



## **I CONTI ECONOMICI E FINANZIARI DURANTE LA CRISI SANITARIA DEL COVID-19**

**L. INFANTE, F. LILLA, G. MARINELLI, M. MARINUCCI, G. SEMERARO,  
F. VERCELLI<sup>1</sup>**

*Nel primo semestre del 2020 i redditi primari dei settori privati non finanziari hanno registrato la contrazione più forte degli ultimi venti anni, che è stata solo in parte contrastata dalle misure adottate dalle amministrazioni pubbliche a sostegno del reddito disponibile. La ricostruzione della rete delle transazioni finanziarie tra i settori istituzionali mostra che la Banca d'Italia e il sistema bancario hanno svolto un importante ruolo nella intermediazione finanziaria, registrando una notevole espansione dei bilanci. Il settore finanziario, impiegando la maggiore raccolta di depositi bancari prevalentemente per la sottoscrizione di titoli pubblici, ha inoltre consentito il finanziamento indiretto delle amministrazioni pubbliche da parte dei settori in avanzo finanziario. Tra la fine del 2019 e la fine di giugno 2020, la variazione semestrale del debito pubblico in percentuale del PIL ha raggiunto i valori più alti negli ultimi venti anni considerati.*

### **1. Introduzione<sup>2</sup>**

La disponibilità dei dati di contabilità nazionale relativi al primo semestre del 2020 consente di avere una prima valutazione macroeconomica degli effetti della crisi pandemica sul comportamento dei settori istituzionali e dei flussi di fondi tra gli stessi settori. Nella presente nota si discutono gli andamenti di variabili macroeconomiche come produzione, reddito, consumi, accumulazione di attività (non finanziarie) misurate nei conti economici, integrandoli con i dati sull'assunzione di passività e le transazioni in attività finanziarie, registrati nei conti finanziari.

---

<sup>1</sup> Banca d'Italia. Le opinioni espresse sono personali e non riflettono necessariamente la posizione della Banca d'Italia.

<sup>2</sup> Si ringraziano C. Cicconi, M. Cosco, S. Cuicchio, L. Mattonetti (Istat, Direzione Centrale per la Contabilità nazionale), S. Fabiani, A. Rosolia, E. Vadalà per i commenti al lavoro.

Gli effetti della crisi pandemica saranno esaminati per le famiglie, le società non finanziarie, il settore finanziario, le amministrazioni pubbliche e il resto del mondo. Si analizzeranno i redditi primari (es. i redditi da lavoro dipendente nel caso delle famiglie) e si discuterà come questi siano stati integrati dai trasferimenti correnti in uscita (come le imposte) e in entrata (come le prestazioni sociali), dando origine al reddito disponibile, ossia le risorse destinabili al consumo o al risparmio. Nel primo semestre del 2020, i trasferimenti correnti netti hanno concorso in misura storicamente elevata alla determinazione del reddito disponibile, riflettendo gli interventi dello Stato per contenere le conseguenze negative della crisi pandemica sui bilanci delle famiglie.

Dopo aver discusso i consumi e la formazione del risparmio, si analizzerà l'**utilizzo** del risparmio, in particolare in che misura gli agenti decidono di acquistare (o vendere) attività reali come macchinari o abitazioni. Tali informazioni si ricavano dal **conto del capitale**, il cui saldo determina un accreditamento netto se il risparmio non è totalmente utilizzato per l'acquisizione di attività reali, o indebitamento netto nel caso opposto. La parte di risparmio non spesa in attività reali è utilizzata per il finanziamento di altri settori, per esempio attraverso la sottoscrizione di titoli o azioni, o anche più semplicemente attraverso i depositi bancari. Viceversa, l'acquisto di attività reali in misura eccedente il risparmio deve necessariamente essere finanziato attraverso l'assunzione di passività (per es. un prestito bancario) o la cessione di attività accumulate in precedenza. Quindi l'accreditamento o indebitamento del conto del capitale può essere indirettamente ricavato come saldo degli strumenti finanziari movimentati<sup>3</sup>.

In condizioni di forte variabilità dei prezzi delle attività, come quelle osservate nel semestre, i conti finanziari e il conto del capitale non sono sufficienti a misurare la variazione complessiva della **ricchezza**. Per tenere conto delle modifiche di valore non originate dalle transazioni, saranno discusse alcune componenti registrate nei **conti patrimoniali<sup>4</sup> dei diversi settori**.

I principali risultati dell'analisi sono sintetizzabili come segue. **Nel primo semestre del 2020 i redditi dei settori privati non finanziari hanno registrato la contrazione più forte degli ultimi venti anni**, che è stata **solo in parte contrastata dalle misure di sostegno** introdotte dalle amministrazioni pubbliche. Le società finanziarie, sebbene abbiano riportato saldi relativamente contenuti, hanno registrato una significativa espansione sia delle attività finanziarie sia delle passività,

---

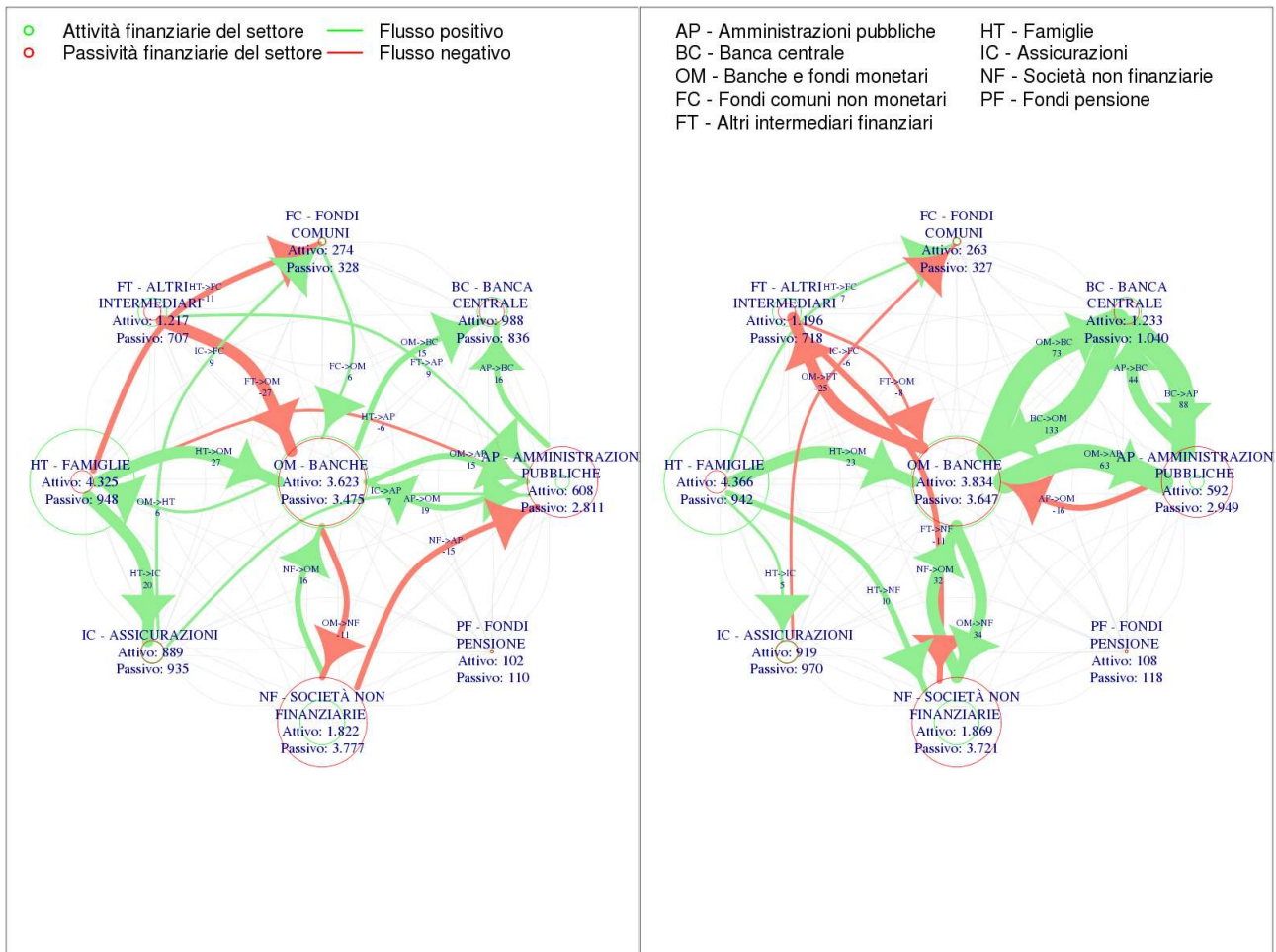
<sup>3</sup> Il saldo del conto del capitale è teoricamente equivalente al saldo del conto finanziario, che registra l'acquisto delle attività finanziarie e l'assunzione di passività. Le differenze tra i due saldi sono dovute a incoerenze presenti nelle diverse fonti statistiche utilizzate e causano possibili differenze tra l'accreditamento netto commentato nel testo e la sua scomposizione in strumenti finanziari. Si veda il manuale "I conti finanziari dell'Italia – struttura e innovazioni dei conti" ([www.bancaditalia.it/statistiche](http://www.bancaditalia.it/statistiche)).

<sup>4</sup> Nei conti patrimoniali sono riportate le consistenze, ai valori di mercato, delle attività finanziarie e non finanziarie detenute da un settore e le consistenze di passività.

effettuando una marcata trasformazione per scadenze nel proprio conto patrimoniale. L'attività di intermediazione finanziaria ha pertanto indirettamente facilitato il finanziamento delle amministrazioni pubbliche da parte dei settori in avanzo finanziario, prevalentemente attraverso l'impiego della maggiore raccolta di depositi bancari nella sottoscrizione di titoli pubblici.

Figura 1

**Rete delle transazioni finanziarie intersettoriali**  
(primo semestre 2019 a sinistra, primo semestre 2020 a destra; miliardi di euro)



Fonte: Banca d'Italia. La figura riporta i flussi di transazioni tra settori residenti nel primo semestre del 2019 e del 2020 sulla base dei Conti finanziari. Gli strumenti finanziari considerati nel calcolo dei flussi di transazioni tra settori sono: depositi, titoli di debito, prestiti, azioni quotate, quote di fondi comuni di investimento e riserve tecniche. Le frecce, originate dal settore creditore e terminanti nel settore debitore, indicano un aumento (in verde) o una diminuzione (in rosso) dell'esposizione del settore creditore verso il settore debitore e hanno spessore crescente nell'ammontare del flusso in valore assoluto. I flussi intersettoriali di ammontare inferiore a 5 miliardi in valore assoluto sono rappresentati dalle linee grigie. I nodi della rete riportano il totale delle attività finanziarie (cerchio verde) e delle passività finanziarie (cerchio rosso) del settore alla fine del semestre di riferimento.

La ricostruzione della rete delle transazioni finanziarie tra i settori istituzionali (Fig. 1) conferma il ruolo centrale svolto nel primo semestre 2020 dal sistema bancario e dalla Banca d'Italia. Comparando infatti i movimenti finanziari rispetto al primo semestre del 2019, si osserva una maggiore concentrazione dei flussi. In un contesto di forte contrazione della spesa per consumi e investimenti, **le famiglie e le imprese hanno nel complesso indirettamente trasferito risorse alle**

amministrazioni pubbliche, soprattutto attraverso l'impiego della liquidità accantonata presso il sistema bancario.

## 2. I conti delle famiglie italiane<sup>5</sup>

Nel primo semestre del 2020 i redditi primari pro capite a valori correnti delle famiglie si sono ridotti dell'8,8 per cento rispetto al primo semestre del 2019, una contrazione decisamente più ampia di quelle registrate nelle fasi più acute della crisi finanziaria (-5,2 per cento) e di quella dei debiti sovrani (-3,4 per cento) riflettendo l'andamento delle poste principali<sup>6</sup>. I redditi da lavoro dipendente sono scesi dell'8,7 per cento per effetto del calo dei redditi unitari (-7,0 per cento) e dell'occupazione alle dipendenze (-1,7 per cento), mentre i redditi da lavoro e i profitti delle famiglie produttrici (il risultato netto di gestione e il reddito misto netto) sono diminuiti del 7,4 per cento<sup>7</sup>; gli altri redditi, infine, sono calati del 13 per cento<sup>8</sup>. **La flessione del reddito disponibile lordo pro capite è stata molto meno intensa (-3,8 per cento) e sostanzialmente analoga a quelle mediamente registrate nelle due crisi precedenti**, grazie all'eccezionale crescita dei trasferimenti sociali netti<sup>9</sup> (60,3 per cento) che ha fornito un contributo di 5,1 punti percentuali (Fig. 2)<sup>10</sup>.

**Nonostante il forte sostegno pubblico alla capacità di spesa delle famiglie, il calo dei consumi nella prima metà dell'anno è stato eccezionalmente ampio (-9,8 per cento). Ne è derivato un risparmio netto pari a 51,6 miliardi;** il tasso di risparmio è più che triplicato rispetto alla fine del 2019, (dal 2,8 al 9,2 per cento), contrariamente a quanto era accaduto durante le due precedenti crisi (Fig. 3). Secondo le indicazioni desumibili dall'indagine straordinaria sulle famiglie

---

<sup>5</sup> È indicato per brevità come "famiglie" il settore composto da famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. L'analisi riportata in questa sezione, e nelle successive, si riferisce ai settori aggregati senza valutare l'impatto della crisi sugli aspetti distributivi (su alcuni aspetti distributivi legati alle condizioni finanziarie delle famiglie si veda Gambacorta, Rosolia e Zanichelli, Note Covid-19, aprile 2020).

<sup>6</sup> Nella presente nota tutte le elaborazioni sono basate su valori di mercato non destagionalizzati.

<sup>7</sup> Le famiglie produttrici sono costituite dalle società semplici e dalle imprese individuali che operano nel settore non finanziario ed occupano fino a 5 dipendenti. Includono inoltre le unità, prive di dipendenti, produttrici di servizi ausiliari dell'intermediazione finanziaria.

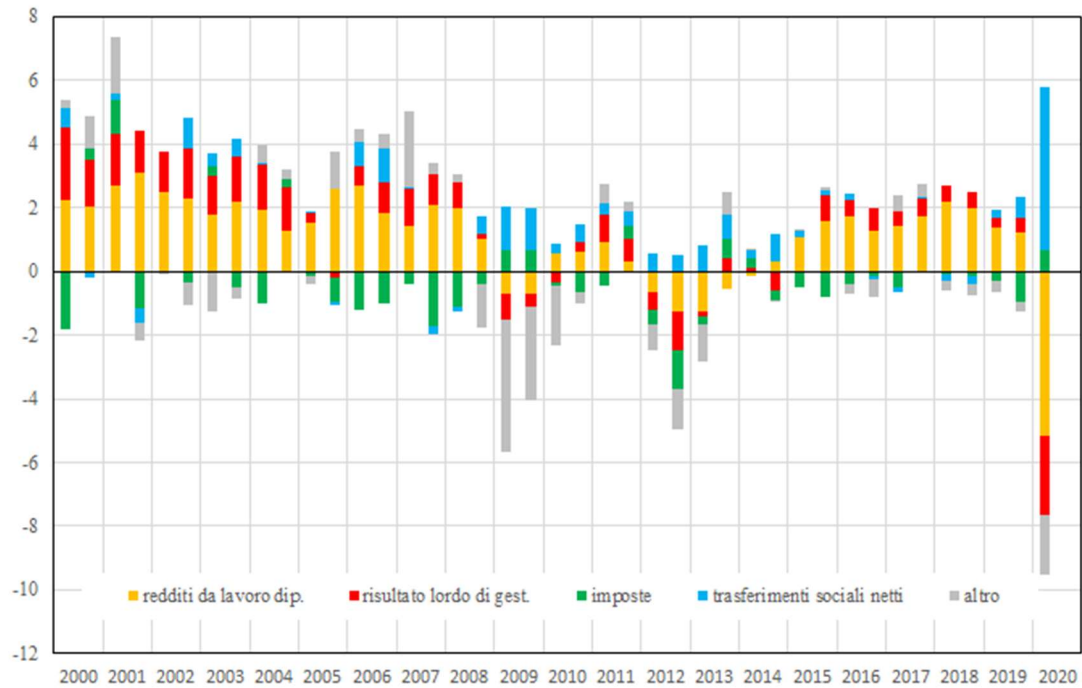
<sup>8</sup> Gli altri redditi sono costituiti dai redditi da capitale netti e dagli altri trasferimenti correnti netti.

<sup>9</sup> I trasferimenti sociali netti sono pari alle prestazioni sociali ricevute dalle famiglie al netto dei contributi da esse versati agli enti di previdenza e ai fondi pensione. In Italia, le prestazioni sociali includono, oltre alle pensioni, varie componenti a beneficio delle famiglie, tra cui la Cassa integrazione guadagni, il bonus Covid e gli assegni ordinari del Fondo di integrazione salariale e dei Fondi di solidarietà. Ulteriori strumenti, messi in campo in risposta alla crisi sanitaria, hanno riguardato la sospensione dei versamenti fiscali (di cui è differita solo la data di regolamento) e alcuni interventi legati alle garanzie e alle moratorie sui prestiti. Questi ultimi non sono visibili nel sistema dei conti finché non determinano impegni di spesa, e potrebbero essere classificati come interventi a favore degli intermediari, piuttosto che dei beneficiari del credito.

<sup>10</sup> Andamenti sostanzialmente analoghi sono stati registrati in Spagna, mentre sono stati meno sfavorevoli in Francia e in Germania.

Figura 2

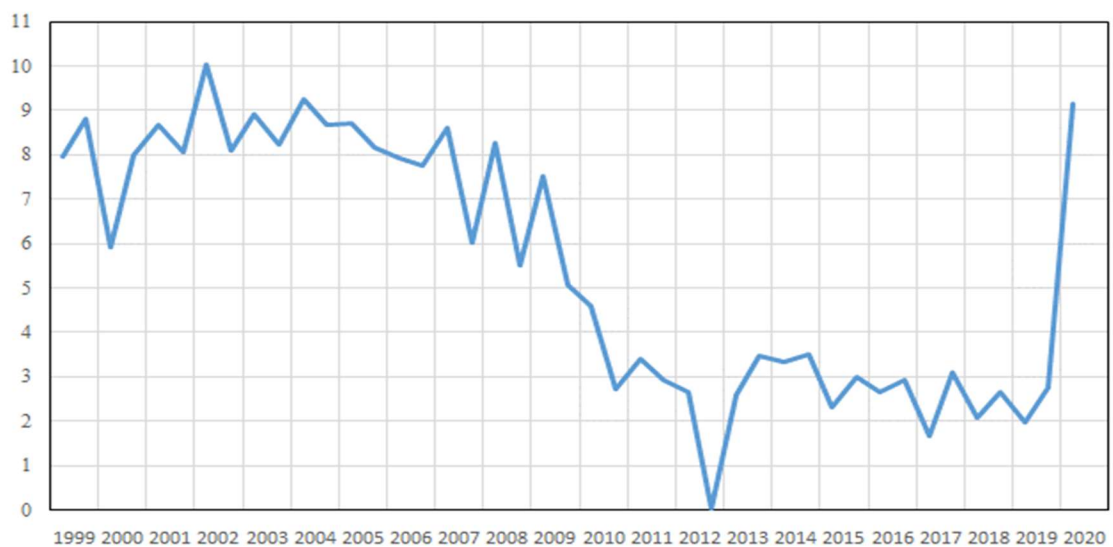
**Componenti del reddito lordo disponibile**  
*(contributi alla crescita sul periodo corrispondente del reddito lordo disponibile pro-capite; valori percentuali)*



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Figura 3

**Tasso di risparmio delle famiglie**  
*(risparmio netto su reddito lordo disponibile; dati semestrali; valori percentuali)*



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

italiane, condotta dalla Banca d'Italia tra la fine di agosto e l'inizio di settembre di quest'anno, all'aumento avrebbe concorso – oltre che l'impossibilità di realizzare alcune spese per effetto delle misure restrittive in vigore – un atteggiamento di spesa più cauto da parte delle famiglie a fronte dei rischi di caduta dei redditi e di quelli di contagio connessi con alcune attività di consumo.

La riduzione degli investimenti reali netti (-6,6 miliardi nel primo semestre del 2020, il valore più basso dal 1999) ha riflesso sia il calo degli acquisti di abitazioni residenziali di nuova costruzione, sia la riduzione di patrimonio non residenziale e altri beni di capitale fisso delle famiglie produttrici, favorendone la sostituzione con strumenti finanziari. **Nel primo semestre del 2020 le famiglie hanno accresciuto la loro ricchezza finanziaria netta grazie a un accredito netto pari a 58,8 miliardi.**

Nel conto finanziario, a tale accredito netto ha corrisposto un aumento delle attività delle famiglie per 33 miliardi e una riduzione di passività per circa 26 miliardi. Sul lato dell'attivo, il circolante e i depositi sono aumentati nel semestre, rispettivamente di 11,3 e 35,4 miliardi, registrando gli aumenti più forti dall'avvio della moneta unica per il primo e dal 2012 per i secondi. Secondo le statistiche bancarie, l'andamento dei depositi non è stato uniforme tra la clientela suddivisa per importi di giacenza. La crescita dei depositi compresi tra 12,5 e 50 mila euro è stata significativa, mentre si è registrato un lieve calo tra i depositi superiori ai 500 mila euro, suggerendo una differente preferenza per la liquidità tra le classi durante la pandemia.

**Dopo oltre un anno di disinvestimenti in titoli pubblici (-23,6 miliardi nel 2019), nella prima metà del 2020 le famiglie sono tornate ad acquistarne per 5,1 miliardi, mentre sono state registrate vendite di altri titoli per 11,6 miliardi.** Gli acquisti di titoli pubblici si sono concentrati nel secondo trimestre, quando le famiglie hanno assorbito titoli per 9,9 miliardi, pari a circa il 9 per cento delle emissioni nette, più che compensando le vendite per 4,8 miliardi registrate nel primo trimestre. Sempre sulla base delle statistiche bancarie, oltre la metà degli acquisti del semestre è riconducibile a conti di deposito titoli con valori mobiliari a custodia compresi tra i 50 e i 250 mila euro; al contrario, i conti con valori mobiliari superiori ai 500 mila euro, a cui era riconducibile alla fine del 2019 oltre la metà dei titoli pubblici di proprietà delle famiglie, non hanno registrato acquisti significativi. Ulteriori 17,7 miliardi sono stati investiti in strumenti del risparmio gestito (di cui 9,3 miliardi in quote di fondi comuni e 6 miliardi in polizze del ramo vita), mentre i crediti commerciali e le altre attività si sono ridotti per 24,9 miliardi<sup>11</sup>.

---

<sup>11</sup> Vendite al di sotto del miliardo sono state registrate per le azioni e le altre partecipazioni.

Sul lato delle passività del conto finanziario, al di là di una leggera ricomposizione a favore di scadenze più lunghe, i prestiti sono variati poco nel semestre (1,7 miliardi). Flussi negativi, per 28,3 miliardi, sono stati registrati per i debiti commerciali e le altre passività.

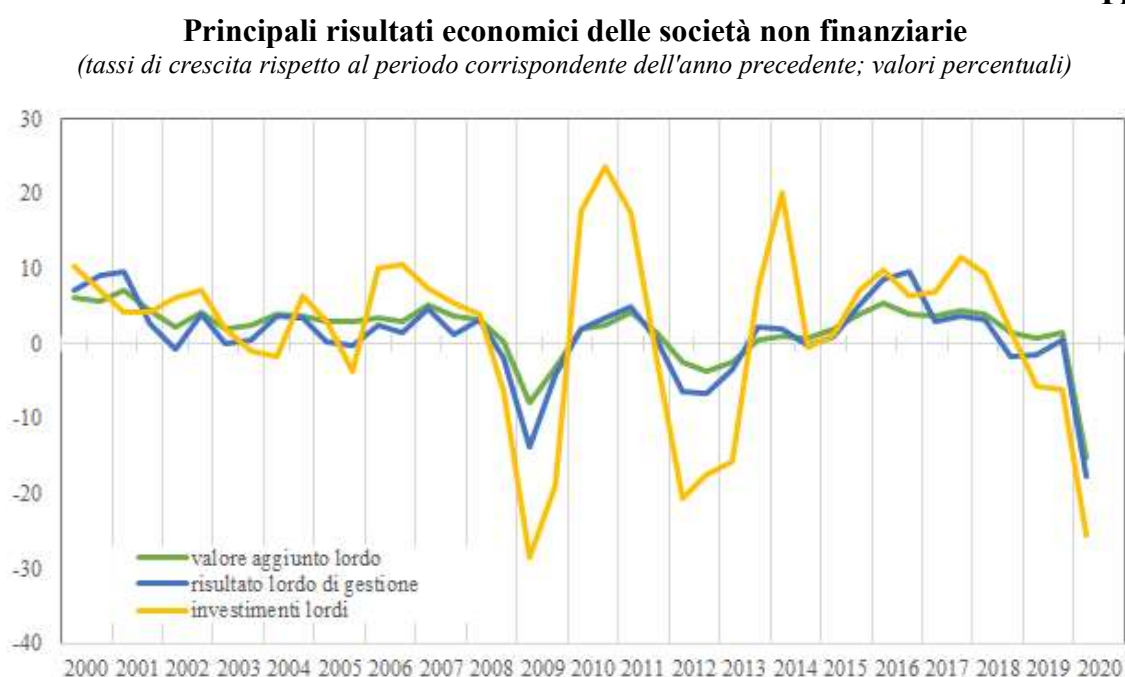
L'accREDITAMENTO netto realizzato dalle famiglie ha solo in parte compensato le perdite in conto capitale causate dall'andamento dei corsi azionari e obbligazionari, particolarmente negativo nel primo trimestre. Tali perdite, calcolate come differenza tra la variazione delle consistenze (a valore di mercato) e i flussi, sono stimabili in oltre 90 miliardi, pari al 2,7 per cento della ricchezza finanziaria netta alla fine del 2019.

### 3. I conti delle società non finanziarie

Nel primo semestre del 2020 il valore aggiunto delle imprese italiane è diminuito del 15 per cento rispetto allo stesso periodo del 2019, un calo quasi doppio rispetto a quello, già eccezionale, registrato nel primo semestre del 2009 (-7,8 per cento), al culmine della crisi finanziaria (Fig. 4).

Nello stesso semestre i profitti delle imprese si sono ridotti del 18 per cento; a fronte di una contrazione più marcata della spesa per investimenti lordi (-25 per cento), il settore ha registrato, similmente alle famiglie, un accumulo di risparmio finanziario. **L'accREDITAMENTO netto delle imprese è stato positivo, per 17 miliardi, nel primo semestre.**

Figura 4



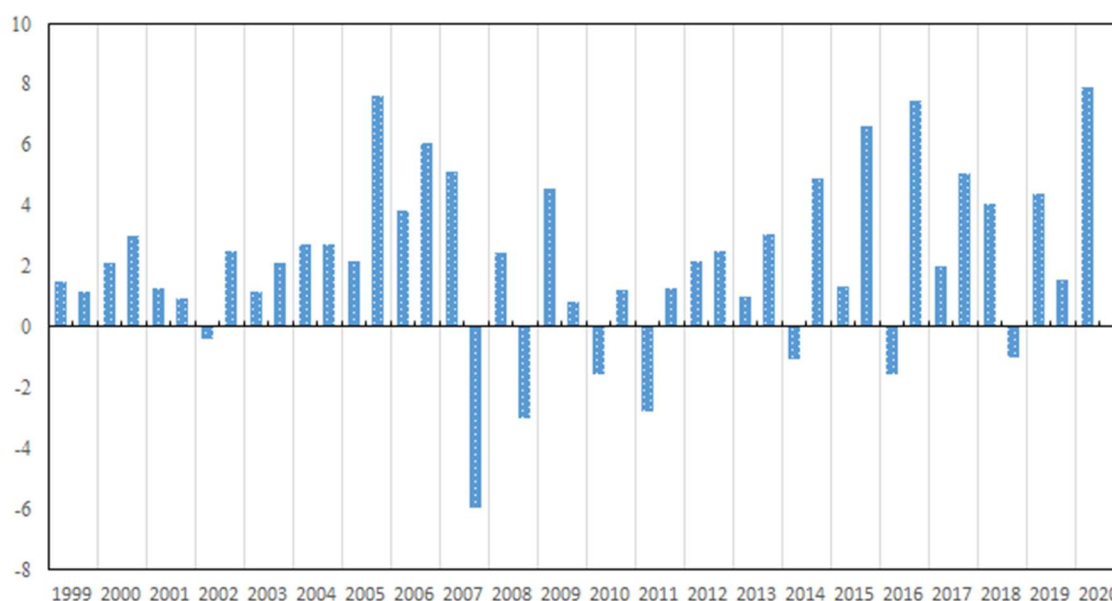
Fonte: elaborazioni su dati Istat

A fronte di tale accreditamento netto, nel complesso del semestre il conto finanziario del settore segnala un significativo aumento dei depositi (28 miliardi di euro, pari al 7,9 per cento del valore aggiunto, Fig. 5). L'aumento dei depositi si è principalmente concentrato nel secondo trimestre, raggiungendo circa il 18 per cento del valore aggiunto del settore. Sempre sul lato delle attività sono state registrate nuove sottoscrizioni sia di azioni e partecipazioni (per 13 miliardi) sia di titoli (per 2,8 miliardi).

Nella prima metà del 2020 le passività delle imprese italiane sono aumentate di circa 19 miliardi, guidate principalmente dai flussi positivi di prestiti (28,4 miliardi di euro). Mentre **nel primo trimestre l'aumento dei prestiti ha riguardato sia quelli a breve sia quelli a medio-lungo termine, nel secondo trimestre si è registrata una ricomposizione delle scadenze, a favore di quelle più lunghe (Fig. 6)**. Nel complesso del semestre il flusso negativo dei prestiti a breve termine, pari a 16,2 miliardi, è stato più che compensato da quello positivo dei prestiti a medio-lungo termine, pari a circa 44,6 miliardi<sup>12</sup>.

Figura 5

### Depositi in rapporto al valore aggiunto (valori percentuali; flussi semestrali)



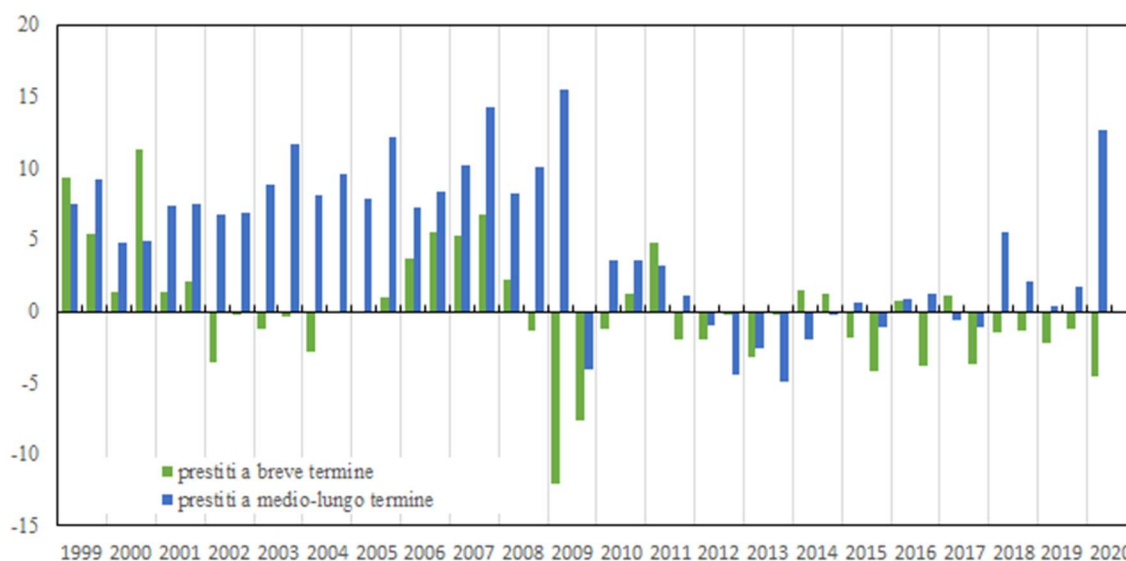
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat

<sup>12</sup> La ricomposizione delle scadenze ha riguardato, seppur in misura inferiore, anche le imprese della Spagna e della Germania nel secondo trimestre del 2020, mentre ha coinvolto le imprese francesi in misura più lieve solo nel primo trimestre del 2020.



Figura 6

### Prestiti in rapporto al valore aggiunto (valori percentuali; flussi semestrali)



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

Sempre sul lato delle passività, sono stati registrati flussi negativi di emissioni di titoli e azioni e partecipazioni nel primo semestre per 1,8 e 18,4 miliardi di euro, rispettivamente. Infine, anche per effetto delle proroghe fiscali previste dagli interventi governativi, le imprese italiane hanno registrato un aumento degli altri conti passivi pari a circa 2,5 miliardi di euro<sup>13</sup>.

L'andamento complessivo delle passività e attività dei **conti finanziari** (in particolare la crescita dei depositi delle imprese) mostra che **la difficoltà nel far confluire i fondi delle famiglie nell'economia reale non è riconducibile né a difficoltà di canalizzazione del risparmio, né a limitazioni nella raccolta di finanziamenti**. All'accreditamento netto del settore hanno presumibilmente concorso sia l'esigenza di accrescere le riserve finanziarie a fronte della perdurante incertezza sia il rinvio forzoso degli investimenti reali dettato dalle restrizioni all'esercizio delle attività produttive.

A luglio 2020, l'indagine della Banca d'Italia sulle aspettative d'inflazione e crescita ha riportato giudizi sulle condizioni per investire sostanzialmente in peggioramento, lasciando prefigurare una riduzione degli investimenti nel corso del 2020. L'impatto dell'incertezza sul calo della spesa per investimenti nell'anno è emerso dal sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi, recentemente condotto dalla Banca d'Italia. Oltre i tre quarti delle aziende intervistate

<sup>13</sup> Lo strumento "Altri conti passivi" registra le attività o le passività caratterizzate da uno sfasamento tra la competenza economica e il regolamento per cassa di una operazione, che hanno come controparte prevalentemente le amministrazioni pubbliche.

ha dichiarato di aver rivisto i piani di investimento a causa della incertezza sulle prospettive economiche e politiche e sull'evoluzione della domanda.

#### 4. I conti del resto del mondo e del settore finanziario.

**Il settore estero è rimasto in sostanziale equilibrio.** Prima della ripresa di luglio, i flussi netti del conto finanziario della bilancia dei pagamenti sono stati negativi per 6 miliardi nel primo trimestre 2020 e positivi per 6 miliardi nel secondo trimestre<sup>14</sup>, seppur in presenza di un surplus del conto corrente. L'analisi per strumento finanziario mostra una iniziale ricomposizione del portafoglio estero a sfavore dei titoli pubblici italiani, in seguito parzialmente arginata dal ritorno di interesse degli investitori esteri, in concomitanza con il rafforzamento del programma di acquisto di titoli per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) e dall'accordo sulla *Next Generation EU*.

Meno neutrale, nel quadro dei conti integrati, è stato il **ruolo svolto dal settore delle società finanziarie residenti, il cui bilancio si è notevolmente ampliato operando anche una significativa trasformazione per scadenze**, che ha indirettamente facilitato il finanziamento delle amministrazioni pubbliche da parte degli altri settori. In particolare, la maggiore raccolta di depositi proveniente da famiglie e imprese è ampiamente confluita in sottoscrizione di titoli di Stato nel portafoglio delle banche.

L'accreditamento netto delle società finanziarie nel primo semestre del 2020 è stato pari a 14,1 miliardi di euro, in diminuzione rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (18,6 miliardi)<sup>15</sup>.

**L'espansione dell'attivo delle società finanziarie è stata guidata dagli ingenti acquisti di titoli di Stato italiani.**

**La Banca d'Italia** ne ha acquistati quasi 90 miliardi<sup>16</sup>, un ammontare più elevato del precedente massimo raggiunto nel biennio 2015-16, quando si avviò il *Public Sector Purchase Programme* (PSPP), arrivando a detenere circa un quinto delle passività finanziarie delle AAPP (Fig. 7).

---

<sup>14</sup> Si veda Bollettino Economico n. 4, 2020, Tav. A5-A6). In un semestre gravato da crescenti difficoltà di rilevazione, sono stati significativi gli errori e omissioni della bilancia dei pagamenti; tale voce non è tuttavia in grado di alterare il quadro generale, in cui il saldo dell'estero non ha contribuito al finanziamento dei settori residenti in deficit. Il saldo della Bilancia dei pagamenti ha segno opposto rispetto al saldo del settore estero dei conti finanziari.

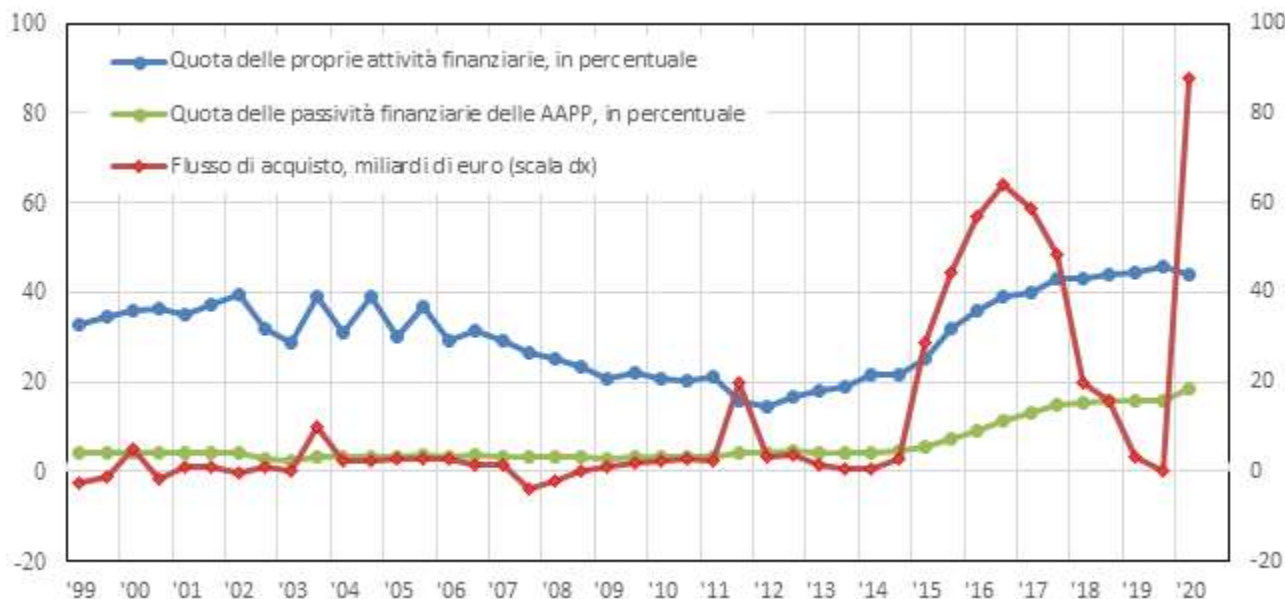
<sup>15</sup> Analogamente, nelle statistiche dei conti finanziari il saldo positivo delle società finanziarie è peggiorato passando da 23 a 10,3 miliardi.

<sup>16</sup> Il dato sui flussi di acquisto è al netto delle cessioni e dei rimborsi del periodo di riferimento.

Figura 7

**Titoli di Stato italiani nel portafoglio della Banca d'Italia**

(valori percentuali e miliardi di euro)

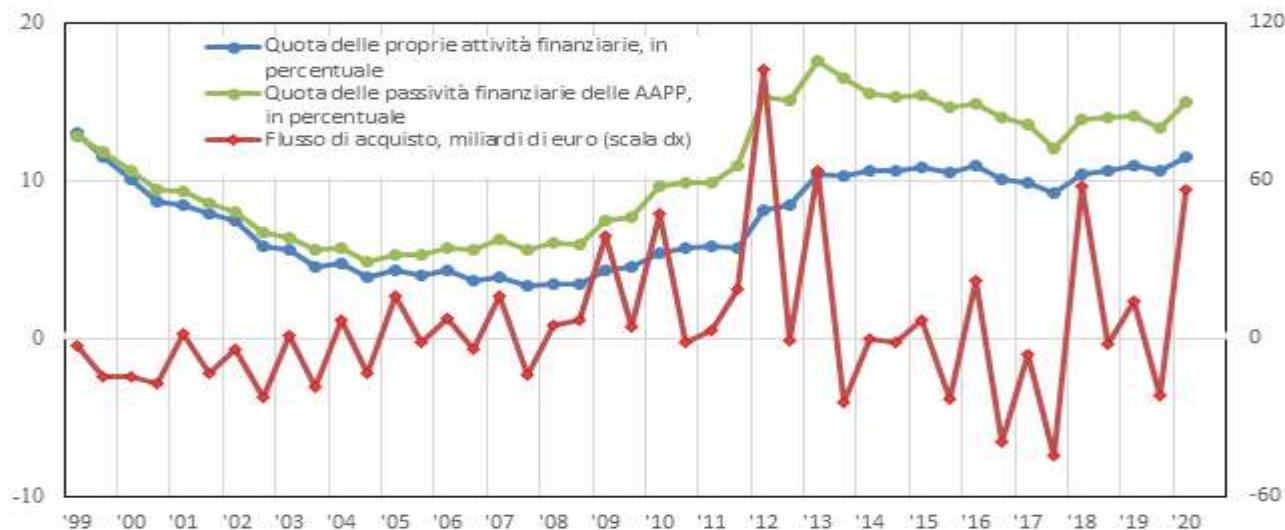


Fonte: Banca d'Italia. La figura riporta il totale dei titoli di Stato italiani nel portafoglio della Banca d'Italia in rapporto al totale delle attività finanziarie di quest'ultima e in rapporto alle passività finanziarie delle amministrazioni pubbliche. Attività e passività finanziarie includono tutti gli strumenti finanziari così come definiti nelle statistiche armonizzate sui conti finanziari (ESA 2010): biglietti, monete, depositi, titoli di debito, derivati, prestiti, azioni e partecipazioni, quote di fondi di investimento, riserve assicurative e altri conti attivi/passivi. Il flusso di acquisto di titoli è al netto delle cessioni e dei rimborsi.

Figura 8

**Titoli di Stato italiani nel portafoglio delle banche**

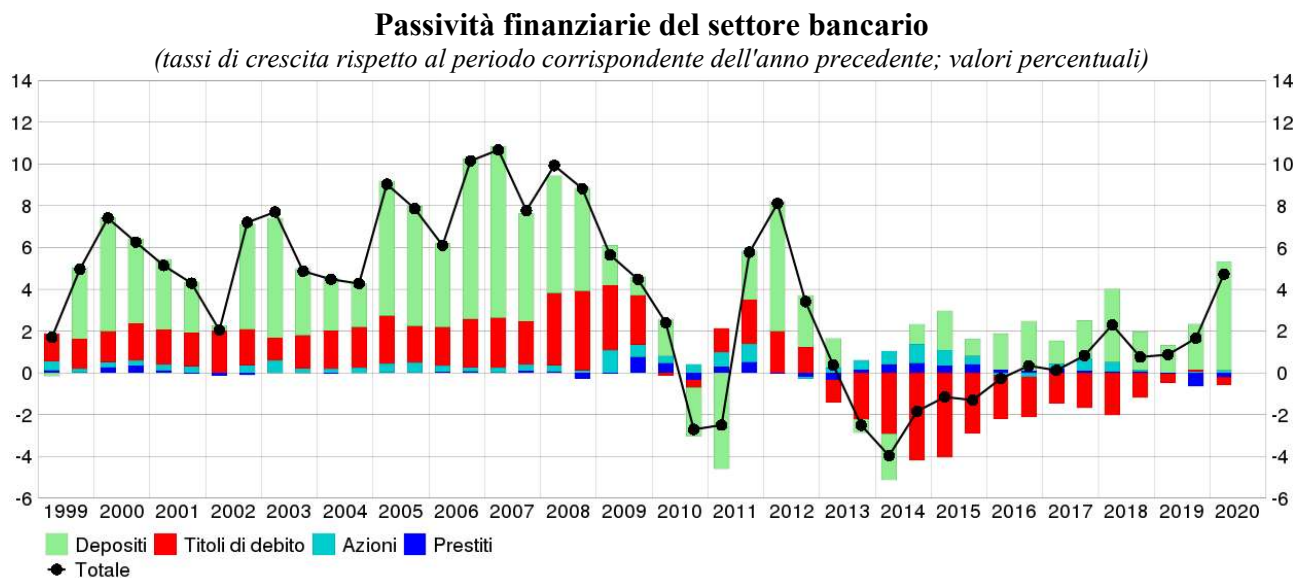
(valori percentuali e miliardi di euro)



Fonte: Banca d'Italia. La figura riporta il totale dei titoli di Stato italiani nel portafoglio delle banche in rapporto al totale delle attività finanziarie di queste ultime e in rapporto alle passività finanziarie delle amministrazioni pubbliche. Attività e passività finanziarie includono tutti gli strumenti finanziari così come definiti nelle statistiche armonizzate sui conti finanziari (ESA 2010): biglietti, monete, depositi, titoli di debito, derivati, prestiti, azioni e partecipazioni, quote di fondi di investimento, riserve assicurative e altri conti attivi/passivi. Il flusso di acquisto di titoli è al netto delle cessioni e dei rimborsi.

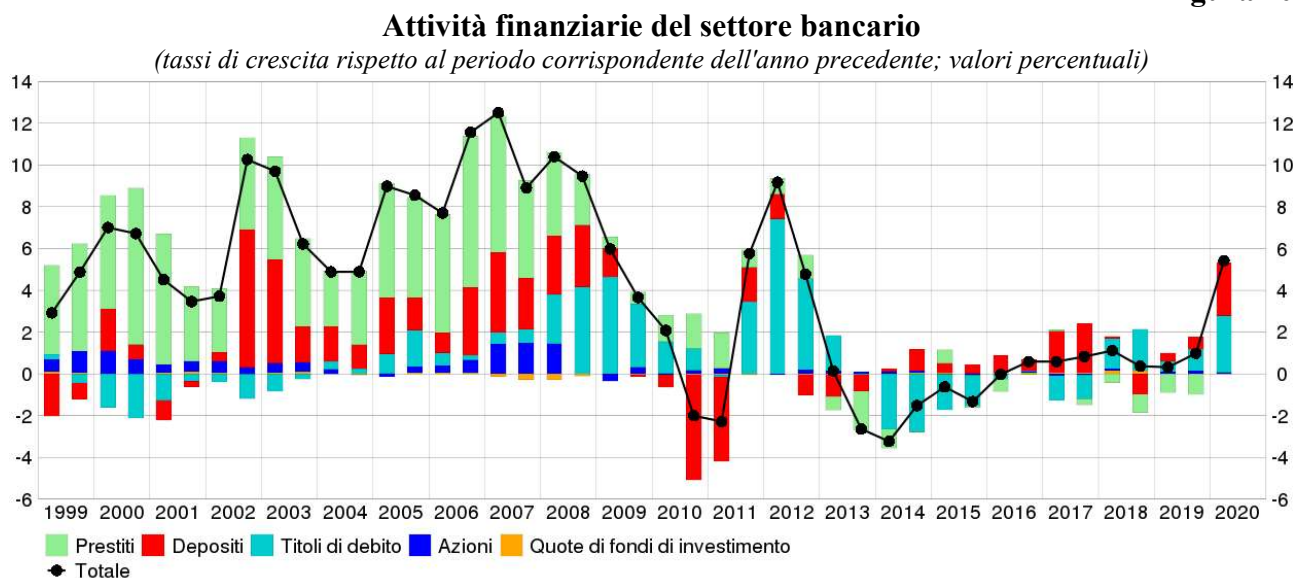
**Il sistema bancario ne ha acquistati quasi 60 miliardi (Fig. 8), impegnando sostanzialmente per intero le maggiori passività (4,7 per cento rispetto a giugno 2019, Fig. 9) derivanti dalla raccolta di depositi (6,5 per cento) soprattutto da famiglie e società non finanziarie. Lo stock di titoli di Stato italiani in portafoglio ha raggiunto l'11 per cento del totale delle attività finanziarie del sistema bancario, il valore più elevato degli ultimi venti anni (Fig. 8).**

Figura 9



Fonte: Banca d'Italia. La figura riporta il tasso di crescita delle passività finanziarie rispetto allo stesso semestre dell'anno precedente (linea nera) e la sua scomposizione nei contributi di ciascuno strumento finanziario. Il tasso di crescita è calcolato su un indice di stock nozionale derivato sulla base dei flussi di transazioni finanziarie e al netto di altri fattori non riconducibili ad esse (per es. svalutazioni di titoli o di prestiti e riclassificazioni).

Figura 10



Fonte: Banca d'Italia. La figura riporta il tasso di crescita delle attività finanziarie rispetto allo stesso semestre dell'anno precedente (linea nera) e la sua scomposizione nei contributi di ciascuno strumento finanziario. Il tasso di crescita è calcolato su un indice di stock nozionale derivato sulla base dei flussi di transazioni finanziarie e al netto di altri fattori non riconducibili ad esse (per es. svalutazioni di titoli o di prestiti e riclassificazioni).

L'espansione delle attività finanziarie del settore bancario (5,4 per cento rispetto al primo semestre del 2019; Fig. 10) ha riflesso la già menzionata crescita dei titoli di debito in portafoglio (14,7 per cento), soprattutto nelle componenti emesse da Amministrazioni centrali e da non residenti, nonché l'aumento dei depositi (12,2 per cento), soprattutto presso la Banca d'Italia. La riduzione dei prestiti si è azzerata a fine giugno, riflettendo il significativo flusso di erogazioni alle società non finanziarie, in parte sostenute dalle garanzie dello Stato.

## 5. Le amministrazioni pubbliche

Per le amministrazioni pubbliche, le entrate e le spese di competenza del semestre presentano ancora elementi di incertezza, anche legati alle stime sull'effettivo utilizzo delle risorse stanziare, mentre il debito è misurato con informazioni più puntuali<sup>17</sup>. Nel corso del primo semestre 2020, la congiuntura economica negativa causata dalla crisi del COVID-19 ha comportato un significativo peggioramento delle entrate legate a imposte dirette e contributi sociali (-5,6 per cento rispetto al periodo corrispondente)<sup>18</sup>, e a una contestuale forte crescita dei trasferimenti sociali non in natura (11,1 per cento rispetto al periodo corrispondente). L'effetto sul disavanzo è stato in parte attenuato dalla significativa contrazione degli investimenti fissi lordi (-6,1 per cento), le cui cause possono essere legate alla necessità di utilizzare le risorse disponibili a favore di un maggiore sostegno dell'economia nazionale. Tra la fine del 2019 e la fine di giugno 2020, la **variazione semestrale del debito pubblico** in percentuale del PIL **ha raggiunto i valori più alti** negli ultimi venti anni. **Nel confronto internazionale, tale aumento, in percentuale del PIL, è stato simile a quello registrato in Spagna e inferiore a quello della Francia, mentre l'aumento è stato superiore a quello del Regno Unito e della Germania.**

Il debito è complessivamente aumentato di 121 miliardi nel semestre, di cui 97,4 miliardi nel secondo trimestre dell'anno. L'indebitamento netto semestrale è invece stato complessivamente inferiore (78 miliardi) e quasi equi-ripartito tra i due trimestri.

Al fine di riconciliare l'**indebitamento netto semestrale (78 miliardi di euro)** e la **corrispondente variazione del debito (121 miliardi)**, occorre tener presente che, a fronte delle maggiori passività, i flussi di attività del conto finanziario sono stati pari a 31 miliardi (Tav. 1), quasi

---

<sup>17</sup> Il debito è dato dalla somma di depositi, prestiti e titoli al valore facciale (Reg. 479/2009). Sebbene non rientri tra gli indicatori della contabilità nazionale (da cui si discosta per la valutazione e per il *time of recording*), il debito è armonizzato con i criteri dell'ESA2010 relativamente al perimetro delle unità istituzionali e agli strumenti finanziari. Il debito rappresenta inoltre una variabile importante nello schema di verifica e riconciliazione tra conti reali e variabili finanziarie, adottato dall'Eurostat.

<sup>18</sup> Considerando anche la flessione delle imposte indirette, legata al calo dei consumi, la contrazione complessiva delle entrate è stata pari a -8,6 per cento.

interamente determinati dai depositi (30,2 miliardi). L'interpretazione economica è facilmente riconducibile alla politica di emissione del Tesoro, che ha sfruttato le condizioni di mercato favorevoli per ottenere provvista in eccesso in via precauzionale. Il confronto tra fonti diverse (indebitamento netto Istat rispetto al debito e conto finanziario della Banca d'Italia in Tav. 1), al netto di forti criticità a livello semestrale, mostra un buon grado di coerenza sul semestre<sup>19</sup>.

Tavola 1

**Indebitamento e variazione del debito in Italia**  
(milioni di euro)

	2019	2019	2019	2019	2020	2020
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	I trim.	II trim.
A. Indebitamento netto	27.771	113	9.583	-8.817	40.045	37.992
B. Discrepanza statistica ( $\equiv A-C$ )	-3.812	3.593	116	1.174	-7.317	6.562
<b>C. Saldo finanziario</b>	<b>23.958</b>	<b>3.706</b>	<b>9.699</b>	<b>-7.643</b>	<b>32.728</b>	<b>44.554</b>
Attività +	11.428	24.027	-17.804	-11.040	-1.621	31.164
Sfasamento Cassa-Competenza +	-176	133	5.383	-12.692	-7.513	21.650
Altro =	-38	-6	1	19	0	0
<b>Variazione del debito</b>	<b>35.173</b>	<b>27.860</b>	<b>-2.721</b>	<b>-31.355</b>	<b>23.594</b>	<b>97.368</b>

<sup>19</sup> Differenze statistiche, per circa sette miliardi (in valore assoluto) sono presenti tra il saldo del conto del capitale e quello del conto finanziario nei primi due trimestri del 2020. Le ragioni sono da attribuire al metodo di stima infra-annuale degli altri conti attivi e passivi (ovvero, i crediti e debiti di natura, per esempio, fiscale e contributiva dovuti alla differenza della registrazione delle operazioni per competenza economica o per regolazione effettiva per cassa), che è basato sulla stima di valori in periodi normali, in assenza di shock. Gli interventi sulle moratorie e garanzie - richiamati nelle sezioni precedenti tra i fattori favorevoli alla concessione di prestiti - saranno generalmente classificati come "contingent liabilities", i cui effetti sul debito e indebitamento netto saranno registrati in periodi futuri, nella misura dell'effettivo utilizzo. Fa eccezione una parte, che dà luogo a "garanzie standard" da includere in anticipo nell'indebitamento netto e nel conto finanziario.