiti in modo regolare: alla fine di dicembre il loro valore di bilancio era pari a 3.123 miliardi (tav. 4). Gli acquisti netti effettuati nell'ambito del programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) hanno portato alla fine di novembre il valore di bilancio del portafoglio di titoli acquistati mediante questo programma a 1.536 miliardi.

Il 22 dicembre è stata regolata la decima e ultima asta della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3)

Figura 11



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

Titoli detenuti dall'Eurosistema nell'ambito dell'APP e del PEPP (miliardi di euro)				
VOCI	Titoli privati (1)	Titoli pubblici (1)	di cui: titoli pubblici italiani (2)	di cui: titoli pubblici italiani acquistati dalla Banca d'Italia (2)
APP				
settembre 2021	619	2.449	431	386
dicembre 2021	636	2.487	429	386
PEPP (3)				
settembre 2021	47	1.353	230	206
novembre 2021	50	1.486	251	225

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Valori di bilancio al costo ammortizzato. – (2) Differenza tra i valori a prezzo di acquisto e gli importi nominali rimborsati. – (3) I dati riferiti al PEPP sono pubblicati con frequenza bimestrale.

con la quale sono stati assegnati 52 miliardi alle controparti dell'area dell'euro, di cui 22 a quelle italiane (tav. 5); a seguito di rimborsi pari a 60 miliardi, il totale dei fondi erogati con le TLTRO3 è sceso a 2.198 miliardi per l'area, di cui 452 per l'Italia (con restituzioni per 18 miliardi). La prima operazione scadrà a settembre del 2022, l'ultima a dicembre del 2024. Il Consiglio continuerà a monitorare le condizioni di finanziamento delle banche e ad assicurare che la scadenza delle TLTRO3 non ostacoli la regolare trasmissione della sua politica monetaria.

La crescita del credito si è rafforzata

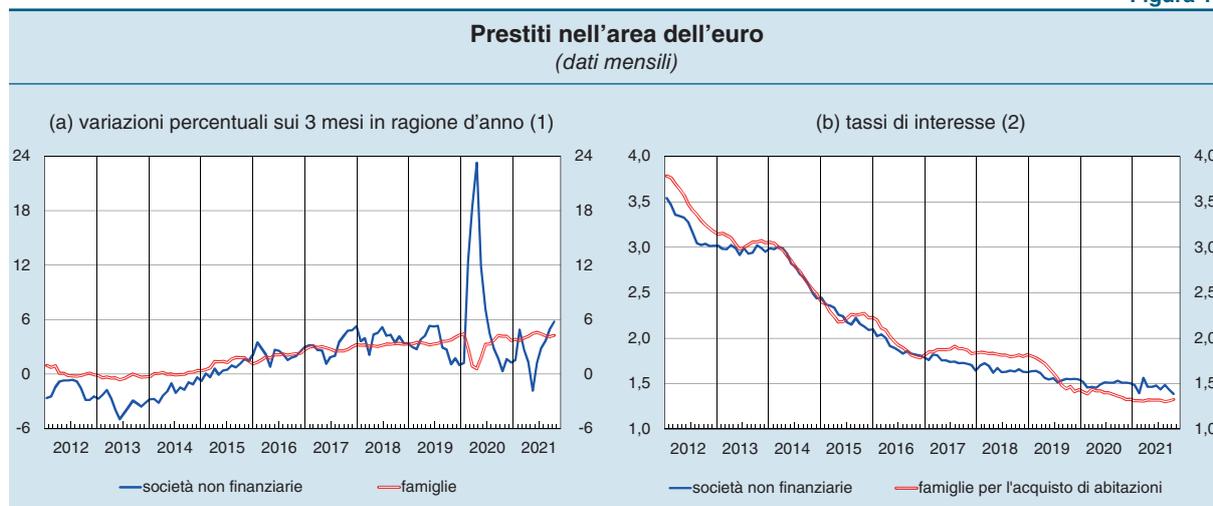
Anche nei mesi autunnali è proseguito il rafforzamento dell'espansione dei prestiti alle società non finanziarie, salita in novembre al 5,8 per cento sui tre mesi in ragione d'anno (dal 2,8 in agosto, dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni; fig. 12.a); la dinamica ha beneficiato del recupero del ciclo economico e delle favorevoli condizioni di finanziamento. La crescita dei prestiti è aumentata in tutti i principali paesi, portandosi all'8,9 per cento in Germania, all'8,1 in Francia e al 3,1 in Spagna; è tornata su valori positivi in Italia (0,2), dove sulla debole dinamica incidono ancora le ampie disponibilità liquide accantonate nell'ultimo biennio (cfr. il par. 2.7). Il ritmo di espansione del credito alle famiglie è pressoché stabile, al 4,3 per cento nella media dell'area.

Operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema (miliardi di euro)				
VOCI	Area dell'euro		Italia	
	Importo	Numero di controparti	Importo	Numero di controparti
Rifinanziamento totale al 31 dicembre 2021 (1)	2.202		453	
Rifinanziamento nell'ambito delle TLTRO3	2.198		452	
di cui: ultima operazione regolata a dicembre 2021 (lordo)	52	159	22	33
ultima operazione regolata a dicembre 2021 (netto) (2)	-8		4	

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

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

Figura 12



Fonte: BCE.

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

Tra agosto e novembre si sono mantenuti inalterati i tassi di interesse applicati ai nuovi prestiti alle società non finanziarie (all'1,4 per cento; fig. 12.b) e quelli alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (1,3 per cento).

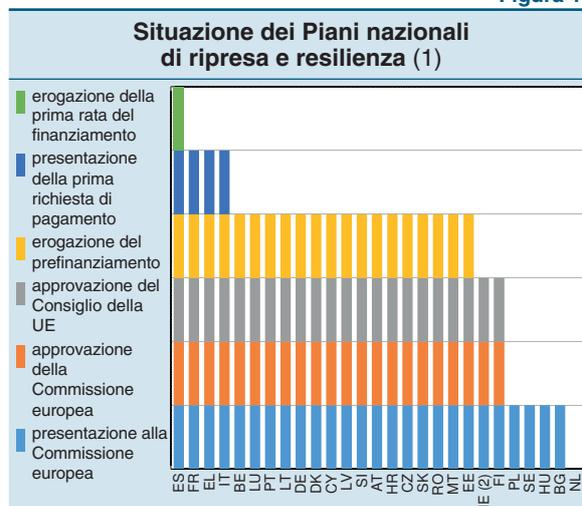
Continuano le erogazioni del programma Next Generation EU

Alla fine di ottobre, su proposta della Commissione europea, il Consiglio della UE ha approvato i piani nazionali definiti nell'ambito

del Dispositivo per la ripresa e la resilienza (il principale strumento del programma *Next Generation EU*) di Estonia, Finlandia e Romania, che si aggiungono ai piani di altri 19 paesi già approvati precedentemente (fig. 13). Le risorse finora complessivamente erogate a titolo di prefinanziamento hanno superato i 56 miliardi di euro¹. Nel 2021 la Commissione ha raccolto sul mercato dei capitali quasi 96 miliardi; nel primo semestre di quest'anno prevede di emettere 50 miliardi di titoli a lungo termine, da integrare con quelli a breve.

Il 27 dicembre la Spagna ha ricevuto 10 miliardi in sovvenzioni, a seguito della valutazione positiva della Commissione e del parere favorevole del Comitato economico e finanziario sul conseguimento dei traguardi e degli obiettivi

Figura 13



Fonte: elaborazioni su documenti ufficiali del Consiglio della UE e della Commissione europea.

(1) Aggiornata al 13 gennaio 2022. I paesi sull'asse delle ascisse sono ordinati sulla base della data di erogazione della prima rata del finanziamento, di presentazione della relativa richiesta, di erogazione del prefinanziamento o, nel caso in cui i fondi non siano ancora stati erogati, sulla base della data di approvazione o di presentazione del piano. – (2) L'Irlanda non ha chiesto il prefinanziamento dei fondi assegnati.

¹ Estonia, Malta e Romania hanno ricevuto tra dicembre e gennaio le rispettive quote di fondi; tra agosto e ottobre la Commissione europea aveva erogato risorse a titolo di prefinanziamento ad altri 17 paesi (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2021).

previsti per il pagamento della prima parte dei fondi. Tra la fine di novembre e quella di dicembre Francia, Grecia e Italia hanno inviato alla Commissione le richieste di erogazione della prima rata delle risorse previste dai rispettivi piani (7,4, 3,6 e 21 miliardi, rispettivamente).

1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

Le notizie sulla diffusione della variante Omicron hanno condizionato l'andamento dei mercati finanziari, influenzando le quotazioni azionarie e contribuendo ad ampliare gli spread sovrani dei paesi dell'area dell'euro. La valuta comune ha continuato a deprezzarsi contro il dollaro, scontando aspettative di una politica monetaria meno espansiva negli Stati Uniti.

Aumenta l'avversione al rischio e si ampliano gli spread sovrani

Il peggioramento della situazione sanitaria osservato dall'inizio di novembre (cfr. il par. 1.1) ha contribuito a un aumento

dell'avversione al rischio, che si è riflesso in un generalizzato calo dei rendimenti a lungo termine, più accentuato nelle economie i cui titoli di Stato sono ritenuti più sicuri come Stati Uniti e Germania (fig. 14). Dall'inizio dell'anno tuttavia i rendimenti sono tornati a crescere, anche scontando attese di una più rapida normalizzazione della politica monetaria statunitense: alla metà di gennaio quelli sui titoli decennali si collocavano all'1,8 per cento negli Stati Uniti. I differenziali di rendimento dei paesi dell'area dell'euro rispetto ai titoli tedeschi sono cresciuti, con incrementi più marcati per quelli della Grecia e dell'Italia (fig. 15).

I mercati azionari hanno risentito della diffusione della variante Omicron

L'impatto negativo sui mercati azionari delle prime notizie relative alla diffusione della variante Omicron è stato rilevante – con

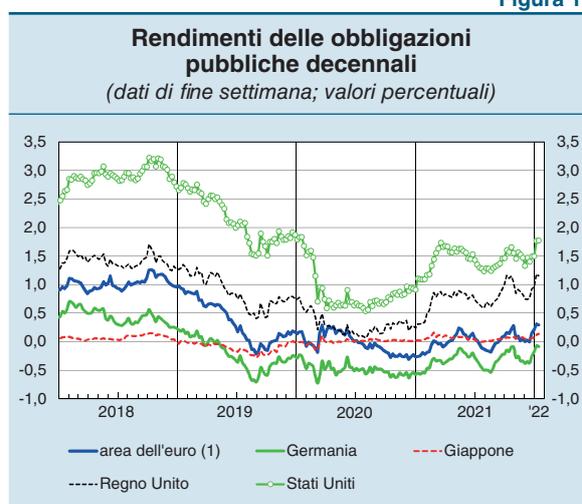
una caduta immediata di oltre il 2 per cento negli Stati Uniti e del 4 nell'area dell'euro (fig. 16) – ma temporaneo. Successivamente le quotazioni sono risalite intorno ai livelli di metà ottobre. Anche la volatilità implicita dei corsi azionari è dapprima fortemente aumentata per poi rientrare (fig. 17).

L'euro si è deprezzato

L'euro ha continuato a deprezzarsi sul dollaro (di circa l'1,5 per cento nel

confronto con la metà di ottobre; fig. 18), rispecchiando aspettative di una politica monetaria meno espansiva negli Stati Uniti rispetto

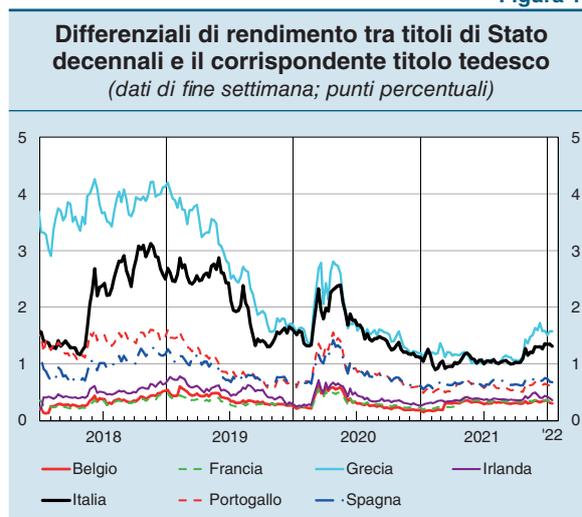
Figura 14



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

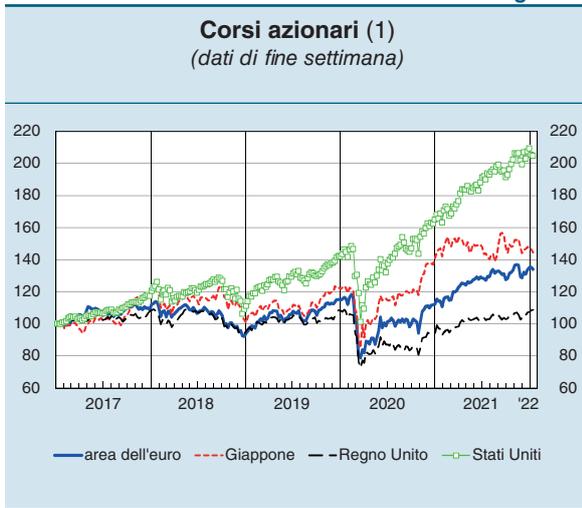
(1) Media dei rendimenti dei titoli di Stato benchmark decennali dei paesi dell'area dell'euro, ponderati con il PIL a prezzi concatenati del 2019; il dato esclude Cipro, Estonia, Grecia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Slovacchia e Slovenia.

Figura 15



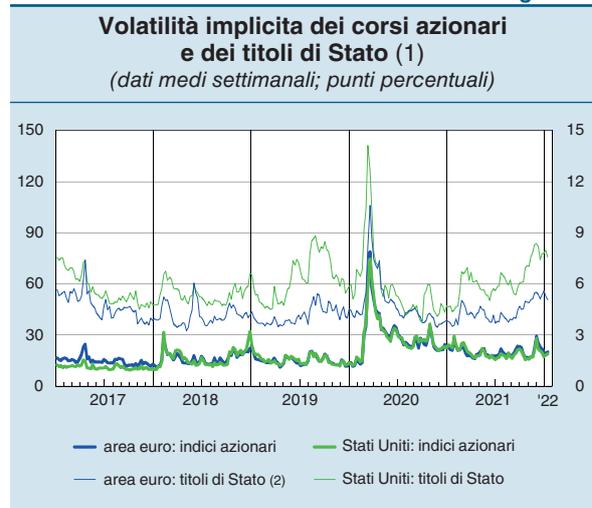
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Figura 16



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

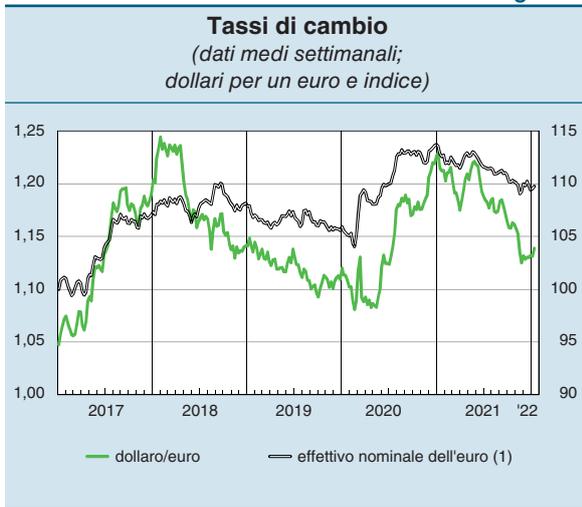
Figura 17



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

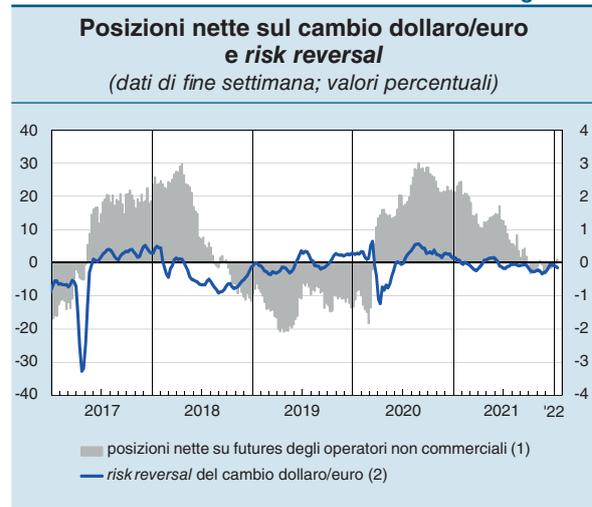
all'area dell'euro. La valuta comune si è anche leggermente indebolita in termini effettivi nominali. Gli indicatori desunti dai mercati finanziari non segnalano tuttavia attese di ulteriori forti variazioni del cambio euro-dollaro (fig. 19).

Figura 18



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

Figura 19



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

2 L'ECONOMIA ITALIANA

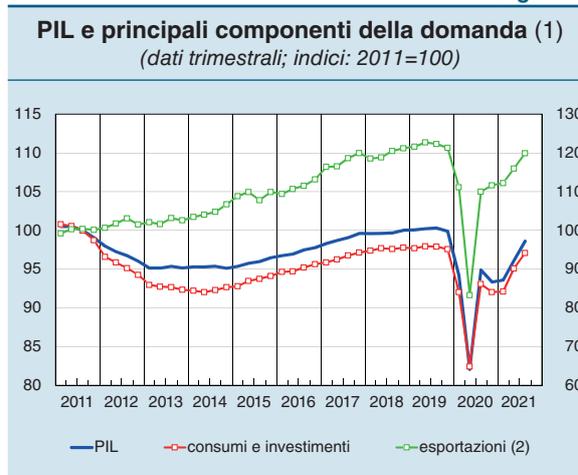
2.1 LA FASE CICLICA

La crescita in Italia è proseguita a un ritmo elevato nel terzo trimestre del 2021, sostenuta soprattutto dai consumi delle famiglie. Il PIL ha registrato un forte rallentamento nel quarto trimestre, risentendo della recrudescenza della pandemia, in aggiunta alle persistenti difficoltà di approvvigionamento delle imprese.

Il recupero del PIL è proseguito vigoroso nei mesi estivi

Nel terzo trimestre il PIL è aumentato del 2,6 per cento sul periodo precedente (dal 2,7 nel secondo; fig. 20), sospinto principalmente dall'ulteriore, marcata espansione dei consumi delle famiglie (tav. 6). A partire dalla primavera ha ripreso vigore soprattutto la spesa in servizi del commercio, trasporto e alloggio (favoriti dall'allentamento delle misure restrittive che

Figura 20



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Tavola 6

PIL e principali componenti (1)
(variazioni percentuali sul periodo precedente e punti percentuali)

VOCI	2020		2021		2020
	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	
PIL	-1,6	0,3	2,7	2,6	-8,9
Importazioni di beni e servizi	6,3	3,3	2,5	2,1	-12,9
Domanda nazionale (2)	-0,5	1,0	2,4	2,2	-8,4
Consumi nazionali	-1,4	-0,9	3,4	2,2	-7,8
spesa delle famiglie (3)	-2,7	-1,1	5,0	3,0	-10,7
spesa delle Amministrazioni pubbliche	2,4	-0,5	-0,7	0,1	1,9
Investimenti fissi lordi	0,0	4,2	2,4	1,6	-9,2
costruzioni	-1,1	6,0	3,5	0,3	-6,7
beni strumentali (4)	1,0	2,6	1,4	2,9	-11,3
Variazione delle scorte (5)	0,7	0,9	-0,8	0,1	-0,4
Esportazioni di beni e servizi	1,5	0,5	3,4	3,4	-14,0
Esportazioni nette (6)	-1,2	-0,7	0,3	0,5	-0,8

Fonte: Istat.

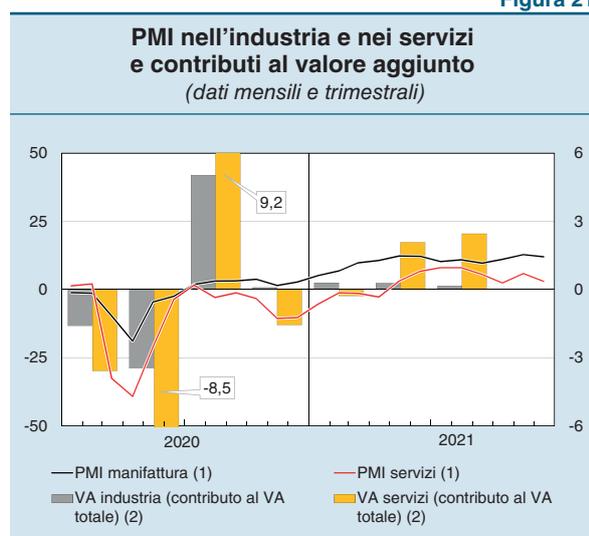
(1) Valori concatenati; i dati trimestrali sono destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Include la voce "variazione delle scorte e oggetti di valore". – (3) Include le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (4) Includono, oltre alla componente degli investimenti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

erano state adottate nelle fasi più acute della pandemia) determinando un'accelerazione dell'attività nell'intero comparto terziario. Il valore aggiunto ha invece decelerato nelle costruzioni e, in misura minore, nell'industria in senso stretto, dopo la forte espansione nella prima parte dell'anno.

L'attività ha rallentato nel quarto trimestre

Sulla base degli indicatori più recenti, nell'ultimo trimestre del 2021 il PIL avrebbe registrato una significativa decelerazione, aumentando dello 0,5 per cento sui tre mesi precedenti (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel quarto trimestre del 2021*). Vi ha inciso soprattutto l'impatto sui consumi esercitato dalla recrudescenza dei contagi, in aggiunta alle persistenti difficoltà di offerta legate all'indisponibilità di alcune materie prime e di prodotti intermedi a livello globale. Le informazioni congiunturali finora disponibili, di natura qualitativa e quantitativa, segnalano un rallentamento dell'attività sia nella manifattura sia nei servizi. L'indice composito dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI; fig. 21) e quelli del clima di fiducia delle aziende operanti nei settori del commercio al dettaglio e dei servizi di mercato, pur rimanendo su valori storicamente elevati, si sono portati nella parte finale dell'anno su livelli inferiori a quelli medi assunti in estate. In dicembre l'indicatore Ita-coin è lievemente diminuito rispetto al mese precedente, risentendo del peggioramento della fiducia delle imprese e del deterioramento delle attese delle famiglie sull'andamento dell'economia (fig. 22). Per il complesso del 2021 la crescita del prodotto si collocherebbe al 6,3 per cento, in linea con quanto ipotizzato nel *Bollettino economico* dello scorso ottobre.

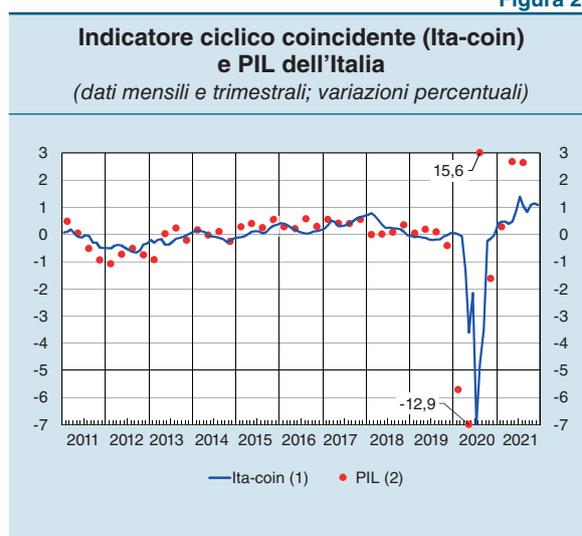
Figura 21



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Markit.

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

Figura 22



Fonte: Banca d'Italia e Istat.

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

L'ATTIVITÀ ECONOMICA NEL QUARTO TRIMESTRE DEL 2021

Dall'autunno l'economia italiana ha rallentato in modo marcato, a causa della recrudescenza della pandemia e delle tensioni nelle catene di fornitura globali. Sulla base dell'insieme dei modelli utilizzati dalla Banca d'Italia, si stima che nel quarto trimestre il prodotto sia cresciuto dello 0,5 per cento, con un'incertezza quantificabile in mezzo punto percentuale al di sopra e al di sotto di

questa proiezione centrale. Il valore aggiunto ha decelerato sia nell'industria sia nei servizi.

L'indicatore settimanale dell'attività economica (*Italian weekly economic index*, Itwei; figura A)¹ risente dall'autunno della debolezza dei consumi di elettricità e di gas ad uso industriale (al netto del rialzo della settimana natalizia, ascrivibile a effetti di calendario; figura B) e segnala un arresto della ripresa, dopo gli andamenti molto sostenuti in primavera e in estate. Nel complesso del quarto trimestre Itwei è sceso a un livello appena negativo (a -0,3 per cento, con una significativa incertezza attorno a questo valore centrale).

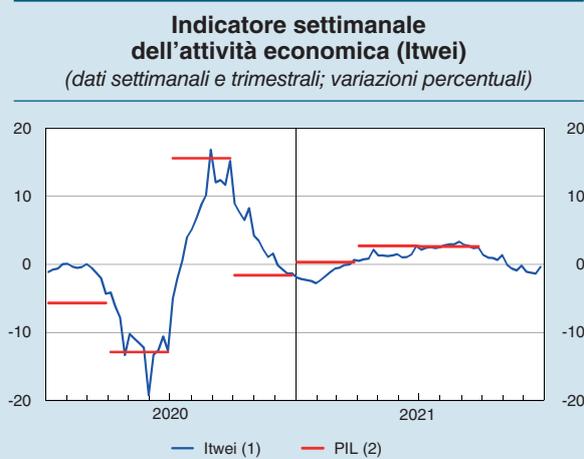
Tenendo conto dei dati osservati fino a novembre e di nostre stime per dicembre, nell'ultimo trimestre del 2021 la produzione industriale ha continuato a crescere, seppure rallentando rispetto ai primi nove mesi dell'anno. L'attività è stata frenata dalle difficoltà di approvvigionamento di materie prime e di prodotti intermedi, sebbene meno pervasive che in altri paesi (cfr. il riquadro: *Le opinioni delle imprese italiane nell'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita*). Gli indicatori ad alta frequenza segnalano un'espansione moderata del settore manifatturiero (figura B); quelli di natura qualitativa, come la fiducia delle imprese e l'indice PMI (cfr. fig. 23.b), sono rimasti sostanzialmente stabili, su livelli elevati.

L'attività nei servizi, colpiti dalla recrudescenza della pandemia, nel quarto trimestre sarebbe cresciuta in misura modesta. L'andamento è coerente con quello del relativo indice PMI e della fiducia delle imprese del settore: pur confermandosi su valori elevati, entrambi si sono deteriorati rispetto ai mesi estivi (cfr. fig. 21).

Nel quarto trimestre ha ripreso forza l'espansione del valore aggiunto delle costruzioni. Questa dinamica trova conferma nell'aumento della produzione in ottobre e novembre e nell'ulteriore miglioramento della fiducia del comparto.

¹ L'indicatore permette di monitorare l'andamento del PIL, incorporando un'ampia varietà di informazioni tra cui quelle ad alta frequenza sui flussi di pagamento e di trasporto autostradale e sui consumi elettrici e di gas a uso industriale. Per maggiori dettagli, cfr. D. Delle Monache, S. Emiliozzi e A. Nobili, *Tracking economic growth during the Covid-19: a weekly indicator for Italy*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 27 gennaio 2021.

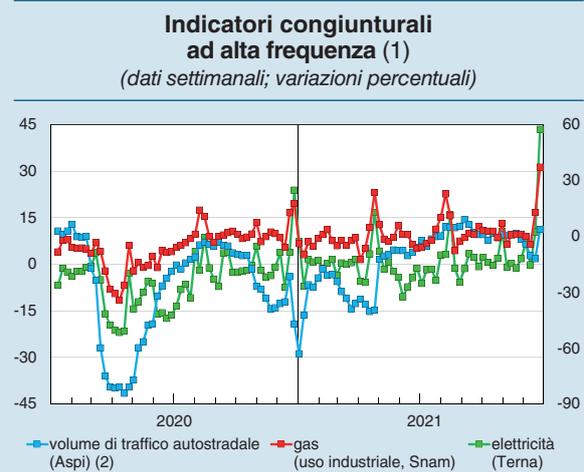
Figura A



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

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

Figura B



Fonte: elaborazioni su dati Autostrade per l'Italia (Aspi), Snam e Terna.

(1) Variazioni rispetto alla stessa settimana dell'anno precedente. A partire dalla 9ª settimana del 2021 le variazioni sono calcolate usando come anno base il 2019, a causa degli andamenti anomali generati dalla pandemia nelle corrispondenti settimane del 2020. Le variazioni relative alla settimana del 20 aprile 2020 e a quella del 4 aprile 2021 risentono della ricorrenza delle festività di Pasqua; quelle relative all'ultima settimana del 2021 riflettono un maggior numero di giornate lavorative nel 2021 rispetto all'anno di riferimento (2019) in corrispondenza delle festività natalizie. – (2) Scala di destra.

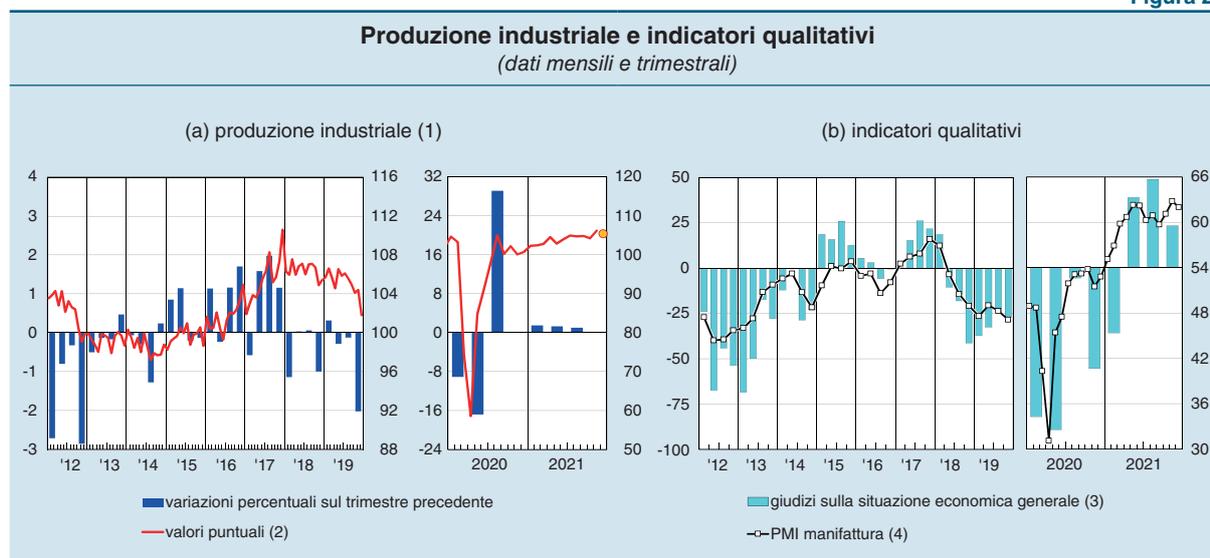
2.2 LE IMPRESE

Secondo le più recenti informazioni l'espansione della produzione industriale, in atto dall'inizio del 2021 a un ritmo di circa l'1,0 per cento a trimestre, si è indebolita negli ultimi tre mesi dello scorso anno. Nelle valutazioni delle imprese, rilevate nei sondaggi condotti tra novembre e dicembre, la crescita degli investimenti continuerà nel 2022, benché in attenuazione rispetto al 2021. Prosegue il miglioramento nel mercato immobiliare.

La produzione industriale ha rallentato nel quarto trimestre

In novembre la produzione industriale è aumentata (1,9 per cento sul mese precedente), dopo essere diminuita in ottobre (-0,5 per cento). Sulla base di nostre stime – che utilizzano i dati ad alta frequenza relativi ai consumi elettrici e di gas e al traffico autostradale, nonché gli indicatori qualitativi raccolti presso le imprese – nel complesso del quarto trimestre la produzione sarebbe salita di circa mezzo punto percentuale (figg. 23.a e 23.b; cfr. il riquadro: *L'attività economica nel quarto trimestre del 2021*). Sulla debolezza dell'attività ha inciso soprattutto il calo della produzione di beni strumentali, in parte connesso con le difficoltà di approvvigionamento di materie prime e di input intermedi.

Figura 23



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

(1) Dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. Per esigenze grafiche i dati relativi al 2020 e al 2021 sono rappresentati su scale diverse rispetto a quelle usate per gli anni precedenti. – (2) Dati mensili. Indice: 2015=100. Il punto giallo rappresenta la previsione del dato di dicembre 2021. Scala di destra. – (3) Dati trimestrali. Saldo in punti percentuali tra le risposte "migliori" e "peggiori" al quesito sulle condizioni economiche generali (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 13 gennaio 2022). – (4) Dati trimestrali medi (a sinistra) e dati mensili (a destra). Indici di diffusione desumibili dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (PMI), relativi all'attività economica nel settore manifatturiero. L'indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale delle risposte "stabile". Scala di destra.

Si indebolisce la dinamica degli investimenti

Nel terzo trimestre la crescita della spesa per investimenti ha perso vigore (all'1,6 per cento sul periodo precedente, dal 2,4), riflettendo il forte rallentamento della componente relativa alle costruzioni. Gli investimenti per impianti e macchinari hanno invece accelerato. Gli indicatori più recenti segnalano un indebolimento dell'accumulazione di capitale nella parte finale dell'anno. Secondo le elaborazioni sui dati dell'Associazione italiana leasing (Assilea), nei mesi autunnali il valore dei contratti di leasing per il finanziamento dei veicoli industriali è rimasto sostanzialmente stabile; nel comparto dei beni strumentali si è registrata una moderata crescita. Nelle valutazioni delle imprese le condizioni per investire sono peggiorate; le aziende prefigurano un rallentamento della spesa per investimenti nel 2022 rispetto al 2021 (cfr. il riquadro: *Le opinioni delle imprese italiane nell'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita*).

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

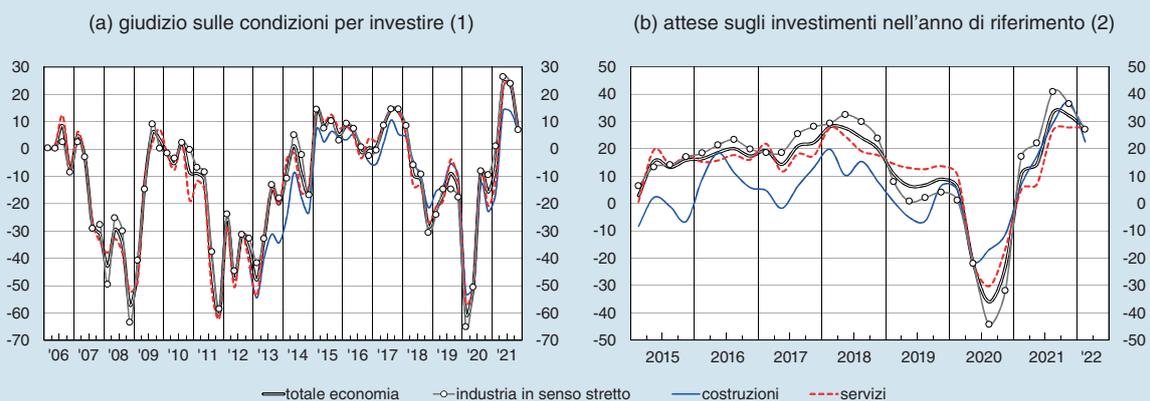
Tra il 23 novembre e il 15 dicembre la Banca d'Italia ha condotto la consueta indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita presso un campione di circa 1.500 imprese con almeno 50 addetti attive nell'industria in senso stretto, nei servizi e nelle costruzioni (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 13 gennaio 2022).

Le valutazioni delle imprese sulla situazione economica generale sono divenute più caute. Dopo avere raggiunto livelli storicamente elevati fra la primavera e l'estate dello scorso anno, il saldo positivo fra le attese di miglioramento e peggioramento delle condizioni operative, riferite in questa indagine al primo trimestre del 2022, è diminuito a 10 punti percentuali (da 25 della precedente rilevazione). La recrudescenza della pandemia, le difficoltà di approvvigionamento degli input produttivi e i rincari energetici pesano sulle prospettive di crescita. Il 54 per cento delle imprese nell'industria e il 58 per cento di quelle operanti nei servizi segnalano che la risalita dei contagi a partire dall'autunno scorso rappresenta un fattore di rischio per la propria attività. Tensioni nelle catene di fornitura sono state riportate da più del 70 per cento delle imprese manifatturiere e dal 35 per cento di quelle dei servizi. Quasi il 60 per cento delle aziende interessate dalle strozzature dell'offerta indica che queste avrebbero effetti negativi sulla propria attività nel primo trimestre di quest'anno.

La domanda continuerà a sostenere il fatturato nei primi tre mesi dell'anno: la quota di imprese manifatturiere e dei servizi che si attende una crescita delle vendite supera di oltre 35 punti quella delle aziende che indicano una diminuzione. La dinamica della domanda resterà robusta anche nel settore delle costruzioni, dove quasi la metà delle imprese si aspetta un aumento degli ordini, a fronte di una quota marginale (meno del 5 per cento) che ne prefigura una riduzione. Circa la metà delle aziende dell'industria in senso stretto e dei servizi prevede un incremento delle vendite all'estero.

Figura

Giudizi sulle condizioni per investire e attese sulla spesa per investimenti (dati trimestrali; punti percentuali)



Fonte: *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 13 gennaio 2022.

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

Le condizioni per investire sono giudicate meno favorevoli rispetto a tre mesi prima. Il saldo fra giudizi di miglioramento e peggioramento si è notevolmente ridotto (a 7 punti da 24 in autunno; figura), ma resta prevalente la quota di imprese che esprime valutazioni di stabilità (71 per cento). L'espansione degli investimenti proseguirà nel 2022, benché in attenuazione rispetto al 2021: la percentuale di aziende che prevede di aumentarli rispetto all'anno precedente, pur diminuita soprattutto nel settore delle costruzioni, è rimasta superiore di oltre 25 punti alla quota di quelle che ne prefigurano una contrazione. Rispetto agli ultimi sei mesi del 2021, nel primo semestre di quest'anno gli investimenti crescerebbero per oltre il 40 per cento delle imprese intervistate.

Le prospettive del mercato immobiliare rimangono favorevoli

Nei mesi estivi è proseguita l'espansione delle compravendite nel comparto residenziale (2,7 per cento sul periodo precedente; fig. 24) in corso dal terzo trimestre del 2020. In base a nostre elaborazioni sugli annunci presenti sulla piattaforma digitale Immobiliare.it, la crescita della domanda di abitazioni sarebbe proseguita anche nello scorcio dell'anno, con intensità maggiore rispetto al trimestre precedente l'inizio della pandemia. I prezzi delle abitazioni – sia quelle di nuova costruzione sia quelle già esistenti – hanno fortemente accelerato nel terzo trimestre del 2021. Secondo il *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*, condotto presso gli agenti immobiliari tra settembre e ottobre, le prospettive del mercato nazionale sono ulteriormente migliorate. Gli agenti ritengono che gli effetti espansivi sulla domanda di abitazioni derivanti dalla crisi pandemica proseguiranno fino alla metà del 2022 e riportano crescenti segnali di pressione al rialzo sui prezzi di vendita.

Continua a ridursi il debito delle imprese

Nel terzo trimestre dello scorso anno il debito delle società non finanziarie italiane è sceso rispetto al trimestre precedente, raggiungendo il 73,3 per cento del PIL (110,8 nell'area dell'euro; fig. 25). Sono diminuiti i prestiti bancari per tutte le classi dimensionali d'azienda; le emissioni di titoli si sono ridotte per le grandi e medie imprese, mentre sono aumentate per quelle di piccola dimensione. La liquidità detenuta dalle imprese su depositi e conti correnti è leggermente aumentata, sebbene a un ritmo sensibilmente inferiore rispetto al trimestre precedente (cfr. il par. 2.7).

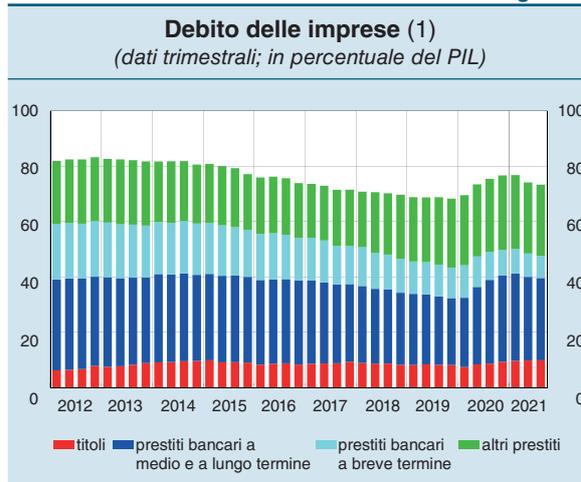
Figura 24



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

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

Figura 25



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

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

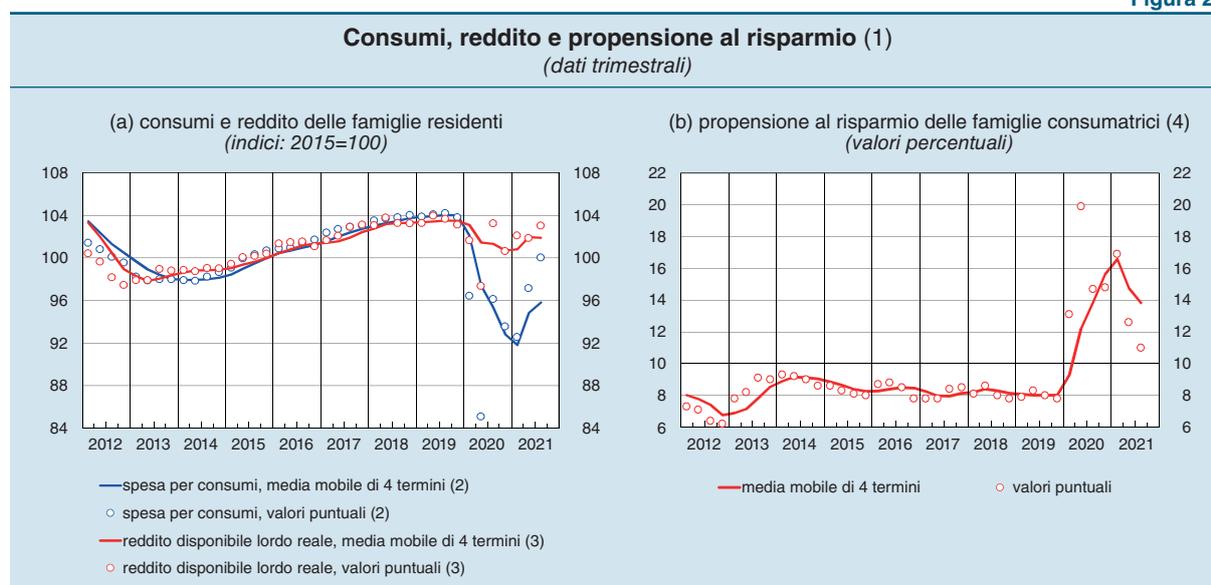
2.3 LE FAMIGLIE

Dopo la forte espansione nel secondo e nel terzo trimestre, le informazioni più recenti suggeriscono un deciso rallentamento dei consumi delle famiglie nella parte finale dello scorso anno. La risalita dei contagi e il conseguente peggioramento delle aspettative sulla situazione economica del Paese hanno accresciuto la cautela nelle decisioni di acquisto dei consumatori. Nel terzo trimestre è proseguita la discesa della propensione al risparmio.

All'ulteriore espansione dei consumi nei mesi estivi...

La spesa delle famiglie ha continuato a crescere con intensità elevata anche nel terzo trimestre (3,0 per cento sul periodo precedente), sostenuta sia dagli acquisti di beni sia, soprattutto, da quelli di servizi. Questi ultimi sono rimasti tuttavia al di sotto dei livelli pre-pandemici (del 7,2 per cento), mentre il recupero è stato pressoché totale per i beni. Il reddito disponibile in termini reali è aumentato dell'1,2 per cento sul trimestre precedente (fig. 26.a). La propensione al risparmio è quindi scesa all'11,0 per cento, ancora circa 3 punti percentuali al di sopra dei valori precedenti l'emergenza sanitaria (fig. 26.b).

Figura 26



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

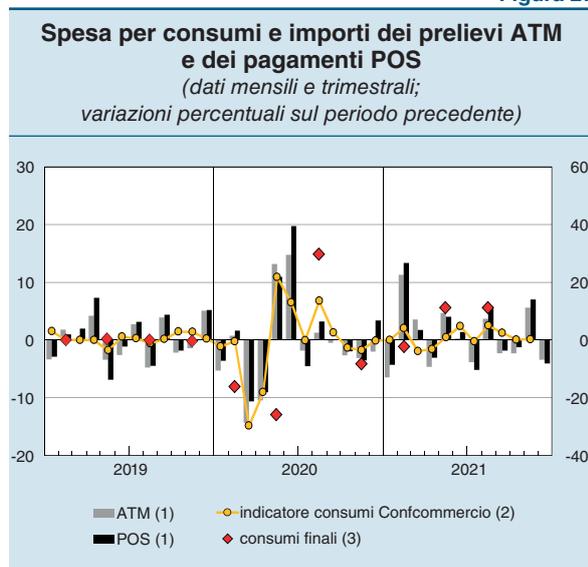
...è seguito un rallentamento nel quarto trimestre

Le informazioni congiunturali più recenti segnalano una sostanziale decelerazione della spesa delle famiglie nel quarto trimestre. L'indicatore dei consumi elaborato da Confcommercio ha registrato negli ultimi mesi disponibili del 2021 variazioni congiunturali molto contenute. I dati ad alta frequenza su prelievi e pagamenti elettronici indicano un'espansione modesta della spesa nello scorcio dell'anno (fig. 27). Il numero di autovetture immatricolate ha continuato a diminuire, sebbene in attenuazione rispetto al trimestre precedente. Il clima di fiducia delle famiglie si è invece mantenuto nel complesso su livelli elevati (fig. 28), ma le loro attese sulla situazione economica del Paese sono peggiorate in misura significativa, per effetto del deterioramento del quadro epidemiologico.

Il debito delle famiglie è rimasto stabile

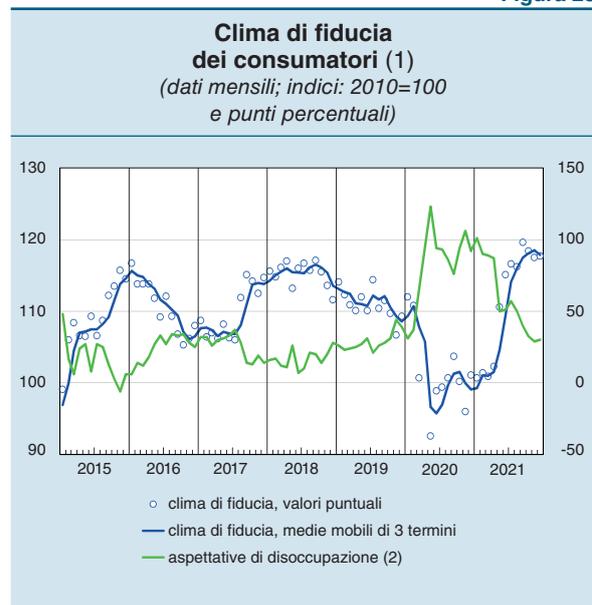
Nel terzo trimestre del 2021 il debito delle famiglie in rapporto al reddito disponibile si è mantenuto stazionario, al 65,2 per cento (fig. 29), e inferiore a

Figura 27



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

Figura 28



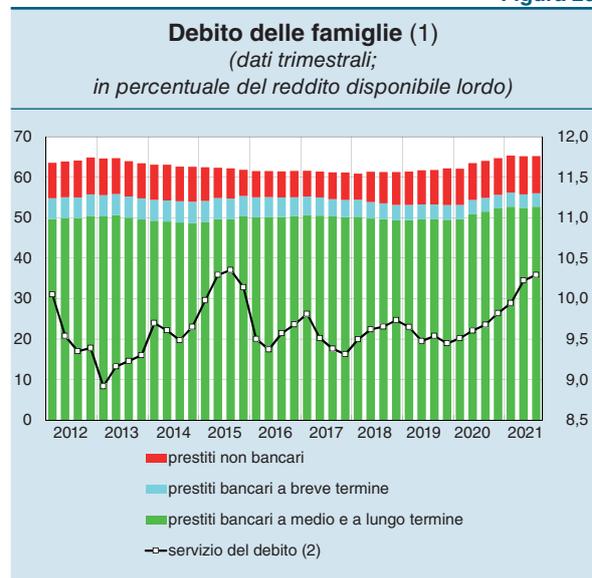
Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) Dati destagionalizzati. In assenza del dato di aprile la media mobile per i mesi di aprile, maggio e giugno del 2020 è costruita sulla base delle sole due osservazioni disponibili. – (2) Saldo in punti percentuali tra le risposte "in aumento" e "in diminuzione".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

quello medio dell'area (98,3 per cento). L'incidenza degli oneri sostenuti per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale) è leggermente aumentata rispetto al trimestre precedente, al 10,3 per cento (fig. 29). In rapporto al PIL il debito delle famiglie è lievemente diminuito, al 43,8 per cento (60,8 nell'area dell'euro), per effetto della dinamica positiva del prodotto.

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

Nel terzo trimestre le esportazioni italiane hanno continuato a crescere, beneficiando della ripresa del turismo internazionale. Le vendite all'estero di beni hanno registrato una lieve flessione, più contenuta di quella del commercio mondiale e in parte connessa con le strozzature dal lato dell'offerta; nel bimestre ottobre-novembre sono rimaste stazionarie. Nel complesso dei primi undici mesi dell'anno gli investitori esteri hanno effettuato acquisti netti di titoli italiani. L'avanzo di conto corrente si mantiene su livelli elevati nonostante il peggioramento della bilancia energetica. La posizione creditoria netta sull'estero si è ampliata.

Figura 29



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

**In estate
le esportazioni
sono aumentate**

Nel terzo trimestre le esportazioni hanno continuato ad aumentare rispetto al periodo precedente, sospinte dagli scambi di servizi (tav. 7), che hanno beneficiato del forte recupero dei flussi turistici estivi grazie al miglioramento della situazione epidemiologica.

Le vendite all'estero di beni sono lievemente scese, in misura minore rispetto al commercio mondiale, come risultato di un rallentamento sui mercati dell'area dell'euro e di una flessione su quelli esterni. Hanno pesato soprattutto le minori esportazioni dei settori più esposti alle strozzature dal lato dell'offerta, in particolare quelle di metalli di base, autoveicoli, meccanica ed elettronica (cfr. il riquadro: *Le strozzature nelle catene produttive: l'impatto sull'economia globale* del capitolo 1). I principali contributi positivi sono provenuti dalla cantieristica navale e, in misura minore, dalla farmaceutica. Dall'inizio dell'anno la crescita delle esportazioni italiane di beni è stata superiore a quella dei principali partner europei, in particolare della Francia e della Germania.

Le importazioni sono nuovamente aumentate, riflettendo gli acquisti di beni per investimenti e scorte di magazzino, in un contesto di ripresa della domanda nazionale (cfr. il par. 2.1). L'incremento dei prezzi all'importazione è rimasto sostenuto (oltre il 3 per cento nel terzo trimestre nel confronto con il periodo precedente), soprattutto per quelli dei beni energetici.

**Le vendite di beni
nei mesi autunnali
sono rimaste
pressoché invariate**

Nel bimestre ottobre-novembre le esportazioni di beni (deflazionate sulla base dei prezzi dei prodotti venduti all'estero) si sono mantenute sostanzialmente stabili rispetto al terzo trimestre. I giudizi sugli ordini esteri delle imprese manifatturiere rilevati dall'Istat e il corrispondente indicatore PMI segnalano, nella media del quarto trimestre, un'espansione della domanda estera (fig. 30).

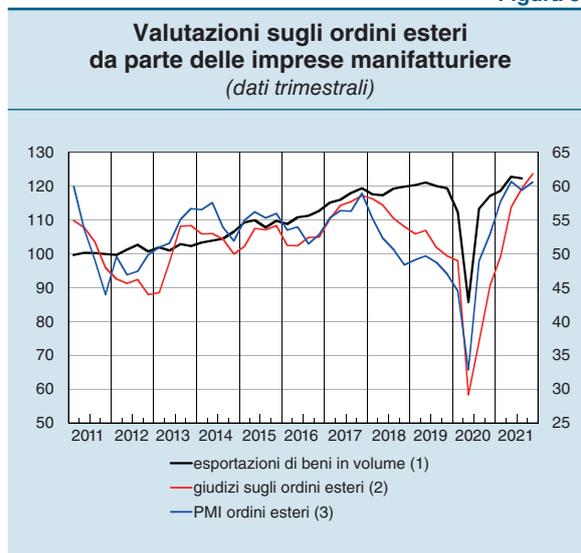
Tavola 7

Esportazioni e importazioni in volume (1) (variazioni percentuali sul trimestre precedente)			
VOCI	2021 2° trim.	2021 3° trim.	
Esportazioni	3,4	3,4	
Beni	3,5	-0,4	
sui mercati dell'area dell'euro	3,0	0,3	
sui mercati esterni all'area (2)	3,8	-0,9	
Servizi	2,6	28,5	
Importazioni	2,5	2,1	
Beni	2,2	2,4	
sui mercati dell'area dell'euro	0,3	3,2	
sui mercati esterni all'area (2)	3,8	1,7	
Servizi	4,1	0,7	

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

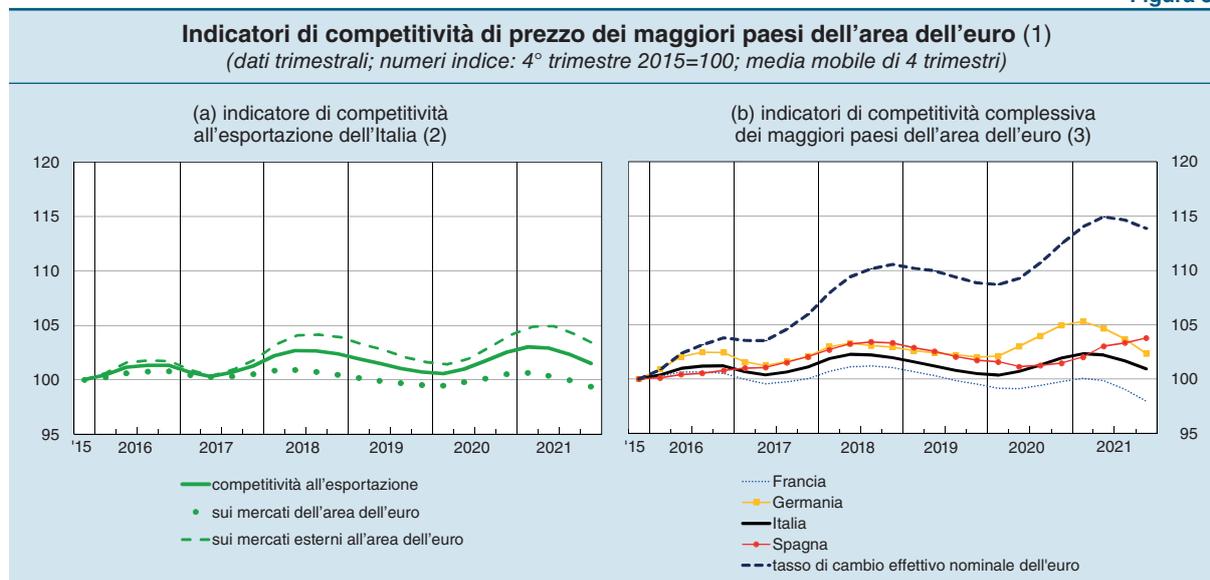
(1) Valori concatenati; dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Include i paesi e i territori non allocati e, per le esportazioni, le provviste di bordo.

Figura 30



Fonte: Istat, Markit e Refinitiv.

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



Fonte: per il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, BCE; per gli altri indicatori, Banca d'Italia (per il metodo di calcolo, cfr. A. 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).

(1) Un aumento segnala una perdita di competitività. I dati per l'ultimo trimestre sono in parte stimati. – (2) L'indicatore di competitività di prezzo all'esportazione misura la capacità di un paese di competere con altri 60 esportatori e con i produttori locali sui mercati di sbocco internazionali. Tutti gli indicatori sono calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti e ponderati con i flussi commerciali di manufatti. – (3) Indicatori di competitività complessiva: media ponderata della competitività all'importazione, che coglie l'abilità di competere sul mercato interno con le produzioni importate, e della competitività all'esportazione. Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro è calcolato nei confronti di 42 paesi esterni all'area dell'euro e ponderato con i flussi commerciali di manufatti e servizi.

Nella media dello scorso anno la competitività di prezzo complessiva e quella all'esportazione delle imprese italiane sarebbero lievemente migliorate nel confronto con il 2020, per effetto della dinamica favorevole dei prezzi relativi (fig. 31).

L'avanzo di conto corrente resta elevato

Nei primi undici mesi del 2021 l'avanzo di conto corrente della bilancia dei pagamenti è rimasto pressoché invariato rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, collocandosi a 53,9 miliardi di euro (tav. 8). Il peggioramento del deficit energetico, su cui ha pesato il forte rialzo dei prezzi del petrolio e del gas naturale, è stato compensato dall'aumento dell'avanzo di beni non energetici, tornato stabilmente sui livelli del 2019. Il deficit dei servizi si è ampliato nonostante il recupero – concentrato nei mesi a partire da agosto – delle entrate turistiche, che ammontano comunque a circa la metà di quelle relative ai primi undici mesi del 2019.

In rapporto al PIL l'avanzo del saldo di conto corrente è stato pari al 3,8 per cento (valutato nella media dei quattro trimestri terminanti in settembre; fig. 32).

Gli investitori esteri hanno acquistato obbligazioni del settore privato

Nei primi undici mesi dell'anno i non residenti hanno effettuato acquisti netti di titoli italiani per 4,9 miliardi di euro. Il saldo degli investimenti esteri in titoli pubblici è stato negativo (-16,6 miliardi): ai consistenti acquisti fino a luglio sono seguite vendite, in un contesto di ingenti rimborsi netti di titoli da parte del Tesoro. Gli investitori esteri hanno nel contempo acquistato titoli di debito emessi dal settore privato non bancario per 21,4 miliardi.

Gli acquisti netti di attività estere di portafoglio effettuati dai residenti (116,2 miliardi tra gennaio e novembre, di cui quasi due terzi in quote di fondi comuni) sono proseguiti a un ritmo sostenuto,

Tavola 8

Bilancia dei pagamenti (1) (saldi in miliardi di euro)				
VOCI	2019	2020	gen.- nov. 2020	gen.- nov. 2021
Conto corrente	57,9	62,1	54,6	53,9
per memoria: in % del PIL	3,2	3,8		
Merci	60,7	68,4	61,5	59,3
prodotti non energetici (2)	96,3	88,7	80,1	90,7
prodotti energetici (2)	-35,6	-20,3	-18,5	-31,4
Servizi	-0,4	-7,3	-6,8	-8,3
Redditi primari	14,7	20,3	16,6	19,3
Redditi secondari	-17,1	-19,3	-16,7	-16,5
Conto capitale	-1,8	-0,4	-0,5	-0,5
Conto finanziario	54,3	62,7	58,7	38,9
Investimenti diretti	1,5	19,1	16,3	8,2
Investimenti di portafoglio	-51,8	108,5	94,6	111,2
Derivati	2,6	-2,9	-3,5	-0,5
Altri investimenti (3)	98,8	-65,9	-52,3	-100,5
Variazione riserve ufficiali (4)	3,2	4,0	3,6	20,4
Errori e omissioni	-1,9	1,0	4,6	-14,4

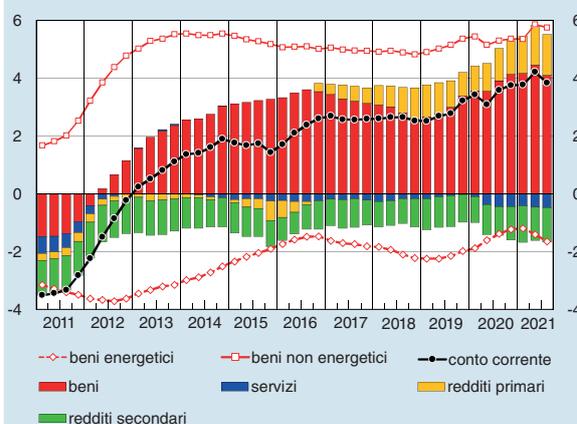
(1) Secondo gli standard internazionali pubblicati in FMI, *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6ª ed., 2009 (BPM6). Per i mesi di ottobre e novembre 2021, dati provvisori. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat. – (3) Include la variazione del saldo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

soprattutto quelli di famiglie, assicurazioni e banche. Nei primi undici mesi dell'anno la raccolta netta all'estero delle banche italiane in prestiti e depositi si è ampliata di 15,4 miliardi. Nello stesso periodo il settore pubblico ha ricevuto afflussi dall'estero per 34,5 miliardi, principalmente per l'erogazione da parte della Commissione europea delle quote di prestiti connesse con lo strumento di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione legati all'emergenza (*temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*, SURE) e di una prima quota delle risorse previste dal Dispositivo per la ripresa e la resilienza.

Il saldo passivo della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2 si è portato a 590 miliardi alla fine dello scorso anno, di riflesso agli investimenti in titoli esteri da parte dei residenti e agli elevati rimborsi netti di titoli del Tesoro (fig. 33 e tav. 9); in dicembre ha pesato anche il calo dell'indebitamento netto sull'estero delle banche residenti, connesso con gli effetti legati alla chiusura dell'anno.

Figura 32

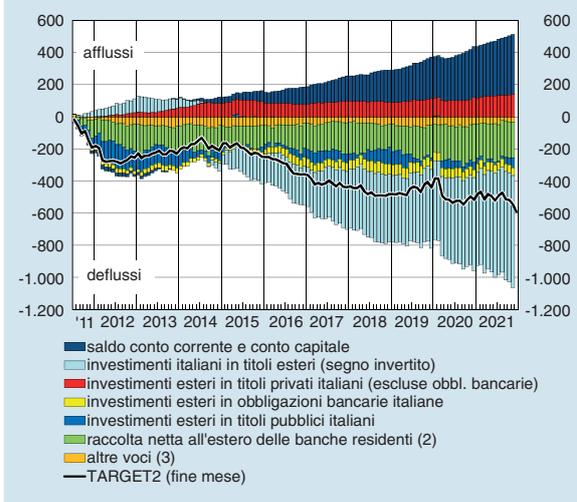
Saldo del conto corrente e sue componenti (1) (dati trimestrali; in percentuale del PIL)



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

Figura 33

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, voci residuali degli altri investimenti, riserve ufficiali, errori e omissioni.

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

PERIODO	Saldo TARGET2 (alla fine del periodo)	Variazione del saldo TARGET2 (rispetto alla fine del periodo precedente)	Investimenti di portafoglio esteri in titoli pubblici italiani (A)	Investimenti di portafoglio esteri in titoli privati italiani (escluse obbligazioni bancarie) (B)	Investimenti di portafoglio esteri in obbligazioni bancarie italiane (C)	Raccolta netta all'estero delle banche residenti (D)		Saldo di conto corrente e conto capitale (E)	Altre voci (2) (F)	Investimenti di portafoglio italiani in titoli esteri (G)
						di cui: intermediata da controparti centrali residenti				
		(A) + (B) + (C) + (D) + (E) + (F) - (G)								
2020	-516	-77	-25	4	4	-36	5	62	7	91
2021 – 1° trim.	-516	..	24	8	-3	-9	6	7	7	34
2° trim.	-522	-6	6	3	-1	6	13	16	-3	33
3° trim.	-514	8	-23	4	4	14	6	20	16	27
2021 – gen.	-482	34	13	..	-2	25	11	1	1	2
feb.	-467	15	9	4	-3	8	7	3	7	15
mar.	-516	-49	2	5	2	-42	-13	3	-1	17
apr.	-481	35	6	1	-1	24	7	6	-4	-1
mag.	-493	-13	-8	2	-1	8	5	4	-3	16
giu.	-522	-28	8	-1	1	-27	..	5	4	18
lug.	-492	29	9	4	3	12	..	9	-5	2
ago.	-472	20	-10	1	..	2	-1	5	29	8
set.	-514	-41	-22	..	..	..	7	6	-8	16
ott.	-519	-6	-7	2	..	4	2	6	-4	6
nov.	-545	-26	-17	4	..	1	-1	5	-2	16
dic.	-590	-45	....	....	....	....	....	....	....	....

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

La posizione creditoria netta sull'estero si è ampliata

Alla fine dello scorso settembre la posizione netta sull'estero dell'Italia era creditoria per 105,8 miliardi di euro, pari al 6,1 per cento del PIL. Il miglioramento rispetto allo scorso giugno (12,1 miliardi) è attribuibile all'avanzo di conto corrente e conto capitale.

2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

In estate il numero di occupati ha continuato a crescere; la ripresa della domanda di lavoro si è tradotta, in misura più accentuata, in un aumento delle ore lavorate e in una riduzione del ricorso agli strumenti di integrazione salariale. Secondo i dati più recenti la tendenza positiva del mercato del lavoro è proseguita anche nel quarto trimestre. Il ristagno del tasso di disoccupazione è la conseguenza del progressivo recupero dell'offerta di lavoro, che si avvicina ai valori pre-pandemici. La dinamica dei rinnovi contrattuali non prefigura significative accelerazioni dei salari nel 2022.

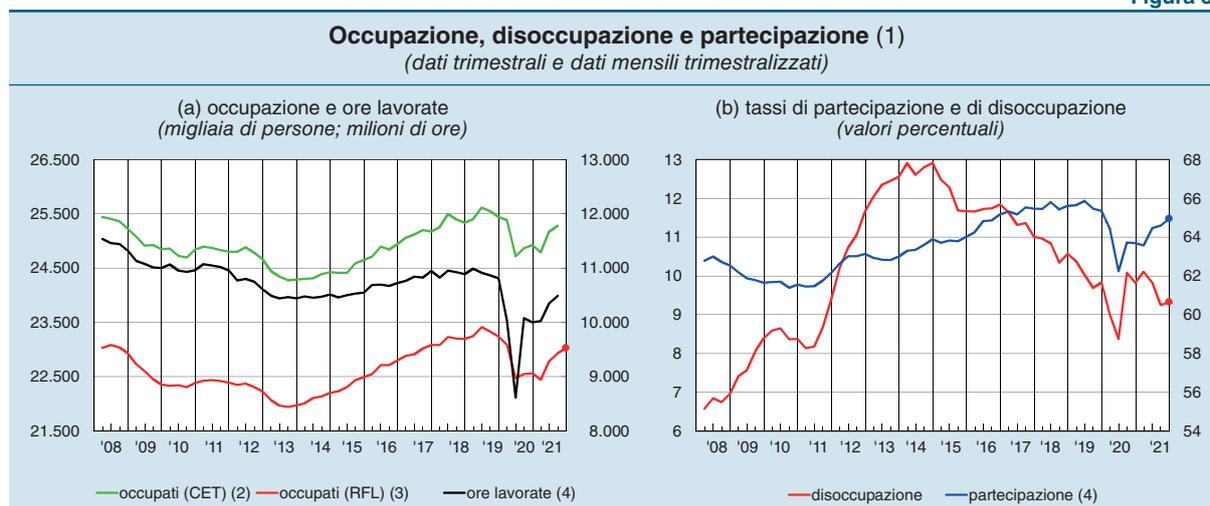
In estate l'occupazione ha continuato ad aumentare

Nei mesi estivi è proseguita la crescita del numero di occupati, benché a ritmi più contenuti rispetto al periodo precedente (0,4 per cento, dall'1,5 nel secondo trimestre; fig. 34.a e tav. 10). Si conferma anche la ripresa dell'occupazione nei servizi privati (1,0 per cento), sospinta dal commercio e dal turismo; nel complesso del comparto industriale l'incremento è stato più moderato.

Continua a diminuire il ricorso agli strumenti di integrazione salariale

Nel terzo trimestre le ore lavorate sono aumentate dell'1,4 per cento (-3,0 per cento rispetto alla fine del 2019), anche per effetto della progressiva riduzione del ricorso agli strumenti di integrazione salariale: nella media del bimestre agosto-settembre i lavoratori che ne hanno usufruito sono scesi a circa 525.000, il numero più basso dall'inizio della pandemia¹. Le ore autorizzate di CIG e dei

Figura 34



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

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

Tavola 10

Occupazione e ore lavorate (1)
(dati trimestrali; migliaia di persone, milioni di ore e variazioni percentuali sul trimestre precedente)

VOCI	Consistenze 3° trim. 2021	Variazioni			
		4° trim. 2020	1° trim. 2021	2° trim. 2021	3° trim. 2021
Occupati	25.282	0,2	-0,5	1,5	0,4
di cui: industria in senso stretto	4.272	0,4	-0,3	0,0	0,3
servizi privati (2)	11.061	1,1	-1,9	2,3	1,0
costruzioni	1.655	0,2	4,7	1,6	-0,2
Dipendenti	19.644	0,2	0,0	1,7	0,9
Autonomi	5.638	0,3	-2,2	1,0	-1,2
Ore lavorate totali	10.491	-0,8	0,2	3,3	1,4
di cui: industria in senso stretto	1.845	-2,5	1,0	3,3	1,8
servizi privati (2)	4.708	0,7	-1,4	4,4	2,5
costruzioni	762	-2,8	7,7	2,7	0,3
Dipendenti	7.477	-0,2	0,3	3,2	1,5
Autonomi	3.015	-2,2	0,0	3,3	1,0

Fonte: Istat, CET.

(1) Dati destagionalizzati. – (2) Esclusi i servizi alle famiglie e agli individui (attività artistiche, di intrattenimento e divertimento; lavoro domestico; altri servizi per la persona e la casa).

¹ Sono esclusi la Cassa integrazione guadagni (CIG) straordinaria e gli interventi del Fondo di solidarietà bilaterale alternativo per l'artigianato.

fondi di solidarietà si sono ridotte anche nel quarto trimestre, portandosi su livelli simili a quelli registrati durante la doppia fase recessiva del 2009-2013 (fig. 35). Nel complesso del 2021 le ore autorizzate sono scese di oltre un terzo rispetto al 2020.

Cominciano ad aumentare anche le assunzioni a tempo indeterminato

Sulla base dei dati preliminari della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, nel bimestre ottobre-novembre è proseguita la crescita degli

occupati (0,4 per cento rispetto al trimestre precedente); il loro numero rimane ancora lievemente al di sotto dei valori pre-pandemici (-0,8 per cento rispetto alla fine del 2019), riflettendo esclusivamente la dinamica del lavoro autonomo (-4,7 per cento).

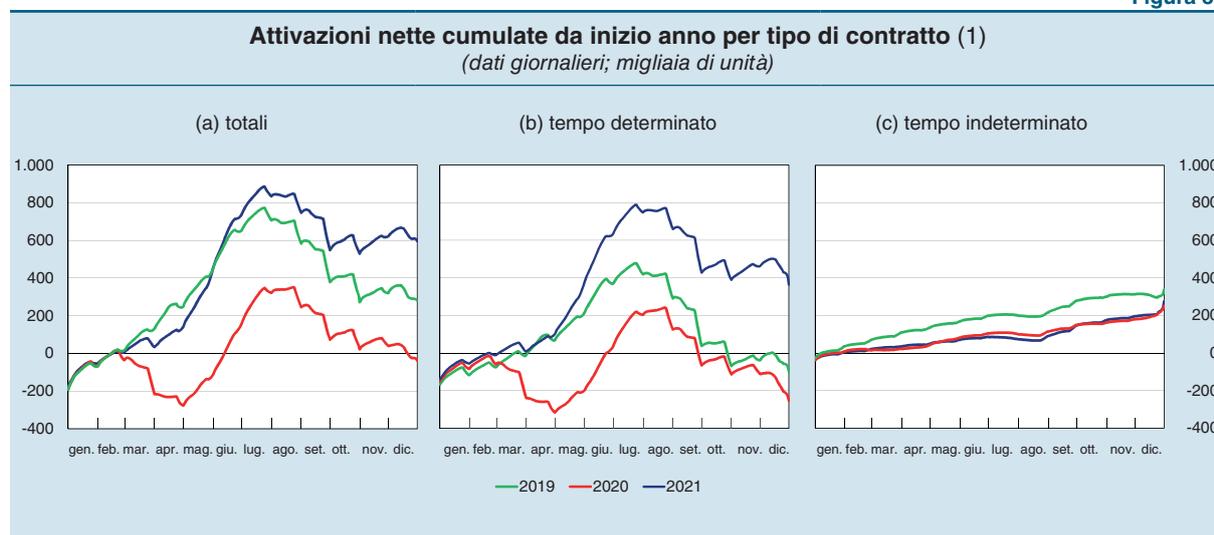
Figura 35



Fonte: elaborazioni su dati INPS.

Secondo i dati delle comunicazioni obbligatorie, il numero di contratti di lavoro alle dipendenze è quasi tornato alla fine dello scorso anno sul sentiero di crescita del 2018-19². La ripresa dell'occupazione alle dipendenze è stata sospinta dalla componente a termine, che aveva fortemente risentito dell'emergenza sanitaria nel 2020 (fig. 36). Dalla seconda metà dello scorso anno hanno ricominciato ad aumentare anche le assunzioni a tempo indeterminato e le trasformazioni, fino a superare i livelli del 2019. Si è osservato anche un incremento delle dimissioni dei dipendenti a tempo indeterminato e della mobilità dei lavoratori tra imprese³.

Figura 36



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

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

² Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, Banca d'Italia e ANPAL, *Il mercato del lavoro: dati e analisi*, gennaio 2022.

³ Ministero del Lavoro e delle politiche sociali e Banca d'Italia, *Il mercato del lavoro: dati e analisi. Le Comunicazioni obbligatorie*, 6, novembre 2021 e in particolare il riquadro: *Perché stanno aumentando le dimissioni?*

La dinamica dell'occupazione continua a beneficiare pure dell'andamento contenuto dei licenziamenti che, nonostante la progressiva rimozione del blocco, sono rimasti su valori inferiori a quelli precedenti la pandemia, grazie anche alla proroga dell'accesso agevolato agli strumenti di integrazione salariale⁴.

Secondo i dati delle comunicazioni obbligatorie, la ripresa dell'occupazione ha interessato entrambi i generi; permangono tuttavia ancora margini di recupero per la componente femminile, che aveva risentito maggiormente della crisi sanitaria durante il 2020 e che ha beneficiato in misura minore dell'accresciuta domanda di lavoro a tempo indeterminato nella seconda metà dello scorso anno.

Il tasso di partecipazione aumenta e quello di disoccupazione ristagna

Nel bimestre ottobre-novembre il tasso di attività è salito al 64,9 per cento, riducendo a 5 decimi di punto il divario rispetto ai valori della fine del 2019 (tav. 11); il recupero è ancora incompleto soprattutto nella fascia di età 35-49 anni e per le donne. L'espansione dell'offerta di lavoro ha comportato il sostanziale ristagno del tasso di disoccupazione, che nonostante i progressi dell'occupazione è rimasto al 9,3 per cento nella media dei due mesi (cfr. fig. 34.b).

Tavola 11

Tasso di partecipazione per genere e classi di età (1) (dati mensili trimestralizzati; valori percentuali)						
	4° trim. 2019	2020	1° trim. 2021	2° trim. 2021	3° trim. 2021	ott.-nov. 2021
Totale	65,4	63,5	63,6	64,5	64,6	64,9
donne	56,1	54,2	54,4	55,3	55,4	55,6
uomini	74,6	73,0	72,8	73,7	73,9	74,3
15-34 anni	50,7	48,1	48,5	49,8	50,1	50,5
35-49 anni	80,5	78,5	78,8	79,5	79,5	79,7
50-64 anni	64,5	63,7	63,3	64,1	64,2	64,7

Fonte: Istat, RFL.
(1) Dati destagionalizzati.

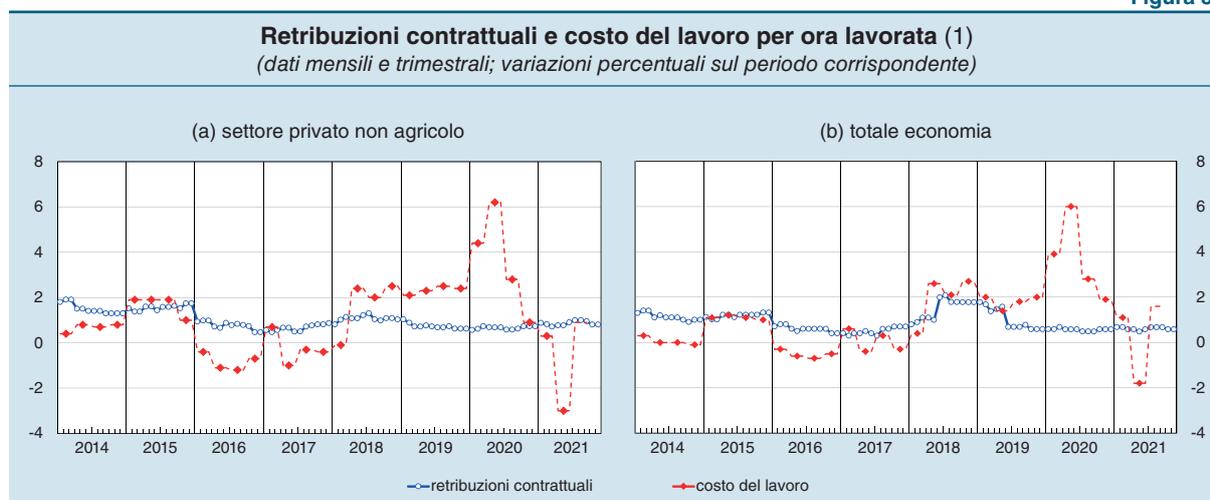
La crescita delle retribuzioni contrattuali rimarrebbe moderata nel 2022

L'incremento delle retribuzioni contrattuali nel settore privato non agricolo si conferma modesto (0,8 per cento a ottobre e novembre rispetto agli stessi mesi del 2020; fig. 37). La quota di dipendenti con contratto scaduto è scesa sotto il 40 per cento (da oltre il 70 di dicembre del 2020), per effetto di rinnovi in diversi settori della manifattura. Questi ultimi – come stabilito dalle regole della contrattazione collettiva in vigore dal 2009 – hanno previsto aumenti salariali basati sull'inflazione attesa al netto dei beni energetici importati, ancora contenuta al momento dei rinnovi stessi⁵. Il rischio di trasferimento immediato delle tensioni sui prezzi al costo del lavoro appare inoltre limitato dal perdurante clima di incertezza che continua a rallentare le negoziazioni nel comparto dei servizi⁶.

⁴ Il blocco, introdotto dal DL 18/2020 (decreto "cura Italia"), era stato rimosso il 30 giugno scorso nel comparto industriale, ad eccezione dei settori del tessile, dell'abbigliamento e della pelletteria; per questi ultimi e per il comparto dei servizi è stato eliminato il 31 ottobre scorso.

⁵ L'Accordo quadro del 22 gennaio 2009 ha introdotto, come riferimento della contrattazione, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) depurato dai prezzi dell'energia importata, che viene aggiornato dall'Istat ogni anno nel mese di giugno per il triennio successivo.

⁶ Il contratto del commercio, che coinvolge circa 2 milioni di lavoratori, è scaduto a dicembre del 2019 e le negoziazioni per il rinnovo sono riprese solo recentemente in un contesto di difficoltà del settore. A dicembre del 2021 è scaduto il contratto dei pubblici esercizi (bar e ristoranti), che sono tra i più esposti alle ripercussioni economiche dell'emergenza sanitaria.



Fonte: Istat, CET e indagine sulle retribuzioni contrattuali.

(1) Per le retribuzioni contrattuali, dati mensili grezzi. Per il costo del lavoro, dati trimestrali destagionalizzati.

In estate il costo orario del lavoro nel settore privato non agricolo è salito dello 0,9 per cento rispetto al periodo corrispondente del 2020. Le ampie variazioni degli ultimi trimestri riflettono in parte effetti di ricomposizione della domanda di lavoro nelle diverse fasi della crisi. Nel complesso dei primi nove mesi dell'anno, a fronte di un lieve aumento delle retribuzioni orarie di fatto⁷ (0,3 per cento), il costo orario del lavoro è diminuito dello 0,5 per cento a causa della riduzione degli oneri sociali a carico del datore di lavoro (-2,6 per cento), verosimilmente in gran parte legata all'introduzione di sgravi contributivi per alcune tipologie di dipendenti.

2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

L'inflazione ha raggiunto livelli elevati nell'ultima parte del 2021, sospinta dalla crescita eccezionalmente marcata dei prezzi dei beni energetici. Gli effetti di questi ultimi si attenuerebbero progressivamente nel corso del 2022 comportando una graduale discesa dell'inflazione. Al netto delle componenti volatili la variazione annuale dei prezzi resta moderata. Le imprese prefigurano ulteriori incrementi dei propri listini di vendita connessi con le tensioni sulle catene di fornitura e con i rincari energetici; tuttavia, gli aumenti dei costi di produzione si sono trasmessi finora solo in misura modesta sui prezzi al dettaglio.

Alla fine del 2021 l'inflazione è ulteriormente salita, sospinta dai rincari energetici

In dicembre la variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo è stata pari al 4,2 per cento, proseguendo la fase di accentuato incremento iniziata in estate (fig. 38 e tav. 12). La crescita dei prezzi ha continuato a riflettere soprattutto l'ulteriore forte rialzo della componente energetica, la cui variazione sull'anno precedente è stata quasi del 30 per cento.

Questa spinta, sostenuta nel trimestre in corso soprattutto dai rincari del gas e dell'elettricità, si attenuerebbe poi gradualmente nel corso del 2022 (cfr. il par. 2.10). L'inflazione di fondo è aumentata all'1,5 per cento in dicembre; vi hanno inciso sia la dinamica dei prezzi dei servizi, in particolare quelli di alloggio, sia la crescita dei prezzi dei beni industriali non energetici.

⁷ Le retribuzioni di fatto rappresentano le retribuzioni lorde dei lavoratori e includono anche voci derivanti dalla contrattazione di secondo livello o decise unilateralmente dalle singole imprese.

Nel complesso del 2021 l'inflazione si è portata all'1,9 per cento (da -0,1 nel 2020), mentre la componente di fondo si è collocata allo 0,8 per cento (da 0,5).

Le difficoltà di approvvigionamento accrescono significativamente i costi di produzione...

In novembre l'inflazione alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno è ulteriormente salita (27,1 per cento sui dodici mesi, da 25,3 in ottobre), spinta soprattutto dal rialzo particolarmente accentuato dei prezzi dei beni energetici (al 74,8 per cento, dal 70,8). Anche la crescita dei prezzi dei beni intermedi ha raggiunto il massimo nel confronto storico (17,1 per cento), mentre per i beni destinati al consumo la dinamica resta più moderata, sebbene anch'essa in aumento (3,5 per cento). Nella parte finale dell'anno l'indicatore PMI dei costi degli input per le impre-

...

Figura 38

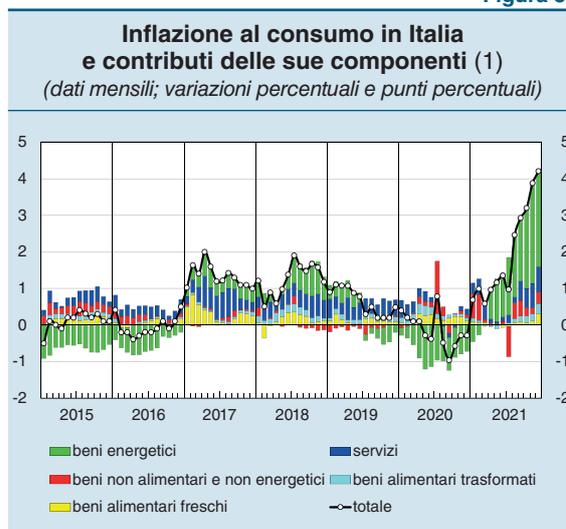


Tavola 12

Indicatori di inflazione in Italia

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

PERIODO	IPCA (1)			IPC (2)		IPP (3)	Deflatore del PIL	
	Indice generale	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale a tassazione costante (4)	Indice generale a 1 mese (5)	Al netto di energetici e alimentari			
2016	-0,1	0,5	-0,1	-0,1	–	0,5	-2,2	1,1
2017	1,3	0,8	1,3	1,3	–	0,7	2,6	0,7
2018	1,2	0,6	1,2	1,1	–	0,5	3,9	1,1
2019	0,6	0,5	0,6	0,6	–	0,5	0,0	0,9
2020	-0,1	0,5	-0,2	-0,2	–	0,5	-4,4	1,2
2021	1,9	0,8	2,1	1,9	–	0,8	....	....
2021 – gen.	0,7	1,3	0,7	0,4	0,8	0,8	-0,4	–
feb.	1,0	1,5	1,0	0,6	0,1	1,0	0,7	–
mar.	0,6	0,7	0,7	0,8	0,2	0,9	3,0	–
apr.	1,0	0,3	1,0	1,1	0,0	0,5	8,2	–
mag.	1,2	0,2	1,3	1,3	0,0	0,4	10,0	–
giu.	1,3	0,3	1,4	1,3	0,0	0,4	11,0	–
lug.	1,0	-0,9	1,1	1,9	0,6	0,6	13,5	–
ago.	2,5	0,8	2,6	2,0	0,0	0,6	13,8	–
set.	2,9	1,4	3,0	2,5	0,4	1,1	15,6	–
ott.	3,2	1,2	3,7	3,0	0,8	1,0	25,3	–
nov.	3,9	1,3	4,4	3,7	0,8	1,3	27,1	–
dic.	4,2	1,5	4,7	3,9	0,3	1,4	....	–

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.

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

se manifatturiere è tornato a salire portandosi sul livello massimo registrato lo scorso giugno. I costi di produzione risentono delle perduranti difficoltà di reperimento a livello globale di alcune materie prime e input intermedi, degli elevati costi di trasporto e dell'allungamento nei tempi di consegna delle forniture.

...senza finora trasmettersi ai prezzi praticati ai consumatori

Non si sono finora verificati incrementi sostenuti e generalizzati dei prezzi al consumo delle componenti che più dovrebbero risentire delle strozzature dal lato dell'offerta (elettrodomestici, beni informatici, mezzi di trasporto). Anche le pressioni dal mercato del lavoro sono contenute: la crescita dei salari nel settore privato non agricolo è rimasta moderata in ottobre e novembre (cfr. il par. 2.5).

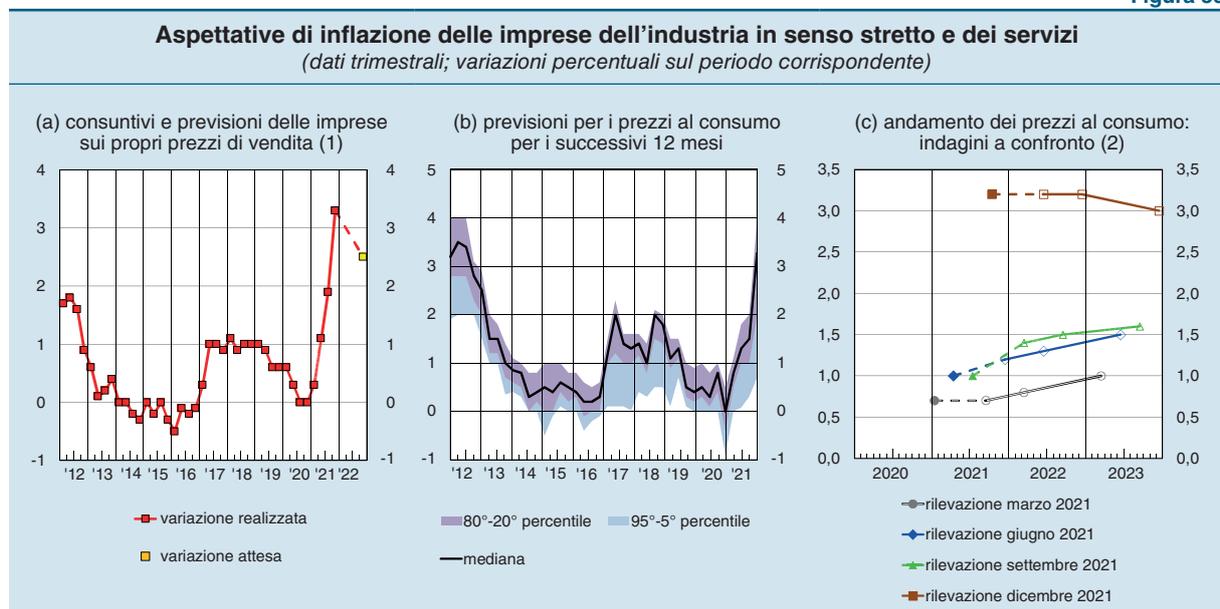
Nel terzo trimestre il costo del lavoro per unità di prodotto nel complesso dell'economia è aumentato dell'1,8 per cento rispetto allo stesso periodo dello scorso anno (dallo 0,5 nel secondo), riflettendo sia la dinamica positiva del reddito per ora lavorata sia la lieve flessione della produttività.

Le attese di inflazione di imprese e famiglie sono aumentate

Nell'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita, condotta fra novembre e dicembre dalla Banca d'Italia, le imprese hanno riportato un marcato rialzo delle attese di inflazione – su livelli superiori al 3,0 per cento su tutti gli orizzonti previsivi – e hanno dichiarato di prevedere un ulteriore rincaro dei propri

listini (fig. 39). L'aumento atteso dei prezzi di vendita è risultato più accentuato per le aziende che hanno riscontrato un incremento dei costi energetici e difficoltà di approvvigionamento. Secondo le inchieste presso i consumatori svolte dall'Istat, nella media del quarto trimestre il saldo fra la quota di famiglie che si attendevano una crescita dei prezzi nei successivi dodici mesi e quella di quante prefiguravano una loro diminuzione si è portato su livelli storicamente molto elevati. È plausibile che le attese di inflazione delle famiglie risentano soprattutto dei recenti forti rincari del gas e dell'elettricità. Gli operatori professionali censiti in gennaio da Consensus Economics si aspettano nel 2022 un'inflazione media pari al 2,7 per cento, 1,3 punti percentuali in più rispetto alle previsioni formulate lo scorso settembre.

Figura 39



Fonte: elaborazioni sui risultati dell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia. Fino a ottobre 2018 l'indagine è stata svolta in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*.
 (1) Media robusta delle risposte ai quesiti sul tasso di variazione dei propri prezzi rispetto ai 12 mesi precedenti e su quello atteso nei successivi 12 mesi. –
 (2) La data in legenda indica il mese in cui l'indagine è stata condotta. Il primo punto di ciascuna curva rappresenta il dato definitivo dell'inflazione disponibile al momento della realizzazione dell'indagine, fornito agli intervistati nel questionario come riferimento per la formulazione delle loro aspettative; il secondo punto rappresenta la media delle previsioni (della variazione dei prezzi a 12 mesi) per i 6 mesi successivi alla data dell'indagine; il terzo punto rappresenta la media delle previsioni per i 12 mesi successivi; il quarto punto rappresenta la media delle previsioni per i 24 mesi successivi.

2.7 LE BANCHE

In autunno la crescita dei prestiti alle società non finanziarie si è confermata debole, riflettendo la scarsa domanda di nuovi finanziamenti, dovuta, pur in una favorevole fase ciclica, anche alle ampie disponibilità liquide accumulate nell'ultimo biennio. L'espansione dei prestiti alle famiglie è proseguita a ritmi sostenuti. Le condizioni di offerta del credito restano distese. Nel terzo trimestre del 2021 i tassi di deterioramento dei finanziamenti alle imprese, sebbene in lieve aumento, sono rimasti su livelli molto contenuti ed è diminuita la quota di prestiti *in bonis* per i quali le banche hanno rilevato un significativo incremento del rischio di credito. Nei primi nove mesi dello scorso anno la redditività è migliorata, soprattutto a seguito della riduzione delle svalutazioni sui prestiti.

La debole crescita del credito alle imprese riflette le ampie scorte di liquidità

In novembre l'espansione dei prestiti al settore privato non finanziario è salita all'1,8 per cento sui tre mesi, dallo 0,7 in agosto (al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno; tav. 13 e fig. 40.a). Il persistere di un sostenuto incremento dei finanziamenti alle famiglie (4,1 per cento sui tre mesi, dal 3,7) si contrappone a un andamento del credito alle società non finanziarie che, seppure in recupero, rimane stagnante (0,2 per cento, da -1,8). Nonostante la ripresa dell'attività economica, la dinamica di quest'ultima componente resta influenzata dalle abbondanti disponibilità liquide accantonate dalle imprese nel corso della crisi pandemica (cfr. il par. 2.2).

I tassi di variazione sui dodici mesi evidenziano, tra i prestiti alle famiglie, una robusta espansione dei mutui per l'acquisto di abitazioni e degli altri prestiti,

Tavola 13

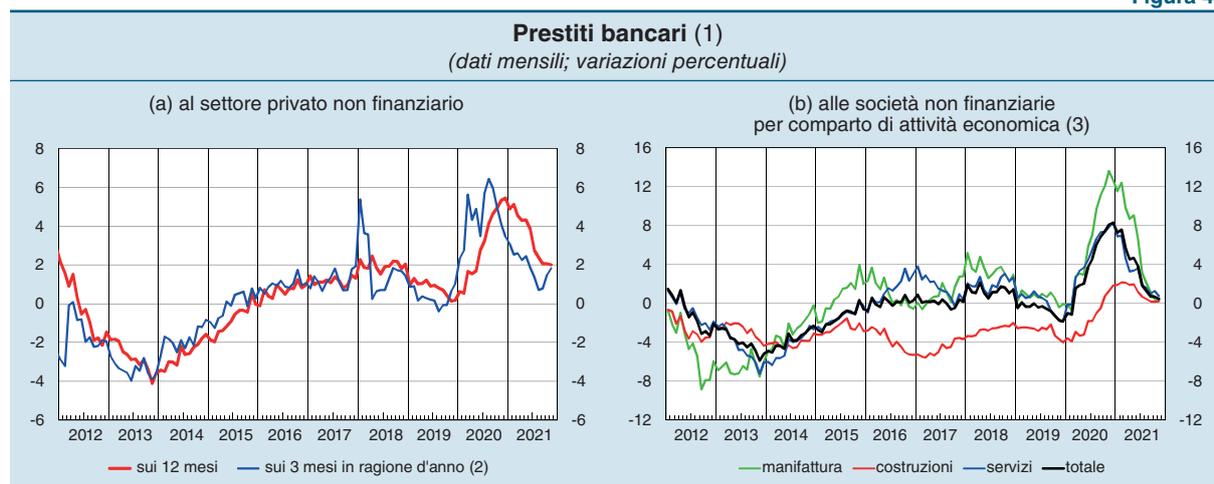
Prestiti bancari a novembre 2021 (1) (variazioni percentuali)

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

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 40



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.

a fronte di una dinamica ancora debole del credito al consumo. Tra le imprese, l'aumento dei finanziamenti è stato meno intenso per quelle operanti nei settori manifatturiero e delle costruzioni (fig. 40.b).

L'espansione della raccolta bancaria si è attenuata

Tra agosto e novembre l'incremento della raccolta delle banche si è attenuato, risentendo della decelerazione dei depositi dei residenti, al 5,3 per cento (dall'8,4 in agosto; tav. 14): vi hanno contribuito sia il rallentamento dei depositi delle famiglie sia quello dei depositi delle imprese. Anche la crescita delle passività verso l'Eurosistema è stata più moderata, a seguito del rimborso di tre operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations*, PELTRO), avvenuto lo scorso 30 settembre.

Il costo della raccolta è salito, ma si conferma su livelli contenuti: rispetto allo stesso periodo di ottobre, alla metà di gennaio i rendimenti delle obbligazioni bancarie sul mercato secondario erano aumentati di mezzo punto percentuale, all'1,6 per cento, un valore di poco superiore a quello precedente l'emergenza sanitaria; nello stesso periodo il differenziale con la media dell'area dell'euro si è leggermente ampliato, a circa 80 punti base (da 60).

Tavola 14

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

VOCI	Consistenze di fine mese		Variazioni percentuali sui 12 mesi (2)	
	Agosto 2021	Novembre 2021	Agosto 2021	Novembre 2021
Attività				
Prestiti a residenti in Italia (3)	1.711	1.709	0,9	-0,3
di cui: a imprese (4)	658	663	1,2	0,4
a famiglie (5)	655	661	3,7	3,8
Attività verso controparti centrali (6)	38	44	-54,3	-29,1
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (7)	571	559	-5,2	-4,3
di cui: titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	428	418	-6,2	-2,8
Attività verso Eurosistema (8)	418	428	129,2	42,3
Attività sull'estero (9)	477	496	3,7	8,1
Altre attività (10)	745	766	3,4	3,1
Totale attivo	3.960	4.002	5,8	3,6
Passività				
Depositi di residenti in Italia (3) (11) (12)	1.829	1.834	8,4	5,3
Depositi di non residenti (9)	298	304	-3,2	-5,0
Passività verso controparti centrali (6)	85	98	-25,5	0,3
Obbligazioni (12)	212	210	-6,1	-4,5
Passività verso Eurosistema (8)	463	449	32,4	22,1
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	120	118	-4,8	-13,4
Capitale e riserve	350	348	-0,6	-2,2
Altre passività (13)	602	640	4,1	3,0
Totale passivo	3.960	4.002	5,8	3,6

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

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

Il costo del credito a imprese e famiglie resta basso

In novembre il tasso di interesse medio sui nuovi prestiti bancari alle imprese è rimasto invariato rispetto ad agosto (1,1 per cento; tav. 15 e fig. 41); quello sui nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è sceso di un decimo di punto percentuale, all'1,4 per cento.

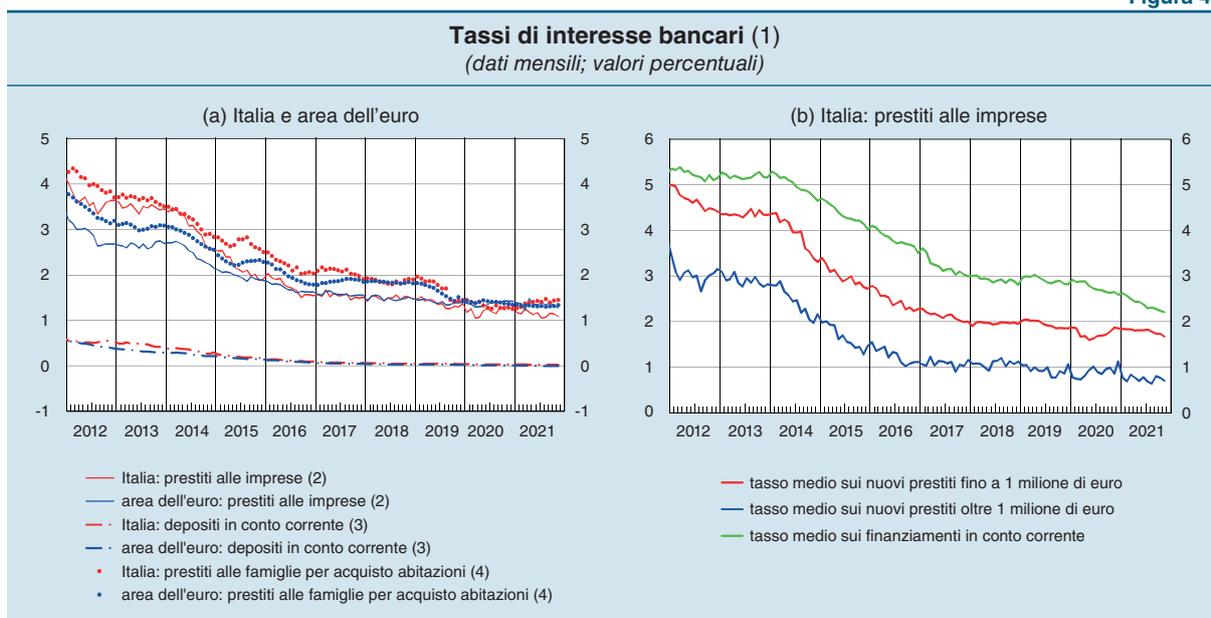
I risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), riferita al terzo trimestre del 2021 e terminata il 4 ottobre, mostrano politiche di offerta degli intermediari italiani ancora distese sui prestiti alle imprese e alle famiglie; per gli ultimi tre mesi dello scorso anno si registravano attese di un moderato irrigidimento dei criteri di concessione dei finanziamenti alle imprese (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*).

Tavola 15

Tassi di interesse bancari (1) (valori percentuali)		
SETTORI	Agosto 2021	Novembre 2021
Prestiti alle imprese	1,1	1,1
di cui: fino a 1 milione di euro	1,8	1,7
oltre 1 milione di euro	0,6	0,7
Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni	1,5	1,4
di cui: a tasso fisso (2)	1,5	1,5
a tasso variabile (3)	1,4	1,3

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

Figura 41



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

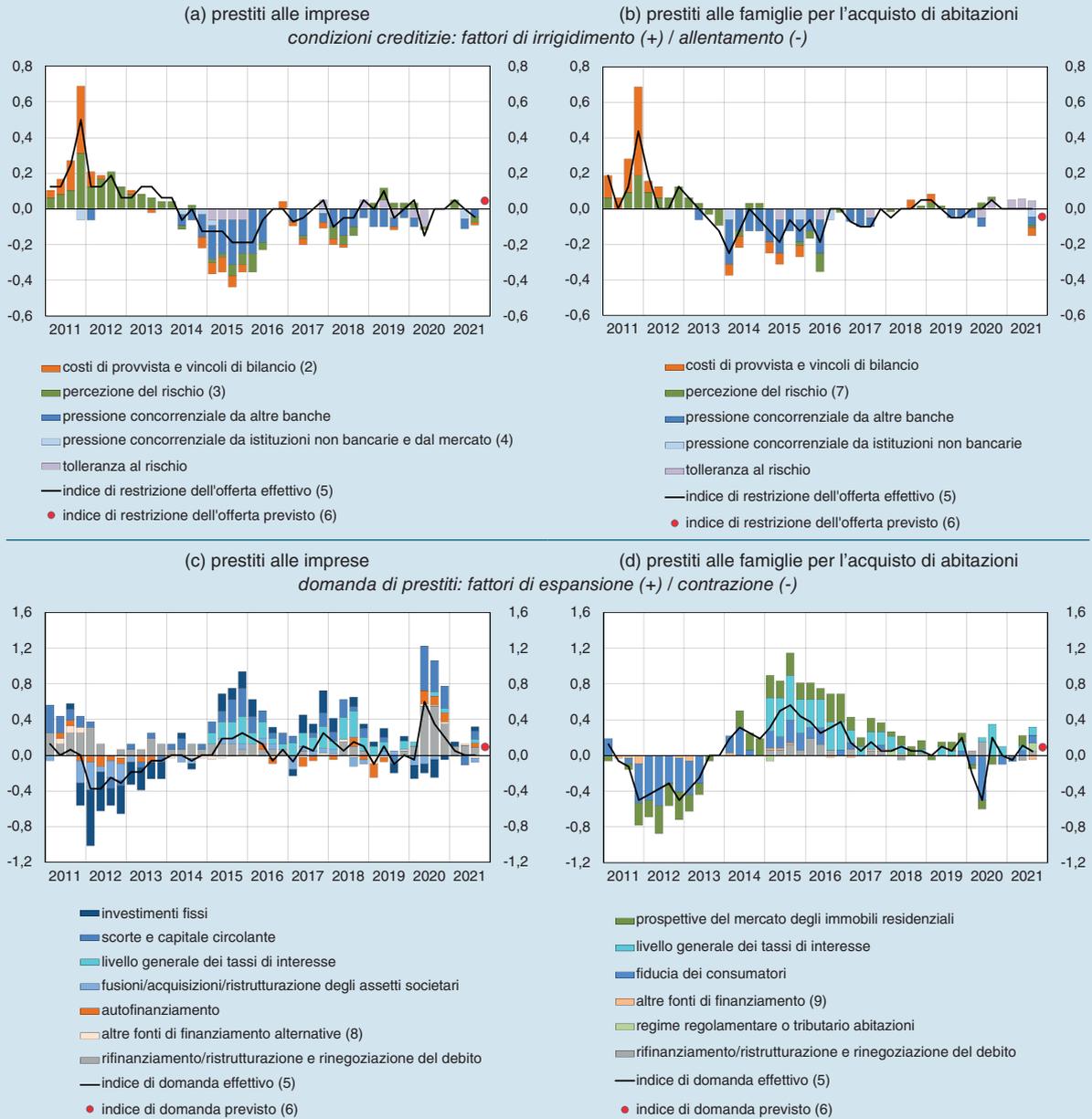
(1) Valori medi. I tassi sui prestiti e sui depositi si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. – (2) Tasso sui nuovi prestiti alle imprese. – (3) Tasso sui depositi in conto corrente di famiglie e imprese. – (4) Tasso sui nuovi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

L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO

Nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS)¹ terminata il 4 ottobre e relativa al terzo trimestre del 2021, gli intermediari italiani hanno continuato a segnalare

¹ All'indagine hanno partecipato 13 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, *October 2021 euro area Bank Lending Survey*, comunicato stampa del 26 ottobre 2021.

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



Fonte: BLS.

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

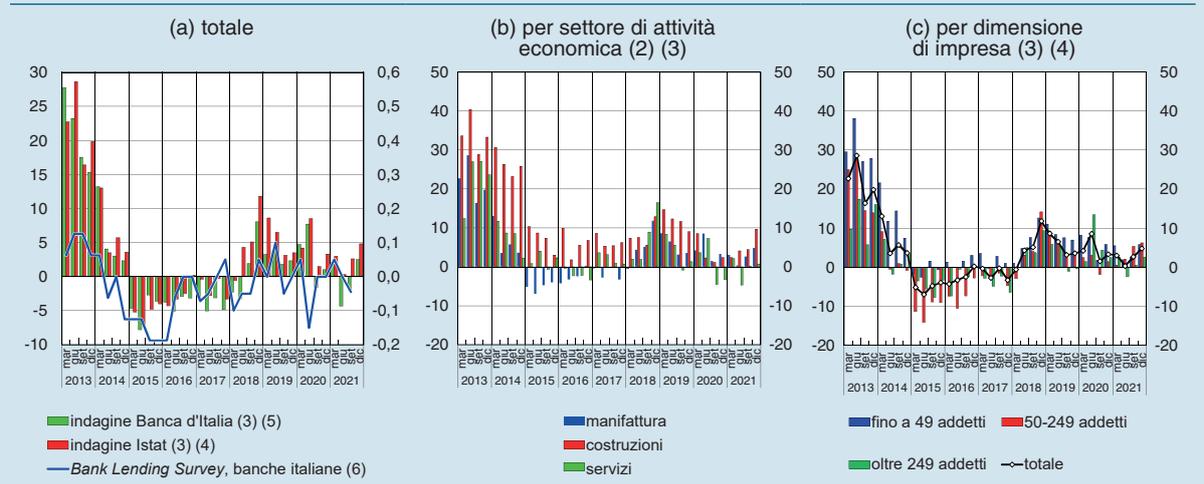
politiche di offerta nel complesso distese. I criteri di concessione dei finanziamenti alle imprese sono stati lievemente allentati, riflettendo la maggiore pressione concorrenziale e una minore percezione del rischio (figura A); quelli applicati ai prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si sono mantenuti nel complesso stabili, mentre sono divenuti leggermente più favorevoli per il credito al consumo a seguito del minore rischio percepito sulla clientela. Le attese delle banche per l'ultimo trimestre dello scorso anno indicavano un moderato irrigidimento delle politiche di offerta per i prestiti alle imprese, una lieve attenuazione di quelle per i mutui e una sostanziale stabilità per il credito al consumo.

Nel terzo trimestre la domanda di prestiti bancari da parte delle imprese non ha registrato variazioni rispetto al periodo precedente: l'effetto espansivo di investimenti fissi, scorte e capitale circolante e ristrutturazione del debito è stato compensato da quello negativo legato a un maggiore ricorso ai finanziamenti da parte di istituzioni non bancarie e all'emissione di titoli di debito e di azioni. Sono nuovamente aumentate le richieste di prestiti bancari da parte delle famiglie, sia per il comparto dei mutui sia per quello del credito al consumo, in linea con la maggiore fiducia dei consumatori e con il basso livello dei tassi di interesse. Per l'ultimo trimestre dello scorso anno gli intermediari si aspettavano un rafforzamento della domanda di finanziamenti delle imprese e di mutui, a fronte della stabilità della domanda di credito al consumo.

L'indagine ha incluso anche una valutazione dell'impatto delle misure di politica monetaria adottate dalla BCE. Le risposte indicano che, nel semestre terminato lo scorso settembre, il programma di acquisto di attività finanziarie (*Asset Purchase Programme*, APP), quello per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) e la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3) hanno continuato a contribuire al miglioramento della posizione di liquidità e della redditività degli intermediari, nonché delle loro condizioni complessive di finanziamento sul mercato. Secondo le banche l'impulso favorevole di queste misure si è tradotto in un lieve allentamento dei criteri di offerta di credito e in un aumento dei volumi di prestiti erogati, soprattutto alle imprese; per i sei mesi terminanti in marzo gli intermediari prefigurano effetti nuovamente espansivi ma di minore intensità.

Figura B

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



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

I risultati dell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, realizzata dalla Banca d'Italia nel mese di dicembre, mostrano un lieve peggioramento delle condizioni di accesso al credito nel quarto trimestre del 2021 (figura B); anche la rilevazione sul clima di fiducia delle imprese condotta dall'Istat conferma il deterioramento, più accentuato per le aziende operanti nel settore delle costruzioni e per quelle di dimensione più ridotta.

I nuovi crediti deteriorati delle imprese si mantengono su livelli contenuti...

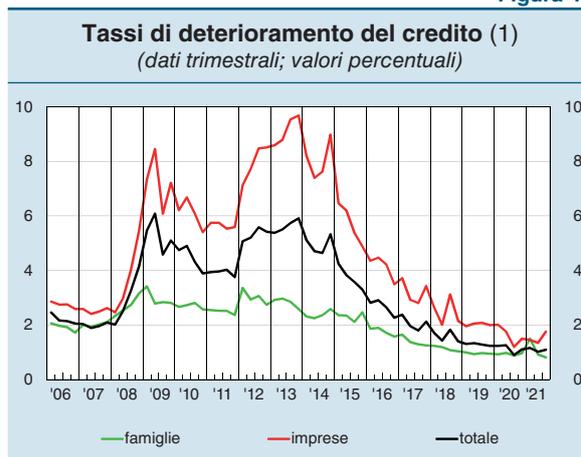
Nel terzo trimestre il flusso dei nuovi crediti deteriorati in rapporto al totale dei finanziamenti è salito all'1,1 per cento (dall'1,0 nel secondo), al

netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno (fig. 42). Per i prestiti alle società non finanziarie l'indicatore si è portato all'1,8 per cento (dall'1,3), risentendo dell'aumento relativo alle imprese operanti nei servizi e nella manifattura, a fronte della diminuzione nelle costruzioni; rimane tuttavia su livelli storicamente bassi. Si è invece osservato un nuovo miglioramento della qualità del credito alle famiglie consumatrici: l'indicatore è sceso di un decimo di punto, collocandosi allo 0,8 per cento. Nello stesso periodo l'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti erogati dai gruppi bancari significativi si è leggermente ridotta, sia al lordo sia al netto delle rettifiche di valore (tav. 16). Il tasso di copertura (il rapporto tra le rettifiche e la consistenza dei prestiti deteriorati) è lievemente salito nel confronto con il trimestre precedente. È inoltre diminuita la quota di prestiti *in bonis* per i quali le banche hanno rilevato un significativo aumento del rischio di credito (ossia quelli classificati nello stadio 2 secondo il principio contabile IFRS 9).

Il 31 dicembre è scaduto il termine entro il quale le piccole e medie imprese potevano avvalersi delle moratorie assistite da garanzia pubblica: a quella data risultavano ancora in essere moratorie per circa 33 miliardi, meno di un quarto dell'ammontare complessivo concesso da marzo 2020⁸.

⁸ Dati tratti dalla rilevazione della task force congiunta 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*).

Figura 42



Fonte: Centrale dei rischi.

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

Tavola 16

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

VOCI	Giugno 2021	Settembre 2021
Crediti deteriorati (2)		
Incidenza lorda sul totale dei finanziamenti	3,8	3,6
Incidenza netta sul totale dei finanziamenti	1,8	1,7
Tasso di copertura (3)	53,5	53,9
Patrimonio di vigilanza		
Common equity tier 1 (CET1) ratio	15,4	15,3
VOCI	Gennaio - settembre 2020	Gennaio - settembre 2021
Redditività		
ROE (4)	3,9	7,6
Margine di interesse (5)	-4,8	-3,4
Margine di intermediazione (5)	-4,7	5,0
Costi operativi (5)	-3,9	-2,8
Risultato di gestione (5)	-6,2	23,3
Rettifiche di valore su crediti (5)	36,4	-47,2

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate.

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

...e la redditività è nuovamente migliorata

Nei primi nove mesi del 2021 la redditività dei gruppi significativi è quasi raddoppiata rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. La crescita del rendimento annualizzato del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE), valutato al netto delle componenti straordinarie, ha riflesso principalmente il calo delle rettifiche di valore su crediti⁹. Il margine di intermediazione si è ampliato, sebbene nel terzo trimestre il ritmo di espansione dei ricavi sia lievemente diminuito. Nei primi nove mesi dello scorso anno l'incremento delle commissioni e dei ricavi derivanti dall'attività di negoziazione ha più che compensato la flessione del margine di interesse. I costi operativi si sono ridotti; il risultato di gestione è aumentato di circa un quarto.

Nel terzo trimestre dello scorso anno il livello di patrimonializzazione dei gruppi significativi è leggermente sceso, soprattutto per effetto del venir meno della raccomandazione dei supervisori in merito alla distribuzione di dividendi; vi hanno fatto seguito la delibera di un'erogazione straordinaria e quella del riacquisto di azioni proprie da parte dei gruppi Intesa e UniCredit, rispettivamente, che hanno comunque mantenuto un adeguato livello di capitalizzazione.

2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

Le condizioni dei mercati finanziari in Italia hanno risentito nell'ultimo trimestre di tre fattori: i timori legati all'incremento dei contagi a livello globale; l'incertezza sulla gravità della nuova variante Omicron e sui suoi possibili riflessi sulla ripresa economica; le attese sull'orientamento della politica monetaria. È cresciuta l'avversione al rischio degli investitori, che si è riflessa in un aumento dello spread sovrano rispetto ai titoli di Stato tedeschi e, nella media del periodo, in un rialzo della volatilità dei corsi azionari.

I rendimenti dei titoli di Stato sono cresciuti, pur rimanendo su livelli contenuti

Dalla metà di ottobre i rendimenti dei titoli di Stato sono aumentati sia in Italia sia nella media dell'area dell'euro rispettivamente di 37 e 16 punti base per il titolo decennale (fig. 43). Il differenziale tra i rendimenti dei titoli di Stato italiani e tedeschi sulla scadenza decennale è stato influenzato dalla maggiore avversione al rischio degli investitori connessa con la ripresa dei contagi (cfr. il par. 1.3); ha inoltre risentito delle attese, confermate dalle decisioni del Consiglio direttivo della BCE lo scorso dicembre, di una graduale riduzione del ritmo degli acquisti dei titoli da parte dell'Eurosistema, pur in un contesto di politica monetaria ancora accomodante (cfr. il par. 1.2). Alla metà di gennaio il differenziale si collocava a 132 punti base (da 105 alla metà di ottobre), poco meno di quanto osservato alla fine del 2019 (fig. 44). La volatilità implicita nei contratti derivati sul titolo di Stato decennale italiano si è portata sui livelli più elevati degli ultimi 18 mesi (fig. 45).

Figura 43

Rendimenti dei titoli di Stato decennali dell'Italia e dell'area dell'euro (1)
(dati giornalieri; valori percentuali)

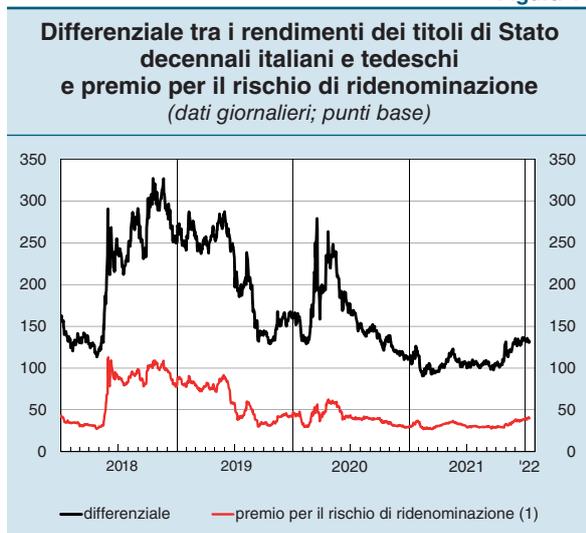


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Refinitiv.

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

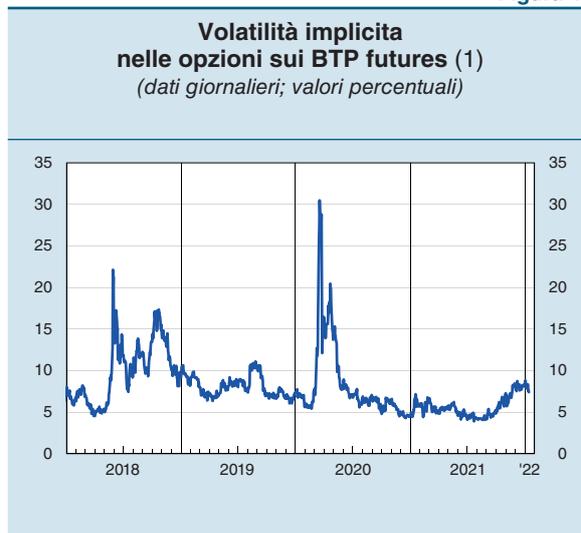
⁹ Lo scorso anno, le rettifiche su crediti avevano risentito del notevole deterioramento del quadro macroeconomico.

Figura 44



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

Figura 45



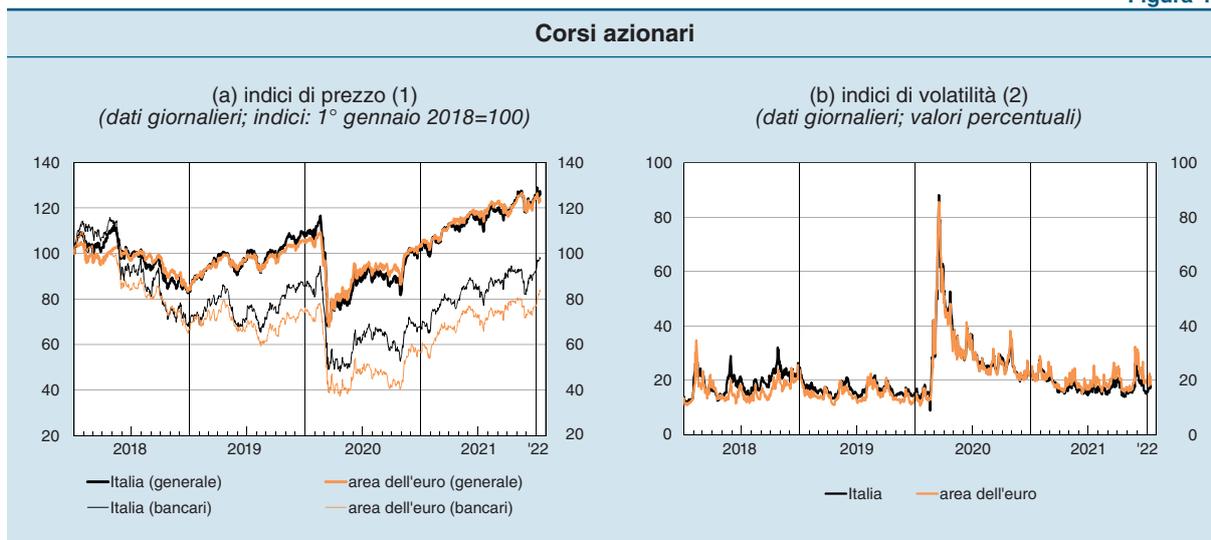
Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.
(1) Volatilità implicita nelle opzioni *at the money* con scadenza a un mese sul contratto futures sul titolo di Stato decennale italiano scambiato all'Eurex.

Le quotazioni azionarie sono aumentate

I corsi azionari sono saliti rispetto alla metà di ottobre, sia in Italia sia nell'area dell'euro (4,9 e 2,4 per cento, rispettivamente; fig. 46.a); nonostante permangano rischi al ribasso, legati all'andamento della pandemia, le misure di contenimento dei contagi non eccessivamente restrittive condizionano positivamente le prospettive di crescita degli utili nei prossimi mesi.

L'indice del comparto bancario ha registrato un incremento sia in Italia sia nell'area dell'euro (5,1 e 5,8 per cento, rispettivamente), influenzato principalmente dalle aspettative sul buon andamento

Figura 46



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

dell'economia nel breve e nel medio termine e dalle notizie circa il consolidamento del settore. La volatilità dei corsi azionari è cresciuta sensibilmente tra la fine di novembre e l'inizio di dicembre, per poi scendere gradualmente. Nel complesso del periodo è rimasta pressoché invariata (fig. 46.b).

Dalla metà di ottobre i rendimenti delle obbligazioni sono cresciuti in Italia sia per le società non finanziarie sia per le banche, mantenendosi comunque su valori contenuti (1,3 e 1,6 per cento, rispettivamente; fig. 47); nella media dell'area dell'euro i rendimenti di entrambi i comparti sono saliti in misura inferiore, portandosi su livelli lievemente al di sotto di quelli italiani.

Si riduce l'attività di emissione delle imprese...

Nel terzo trimestre del 2021 i collocamenti netti di titoli obbligazionari da parte delle società non

finanziarie sono stati pari a 2,1 miliardi di euro, in sensibile diminuzione rispetto ai tre trimestri precedenti (6,6 miliardi nel secondo) a seguito di una marcata contrazione dell'attività di emissione. Le emissioni nette delle banche sono tornate positive per la prima volta dopo un anno, per un ammontare complessivo di 5,2 miliardi (da -2,1 nel trimestre precedente). Dati preliminari di fonte Bloomberg segnalano che nell'ultimo trimestre del 2021 le emissioni lorde delle banche sono lievemente diminuite, mentre quelle delle imprese si sono riportate sui livelli dei trimestri precedenti.

...mentre la raccolta netta dei fondi comuni continua a essere positiva

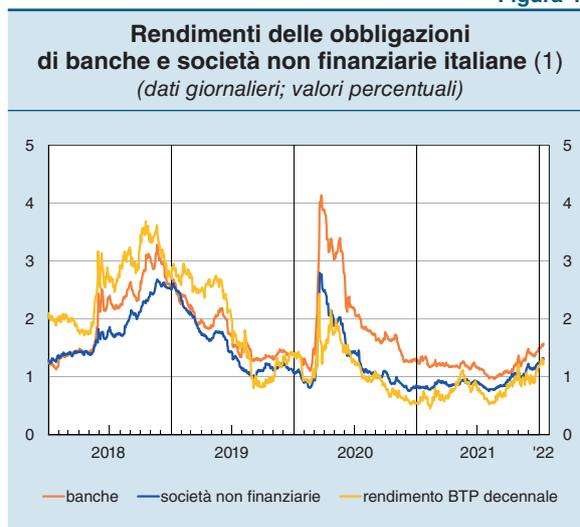
Secondo dati forniti da Assogestioni, nel terzo trimestre il flusso netto di risparmio verso i fondi comuni aperti è rimasto elevato, pur con una moderata riduzione (16,9 miliardi di euro, da 17,1 del trimestre precedente), sostenuto principalmente dal contributo dei fondi di diritto estero. Gli investitori hanno acquistato sia fondi azionari (la cui raccolta netta è stata pari a 3,9 miliardi), sia fondi bilanciati (6,4 miliardi) e obbligazionari (3,3 miliardi). Anche i fondi

monetari e i fondi flessibili hanno registrato una raccolta netta positiva (rispettivamente 2,3 e 0,8 miliardi), in controtendenza con gli ultimi due trimestri. La raccolta dei fondi comuni aperti si è ulteriormente contratta in ottobre e novembre, con flussi netti di investimento per 2,7 e 3,4 miliardi rispettivamente, a fronte di circa 5 miliardi mensili nella media del trimestre precedente.

2.9 LA FINANZA PUBBLICA

Le informazioni preliminari disponibili per il 2021 segnalerebbero un significativo miglioramento dell'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche nel confronto con l'anno precedente. Si può inoltre valutare che il rapporto tra il debito e il prodotto sia diminuito più di quanto atteso nelle più recenti stime governative, risultando dell'ordine del 150 per cento (contro un livello di circa il 155 nel 2020 e di quasi il 135 nel 2019). Nelle valutazioni ufficiali la manovra di bilancio per il triennio 2022-24 approvata dal Parlamento nel mese di dicembre accresce il disavanzo in media dell'1,3 per cento del PIL all'anno rispetto al quadro a legislazione vigente.

Figura 47



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e ICE BofAML.

(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.

Figura 48



Tavola 17

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

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

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

Alla fine dello scorso anno, in seguito al conseguimento degli obiettivi e dei traguardi previsti per il 2021, il Governo ha inviato alla Commissione europea la richiesta di pagamento della prima rata dei fondi del Dispositivo per la ripresa e la resilienza.

**Nel 2021
l'indebitamento
netto sarebbe
significativamente
diminuito**

Il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche nei primi undici mesi del 2021 è stato pari a 90,9 miliardi, 62,3 in meno rispetto al corrispondente periodo del 2020 (fig. 48). Tenendo conto dei dati preliminari per l'ultimo mese dell'anno¹⁰ e di una stima dei principali fattori di raccordo tra il fabbisogno e l'indebitamento netto (operazioni finanziarie e differenze cassa-competenza), si può valutare che l'indebitamento netto nel 2021 si sia collocato, in rapporto al PIL, a un livello significativamente più basso rispetto all'anno precedente e a quanto indicato nelle stime governative (tav. 17). Nell'attuale contesto le analisi sull'indebitamento netto basate sui dati di cassa sono tuttavia caratterizzate da elevata incertezza, in particolare per effetto di eventuali slittamenti di pagamenti e incassi tra un anno e l'altro, che sono difficili da monitorare e che potrebbero essere più rilevanti rispetto al passato, alla luce degli interventi adottati per fronteggiare la pandemia.

Un apprezzabile miglioramento del quadro di finanza pubblica nel confronto con il 2020 risulta anche dalle stime dei conti trimestrali diffuse dall'Istat all'inizio di gennaio. Nei primi nove mesi del 2021 l'indebitamento netto in rapporto al PIL è sceso di 2,3 punti percentuali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, all'8,8 per cento.

**Nel 2021 il rapporto
tra il debito e il PIL
sarebbe risultato
dell'ordine
del 150 per cento**

Alla fine di novembre il debito delle Amministrazioni pubbliche ammontava a 2.694,2 miliardi, quasi 121 in più rispetto alla fine del 2020. Sulla base dei dati preliminari di dicembre si può stimare che nel 2021 il rapporto tra il debito e il PIL sia diminuito più di quanto atteso nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2021*, risultando dell'ordine del 150 per cento (contro un livello di circa il 155 nel 2020 e di quasi il 135 nel 2019).

¹⁰ Il fabbisogno del settore statale in dicembre è stato circa 3 miliardi, leggermente inferiore al dato dello stesso mese del 2020; nel complesso del 2021 si è collocato intorno a 106 miliardi, circa 53 in meno rispetto all'anno precedente.

La vita media residua del debito si è allungata a 7,7 anni lo scorso novembre, da 7,4 alla fine dell'anno precedente; l'onere medio del debito era pari al 2,3 per cento alla fine di settembre, sostanzialmente in linea con il valore di fine 2020 (fig. 49).

Il Parlamento ha approvato la manovra di bilancio per il 2022-24

Nel mese di dicembre il Parlamento ha approvato la manovra di bilancio per il triennio 2022-24, che – come programmato con la *Nota di aggiornamento del*

Documento di economia e finanza 2021 – accresce il disavanzo, rispetto al quadro a legislazione vigente, dell'1,3 per cento del PIL in media all'anno nel triennio (poco più di 26 miliardi; cfr. *Bollettino economico*, 4, 2021).

Sempre in dicembre il Governo ha approvato il DL 209/2021 (decreto “fiscale bis”) che ha disposto per il 2021 aumenti di spesa destinati agli investimenti per la rete ferroviaria e all'acquisto di vaccini e farmaci per la prevenzione e la cura del Covid-19.

Anche per effetto di quanto stabilito con quest'ultimo decreto legge, la manovra destina risorse principalmente a misure di spesa corrente (incluse quelle per la revisione del sistema degli ammortizzatori sociali e per la sanità) e alla riduzione di alcune entrate (in particolare attraverso la proroga delle agevolazioni fiscali per gli interventi riguardanti gli immobili e gli sgravi temporanei per contenere l'aumento dei prezzi del settore energetico)¹¹. La manovra ha inoltre ridefinito la struttura del prelievo sui redditi personali (mediante la revisione delle aliquote, degli scaglioni e delle detrazioni di imposta dell'Irpef e la modifica del trattamento integrativo dei redditi da lavoro dipendente).

La Commissione europea si è espressa sui programmi di finanza pubblica

Alla fine di novembre, nell'opinione sul *Documento programmatico di bilancio 2022*, la Commissione europea ha riconosciuto l'impegno dell'Italia a incrementare gli investimenti per sostenere la ripresa e per rafforzare il potenziale di crescita dell'economia, anche attraverso l'impiego delle risorse del Dispositivo per la ripresa e la resilienza. La Commissione ha tuttavia

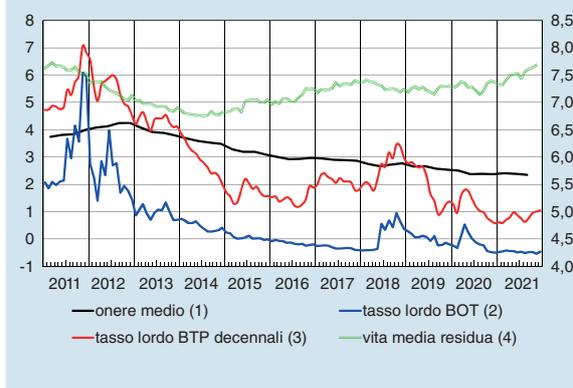
evidenziato la necessità di contenere l'aumento della spesa pubblica corrente al fine di preservare la sostenibilità dei conti nel medio termine e ha invitato il Governo a uno stretto monitoraggio delle misure di sostegno, adeguandole a eventuali cambiamenti nel contesto economico.

Il Governo ha richiesto il pagamento dei primi fondi del Dispositivo per la ripresa e la resilienza

Lo scorso 23 dicembre l'Esecutivo ha pubblicato la prima *Relazione sullo stato di attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza*, che evidenzia il raggiungimento dei 51 obiettivi e traguardi programmati per il 2021. Pochi giorni dopo il Ministero dell'economia e delle finanze ha inviato alla Commissione europea la richiesta di pagamento della prima rata delle risorse previste dal piano nell'ambito

Figura 49

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.

¹¹ Le principali aree di intervento della manovra non sono significativamente cambiate rispetto a quanto previsto dal DL 146/2021 (decreto “fiscale”, convertito dalla L. 215/2021) e dal disegno di legge di bilancio presentati dal Governo rispettivamente in ottobre e novembre. Su questi provvedimenti, cfr. *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2022-24*, testimonianza del Capo del Servizio Struttura economica della Banca d'Italia F. Balassone, Senato della Repubblica, Roma, 23 novembre 2021.

del Dispositivo per la ripresa e la resilienza (21 miliardi tra sovvenzioni e prestiti, al netto del rimborso di una parte del prefinanziamento ottenuto nell'agosto 2021; cfr. il par. 1.2).

2.10 LE PROSPETTIVE

Le proiezioni per l'economia italiana presentate in questo Bollettino aggiornano quelle predisposte nell'ambito dell'esercizio previsivo coordinato dell'Eurosistema e pubblicate lo scorso 17 dicembre¹². In media d'anno, si stima una crescita del PIL in Italia del 3,8 per cento nel 2022, del 2,5 nel 2023 e dell'1,7 nel 2024. L'inflazione sarebbe pari al 3,5 per cento quest'anno, sospinta principalmente dagli effetti del rincaro dei beni energetici, e all'1,6 per cento nella media del biennio 2023-24.

La ripresa prosegue, nonostante l'aumento dei contagi...

Lo scenario qui esposto è basato sull'ipotesi che i nuovi contagi raggiungano un picco nel primo trimestre dell'anno, senza tradursi in un severo inasprimento delle misure di contenimento, ma con riflessi negativi nel breve termine sulla mobilità e sui comportamenti di consumo. La diffusione dell'epidemia si attenuerebbe dalla primavera, grazie anche all'ulteriore progresso della campagna vaccinale.

...sostenuta da condizioni finanziarie favorevoli...

Lo scenario presuppone inoltre che le condizioni monetarie e finanziarie rimangano favorevoli, nonostante un lieve aumento dei tassi di interesse nominali nell'orizzonte di previsione. Sulla base delle attese desumibili dalle quotazioni di mercato nei dieci giorni terminanti lo scorso 17 gennaio, i rendimenti dei titoli di Stato decennali italiani risulterebbero dall'1,4 per cento nella media dell'anno in corso all'1,9 nel 2024. Le condizioni di offerta del credito si manterrebbero nel complesso distese: il costo del credito alle imprese si collocherebbe all'1,4 per cento nel 2022 e aumenterebbe nel successivo biennio, pur rimanendo su livelli contenuti nel confronto storico.

...e dall'espansione del commercio mondiale

Le proiezioni si basano infine sull'ipotesi di una prosecuzione della ripresa del commercio mondiale, dopo un temporaneo indebolimento dovuto alle tensioni nelle catene globali del valore, i cui effetti verrebbero meno nel corso di quest'anno (cfr. il par. 1.1 e il riquadro: *Le strozzature nelle catene produttive: l'impatto sull'economia globale* del capitolo 1). Dopo il marcato rimbalzo del 2021, la domanda estera dell'Italia, ponderata per i mercati di destinazione, crescerebbe del 4,5 per cento all'anno in media nel triennio 2022-24 (cfr. il riquadro: *Le ipotesi sottostanti allo scenario macroeconomico*).

LE IPOTESI SOTTOSTANTI ALLO SCENARIO MACROECONOMICO

Il quadro macroeconomico per l'economia italiana elaborato dagli esperti della Banca d'Italia nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema è pubblicato nei mesi di giugno e di dicembre, dopo la diffusione delle proiezioni per l'area dell'euro da parte della BCE¹. Le proiezioni per l'Italia qui presentate aggiornano quelle pubblicate lo scorso 17 dicembre e sono basate sulle informazioni disponibili al 17 gennaio.

¹ Per ulteriori approfondimenti, 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.

¹² Per ulteriori approfondimenti, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Proiezioni macroeconomiche per l'Italia, 17 dicembre 2021*.

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

- la domanda estera ponderata per i mercati di destinazione delle nostre esportazioni rallenta al 4,5 per cento in media nel triennio 2022-24;
- il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro, pari a 1,18 nella media del 2021, scende a 1,14 nel triennio 2022-24²;
- il prezzo del greggio (qualità Brent) fissato sulla base delle quotazioni dei contratti futures aumenta a circa 80 dollari al barile nel 2022 (da 71 dollari nel 2021) e si riduce nel biennio successivo raggiungendo i 70 dollari nel 2024; le proiezioni tengono conto dei provvedimenti amministrativi di adeguamento delle tariffe del gas e dell'elettricità disposti dall'Autorità di regolazione per energia, reti e ambiente;
- il tasso di interesse a tre mesi sul mercato interbancario (Euribor) è pari a -0,4 nell'anno in corso e risale a 0,1 nella media del prossimo biennio;
- il tasso di interesse sui buoni del Tesoro poliennali (BTP) a scadenza decennale, pari all'1,4 per cento nella media del 2022 (0,8 nel 2021), sale gradualmente fino all'1,9 nel 2024, in linea con i tassi a termine impliciti nella struttura per scadenza dei rendimenti dei titoli di Stato;
- lo scenario incorpora le disposizioni delineate nella manovra di bilancio per il triennio 2022-24 e le informazioni disponibili sui programmi di attuazione del PNRR.

Queste ipotesi sono simili a quelle sottostanti alle proiezioni diffuse il 17 dicembre. La differenza di maggior rilievo è connessa con le tariffe del gas e dell'elettricità in vigore dal primo trimestre del 2022, aumentate del 41,8 e del 55 per cento, rispettivamente; modeste revisioni sono inoltre contenute nel profilo dei tassi di interesse, lievemente più elevato nel prossimo biennio.

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 terminanti lo scorso 17 gennaio.

Tavola

Ipotesi sulle principali variabili esogene

VOCI	2021	2022	2023	2024
Domanda estera potenziale (1)	8,6	4,8	5,4	3,5
Dollaro/euro (2)	1,18	1,14	1,14	1,14
Cambio effettivo nominale (1) (3)	-0,8	1,2	0,0	0,0
Prezzo del greggio (2) (4)	70,8	80,2	74,0	70,2
Tasso Euribor a 3 mesi (2)	-0,5	-0,4	0,0	0,2
Tasso BOT a 1 anno (2)	-0,5	-0,3	0,1	0,3
Tasso BTP a 10 anni (2)	0,8	1,4	1,7	1,9

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

Il PIL crescerebbe con decisione dalla primavera

Dopo un indebolimento della crescita nell'ultima parte dello scorso anno (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel quarto trimestre del 2021*), che si protrarrebbe nei primi mesi di quello in corso, il prodotto tornerebbe a espandersi in misura sostenuta dalla primavera, in concomitanza con l'ipotizzato miglioramento del quadro sanitario, recuperando i livelli pre-pandemici intorno alla metà del 2022. L'espansione dell'attività proseguirebbe poi a ritmi robusti, seppure meno intensi rispetto a quelli che hanno caratterizzato il netto recupero seguito alle riaperture nella parte centrale del 2021. In media d'anno il PIL aumenterebbe del 3,8 per cento nel 2022, del 2,5 nel 2023 e dell'1,7 nel 2024 (tav. 18 e fig. 50).

Il sostegno della politica di bilancio alla crescita nel triennio sarebbe rilevante

Nello scenario qui delineato un sostegno considerevole alla crescita deriverebbe dalle misure di stimolo finanziate con il bilancio nazionale e i fondi europei, in particolare quelle delineate nel *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR). Nelle proiezioni il complesso delle misure introdotte nel 2021 e programmate per i prossimi anni, incluse le risorse della manovra per il triennio 2022-24,

Scenario macroeconomico

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

VOCI	2021	2022	2023	2024
PIL (1)	6,3	3,8	2,5	1,7
Consumi delle famiglie	5,1	4,4	2,2	1,5
Consumi collettivi	1,2	1,2	0,2	-0,5
Investimenti fissi lordi	15,7	5,3	5,9	3,5
di cui: investimenti in beni strumentali	11,4	7,2	6,9	5,3
Esportazioni totali	12,4	4,8	6,0	3,5
Importazioni totali	12,7	5,1	6,3	3,4
Variazione delle scorte (2)	0,0	-0,1	0,0	0,0
per memoria: PIL (dati grezzi) (3)	6,3	3,7	2,4	1,8
Prezzi (IPCA)	1,9	3,5	1,6	1,7
IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici	0,8	1,0	1,4	1,6
Deflatore del PIL	1,1	2,5	1,5	1,8
Occupazione (ore lavorate)	7,0	3,4	1,9	1,4
Occupazione (numero di occupati)	0,5	1,7	0,9	1,0
Tasso di disoccupazione (4)	9,4	9,0	8,9	8,7
Competitività all'export (5)	0,8	2,5	0,0	-0,2
Saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti (6)	3,8	3,1	2,9	2,9

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

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

sosterrebbero l'attività economica per circa 5 punti percentuali cumulati nel quadriennio 2021-24. Poco meno della metà di questo effetto sarebbe attribuibile agli interventi del PNRR, nel presupposto che siano realizzati con efficacia e senza significativi ritardi.

Gli occupati si riporterebbero ai livelli pre-pandemia alla fine di quest'anno

Nel triennio 2022-24 proseguirebbe l'espansione dell'occupazione, che alla fine dell'anno in corso tornerebbe sui valori

precedenti la pandemia in termini sia di numero di occupati sia di ore lavorate. Il tasso di disoccupazione scenderebbe dal 9,4 per cento nella media del 2021 all'8,7 nel 2024.

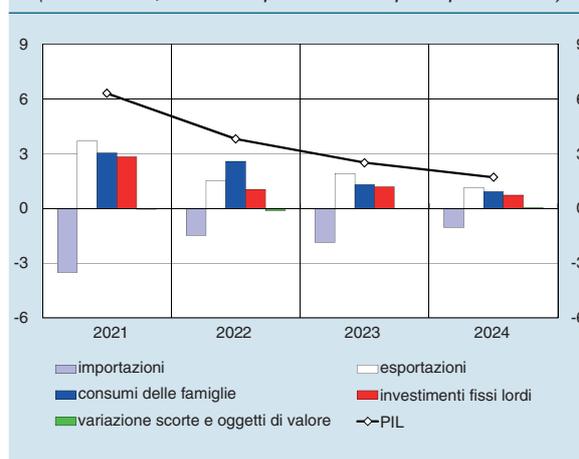
La spesa per consumi continuerebbe a espandersi, nonostante la recrudescenza dei contagi

La ripresa dei consumi proseguirebbe a un ritmo elevato, ma il recupero dei livelli pre-pandemici si completerebbe con un ritardo di circa un anno rispetto a quello del prodotto. Nella prima parte del 2022 i consumi sarebbero frenati dal permanere di un atteggiamento di cautela nei comportamenti di spesa, dettato dall'evoluzione della pandemia, e dagli

effetti del rincaro dei beni energetici, che comprime il potere d'acquisto delle famiglie; tornerebbero a crescere in maniera sostenuta dalla prossima primavera, grazie al miglioramento del quadro sanitario, al graduale

Figura 50

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



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

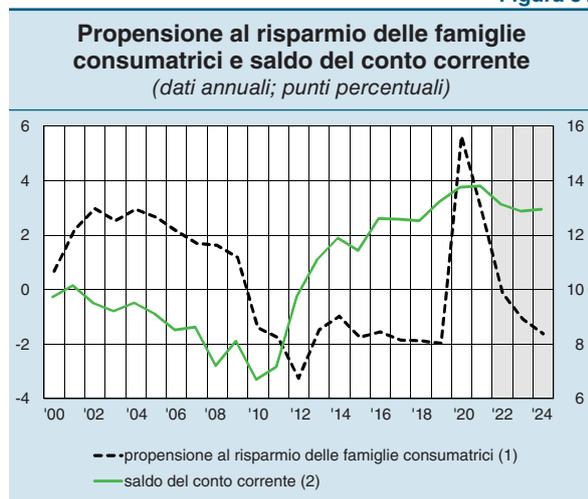
(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative.

rientro dei prezzi dell'energia e alla prosecuzione della ripresa dell'occupazione. In media d'anno, la spesa delle famiglie aumenterebbe del 4,4 per cento nel 2022, per poi rallentare a circa il 2 nel successivo biennio. Il tasso di risparmio, salito al 15,6 per cento nel 2020 (dall'8,0 nel 2019), scenderebbe progressivamente, riportandosi ai valori pre-crisi nel 2024 (fig. 51).

Resterebbe vigorosa la crescita degli investimenti...

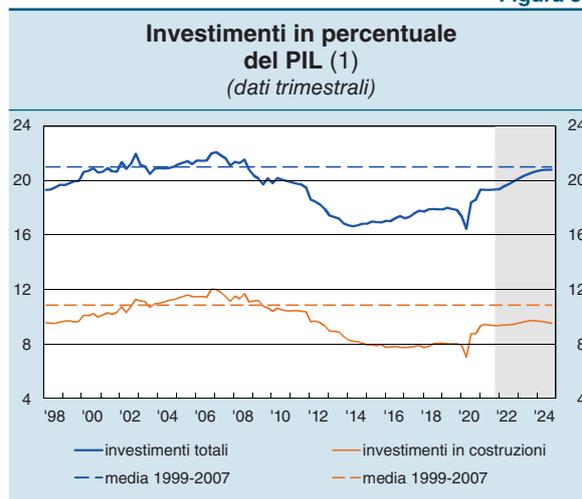
L'accumulazione di capitale, che già nel primo trimestre del 2021 è tornata sopra i livelli medi del 2019 grazie soprattutto alla forte espansione della componente delle costruzioni, aumenterebbe in misura sostenuta per tutto l'orizzonte previsivo; beneficerebbe del miglioramento delle prospettive di crescita, delle condizioni di finanziamento favorevoli e delle risorse a sostegno degli investimenti pubblici e privati previste nel PNRR e nella manovra di bilancio. Nel triennio 2022-24 gli investimenti si espanderebbero in media di quasi il 5 per cento all'anno, trainati principalmente dalla componente in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto. Il rapporto tra investimenti totali e PIL salirebbe in misura significativa fino a circa il 21 per cento nel 2024 (poco sotto il picco del 2007). Per la componente in costruzioni nel 2024 questo rapporto rimarrebbe poco sopra il 9 per cento, ancora 2,5 punti percentuali in meno rispetto ai livelli massimi del 2007 (fig. 52).

Figura 51



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

Figura 52



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

...e delle esportazioni, grazie anche al recupero del turismo

Le vendite all'estero continuerebbero a espandersi grazie al miglioramento del commercio mondiale e ai guadagni di competitività; quelle di servizi beneficerebbero inoltre del recupero dei flussi turistici internazionali. Le esportazioni registrerebbero in media un incremento di poco meno del 5 per cento l'anno nel triennio 2022-24, poco più della domanda estera. Le importazioni crescerebbero in modo leggermente più marcato, sospinte dall'andamento delle componenti della domanda a maggiore contenuto di prodotti esteri (vendite all'estero e investimenti in beni strumentali). L'avanzo di conto corrente della bilancia dei pagamenti, pari al 3,8 per cento nel 2021, scenderebbe al 3,0 in media nel triennio 2022-24 (fig. 51).

L'inflazione si attenuerebbe nel prossimo biennio

I prezzi al consumo aumenterebbero del 3,5 per cento quest'anno, principalmente per gli effetti del rincaro dei beni energetici e in particolare dei rialzi senza precedenti delle tariffe di gas ed elettricità; tuttavia, questi effetti si attenuerebbero gradualmente nel corso del 2022, esaurendosi verso la fine dell'anno. L'inflazione scenderebbe all'1,6 per cento nella media del 2023 e risalirebbe all'1,7 nel 2024 (fig. 53). La componente di fondo, pari all'1,0 per cento quest'anno, si porterebbe progressivamente fino all'1,6 per cento alla

fine dell'orizzonte previsivo, sostenuta dalla riduzione dei margini di capacità inutilizzata e dall'andamento delle retribuzioni. I salari del settore privato, cresciuti dello 0,8 per cento nel 2021, accelererebbero gradualmente all'1,3 per cento nell'anno in corso e all'1,8 sia nel 2023 sia nel 2024: ciò riflette l'ipotesi che il rialzo in corso della dinamica dei prezzi si trasmetta solo moderatamente alle misure di inflazione considerate come riferimento nei futuri rinnovi contrattuali. L'inflazione di origine interna, calcolata come variazione del deflatore del PIL, pari all'1,1 per cento nel 2021, salirebbe al 2,5 nell'anno in corso per poi ridursi all'1,6 per cento circa nel biennio 2023-24.

Rispetto alle stime di luglio l'inflazione è stata rivista al rialzo

Rispetto alle proiezioni pubblicate nel *Bollettino economico* dello scorso luglio, la crescita è più elevata

di 1,2 punti percentuali nel 2021, più bassa di 0,6 nel 2022 e superiore di 0,2 nel 2023. La forte revisione per il 2021 è dovuta all'andamento del PIL superiore alle attese del PIL nella parte centrale dell'anno¹³; quella al ribasso per il 2022 sconta principalmente una dinamica del prodotto più debole nei mesi invernali, dovuta al peggioramento della situazione sanitaria. Il profilo di inflazione è stato rivisto al rialzo di 0,4 punti percentuali nel 2021 e di 2,2 nel 2022, per effetto dell'aggiornamento dei dati sui prezzi dei beni energetici e delle ipotesi sul loro andamento futuro, e di 0,3 punti nel 2023, riflettendo principalmente la dinamica delle componenti di fondo¹⁴.

Le proiezioni di crescita per il 2022 sono più contenute di quelle rese note di recente dagli altri principali previsori, formulate prima che si manifestasse il nuovo peggioramento del quadro pandemico; per il 2023 risultano più elevate di quelle diffuse in ottobre dal Fondo monetario internazionale e sostanzialmente in linea con quelle degli altri previsori privati e istituzionali (tav. 19). Le nostre stime di inflazione sono maggiori per il 2022, in quanto incorporano le più alte quotazioni dei beni energetici registrate nelle settimane più recenti, e allineate a quelle degli altri previsori per il 2023.

¹³ Questa revisione era già stata anticipata nel *Bollettino economico* dello scorso ottobre, in cui era prevista una crescita attorno al 6 per cento.

¹⁴ Rispetto alle proiezioni pubblicate lo scorso 17 dicembre, in occasione dell'esercizio previsivo coordinato dell'Eurosistema, la stima di crescita è leggermente più contenuta nel 2022 (per 0,2 punti percentuali); la revisione riflette principalmente gli effetti del recente forte incremento dei contagi che peserebbero sulla mobilità e sui comportamenti di consumo nei primi mesi dell'anno. Le stime di inflazione sono più elevate per 0,7 punti nel 2022 e sostanzialmente invariate nel successivo biennio; la revisione è attribuibile pressoché per intero all'incremento delle tariffe di gas ed elettricità annunciato dall'Autorità di regolazione per energia, reti e ambiente per il primo trimestre dell'anno.

Figura 53



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

Tavola 19

Confronto con le previsioni di altre organizzazioni
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

VOCI	PIL (1)		Inflazione (2)	
	2022	2023	2022	2023
FMI (ottobre)	4,2	1,6	1,8	1,2
OCSE (dicembre)	4,6	2,6	2,2	1,6
Commissione europea (novembre)	4,3	2,3	2,1	1,4
Consensus Economics (gennaio)	4,2	2,2	2,7	1,3
per memoria:				
Banca d'Italia (gennaio)	3,8	2,5	3,5	1,6

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2021; OCSE, *OECD Economic Outlook*, dicembre 2021; Commissione europea, *European Economic Forecast. Autumn 2021*, novembre 2021; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, gennaio 2022; Banca d'Italia, *Bollettino economico*, 1, 2022.

(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.

**L'incertezza
rimane elevata,
con rischi al ribasso
per la crescita...**

Le prospettive di crescita sono soggette a molteplici elementi di rischio, orientati prevalentemente al ribasso. Nel breve termine l'incertezza è connessa con il quadro sanitario, il cui deterioramento potrebbe determinare limitazioni alla mobilità e incidere sulla fiducia di consumatori e imprese in misura maggiore di quanto al momento incorporato nelle stime, ostacolando ulteriormente la ripresa dell'attività economica. Fattori di rischio sono inoltre legati alla possibilità che le tensioni sul lato dell'offerta siano più persistenti e si trasmettano all'economia reale in misura più accentuata, nonché all'eventualità di un più prolungato indebolimento del commercio mondiale. Nel medio termine, le proiezioni rimangono condizionate alla piena attuazione dei programmi di spesa inclusi nella manovra di bilancio e alla realizzazione completa e tempestiva degli interventi previsti dal PNRR.

**...e più bilanciati
per l'inflazione**

Nel breve termine la dinamica dei prezzi potrebbe risultare superiore a quanto previsto se le quotazioni energetiche dovessero mantenersi su livelli elevati più a lungo di quanto ipotizzato o se le tensioni sull'offerta determinassero incrementi dei prezzi dei beni intermedi più persistenti. Su orizzonti più lunghi, un ulteriore fattore di rischio al rialzo è rappresentato dalla possibilità che le recenti pressioni inflazionistiche si trasmettano in misura maggiore alle aspettative di inflazione di medio periodo e alla dinamica salariale. In direzione opposta, una dinamica dei prezzi più contenuta potrebbe derivare dal manifestarsi degli elementi di rischio al ribasso sulle prospettive di crescita dell'economia.

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	63
A2	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	65
A3	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	66
A4	Prezzi al consumo: Italia, area dell'euro e principali paesi	67
A5	Posizione patrimoniale dell'Italia verso l'estero: consistenze e raccordo con i flussi del conto finanziario della bilancia dei pagamenti	68
A6	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	69
A7	Prestiti delle IFM corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni: Italia e area dell'euro	70
A8	Emissioni nette di obbligazioni: Italia e area dell'euro	71
A9	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche italiane	72
A10	Debito delle Amministrazioni pubbliche italiane	73

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

PERIODO	Belgio	Canada	Cina	Corea del Sud	Francia	Germania
2015	106,0	105,1	132,4	93,6	90,9	87,4
2016	105,7	103,8	126,2	90,3	91,4	89,6
2017	111,9	105,3	126,6	93,4	91,0	89,2
2018	117,2	104,6	128,5	93,6	91,9	90,0
2019	116,1	103,1	125,2	89,8	90,5	89,2
2020	115,5	103,6	125,5	87,7	90,7	91,7
2020 – 1° trim.	115,0	102,7	124,4	87,9	89,5	89,7
2° trim.	112,4	101,2	125,4	86,5	90,4	92,2
3° trim.	117,2	104,5	124,3	86,5	91,6	92,7
4° trim.	117,4	105,9	128,0	90,0	91,5	92,3
2021 – 1° trim.	119,5	110,6	128,5	90,3	90,6	90,9
2° trim.	121,8	116,1	129,3	91,1	89,6	90,0
3° trim.	123,0	112,1	129,7	89,6	88,7	89,3
2020 – gen.	115,9	104,4	123,8	89,4	89,4	88,8
feb.	114,9	103,9	123,9	88,0	89,1	88,8
mar.	114,2	99,8	125,4	86,3	89,8	91,5
apr.	112,2	100,2	127,1	86,7	89,8	92,4
mag.	109,9	100,8	125,7	86,1	90,5	92,2
giu.	115,0	102,6	123,5	86,5	91,0	92,1
lug.	116,4	102,9	123,4	86,5	91,3	92,2
ago.	117,8	105,1	123,4	86,4	91,8	93,0
set.	117,3	105,6	126,0	86,6	91,6	92,9
ott.	116,9	105,3	127,9	88,7	91,5	92,7
nov.	116,8	105,1	128,4	90,1	91,2	92,2
dic.	118,4	107,3	127,7	91,2	91,8	92,2
2021 – gen.	118,4	108,7	128,6	90,7	91,0	91,8
feb.	119,5	110,7	128,3	89,9	90,6	90,8
mar.	120,5	112,2	128,5	90,1	90,1	90,2
apr.	121,2	113,9	128,3	91,7	89,9	90,3
mag.	121,5	118,1	130,0	90,5	89,6	90,1
giu.	122,6	116,3	129,6	90,9	89,3	89,7
lug.	122,8	112,9	128,9	90,7	88,9	89,4
ago.	122,6	111,8	129,6	89,6	88,7	89,4
set.	123,6	111,5	130,7	88,6	88,6	89,1
ott.	126,3	113,8	133,5	88,2	87,9	88,0

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

continua

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

PERIODO	Giappone	Italia	Paesi Bassi	Regno Unito	Spagna	Stati Uniti
2015	60,3	96,2	107,7	91,6	105,9	102,6
2016	67,9	97,3	109,5	83,3	106,7	104,7
2017	64,0	97,2	111,3	78,5	108,1	103,5
2018	63,2	98,1	112,8	79,5	109,4	103,4
2019	66,1	96,6	113,7	79,9	107,7	105,9
2020	68,3	98,0	115,2	80,2	107,4	105,8
2020 – 1° trim.	67,9	96,4	114,8	81,2	107,1	106,6
2° trim.	69,6	97,8	114,1	80,4	106,2	108,2
3° trim.	68,4	99,0	115,9	79,7	108,1	105,5
4° trim.	67,5	98,9	116,0	79,6	108,2	103,0
2021 – 1° trim.	64,9	97,9	118,6	81,1	109,5	102,8
2° trim.	62,0	97,4	120,1	80,8	110,5	104,2
3° trim.	62,0	96,9	119,6	80,5	109,4	106,2
2020 – gen.	66,7	96,2	114,8	81,7	107,4	105,2
feb.	67,1	95,7	114,3	82,4	106,9	105,9
mar.	69,9	97,4	115,2	79,4	107,1	108,5
apr.	70,1	97,6	113,8	81,3	106,2	108,1
mag.	70,0	97,6	113,8	80,3	105,8	109,3
giu.	68,7	98,2	114,7	79,6	106,7	107,1
lug.	68,7	98,4	115,5	79,4	107,7	106,8
ago.	68,4	99,4	116,1	80,3	108,4	105,2
set.	68,2	99,2	116,0	79,3	108,1	104,5
ott.	68,0	99,1	115,8	79,3	108,1	104,2
nov.	67,6	98,6	115,6	80,2	107,8	103,1
dic.	66,8	99,1	116,4	79,3	108,8	101,7
2021 – gen.	66,3	98,5	118,0	80,3	109,1	101,4
feb.	65,0	97,8	118,5	81,3	109,4	102,3
mar.	63,3	97,4	119,2	81,7	110,0	104,7
apr.	62,8	97,4	120,6	80,8	110,2	104,0
mag.	61,7	97,4	120,3	80,8	110,8	103,8
giu.	61,3	97,3	119,2	80,8	110,3	104,8
lug.	62,1	97,0	119,7	80,6	109,9	106,1
ago.	62,3	96,8	119,5	80,8	109,0	106,2
set.	61,7	97,1	119,6	80,2	109,3	106,3
ott.	60,2	96,3	120,5	80,7	109,5	106,9

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

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

PERIODO	Redditi per ore lavorate	Produttività oraria			Costo del lavoro per unità di prodotto
		Valore aggiunto (2)	Ore lavorate		
Totale industria al netto delle costruzioni					
2018	1,1	0,6	2,0	1,4	0,5
2019	2,2	0,0	-0,3	-0,3	2,3
2020	2,7	0,1	-10,9	-11,0	2,6
2019 – 1° trim.	2,6	-1,7	0,0	1,8	4,4
2° trim.	1,8	-0,2	-0,1	0,2	2,0
3° trim.	1,4	1,1	0,1	-1,0	0,3
4° trim.	2,8	0,4	-1,4	-1,9	2,4
2020 – 1° trim.	5,9	2,6	-9,5	-11,8	3,2
2° trim.	3,7	-4,4	-26,3	-22,9	8,5
3° trim.	-0,3	-1,2	-5,4	-4,2	1,0
4° trim.	1,4	2,5	-3,3	-5,7	-1,1
2021 – 1° trim.	-0,9	1,8	6,9	5,1	-2,6
2° trim.	-1,2	5,7	32,6	25,5	-6,5
3° trim.	3,4	0,5	4,1	3,6	2,9
Servizi					
2018	1,9	-0,2	0,6	0,8	2,1
2019	1,6	0,4	0,5	0,1	1,2
2020	4,1	3,9	-8,3	-11,8	0,2
2019 – 1° trim.	1,8	-1,1	0,3	1,4	2,9
2° trim.	0,9	0,7	0,7	0,1	0,3
3° trim.	1,8	0,9	0,7	-0,2	0,9
4° trim.	1,8	0,9	0,2	-0,7	0,8
2020 – 1° trim.	4,0	4,2	-4,6	-8,4	-0,1
2° trim.	7,6	7,0	-15,7	-21,2	0,5
3° trim.	4,1	4,2	-5,5	-9,3	-0,1
4° trim.	2,0	1,4	-7,5	-8,8	0,6
2021 – 1° trim.	2,1	0,0	-3,1	-3,1	2,1
2° trim.	-1,5	-3,7	12,5	16,8	2,3
3° trim.	1,4	-0,5	3,7	4,3	2,0
Totale economia					
2018	4,0	-1,2	0,0	1,2	5,2
2019	6,1	-1,0	-0,3	0,7	7,2
2020	2,5	-0,8	0,3	1,1	3,3
2019 – 1° trim.	2,0	-1,1	0,5	1,5	3,1
2° trim.	1,4	1,1	0,7	-0,4	0,3
3° trim.	1,8	1,1	0,6	-0,5	0,7
4° trim.	2,0	0,6	-0,1	-0,7	1,4
2020 – 1° trim.	3,9	3,3	-5,7	-8,7	0,6
2° trim.	6,0	3,7	-18,1	-21,1	2,1
3° trim.	2,8	2,4	-5,0	-7,3	0,3
4° trim.	1,9	1,4	-6,2	-7,5	0,5
2021 – 1° trim.	1,1	-0,2	-0,3	-0,1	1,3
2° trim.	-1,8	-2,3	17,4	20,1	0,5
3° trim.	1,6	-0,2	3,9	4,1	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					
2018	1,8	0,4	1,9	1,5	1,4
2019	1,9	-0,3	0,2	0,5	2,2
2020	3,2	0,8	-6,8	-7,5	2,4
2019 – 1° trim.	1,6	-1,0	0,8	1,8	2,6
2° trim.	1,9	-0,5	0,0	0,5	2,4
3° trim.	2,3	-0,1	0,3	0,4	2,4
4° trim.	1,7	0,3	-0,2	-0,5	1,3
2020 – 1° trim.	3,7	0,5	-4,1	-4,5	3,2
2° trim.	7,1	-2,1	-18,1	-16,4	9,4
3° trim.	1,5	0,6	-5,0	-5,6	0,9
4° trim.	3,0	4,5	-1,2	-5,5	-1,4
2021 – 1° trim.	1,1	4,6	3,1	-1,4	-3,4
2° trim.	-4,2	6,2	21,7	14,6	-9,7
3° trim.	1,6	2,9	5,2	2,2	-1,3
Servizi					
2018	1,9	0,1	1,9	1,8	1,8
2019	2,5	0,7	1,9	1,2	1,8
2020	5,9	2,0	-6,4	-8,3	3,9
2019 – 1° trim.	1,8	-0,1	2,1	2,2	1,8
2° trim.	2,9	0,9	2,0	1,1	1,9
3° trim.	2,6	1,2	2,1	0,9	1,4
4° trim.	2,5	0,6	1,5	0,9	1,9
2020 – 1° trim.	4,7	1,4	-2,5	-3,8	3,3
2° trim.	11,1	5,1	-13,9	-18,1	5,7
3° trim.	4,0	1,2	-4,0	-5,1	2,8
4° trim.	5,9	1,5	-5,7	-7,1	4,3
2021 – 1° trim.	4,3	1,5	-2,6	-4,1	2,8
2° trim.	-4,4	-3,4	12,5	16,4	-1,0
3° trim.	2,1	0,5	3,9	3,4	1,6
Totale economia					
2018	1,9	0,1	1,8	1,8	1,8
2019	2,3	0,6	1,6	1,0	1,8
2020	5,2	1,6	-6,3	-7,8	3,6
2019 – 1° trim.	1,7	-0,1	1,9	2,1	1,9
2° trim.	2,7	0,8	1,6	0,8	1,9
3° trim.	2,6	1,1	1,7	0,6	1,5
4° trim.	2,3	0,5	1,1	0,6	1,7
2020 – 1° trim.	4,4	1,2	-2,8	-4,0	3,2
2° trim.	10,1	3,4	-14,6	-17,4	6,5
3° trim.	3,3	0,6	-4,1	-4,7	2,7
4° trim.	5,2	2,0	-4,5	-6,3	3,1
2021 – 1° trim.	3,4	1,5	-1,3	-2,8	1,9
2° trim.	-4,5	-1,8	14,3	16,4	-2,8
3° trim.	2,0	0,9	4,0	3,0	1,1

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

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

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

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

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												
2017	558	1.404	867	537	75	517	126	2.681	154,4	148	-6	155
2018	594	1.368	825	543	76	539	133	2.710	153,0	30	-81	111
2019	622	1.548	942	606	75	556	156	2.957	164,7	247	120	127
2020	605	1.659	1.016	643	82	562	172	3.080	186,3	123	8	115
2020 – 1° trim.	615	1.412	828	584	85	590	167	2.868	162,1	-89	-127	39
2° trim.	611	1.531	910	622	84	569	175	2.970	175,0	102	84	18
3° trim.	612	1.579	946	633	86	561	178	3.017	179,9	47	12	35
4° trim.	605	1.659	1.016	643	82	562	172	3.080	186,3	63	39	24
2021 – 1° trim.	614	1.713	1.068	646	77	560	164	3.128	188,3	48	15	33
2° trim.	616	1.769	1.119	651	73	572	170	3.200	185,6	72	21	52
3° trim.	621	1.799	1.142	657	74	578	190	3.262	187,2	62	..	62
Passività												
2017	456	1.308	263	1.045	107	938	-	2.808	161,7	72	-28	101
2018	489	1.148	216	931	107	1.055	-	2.798	158,0	-10	-88	78
2019	519	1.364	282	1.082	116	977	-	2.977	165,9	179	106	72
2020	510	1.342	252	1.090	131	1.060	-	3.042	184,0	65	13	52
2020 – 1° trim.	517	1.228	206	1.022	133	1.047	-	2.925	165,3	-52	-86	34
2° trim.	517	1.263	231	1.032	133	1.074	-	2.986	176,0	61	47	14
3° trim.	514	1.293	222	1.071	136	1.051	-	2.994	178,6	8	8	-1
4° trim.	510	1.342	252	1.090	131	1.060	-	3.042	184,0	48	43	5
2021 – 1° trim.	513	1.388	275	1.113	113	1.058	-	3.073	185,0	31	3	27
2° trim.	521	1.396	280	1.116	107	1.082	-	3.106	180,2	33	-4	37
3° trim.	528	1.382	282	1.100	108	1.139	-	3.156	181,1	50	4	46
Posizione netta												
2017	102	96	604	-508	-31	-421	126	-128	-7,4	76	22	54
2018	105	220	609	-388	-31	-515	133	-88	-5,0	40	7	33
2019	102	184	660	-476	-41	-421	156	-20	-1,1	68	14	54
2020	96	318	765	-447	-49	-498	172	38	2,3	58	-5	63
2020 – 1° trim.	98	184	622	-438	-48	-457	167	-57	-3,2	-37	-41	5
2° trim.	95	269	679	-410	-49	-505	175	-16	-1,0	41	37	3
3° trim.	98	287	724	-438	-51	-490	178	23	1,4	39	3	36
4° trim.	96	318	765	-447	-49	-498	172	38	2,3	15	-4	19
2021 – 1° trim.	100	325	792	-468	-37	-498	164	55	3,3	17	11	6
2° trim.	95	374	839	-465	-35	-510	170	94	5,4	39	24	15
3° trim.	93	417	860	-443	-33	-561	190	106	6,1	12	-3	15

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

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

PERIODO	Conto corrente					Conto capitale		
	Totale	Merci	Servizi	Redditi primari	Redditi secondari	Totale	Attività intangibili	Trasferimenti unilaterali
2015	23.761	54.144	-4.245	-11.181	-14.956	6.110	-1.183	7.294
2016	44.175	59.963	-4.082	4.973	-16.678	-2.645	-1.973	-673
2017	44.923	54.372	-3.787	9.436	-15.098	1.243	-1.188	2.431
2018	44.760	45.926	-2.920	19.153	-17.399	-322	-1.482	1.160
2019	57.913	60.743	-429	14.730	-17.130	-1.769	-2.603	834
2020	62.084	68.351	-7.287	20.274	-19.253	-417	-1.106	689
2020 – 1° trim.	7.394	12.980	-4.731	4.738	-5.594	-946	-713	-233
2° trim.	5.951	12.489	-3.063	819	-4.294	141	48	93
3° trim.	25.655	21.097	2.826	5.588	-3.855	-254	-384	130
4° trim.	23.084	21.785	-2.320	9.129	-5.511	641	-58	699
2021 – 1° trim.	7.926	13.764	-4.419	5.759	-7.179	-1.183	-515	-668
2° trim.	15.955	20.164	-4.005	3.198	-3.401	-43	-540	497
3° trim.	20.044	15.749	2.236	6.546	-4.487	30	-579	609
2020 – gen.	-955	897	-1.287	744	-1.309	-280	-271	-9
feb.	4.885	6.313	-1.522	1.945	-1.851	-285	-235	-50
mar.	3.463	5.770	-1.922	2.049	-2.433	-381	-207	-174
apr.	-1.621	-22	-1.008	728	-1.319	-32	-9	-23
mag.	3.350	5.924	-1.207	-187	-1.180	-1	28	-29
giu.	4.222	6.586	-848	277	-1.794	174	29	145
lug.	10.475	9.924	624	1.133	-1.206	-64	-128	63
ago.	7.044	4.730	1.387	2.234	-1.307	-48	-104	57
set.	8.136	6.443	815	2.221	-1.343	-142	-152	10
ott.	8.419	7.954	-850	2.734	-1.419	317	-19	336
nov.	7.165	7.027	-1.011	2.680	-1.532	256	-18	274
dic.	7.500	6.804	-459	3.714	-2.560	68	-20	89
2021 – gen.	936	2.198	-966	1.462	-1.759	-250	-160	-90
feb.	3.835	5.530	-1.469	2.122	-2.348	-335	-159	-176
mar.	3.155	6.036	-1.984	2.174	-3.072	-598	-196	-402
apr.	6.431	6.974	-1.455	2.063	-1.151	-115	-177	62
mag.	4.392	6.479	-1.642	578	-1.023	-116	-178	62
giu.	5.132	6.710	-908	557	-1.227	188	-185	373
lug.	9.236	9.194	43	1.544	-1.545	-185	-185	..
ago.	5.211	2.901	1.344	2.643	-1.677	-184	-177	-7
set.	5.597	3.653	849	2.360	-1.264	399	-218	616
ott.	(5.263)	(4.830)	(-696)	(1.764)	(-635)	(355)	(-21)	(377)
nov.	(4.682)	(4.830)	(-1.409)	(2.071)	(-810)	(313)	(-4)	(317)

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

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

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

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

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

PERIODO	Banche	Altre società finanziarie (2)	Società non finanziarie	Totale
Italia				
2019	-2	24,9	-3,5	19,4
2020	-19,4	5,8	7,8	-5,8
2020 – 1° trim.	-14,5	-7,6	-3,6	-25,7
2° trim.	7,6	4,2	1,6	13,4
3° trim.	..	-4,1	2,7	-1,4
4° trim.	-12,4	13,4	7	7,9
2021 – 1° trim.	-5,2	-4,4	6,3	-3,2
2° trim.	-2,1	-0,4	6,6	4,1
3° trim.	5,2	-3,9	2,1	3,4
Area dell'euro				
2019	119,7	164,5	62,3	346,5
2020	134,8	110,1	166,1	411
2020 – 1° trim.	32,9	4,4	10,6	47,9
2° trim.	136,5	45,4	105,7	287,6
3° trim.	0,7	39,3	37	77,1
4° trim.	-35,4	21	12,8	-1,6
2021 – 1° trim.	51,6	31,9	23,3	106,8
2° trim.	17	49,5	19,4	86
3° trim.	28	43,2	18,1	89,3

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

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

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

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

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

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

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Prestiti di Istituzioni europee	Altre passività		Debito delle Amministrazioni pubbliche	Per memoria:			
	<i>di cui:</i> raccolta postale						disponibilità liquide del Tesoro (2)			<i>di cui:</i> connesse con i prestiti dell'EFSF		<i>di cui:</i> depositi presso IFM residenti al netto delle operazioni di liquidità		sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)
2016	232,9	76,8	107,0	1.767,3	133,1	–	45,3	33,9	2.285,6	43,1	33,0	29,9	58,2
2017	232,4	74,4	106,6	1.806,8	136,7	–	47,3	33,9	2.329,8	29,3	22,5	32,2	58,2
2018	237,6	72,3	107,4	1.856,0	132,3	–	48,3	33,9	2.381,5	35,1	3,0	31,5	58,2
2019	227,3	67,6	113,8	1.895,6	124,9	–	48,5	33,5	2.410,0	32,9	21,0	35,1	57,8
2020	228,9	65,1	125,3	2.027,9	125,5	16,5	49,4	33,5	2.573,5	42,5	8,0	38,9	57,7
2019 – gen.	241,6	71,3	115,4	1.885,2	131,7	–	47,3	33,9	2.421,1	79,1	17,0	32,7	58,2
feb.	237,7	70,9	115,3	1.889,3	131,4	–	47,4	33,9	2.421,1	69,3	19,0	33,6	58,2
mar.	237,8	68,8	115,9	1.883,7	131,3	–	47,7	33,9	2.416,4	46,9	17,6	32,2	58,2
apr.	238,7	70,1	116,6	1.896,8	131,1	–	47,6	33,9	2.430,7	58,5	19,0	32,3	58,2
mag.	237,7	69,4	116,9	1.888,2	132,0	–	47,3	33,9	2.422,2	47,2	16,0	34,3	58,2
giu.	235,9	68,3	116,5	1.912,2	131,5	–	48,0	33,9	2.444,1	67,7	19,0	34,5	58,2
lug.	241,8	69,9	116,4	1.931,0	129,2	–	49,2	33,9	2.467,6	94,8	16,0	35,6	58,2
ago.	241,7	68,6	118,2	1.926,2	129,3	–	49,0	33,9	2.464,3	89,5	19,0	35,9	58,2
set.	243,5	68,4	119,2	1.900,9	129,3	–	48,4	33,9	2.441,3	45,8	29,0	36,5	58,2
ott.	243,3	69,6	120,4	1.907,4	129,2	–	48,6	33,7	2.449,0	55,5	32,4	37,4	58,0
nov.	238,1	67,7	120,4	1.910,5	129,6	–	48,4	33,5	2.447,0	55,4	30,4	38,7	57,8
dic.	227,3	67,6	113,8	1.895,6	124,9	–	48,5	33,5	2.410,0	32,9	21,0	35,1	57,8
2020 – gen.	230,0	65,8	119,6	1.920,0	126,0	–	48,4	33,5	2.444,0	71,5	27,0	36,4	57,8
feb.	227,8	65,5	118,5	1.926,4	126,0	–	48,0	33,5	2.446,7	73,4	27,5	36,6	57,8
mar.	238,5	66,9	118,3	1.901,4	127,3	–	48,1	33,5	2.433,6	30,1	12,0	36,4	57,8
apr.	236,6	66,9	128,5	1.928,4	127,9	–	47,7	33,5	2.469,1	46,9	0,5	35,7	57,8
mag.	232,4	67,0	139,3	1.962,1	128,5	–	47,6	33,5	2.510,0	61,4	3,0	36,8	57,8
giu.	231,8	66,8	140,7	1.983,2	127,0	–	48,3	33,5	2.531,1	60,7	3,0	36,5	57,8
lug.	230,9	66,4	137,7	2.016,6	127,3	–	48,1	33,5	2.560,6	83,9	4,0	36,9	57,8
ago.	231,3	66,2	139,0	2.034,9	125,8	–	47,9	33,5	2.578,9	100,7	2,5	36,6	57,8
set.	229,7	66,0	138,7	2.041,5	126,7	–	48,4	33,5	2.585,1	84,5	8,5	36,4	57,8
ott.	228,7	65,7	134,6	2.039,2	127,2	10,0	48,5	33,5	2.588,2	78,4	9,5	36,8	57,8
nov.	232,2	65,1	134,0	2.031,5	126,8	16,5	48,3	33,5	2.589,3	61,5	9,0	39,7	57,8
dic.	228,9	65,1	125,3	2.027,9	125,5	16,5	49,4	33,5	2.573,5	42,5	8,0	38,9	57,7
2021 – gen.	232,6	63,4	130,9	2.052,5	125,5	16,5	49,1	33,5	2.607,0	75,1	8,0	39,7	57,7
feb.	231,1	62,3	127,4	2.089,7	126,1	21,0	48,8	33,5	2.644,1	102,9	8,0	39,7	57,7
mar.	231,3	61,6	124,5	2.095,0	124,7	26,7	49,1	33,5	2.651,3	84,6	7,0	38,2	57,7
apr.	231,1	61,0	123,0	2.123,5	128,1	26,7	48,6	33,5	2.680,9	101,8	12,0	39,2	57,7
mag.	229,9	60,6	122,8	2.128,9	129,6	27,4	48,4	33,5	2.687,1	91,3	12,0	40,3	57,7
giu.	232,9	60,3	122,8	2.133,2	130,2	27,4	49,7	33,5	2.696,2	84,4	12,0	39,6	57,6
lug.	231,7	60,0	123,4	2.162,0	131,5	27,4	49,8	33,5	2.725,8	120,8	12,0	38,4	57,6
ago.	230,9	59,8	124,0	2.153,9	132,5	43,4	49,6	33,5	2.734,3	139,7	12,0	37,9	57,6
set.	225,9	59,5	123,9	2.130,2	132,9	43,4	50,2	33,5	2.706,4	96,3	9,0	36,1	57,5
ott.	215,6	59,3	121,6	2.139,3	140,6	43,4	49,8	33,5	2.710,3	92,3	6,0	36,6	57,5
nov.	217,2	58,9	120,2	2.126,0	138,2	43,4	49,2	33,5	2.694,2	67,1	6,0	35,4	57,5

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

