



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Bollettino Economico

aprile 2020

2 | 2020



**BANCA D'ITALIA**  
EUROSISTEMA

# **Bollettino Economico**

**Numero 2 / 2020**  
**Aprile**

---

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

**Relazione annuale**

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

**Rapporto sulla stabilità finanziaria**

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

**Economie regionali**

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

**Temi di discussione** (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

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

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

**Newsletter sulla ricerca economica**

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

**Quaderni di storia economica**

Collana di analisi storica dell'economia italiana

---

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

---

© Banca d'Italia, 2020

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

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

**Direttore responsabile**

Eugenio Gaiotti

**Comitato di redazione**

Michele Caivano e Alessio Anzuini (coordinamento), Pietro Cova, Valerio Della Corte, Federico Giorgi, Giorgio Ivaldi, Luca Metelli, Federico Calogero Nucera, Fabiana Sabatini, Stefania Villa

Daniela Falcone, Fabrizio Martello e Valentina Memoli (aspetti editoriali), Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Lorenzo Bencivelli, Pietro Cova, Simone Emiliozzi, Giorgio Ivaldi, Michele Loberto, Sabrina Pastorelli, Mario Pietrunti, Fabiana Sabatini, Elisa Sales

**Indirizzo**

Via Nazionale 91 – 00184 Roma – Italia

**Telefono**

+39 0647921

**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 10 aprile 2020, salvo diversa indicazione

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

# INDICE

SINTESI	<b>5</b>
<b>1</b> L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
1.1 Il ciclo internazionale	<b>7</b>
1.2 L'area dell'euro	<b>13</b>
1.3 I mercati finanziari internazionali	<b>20</b>
<b>2</b> L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	<b>23</b>
2.2 Le imprese	<b>28</b>
2.3 Le famiglie	<b>32</b>
2.4 La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	<b>34</b>
2.5 Il mercato del lavoro	<b>37</b>
2.6 La dinamica dei prezzi	<b>40</b>
2.7 Le banche	<b>42</b>
2.8 Il mercato finanziario	<b>48</b>
2.9 La finanza pubblica	<b>51</b>
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	<b>57</b>

---

## INDICE DEI RIQUADRI

L'impatto della diffusione della pandemia di Covid-19 sull'economia mondiale	<b>9</b>
Le misure di politica monetaria adottate dalla BCE nel marzo 2020	<b>17</b>
L'attività economica nel primo trimestre del 2020	<b>24</b>
La trasmissione degli effetti della pandemia all'economia italiana	<b>26</b>
Le opinioni delle imprese italiane nell'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita	<b>29</b>
Le misure di sostegno finanziario alle imprese	<b>47</b>
Le misure per fronteggiare l'emergenza sanitaria in Italia	<b>52</b>

---

---

## **AVVERTENZE**

---

Le elaborazioni, salvo diversa indicazione, sono eseguite dalla Banca d'Italia; per i dati dell'Istituto si omette l'indicazione della fonte.

Segni convenzionali:

- il fenomeno non esiste;
- .... il fenomeno esiste, ma i dati non si conoscono;
- .. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato;
- :: i dati sono statisticamente non significativi;
- () i dati sono provvisori.

Nelle figure con differenti scale di destra e di sinistra viene richiamata in nota la sola scala di destra.

---

## SINTESI

### **Gli effetti della pandemia hanno colpito l'economia globale**

*Nei primi mesi del 2020 gli effetti della pandemia di Covid-19 si sono riflessi sull'attività produttiva e sulla domanda aggregata di tutte le economie; nell'anno la riduzione del commercio internazionale sarà molto forte. Il peggioramento delle prospettive di crescita si è tradotto in una decisa caduta degli indici di borsa e in un brusco innalzamento della volatilità e dell'avversione al rischio. In tutti i principali paesi le autorità monetarie e fiscali hanno posto in essere forti misure espansive a sostegno dei redditi di famiglie e imprese, del credito all'economia e della liquidità sui mercati.*

### **Nell'area dell'euro sono state adottate misure monetarie straordinarie**

*Dopo un avvio inizialmente più rapido in Italia, l'epidemia si è diffusa in tutti i paesi dell'area dell'euro. In linea con la caduta dell'attività e della domanda aggregata e con il timore di conseguenze permanenti sull'economia, le attese di inflazione si sono ridotte in modo marcato su tutti gli orizzonti. Il Consiglio direttivo della BCE ha allentato con decisione le condizioni monetarie, adottando un ampio pacchetto di misure tra cui operazioni di rifinanziamento più espansive per sostenere la liquidità delle imprese e un nuovo programma di acquisto di titoli per l'emergenza pandemica, volto a contrastare l'aumento dei differenziali di rendimento. Il Consiglio si è inoltre dichiarato pronto a ricorrere ancora a tutti i suoi strumenti e a fare tutto ciò che è necessario per sostenere l'economia.*

### **In Italia l'impatto della pandemia è stato marcato nel primo trimestre...**

*Nel nostro paese la diffusione dell'epidemia dalla fine di febbraio e le misure adottate per farvi fronte hanno avuto significative ripercussioni sull'attività economica nel primo trimestre. Sulla base delle informazioni disponibili, la produzione industriale sarebbe scesa del 15 per cento in*

*marzo e di circa il 6 nella media del primo trimestre; nei primi tre mesi del 2020 il PIL avrebbe registrato una caduta oggi valutabile attorno ai cinque punti percentuali. A tale flessione avrebbero contribuito in misura rilevante alcuni comparti dei servizi. Il protrarsi delle misure di contenimento dell'epidemia comporterà verosimilmente una contrazione del prodotto anche nel secondo trimestre, che dovrebbe essere seguita da un recupero nella seconda parte dell'anno.*

*I giudizi delle imprese sugli ordini esteri sono peggiorati in marzo. La diffusione del contagio si sta traducendo in un arresto dei flussi turistici internazionali, che contribuiscono per quasi un terzo all'elevato avanzo di parte corrente dell'Italia.*

### **...con riflessi sull'occupazione attenuati dalla Cassa integrazione guadagni**

*L'epidemia sta avendo forti ricadute sull'occupazione in tutti i paesi. In Italia il ricorso alla Cassa integrazione guadagni dovrebbe avere attenuato nel mese di marzo l'impatto dell'emergenza sanitaria sul numero di occupati. Nel secondo trimestre l'occupazione potrebbe però contrarsi in misura più marcata, risentendo del mancato rinnovo di una parte dei contratti a termine in scadenza.*

### **Si sono indebolite le aspettative di inflazione**

*Gli indicatori disponibili mostrano un indebolimento delle aspettative di inflazione delle imprese italiane, segnalando il timore che l'emergenza sanitaria si traduca soprattutto in una riduzione della domanda aggregata.*

### **Le banche centrali hanno contrastato le tensioni sui mercati finanziari**

*In Italia, come in altri paesi europei, i corsi azionari sono caduti e il differenziale di rendimento dei titoli di Stato rispetto a quelli tedeschi si è ampliato sensibilmente, in una situazione di forte aumento dell'avversione al rischio e dete-*

*rioramento della liquidità dei mercati; le tensioni si sono attenuate a seguito delle decisioni del Consiglio direttivo della BCE e della consistente nostra presenza sul mercato dei titoli di Stato.*

**Le operazioni della BCE riducono il costo della raccolta bancaria**

*Sui mercati finanziari si è registrato un rapido aumento dei rendimenti delle obbligazioni e dei premi sui CDS relativi alle banche.*

*All'obiettivo di contenere il costo della raccolta e favorire l'espansione della liquidità degli intermediari sono tuttavia rivolte le nuove operazioni di rifinanziamento decise dalla BCE. Le banche italiane si trovano ad affrontare il deterioramento dell'economia partendo da condizioni patrimoniali e di liquidità più robuste che in passato e disponendo di una migliore qualità dell'attivo.*

**Sono stati adottati ampi provvedimenti di sostegno all'economia**

*Nelle scorse settimane il Governo ha varato significative misure espansive a sostegno del sistema sanitario, delle famiglie e delle imprese colpite dalla crisi,*

*attraverso il rafforzamento degli ammortizzatori sociali, la sospensione di versamenti fiscali, una moratoria sui finanziamenti bancari in essere e la concessione di garanzie pubbliche sui prestiti per le imprese. Ulteriori disposizioni sono previste nelle prossime settimane.*

**Le istituzioni europee hanno predisposto misure significative**

*La Commissione europea ha attivato la clausola generale di salvaguardia prevista dal Patto di stabilità e crescita, che consente deviazioni temporanee dall'obiettivo di bilancio di medio termine o dal percorso di avvicinamento a quest'ultimo. Le istituzioni europee hanno inoltre predisposto un consistente ampliamento degli strumenti disponibili per fare fronte agli effetti della pandemia.*

**La rapidità del recupero dipenderà dall'efficacia delle politiche economiche**

*Tutti gli attuali scenari sull'andamento del PIL italiano incorporano un'evoluzione fortemente negativa nella prima metà dell'anno, seguita da un recupero nella seconda metà e da un'accentuata ripresa dell'attività nel 2021; il ventaglio delle valutazioni degli analisti è tuttavia molto ampio. La rapidità del recupero dell'economia dipende, oltre che dall'evoluzione della pandemia in Italia e all'estero, dagli sviluppi del commercio internazionale e dei mercati finanziari, dagli effetti sull'attività di alcuni settori dei servizi, dalle conseguenze su fiducia e redditi dei consumatori. Saranno cruciali tempestività ed efficacia delle misure di politica economica in corso di introduzione in Italia e in Europa.*

# 1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

## 1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

Nei primi mesi del 2020 gli effetti della pandemia di Covid-19 si sono rapidamente riflessi sull'economia globale. A un deciso e progressivo deterioramento delle prospettive dell'attività economica e dei flussi commerciali globali per l'anno in corso si accompagna una forte accentuazione dei rischi di ulteriore ribasso. In risposta a tali eventi nei maggiori paesi le autorità fiscali e monetarie hanno adottato misure molto espansive per sostenere i redditi di famiglie e imprese, il credito all'economia e la liquidità sui mercati.

**Le economie avanzate sono state progressivamente investite dall'epidemia...**

L'epidemia, che ha avuto inizio in Cina alla fine di gennaio, si è in pochi mesi estesa a livello globale, con particolare intensità in Europa e negli Stati Uniti. La maggioranza dei paesi colpiti ha varato misure di contenimento stringenti (tra cui chiusura delle scuole, sospensione di eventi pubblici, limitazioni alla circolazione delle persone, interruzione di numerose attività produttive; cfr. il riquadro: *L'impatto della diffusione della pandemia di Covid-19 sull'economia mondiale*).

Gli indicatori disponibili segnalano un deterioramento generalizzato dell'attività economica nelle economie avanzate, dopo un quarto trimestre segnato da andamenti differenziati (tav. 1). Nel comparto manifatturiero gli indici dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI) hanno mostrato una prima flessione già a febbraio negli Stati Uniti e in Giappone e sono caduti a marzo in tutti i paesi (fig. 1), in misura eccezionalmente pronunciata nel settore dei servizi.

**...che ha effetti molto rilevanti sul mercato del lavoro...**

Negli Stati Uniti le nuove richieste di sussidi di disoccupazione si sono portate rapidamente su livelli straordinariamente

elevati: hanno superato i 3 milioni di istanze nella penultima settimana di marzo e i 6,6 milioni in quella successiva, un valore superiore di circa dieci volte rispetto al precedente picco, registrato durante la crisi finanziaria del 2008-09. Nel mese l'occupazione è scesa di 700.000 unità, registrando il calo più ampio da dicembre del 2008. Tale valore potrebbe anche sottostimare il reale

Tavola 1

VOCI	Crescita del PIL (1)			Inflazione (2)
	2018	2019 3° trim.	2019 4° trim.	Marzo 2020
<b>Paesi avanzati</b>				
Giappone (3)	0,3	0,1	-7,1	0,4
Regno Unito (3)	1,3	2,1	0,1	1,7
Stati Uniti	2,9	2,1	2,1	1,5
<b>Paesi emergenti</b>				
Brasile	1,3	1,2	1,7	3,3
Cina	6,7	6,0	6,0	4,3
India	6,8	5,1	4,7	5,9
Russia	2,5	1,5	2,1	2,5
<i>per memoria:</i>				
<b>Commercio mondiale (4)</b>	<b>4,2</b>	<b>3,1</b>	<b>-0,2</b>	

Fonte: statistiche nazionali; Banca d'Italia per il commercio mondiale.

(1) Per i dati annuali, variazione percentuale. Per i dati trimestrali: per i paesi avanzati, variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno e al netto dei fattori stagionali; per i paesi emergenti, variazioni percentuali sul periodo corrispondente. – (2) Variazione tendenziale dell'indice dei prezzi al consumo. – (3) Per l'inflazione, dato di febbraio 2020. – (4) Elaborazioni Banca d'Italia su dati di contabilità nazionale e doganali. Dati trimestrali destagionalizzati; variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno.

peggioramento nel mercato del lavoro statunitense, in quanto le rilevazioni statistiche sono state effettuate nella prima parte del mese.

**...ha compresso l'attività in Cina...**

In Cina le severe misure di contenimento adottate hanno comportato l'interruzione della produzione di intere regioni del paese, centrali nel sistema produttivo nazionale e per le catene di fornitura globali. In febbraio le valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese cinesi, sia nel comparto manifatturiero sia in quello dei servizi, hanno registrato una caduta maggiore di quella osservata all'inizio della crisi finanziaria del 2008-09. Anche la produzione industriale e le vendite al dettaglio sono scese sensibilmente, ben oltre le attese formulate nelle settimane precedenti. Nel mese di marzo, con l'arresto dei contagi, si è manifestato un primo ritorno alla normalità.

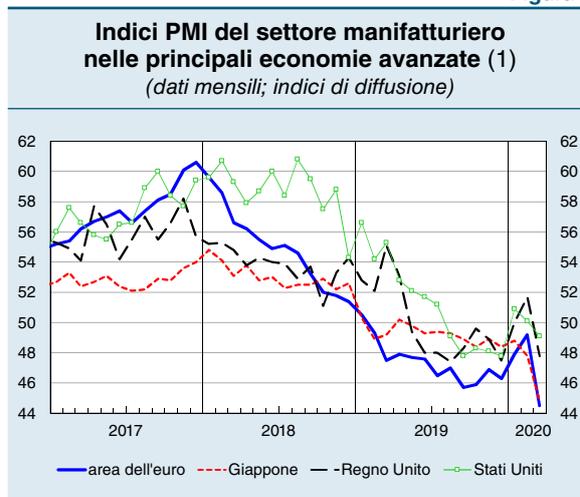
**...e sta avendo forti ripercussioni sul commercio mondiale**

La contrazione del commercio internazionale già in atto nel quarto trimestre del 2019 (-0,2 per cento in ragione d'anno; fig. 2) si sarebbe accentuata all'inizio del 2020, risentendo del brusco calo dei flussi turistici e della riduzione degli scambi connessi con le catene di fornitura globali interessate dal parziale arresto della produzione in Cina.

**Sono scese le aspettative di inflazione**

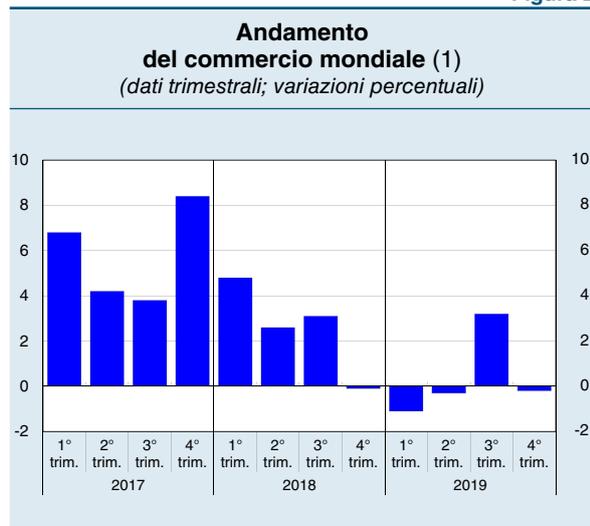
Nelle maggiori economie avanzate, dove i prezzi al consumo già crescevano al di sotto degli obiettivi delle banche centrali (fig. 3), le aspettative di inflazione a lungo termine desumibili dai rendimenti sui mercati finanziari sono scese

Figura 1



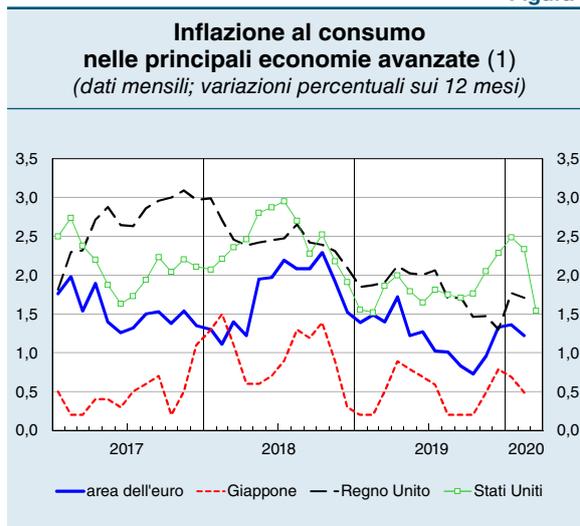
Fonte: ISM, Markit e Refinitiv.  
 (1) Indici di diffusione desumibili dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (PMI), relativi all'attività economica nel settore manifatturiero. Ogni indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale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

Figura 2



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

Figura 3



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

ancora; negli Stati Uniti sono diminuite fino allo 0,9 per cento (per l'area dell'euro, cfr. il par. 1.2).

**I rischi per l'economia globale sono decisamente al ribasso**

L'impatto della pandemia di Covid-19 sulla crescita mondiale, di quantificazione estremamente complessa, sarà verosimilmente molto rilevante (cfr. il riquadro: *L'impatto della diffusione della pandemia di Covid-19 sull'economia mondiale*). Le previsioni delle istituzioni internazionali sono state ripetutamente e nettamente riviste al ribasso. Quelle diffuse in aprile dal Fondo monetario internazionale (FMI) prefigurano una caduta del PIL mondiale del 3,0 per cento nell'anno in corso (6,4 punti percentuali al di sotto delle precedenti valutazioni; tav. 2). La contrazione sarebbe più pronunciata nei paesi avanzati, dove le misure di contenimento dell'epidemia sono finora state mediamente più ampie e stringenti. I rischi restano orientati al ribasso.

**Tavola 2**

Scenari macroeconomici (variazioni e punti percentuali)					
VOCI	2019	Previsioni		Revisioni (1)	
		2020	2021	2020	2021
<b>PIL (2)</b>					
<b>Mondo</b>	<b>2,9</b>	<b>-3,0</b>	<b>5,8</b>	<b>-6,4</b>	<b>2,2</b>
<b>Paesi avanzati</b>					
di cui: area dell'euro	1,2	-7,5	4,7	-8,8	3,3
Giappone	0,7	-5,2	3,0	-5,9	2,5
Regno Unito	1,4	-6,5	4,0	-7,9	2,5
Stati Uniti	2,3	-5,9	4,7	-7,9	3,0
<b>Paesi emergenti</b>					
di cui: Brasile	1,1	-5,3	2,9	-7,5	0,6
Cina	6,1	1,2	9,2	-4,8	3,4
India (3)	4,2	1,9	7,4	-3,9	0,9
Russia	1,3	-5,5	3,5	-7,4	1,5
<b>Commercio mondiale (4)</b>	<b>0,6</b>	<b>-10,0</b>	<b>....</b>	<b>-11,4</b>	<b>....</b>

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2020; Banca d'Italia per il commercio mondiale.

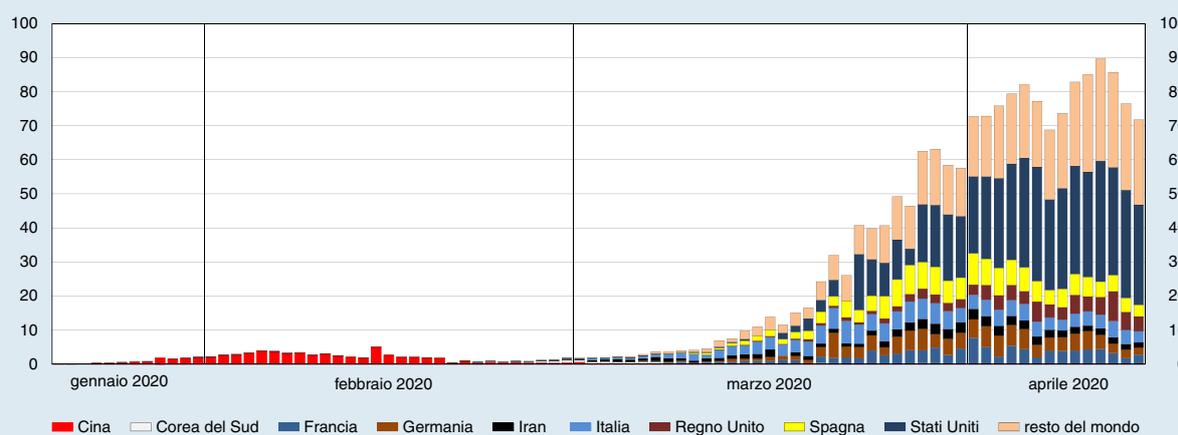
(1) Revisioni rispetto allo scenario previsto di gennaio 2020. – (2) Previsioni tratte da FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2020, revisioni rispetto a *World Economic Outlook Update*, gennaio 2020. – (3) I dati si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile. – (4) Elaborazioni Banca d'Italia su dati di contabilità nazionale e doganali; previsioni elaborate ad aprile 2020; le revisioni sono calcolate rispetto alle previsioni pubblicate a gennaio 2020.

**L'IMPATTO DELLA DIFFUSIONE DELLA PANDEMIA DI COVID-19 SULL'ECONOMIA MONDIALE**

*La diffusione del contagio.* – L'epidemia di Covid-19 si è diffusa all'inizio dell'anno in Cina e in pochi mesi si è estesa a tutto il mondo: alla metà di aprile 5 paesi registravano più di 100.000 contagi confermati e oltre 20 ne contavano più di 10.000<sup>1</sup>. Al 15 aprile nel mondo più di 2 milioni di persone

**Figura**

**Evoluzione globale della pandemia di Covid-19: nuovi contagi confermati (migliaia di unità)**



Fonte: OMS, CEIC Data.

<sup>1</sup> Lo scorso 11 marzo l'Organizzazione mondiale per la sanità (OMS) ha dichiarato che l'epidemia da Covid-19 è una pandemia.

avevano contratto il virus, mentre le vittime erano oltre 130.000. I contagi si sono diffusi dapprima ai paesi limitrofi alla Cina (principalmente la Corea del Sud e il Giappone); hanno successivamente interessato l'Europa, il Medio Oriente e gli Stati Uniti. Sebbene caratterizzata da un tasso di mortalità più basso rispetto a malattie con sintomatologie respiratorie simili (ad esempio la SARS del 2002-03), la sindrome Covid-19 è notevolmente più contagiosa e una percentuale non trascurabile di malati necessita di terapia intensiva. Ciò mette a repentaglio la capacità dei sistemi sanitari dei paesi coinvolti di fronteggiare l'emergenza e nel contempo di continuare a portare assistenza alla popolazione affetta da altre patologie.

*Le misure di contenimento.* – I paesi finora più colpiti hanno adottato misure di contenimento del contagio progressivamente più dure. In Cina esse hanno comportato l'isolamento di vaste aree del paese e forti restrizioni alla mobilità; per controllarne e assicurarne il rispetto il governo ha fatto ricorso all'uso di tecnologie avanzate e a una severa repressione delle violazioni. Queste misure, efficaci nell'arrestare la diffusione dell'epidemia, sono state parzialmente allentate a partire da marzo.

Nei paesi limitrofi i controlli e le restrizioni, inizialmente limitati alle persone in arrivo dalla Cina, sono stati rapidamente estesi e inaspriti. Le politiche di contenimento introdotte all'inizio di febbraio in Corea del Sud, Hong Kong e Singapore sono state efficaci grazie sia alla loro tempestività, severità e ampiezza, sia all'ausilio di tecnologie innovative<sup>2</sup> e alla diligenza della popolazione, già colpita dalla precedente epidemia di SARS nel 2003, nell'osservare le norme di distanziamento sociale.

Il primo paese al di fuori dell'Asia a riscontrare un elevato numero di contagi e ad applicare politiche di contenimento particolarmente severe è stato l'Italia. A partire dal 5 marzo provvedimenti di restrizione alla mobilità delle persone, di chiusura di scuole e università e di sospensione di tutte le attività economiche non essenziali sono stati in breve tempo applicati all'intero territorio nazionale e ne è stata progressivamente estesa la durata.

Con una settimana di ritardo rispetto all'Italia, parallelamente al diffondersi dell'epidemia, misure analoghe sono state avviate anche in Francia, Germania, Spagna e negli altri maggiori paesi dell'Europa occidentale e centrale. Anche i Paesi Bassi e il Regno Unito, che inizialmente avevano rinunciato a imporre simili provvedimenti, hanno rivisto la propria strategia allineandola a quella degli altri governi europei. Negli Stati Uniti, dopo la dichiarazione di emergenza nazionale, sono state estese e inasprite le misure di quarantena, distanziamento sociale e riduzione della mobilità, inizialmente adottate dalle città dove il contagio aveva avuto una diffusione più rapida. Le attività pubbliche e private sono state fortemente limitate.

L'incertezza sulla durata dell'epidemia e delle politiche necessarie ad affrontarla è elevata, anche in considerazione della raccomandazione formulata dall'OMS secondo la quale le restrizioni, ancorché in misura attenuata, dovranno essere mantenute anche in una fase successiva.

*L'impatto sull'economia globale.* – L'incertezza sull'ampiezza e sull'intensità della diffusione globale della pandemia di Covid-19 e sui tempi del suo contenimento rendono estremamente complesso quantificarne l'impatto negativo sulla crescita mondiale. Cicli di contagio asincroni tra i paesi potrebbero

<sup>2</sup> Le principali misure adottate includono: obbligo di quarantena per le persone contagiate; identificazione della popolazione a rischio; somministrazione diffusa di tamponi; limiti selettivi agli spostamenti; blocco delle attività e repressione sistematica delle violazioni. A tali restrizioni si sono affiancate in taluni paesi efficaci tecnologie di geolocalizzazione volte a tracciare i contagi e a verificare il rispetto delle prescrizioni.

limitare la capacità di ripresa anche nelle economie in cui l'emergenza sanitaria dovesse arrestarsi più precocemente. I canali di trasmissione degli effetti economici della pandemia sono diversi: nel breve termine all'interruzione delle attività produttive nei settori soggetti a maggiori restrizioni si sommano l'arresto dei flussi turistici e la caduta della domanda di beni e servizi a livello globale, l'ulteriore ridimensionamento dei consumi dovuto alla perdita di posti di lavoro e la riduzione degli investimenti in conseguenza dell'aumento dell'incertezza.

A differenza di altri shock all'economia globale, quello attuale sta colpendo più il terziario che l'industria, soprattutto nei servizi di ristorazione, intrattenimento e accoglienza. Rispetto al consumo di beni – che potrebbe venire solamente procrastinato – la riduzione della domanda di questi servizi sarà verosimilmente molto persistente a causa delle restrizioni alla mobilità delle persone. Sulla distribuzione dell'impatto economico della crisi tra i vari paesi influirà anche l'eterogeneità con la quale tali settori contribuiscono alla crescita del prodotto.

Nel medio termine un rapido ritorno alla crescita dipende da diversi fattori; in primo luogo dalla possibilità che le politiche economiche riescano a evitare che gli effetti della crisi siano amplificati da fallimenti delle imprese e dalla distruzione delle catene globali del valore; in secondo luogo dalla capacità di recupero dell'economia, che potrebbe essere ridotta dalle tensioni sui mercati finanziari. Va inoltre contrastato il rischio che il deterioramento della fiducia delle famiglie, la perdita di reddito e di posti di lavoro e la possibile uscita di imprese dal mercato comportino un indebolimento duraturo dell'economia.

*Le politiche economiche.* – In risposta al peggioramento delle prospettive e al forte aumento della volatilità sui mercati, che ha superato i picchi del 2008, le autorità di molti paesi hanno adottato misure particolarmente espansive.

La Banca centrale cinese ha tagliato i coefficienti di riserva obbligatoria (fino a 200 punti base), il tasso sull'eccesso di riserva (sceso per la prima volta dal 2008 a 0,35 per cento), il tasso dei *reverse repo* a sette giorni (30 punti base) e il tasso di rifinanziamento a medio termine, che viene preso come riferimento per la determinazione di quello sui prestiti alle imprese (30 punti base). Sono stati inoltre allentati temporaneamente i criteri per la definizione delle attività inesigibili. Le autorità fiscali hanno previsto interventi a sostegno delle imprese, quali esenzioni al pagamento dei contributi previdenziali, taglio delle tariffe portuali e un aumento consistente degli investimenti infrastrutturali, inclusi quelli connessi con la nuova tecnologia digitale 5G. Le misure di stimolo introdotte nel primo trimestre sono risultate complessivamente in linea con quelle straordinarie varate durante la crisi finanziaria globale nel 2008-09, quando il governo cinese predispose un programma di sostegno all'economia di dimensione superiore al 12 per cento del PIL. Anche in Corea del Sud, Giappone, Indonesia, Filippine, Thailandia e Australia le politiche monetarie e fiscali hanno assunto un tono fortemente espansivo.

Le banche centrali degli altri principali paesi hanno risposto aggressivamente al deterioramento del quadro congiunturale. Nelle riunioni del Consiglio direttivo del 12 e del 18 marzo la BCE ha annunciato un ampio pacchetto di misure di supporto, dichiarandosi pronta a introdurne ulteriori e a fare tutto ciò che è necessario, nell'ambito del proprio mandato, per sostenere l'area dell'euro in questa crisi.

Pacchetti di stimolo fiscale sono stati approvati dai governi di Canada, Regno Unito e Stati Uniti. Tra i paesi della UE, interventi di sostegno ai redditi delle persone e delle imprese (nell'ordine dell'1-2 per cento del PIL) sono già stati adottati, tra gli altri, dai governi di Francia, Germania, Italia e Spagna; a questi provvedimenti si aggiungono schemi di garanzia sui prestiti delle imprese

per un ammontare complessivo superiore al 10 per cento del prodotto. Il Consiglio della UE ha approvato, su proposta della Commissione europea, l'attivazione della clausola generale di salvaguardia (*general escape clause*) del Patto di stabilità e crescita; la clausola consente agli Stati membri della UE di deviare dal percorso di rientro verso gli obiettivi di medio termine del Patto e di stanziare le risorse necessarie a fronteggiare l'emergenza sanitaria ed economica e a sostenere le imprese e le famiglie. L'amministrazione statunitense ha varato un pacchetto straordinario per circa 2.200 miliardi di dollari (9,5 per cento del PIL) che include: lo stanziamento di fondi per il sistema sanitario, le amministrazioni locali e la gestione dell'emergenza; trasferimenti diretti alle famiglie; un'estensione dell'assicurazione contro la disoccupazione; prestiti e garanzie sul credito alle imprese non finanziarie di ogni dimensione.

Le istituzioni finanziarie internazionali stanno progressivamente aumentando il proprio livello di coinvolgimento nel sostegno alle economie in difficoltà. Il Fondo monetario internazionale sta potenziando gli strumenti a disposizione dei paesi membri per fronteggiare i costi relativi all'emergenza sanitaria e offrire una moratoria sui debiti; sta inoltre valutando un'allocazione straordinaria di diritti speciali di prelievo per 500 miliardi di dollari. Sono allo studio opzioni per ampliare l'utilizzo degli strumenti precauzionali del Fondo stesso. La Banca Mondiale ha approvato un pacchetto da 14 miliardi di dollari per il sostegno finanziario ai paesi poveri e in via di sviluppo che si trovano in difficoltà; la dotazione potrà salire fino a un totale di 150 miliardi di dollari nei prossimi dodici mesi.

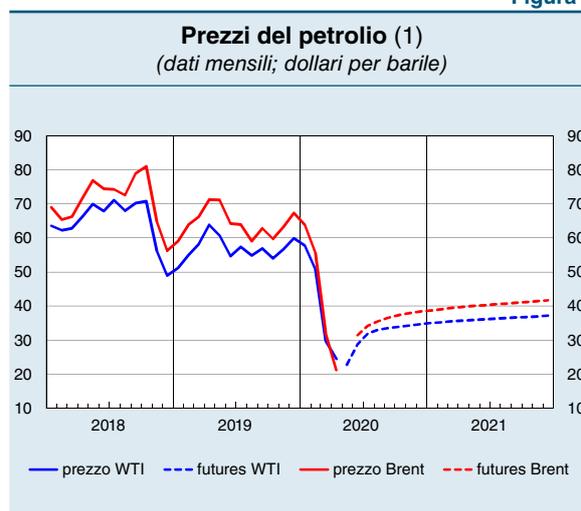
Secondo nostre stime le ricadute del contagio sugli scambi internazionali potrebbero comportare una contrazione del commercio globale nel 2020 dell'ordine del 10 per cento, un'intensità analoga a quella registrata nel 2009; una valutazione simile è espressa dall'FMI.

Le prospettive di medio termine non potranno che dipendere dalla capacità delle politiche economiche di agire aggressivamente e con tempestività per evitare che l'impatto della pandemia abbia effetti persistenti sulla fiducia, sugli investimenti, sulla solidità dei sistemi finanziari.

### Sono caduti i prezzi del greggio

I corsi petroliferi sono scesi di oltre il 50 per cento negli ultimi tre mesi (fig. 4), portandosi ampiamente al di sotto dei livelli minimi raggiunti durante la crisi finanziaria del 2008-09; il calo è stato determinato principalmente dai timori del rallentamento dell'attività economica in seguito alla pandemia. All'inizio di marzo ha risentito inoltre del mancato accordo tra i paesi OPEC+<sup>1</sup> per un rinnovo dei tagli alla produzione, conseguente ai contrasti tra la Russia e l'Arabia Saudita; a metà aprile i membri dell'OPEC+, anche con il sostegno dei paesi del G20, hanno trovato un'intesa su una drastica riduzione dell'offerta di greggio.

Figura 4



Fonte: Refinitiv.

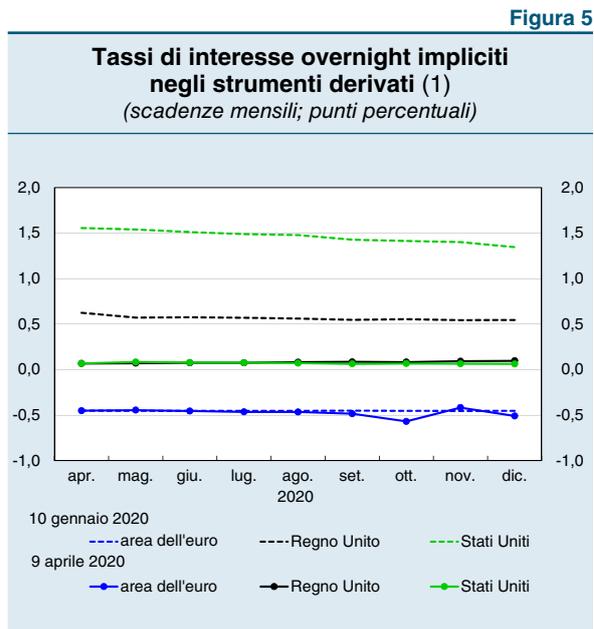
(1) Per i prezzi a pronti, medie mensili fino a marzo 2020; l'ultimo dato si riferisce alla media giornaliera dal 1° al 9 aprile 2020.

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

**Le banche centrali hanno allentato aggressivamente le condizioni monetarie**

Le autorità dei principali paesi hanno adottato misure fortemente espansive in risposta all'estendersi della pandemia (cfr. il riquadro: *L'impatto della diffusione della pandemia di Covid-19 sull'economia mondiale*).

Nella prima metà del mese di marzo, in una rapida successione di riunioni straordinarie, la Riserva federale ha ridotto l'intervallo obiettivo dei tassi di interesse sui federal funds complessivamente per 150 punti base, portandolo a 0,00-0,25 per cento (fig. 5); ha aumentato la liquidità a disposizione degli intermediari; ha avviato un nuovo programma di acquisti di titoli pubblici e di *mortgage-backed securities*, senza vincoli sul loro ammontare; ha attivato una serie di strumenti per sostenere il credito alle imprese, ai consumatori e alle amministrazioni locali sia indirettamente, attraverso il sistema bancario, sia direttamente, con la concessione di prestiti e acquisti di titoli privati nel mercato secondario. Per garantire la disponibilità di liquidità in dollari nei mercati internazionali, ha inoltre attivato linee di swap con le banche centrali dei principali paesi avanzati ed emergenti.



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

La Banca d'Inghilterra, in due riunioni straordinarie, ha diminuito di 65 punti base il tasso di riferimento, portandolo allo 0,1 per cento, il livello più basso di sempre; ha inoltre annunciato l'acquisto di titoli obbligazionari governativi per ulteriori 200 miliardi di sterline e ha istituito un fondo per facilitare i prestiti alle piccole e medie imprese da parte delle banche commerciali; ha inoltre concordato col Tesoro l'aumento temporaneo dei fondi anticipabili tramite scoperto su un conto da questo detenuto presso la banca centrale, con l'impegno alla restituzione entro la fine dell'anno. La Banca del Giappone ha aumentato la soglia per gli acquisti di *exchange-traded funds* (ETF); ha mantenuto invariato il tasso di riferimento, su valori negativi, annunciando di essere pronta a ridurlo in futuro. La Banca centrale cinese ha abbassato il tasso di rifinanziamento a medio termine e il coefficiente di riserva obbligatoria delle banche commerciali; anche le banche centrali di altri paesi emergenti (tra cui Brasile, India e Russia) hanno ulteriormente ridotto i tassi di riferimento nel corso degli ultimi tre mesi.

## 1.2 L'AREA DELL'EURO

L'epidemia si è progressivamente estesa a tutti i paesi dell'area dell'euro, determinando un forte peggioramento delle prospettive dell'economia. Le attese di inflazione si sono ridotte in modo marcato su tutti gli orizzonti. Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) è intervenuto con decisione ed è pronto ad agire ulteriormente con tutti gli strumenti a sua disposizione.

**L'attività economica aveva ristagnato alla fine del 2019**

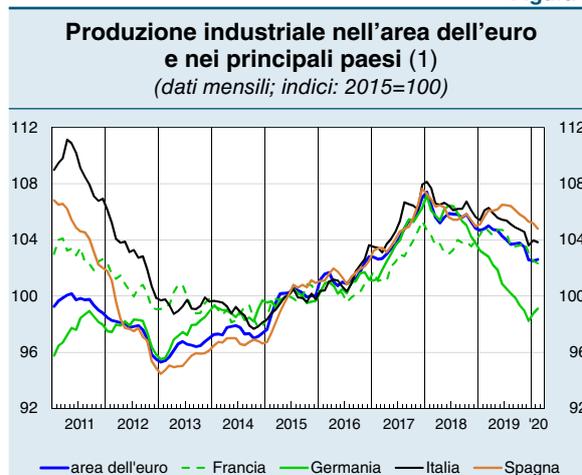
Nel quarto trimestre il PIL dell'area dell'euro ha ristagnato (0,1 per cento sul periodo precedente; tav. 3). Il contributo positivo della domanda interna è stato compensato da quello negativo delle esportazioni nette. Il prodotto ha continuato a espandersi in Spagna ed è rimasto invariato in Germania; è invece diminuito in

Tavola 3

PAESI	Crescita del PIL e inflazione nell'area dell'euro (variazioni percentuali)			
	Crescita del PIL			Inflazione
	2019	2019 3° trim. (1)	2019 4° trim. (1)	2020 marzo (2)
Francia	1,3	0,3	-0,1	0,8
Germania	0,6	0,2	0,0	(1,3)
Italia	0,3	0,1	-0,3	0,1
Spagna	2,0	0,4	0,5	0,1
Area dell'euro	1,2	0,3	0,1	(0,7)

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

Figura 6



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

Francia e, in misura maggiore, in Italia. In tutti i paesi il valore aggiunto è stato frenato principalmente dalla debolezza del settore industriale (fig. 6).

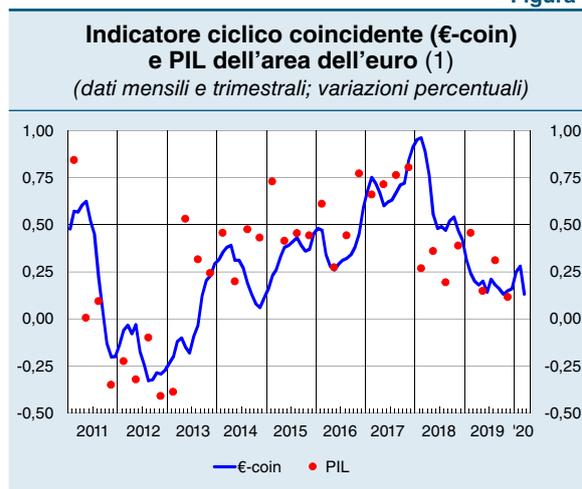
### L'epidemia ha avuto effetti rilevanti nel primo trimestre...

Gli indicatori congiunturali segnalano le conseguenze del diffondersi e dell'acuirsi dell'epidemia. Evidenze sono desumibili dagli indici PMI: in febbraio le imprese manifatturiere dell'area hanno segnalato un deciso allungamento dei tempi di consegna, verosimilmente riconducibile a interruzioni nelle catene di distribuzione.

In marzo il PMI composito ha registrato la contrazione più forte dall'inizio della rilevazione, riflettendo soprattutto il brusco crollo nel settore dei servizi, ben più accentuato che nella manifattura. L'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che stima la dinamica di fondo del prodotto dell'area, è peggiorato in marzo dopo un lieve aumento nei primi due mesi dell'anno (fig. 7); l'indicatore tuttavia non coglie pienamente il dispiegarsi degli effetti sull'attività economica della pandemia in atto, perché solo un piccolo sottoinsieme delle informazioni disponibili per il mese di marzo, impiegate per la sua costruzione, è relativo agli sviluppi più recenti.

I dati riferiti al mese di marzo indicano che la diffusione dell'epidemia ha avuto ripercussioni sull'attività economica in un ampio numero di paesi. Secondo le inchieste della Commissione europea, l'ESI, un indicatore composito di fiducia, è diminuito drasticamente nel complesso dell'area dell'euro. In Francia gli indici della fiducia di famiglie e imprese rilevati dall'INSEE sono scesi soprattutto nella componente prospettica. In Germania l'indicatore ZEW, che rileva la fiducia di circa 350 esperti di economia e finanza, è diminuito al livello più basso da dicembre del 2011. L'indicatore IFO, che misura la fiducia delle aziende in Germania sulla base di

Figura 7



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

un sondaggio condotto su circa 7.000 imprese in diversi settori commerciali, si è portato sul livello più basso da luglio del 2009.

**...in particolare sull'occupazione**

Sempre in marzo, secondo i dati elaborati dalla Commissione europea, l'EEI, un indicatore composito che rileva le aspettative sull'occupazione delle imprese, ha segnato una forte flessione sia nella media dell'area (-10,9 punti; fig. 8) sia nei principali paesi (Francia -9,0; Germania -7,8; Italia -16,0 punti). In Spagna i dati del Ministerio de Inclusión, seguridad social y migraciones, indicano che, rispetto al mese di febbraio, l'occupazione si è ridotta dell'1,8 per cento.

**Le istituzioni europee preparano ampi interventi per contrastare gli effetti della pandemia**

Le istituzioni europee hanno predisposto alcuni significativi interventi in risposta al diffondersi dell'epidemia. La Commissione europea ha presentato un'iniziativa di investimento in risposta al coronavirus (*Coronavirus Response Investment Initiative, CRII*), con la quale viene resa disponibile una parte dei fondi di coesione già stanziati; ha inoltre avanzato la proposta di uno strumento di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione legati all'emergenza (*temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency, SURE*) a favore dei paesi della UE, con una disponibilità di 100 miliardi di euro. La Banca europea degli investimenti (BEI) ha proposto l'istituzione di un fondo paneuropeo di garanzie per 25 miliardi che permetterebbe di mobilitare finanziamenti fino a 200 miliardi alle piccole e medie imprese.

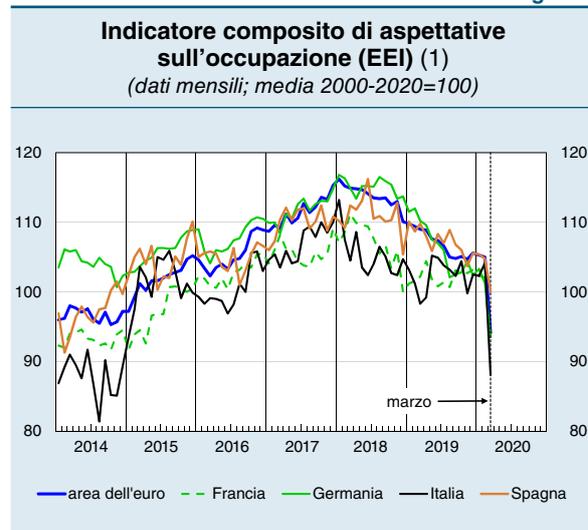
La Commissione ha altresì attivato la clausola di salvaguardia generale prevista dal Patto di stabilità e crescita, che consente temporanee deviazioni dall'obiettivo di bilancio di medio termine o dal percorso di avvicinamento a quest'ultimo (cfr. il par. 2.9); con alcune temporanee modifiche alle regole sugli aiuti di Stato, ha infine ampliato gli spazi di manovra concessi ai governi per alleviare i problemi di finanziamento delle imprese.

Il 9 aprile l'Eurogruppo ha approvato le iniziative della Commissione e della BEI; ha inoltre raggiunto un accordo per dotare il Meccanismo europeo di stabilità (European Stability Mechanism, ESM) di un'ulteriore linea di credito precauzionale rinforzata, alla quale gli Stati membri che ne facciano richiesta potranno accedere con la sola condizione che le risorse ottenute siano utilizzate per finanziare i costi diretti e indiretti dell'assistenza sanitaria, delle cure e della prevenzione. L'ammontare concesso a ciascun paese potrà raggiungere il 2 per cento del PIL nazionale. L'Eurogruppo ha anche avviato una discussione sulla possibile creazione di un fondo europeo per la ricostruzione, finanziato attraverso emissioni di debito comune o soluzioni alternative nel contesto del quadro finanziario pluriennale dell'Unione europea, sul quale il Consiglio europeo dovrà dare indicazioni ulteriori.

**Le aspettative di inflazione hanno toccato minimi storici su tutti gli orizzonti**

Nel primo trimestre l'inflazione (fig. 9) è stata frenata dal calo dei corsi petroliferi (cfr. il par. 1.1) e dalla debolezza della domanda; sulla base dei dati preliminari in marzo è scesa allo 0,7 per cento. La componente di fondo è diminuita in misura più contenuta, all'1,0 per cento, risentendo del

Figura 8



Fonte: Commissione europea  
 (1) L'indicatore è costruito come media ponderata delle aspettative delle imprese dell'industria, servizi, commercio al dettaglio e costruzioni sull'occupazione nei successivi tre mesi. Valori superiori/inferiori a 100 indicano aspettative in aumento/diminuzione.

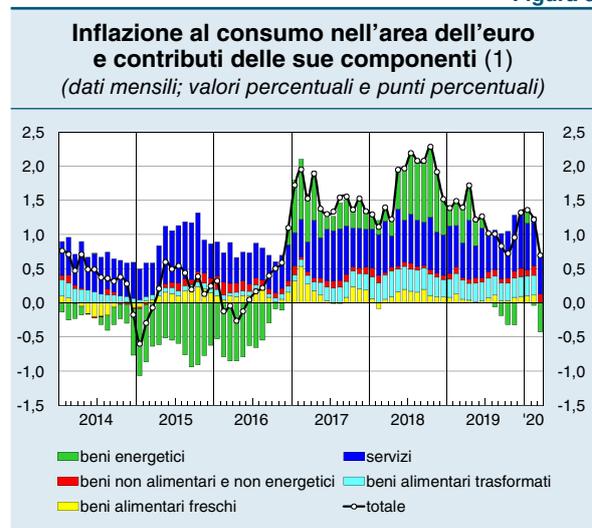
rallentamento dei prezzi dei servizi a fronte della dinamica stabile di quelli dei beni industriali non energetici.

Le attese di inflazione incorporate nei prezzi delle attività finanziarie si sono ridotte decisamente su tutti gli orizzonti dall'ultima decade di febbraio, di pari passo con il diffondersi dell'emergenza sanitaria globale, riflettendo crescenti timori di un significativo deterioramento delle prospettive della domanda aggregata. A metà aprile le aspettative a due anni desunte dai rendimenti degli *inflation swaps* erano leggermente negative (-0,1 per cento); quelle a cinque anni sull'orizzonte a cinque anni, dopo aver toccato il minimo storico nella terza decade di marzo, erano risalite collocandosi all'1,0 per cento (fig. 10.a). In base ai prezzi delle opzioni è significativamente aumentata la probabilità che l'inflazione risulti negativa o inferiore allo 0,5 per cento nella media dei prossimi cinque anni, superando i livelli registrati nel 2015 (fig. 10.b).

**Il Consiglio direttivo della BCE è intervenuto...**

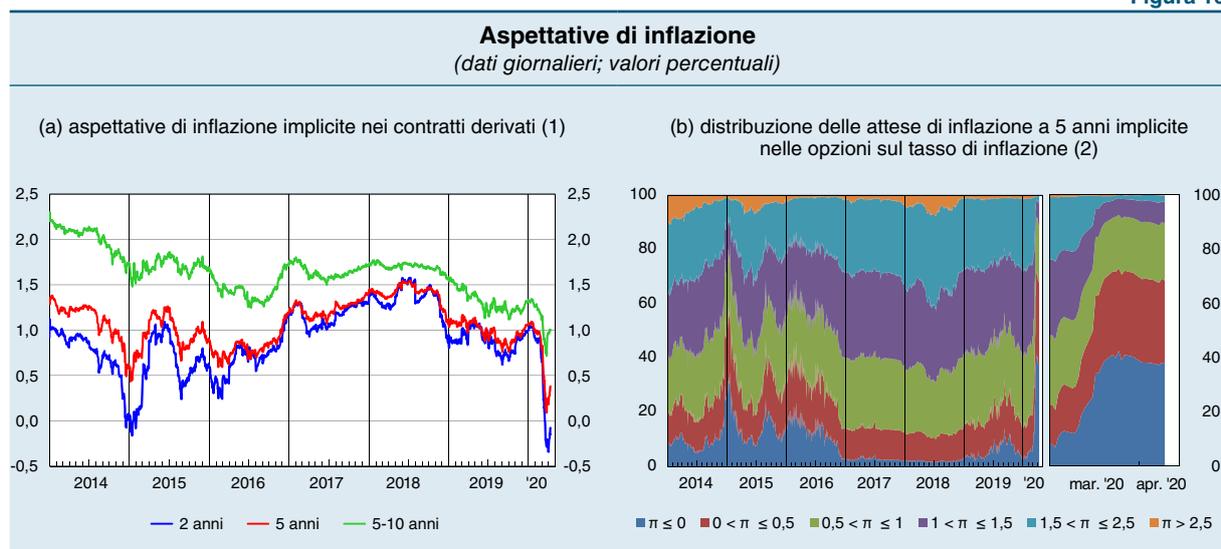
Nelle riunioni del 12 e del 18 marzo il Consiglio direttivo della BCE ha introdotto misure monetarie decisamente espansive, con l'obiettivo di sostenere il credito a famiglie e imprese, garantire condizioni di liquidità distese e intervenire sul mercato dei titoli pubblici in modo flessibile e concentrato sui segmenti e sui paesi sotto tensione, contrastando gli aumenti degli spread che possono danneggiare la trasmissione monetaria (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate dalla BCE nel marzo 2020*).

Figura 9



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

Figura 10



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

## LE MISURE DI POLITICA MONETARIA ADOTTATE DALLA BCE NEL MARZO 2020

Nella riunione del Consiglio direttivo del 12 marzo sono state introdotte nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (*Longer-Term Refinancing Operations*, LTRO), sono state rese significativamente più convenienti le condizioni applicate alla terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO3) ed è stato rafforzato il programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP).

Le nuove LTRO intendono fornire sostegno immediato alla liquidità del settore bancario e salvaguardare il funzionamento dei mercati monetari. Sono condotte con frequenza settimanale e mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti; il costo è pari al tasso medio applicato ai depositi presso la banca centrale per la durata della rispettiva operazione, attualmente negativo (-0,5 per cento). Le operazioni scadranno tutte a giugno del 2020, in concomitanza con il regolamento della quarta operazione TLTRO3, cui le controparti potranno trasferire il rifinanziamento ottenuto<sup>1</sup>.

Nell'ambito del programma TLTRO3 è stato innalzato l'ammontare complessivo di fondi che le controparti possono ottenere (al 50 per cento dello stock di prestiti, dal 30 per cento, corrispondente a circa 3.000 miliardi di euro) e ne è stato ridotto il costo: da giugno del 2020 a giugno del 2021 a queste operazioni sarà applicato un tasso di interesse inferiore di 25 punti base rispetto al tasso medio sulle operazioni di rifinanziamento principale. Per le controparti i cui prestiti eguagliano un livello di riferimento (*benchmark net lending*), il tasso praticato sarà di 25 punti base più basso del tasso sui depositi presso la banca centrale e comunque non superiore a -0,75 per cento<sup>2</sup>.

Sono stati temporaneamente allentati i criteri di idoneità applicabili alle attività che le banche utilizzano come garanzie nelle operazioni con l'Eurosistema, affinché le controparti siano in grado di beneficiare appieno del sostegno finanziario offerto<sup>3</sup>.

Il Consiglio direttivo ha aumentato la dotazione dell'APP sino alla fine dell'anno per un ammontare pari a 120 miliardi di euro; gli ulteriori acquisti saranno realizzati in maniera flessibile, nel ritmo e nella composizione, e saranno indirizzati verso le giurisdizioni e i segmenti di mercato soggetti alle tensioni più gravi.

A fronte del rapido estendersi dell'epidemia e dell'insorgere di turbolenze rilevanti sui mercati finanziari, il 18 marzo il Consiglio direttivo, nel corso di una riunione straordinaria, ha introdotto un nuovo programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) per un ammontare complessivo di 750 miliardi di euro. Gli acquisti, che verranno condotti in maniera flessibile nel tempo, tra tipologie di attività e tra giurisdizioni, proseguiranno almeno sino alla fine dell'anno corrente e comunque sino a quando permarrà l'emergenza legata all'epidemia; riguarderanno tutte le attività finanziarie oggetto dell'APP, compresi i titoli di Stato emessi dalla Grecia, finora non ammessi ai programmi dell'Eurosistema. Il Consiglio direttivo ha inoltre incluso tra le attività ammissibili nell'ambito del programma di acquisto di titoli obbligazionari emessi da società non finanziarie dei paesi dell'area dell'euro (*Corporate Sector Purchase Programme*, CSPP) anche la carta commerciale con adeguato merito di credito.

<sup>1</sup> Per ulteriori informazioni sulle nuove LTRO, cfr. BCE, *ECB announces measures to support bank liquidity conditions and money market activity*, comunicato stampa del 12 marzo 2020.

<sup>2</sup> Per ulteriori informazioni sulle modifiche apportate alle operazioni TLTRO3, cfr. BCE, *ECB announces easing of conditions for targeted longer-term refinancing operations (TLTRO III)*, comunicato stampa del 12 marzo 2020.

<sup>3</sup> Per ulteriori informazioni sulle modifiche temporanee apportate ai criteri di idoneità per le attività conferibili in garanzia, cfr. BCE, *ECB announces package of temporary collateral easing measures*, comunicato stampa del 7 aprile 2020.

Il nuovo programma consente di intervenire su tutta la curva dei rendimenti, evitando fenomeni di frammentazione e distorsioni nei prezzi delle attività finanziarie, ed è concepito per rispondere con flessibilità al progredire dell'epidemia e dell'incertezza e al manifestarsi delle relative ripercussioni su particolari segmenti<sup>4</sup>. Il Consiglio ha deciso di riconsiderare i limiti che si era finora autoimposto nell'acquisto di titoli sul mercato, nella misura in cui sia necessario al perseguimento dei propri obiettivi.

Il Consiglio ha ribadito di essere pronto ad aumentare la dimensione dei programmi di acquisto di attività e ad adeguarne la composizione, per tutto il tempo necessario; ha confermato che non tollererà alcun rischio per la regolare trasmissione della politica monetaria in tutte le giurisdizioni dell'area dell'euro<sup>5</sup>.

Nelle ore immediatamente successive all'annuncio di queste decisioni i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti significativamente (di circa 20 punti base nella media dell'area dell'euro e di 60 in Italia, allo 0,4 e all'1,8 per cento, rispettivamente); il differenziale tra il rendimento dei titoli di Stato italiani a dieci anni e quello del Bund tedesco con pari scadenza, che era salito fino a 320 punti base durante le fasi di massima turbolenza, si è riportato su valori intorno a 180 punti base; l'euro si è deprezzato dell'1,2 per cento rispetto al dollaro; i corsi azionari sono aumentati di oltre il 2 per cento nell'area e in Italia.

L'insieme delle misure adottate ha l'obiettivo di sostenere le condizioni di liquidità e il credito a famiglie e imprese più colpite dalla crisi; la dimensione e la flessibilità dei programmi di acquisto consentiranno di contrastare l'ampliarsi dei differenziali di rendimento sul mercato obbligazionario e i rischi per la trasmissione della politica monetaria<sup>6</sup>.

<sup>4</sup> C. Lagarde, *La nostra risposta all'emergenza legata al coronavirus*, 19 marzo 2020.

<sup>5</sup> BCE, *ECB announces €750 billion Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)*, comunicato stampa del 18 marzo 2020.

<sup>6</sup> *Il Governatore Visco sul programma di misure della BCE a sostegno dell'emergenza Coronavirus*, intervista di F. Lacqua al Governatore I. Visco, Bloomberg TV, 13 marzo 2020; P. Lane, *The monetary policy package: an analytical framework*, 13 marzo 2020; *BCE: per proteggere economia e famiglie, pronti 3 mila miliardi*, intervista di D. Manca a F. Panetta, "Corriere della sera", 14 marzo 2020, pubblicata anche sul [sito](#) della BCE.

Le misure includono la conduzione di nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (*Longer-Term Refinancing Operations*, LTRO); un ulteriore allentamento delle condizioni applicate alla terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO3); una dotazione aggiuntiva di 120 miliardi per ulteriori acquisti netti nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP); un nuovo programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP). Quest'ultimo, volto a contrastare l'inasprimento delle condizioni finanziarie, può contare su una dotazione di 750 miliardi per condurre in modo flessibile – nel tempo, tra tipologie di attività e tra paesi – acquisti di titoli pubblici e privati; sarà attivo sino al termine della fase di crisi pandemica e in ogni caso per tutto il 2020.

**...ed è pronto  
a utilizzare ancora  
tutti gli strumenti  
necessari**

Il Consiglio direttivo si è dichiarato pronto, se necessario, ad aumentare la dimensione e a modificare la composizione dei programmi di acquisto, nonché a fare tutto ciò che è necessario, nell'ambito del proprio mandato, per sostenere l'area dell'euro.

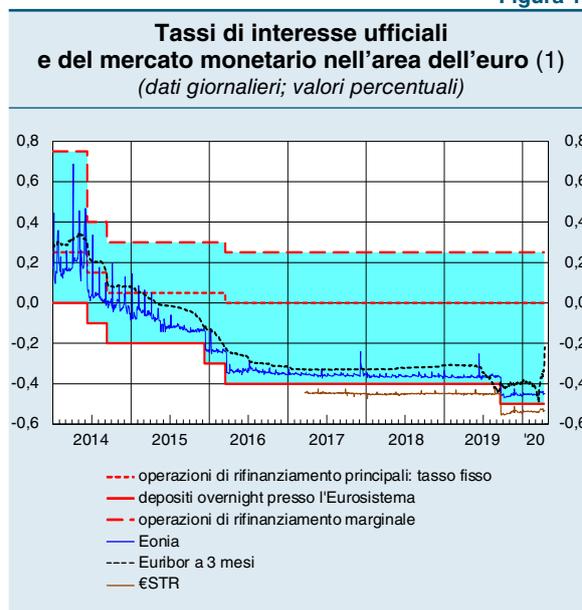
Il 12 marzo il Consiglio di vigilanza della BCE ha annunciato misure per allentare i requisiti patrimoniali e di liquidità delle banche sottoposte alla vigilanza diretta; ha anche segnalato l'opportunità di rafforzare l'effetto di queste misure attraverso una riduzione del coefficiente della

riserva di capitale anticiclica da parte delle autorità macroprudenziali nazionali<sup>2</sup>.

**Gli acquisti sul mercato sono stati ampi**

Dopo le decisioni del Consiglio direttivo gli acquisti netti sul mercato previsti dall'APP sono stati ampi, concentrati nei paesi più esposti alle tensioni, tra cui l'Italia. Alla fine di marzo il valore in bilancio dei titoli pubblici acquistati dall'Eurosistema nell'ambito dell'APP era pari a 2.160 miliardi di euro; quello delle obbligazioni bancarie garantite a 274 miliardi; quelli delle *asset-backed securities* e delle obbligazioni societarie erano pari a 31 e 202 miliardi, rispettivamente. Il valore dei titoli pubblici italiani acquistati nell'ambito dell'APP ammontava a 382 miliardi di euro, di cui 346 acquistati dalla Banca d'Italia; 12 miliardi sono stati acquistati nel mese di marzo. Dal 26 marzo sono stati avviati gli acquisti previsti dal PEPP; il 13 aprile il valore di bilancio dei titoli di tutta l'area acquistati nell'ambito di tale programma era pari a 50,7 miliardi.

Figura 11



Fonte: BCE e Refinitiv.

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

A partire dalla seconda metà di marzo il tasso Euro short-term rate (€STR) ha mostrato una leggera tendenza al rialzo, portandosi a circa -0,53 intorno alla metà di aprile (fig. 11); nello stesso periodo in Italia e nelle altre principali economie dell'area i rendimenti dei contratti pronti contro termine (repo) hanno registrato una maggiore volatilità, pur mantenendosi nel complesso su livelli prossimi alla *deposit facility*.

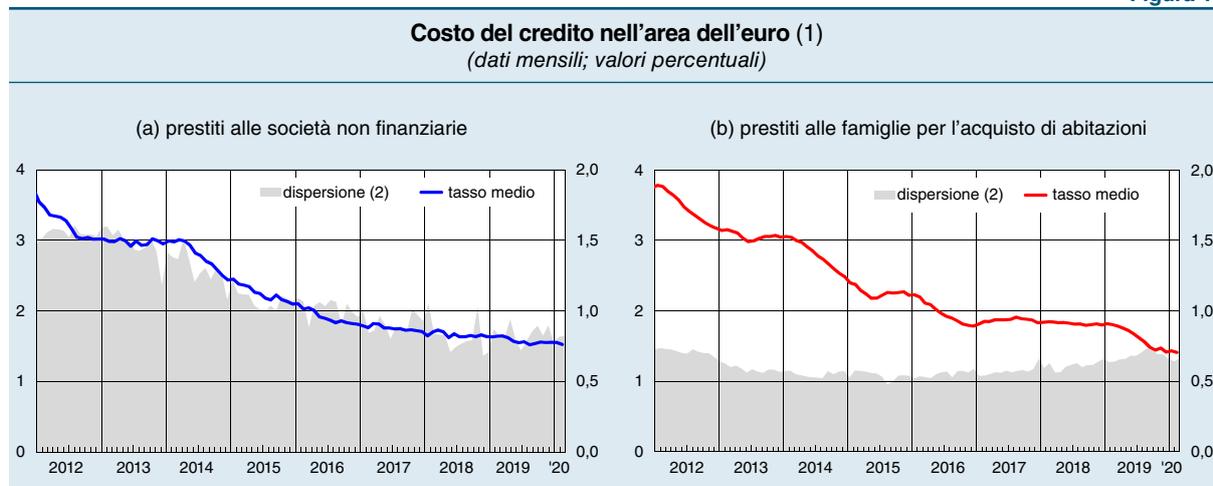
Con la terza asta di TLTRO3, regolata il 25 marzo, sono stati assegnati 115 miliardi a 114 controparti, di cui 36 a 30 controparti italiane. Nello stesso giorno sono stati rimborsati circa 93 miliardi presi in prestito con operazioni della serie precedente (TLTRO2), di cui 35 da parte di intermediari italiani. Con le prime cinque aste delle nuove operazioni LTRO, condotte dal 17 marzo al 14 aprile, sono inoltre stati assegnati circa 257 miliardi a controparti dell'area dell'euro, di cui 54 erogati a banche italiane.

**La crescita del credito è proseguita fino a febbraio**

Fino al mese di febbraio è proseguita la crescita dei prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie, che in quel mese si è collocata rispettivamente all'1,3 e al 4,3 per cento sui tre mesi in ragione d'anno (dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni). Tra i principali paesi la dinamica del credito alle imprese si è indebolita in Spagna. L'espansione dei prestiti alle famiglie è stata solida in tutte le principali economie.

Tra novembre e febbraio il costo dei nuovi prestiti alle società non finanziarie si è mantenuto sostanzialmente stabile all'1,5 per cento, mentre quello dei nuovi mutui alle famiglie è sceso di circa dieci punti base, all'1,4 per cento (fig. 12).

<sup>2</sup> BCE, *ECB Banking Supervision provides temporary capital and operational relief in reaction to coronavirus*, comunicato stampa del 12 marzo 2020.



Fonte: BCE.

(1) Media ponderata dei tassi di interesse sui nuovi prestiti a breve e a medio-lungo termine, con pesi pari alla media mobile a 24 mesi dei flussi di nuove erogazioni; per le società non finanziarie sono inclusi i finanziamenti in conto corrente. – (2) Deviazione standard del tasso medio per 12 paesi dell'area dell'euro. Scala di destra.

### 1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

Sui mercati finanziari si sono manifestate forti turbolenze, che hanno spinto al ribasso i corsi azionari e impresso ampie oscillazioni ai rendimenti dei titoli di Stato, in un contesto di ridotta liquidità, aumento dell'avversione al rischio ed elevata volatilità.

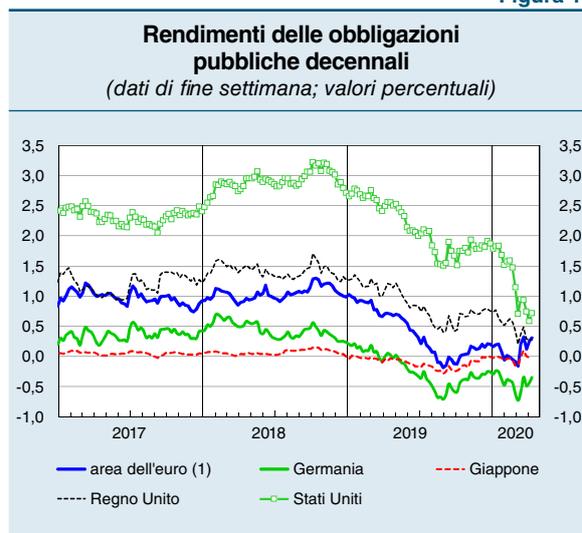
**Le tensioni si sono trasmesse ai rendimenti a lungo termine**

Dalla metà di gennaio i tassi a lungo termine erano scesi in tutte le maggiori economie avanzate (fig. 13), riflettendo gli accresciuti timori di un rallentamento generalizzato dell'attività globale (cfr. il par. 1.1). In marzo, in seguito alla progressiva estensione delle misure di contenimento dell'epidemia ai principali paesi avanzati, si è fortemente accentuata la preferenza degli investitori per attività finanziarie ritenute maggiormente sicure (*flight to quality*); tale fenomeno ha comportato decise riduzioni dei rendimenti in alcune giurisdizioni e aumenti in altre.

Tra metà febbraio e metà aprile il rendimento dei titoli di Stato decennali è sceso di circa 90 punti base negli Stati Uniti, a 0,7 per cento, mentre in Germania è salito di circa 10 punti base, a -0,3 per cento. Nell'area dell'euro, in una situazione di estrema rarefazione della liquidità e delle transazioni sui mercati, i differenziali di rendimento rispetto ai titoli tedeschi sono aumentati in tutti i paesi, in misura più marcata in Grecia, Italia (cfr. il par. 2.8) e Portogallo, più

Dalla metà di gennaio i tassi a lungo termine erano scesi in tutte le maggiori economie avanzate (fig. 13), riflettendo gli accresciuti timori di un rallentamento generalizzato dell'attività globale (cfr. il par. 1.1). In marzo, in seguito alla progressiva estensione delle misure di contenimento dell'epidemia ai principali paesi avanzati, si è fortemente accentuata la preferenza degli investitori per attività finanziarie ritenute maggiormente sicure (*flight to quality*); tale fenomeno ha comportato decise riduzioni dei rendimenti in alcune giurisdizioni e aumenti in altre.

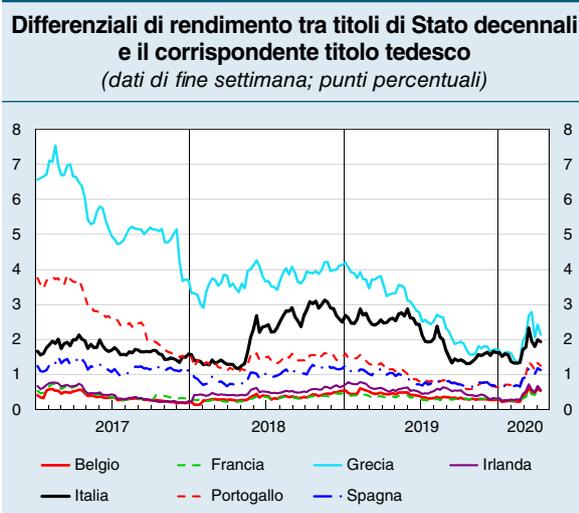
Figura 13



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

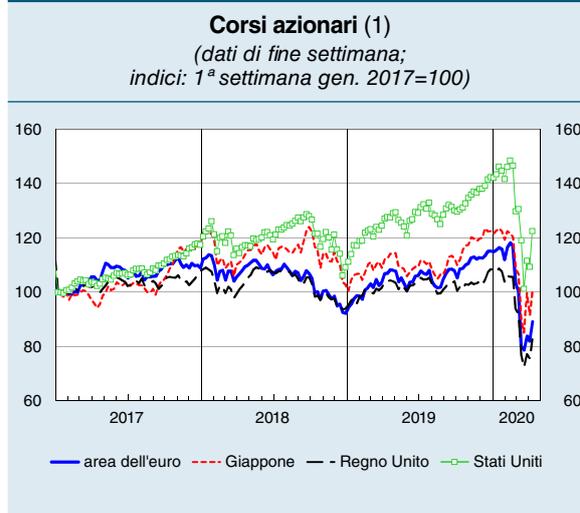
(1) Rendimenti medi dei titoli di Stato benchmark decennali dei paesi dell'area dell'euro, ponderati con il PIL a prezzi concatenati del 2010; il dato esclude Cipro, Estonia, Grecia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Slovacchia e Slovenia.

Figura 14



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Figura 15



Fonte: Refinitiv.

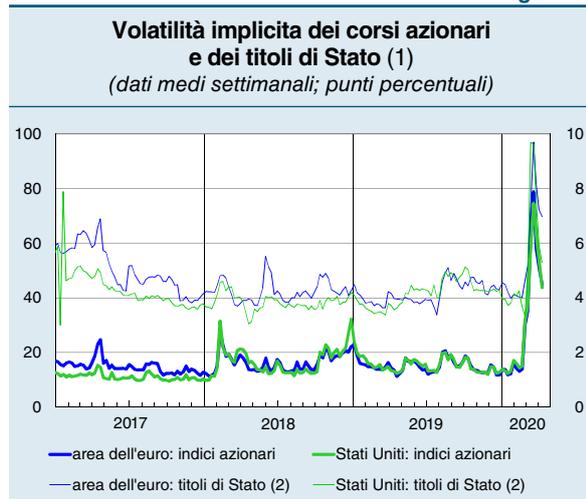
(1) Indici: Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Nikkei 225 per il Giappone, FTSE All Share per il Regno Unito e Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti.

contenuta in Belgio, Francia, Irlanda e Spagna (fig. 14). Dopo la decisione del Consiglio direttivo della BCE di istituire un nuovo programma di acquisti di attività per 750 miliardi, le tensioni nell'area dell'euro si sono ridotte (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate dalla BCE nel marzo 2020*).

**Gli indici di borsa sono caduti**

I corsi azionari mondiali sono scesi rapidamente (fig. 15) in seguito alle notizie sul diffondersi dell'epidemia in Europa e negli altri principali paesi avanzati (cfr. il par. 1.1); successivamente le quotazioni hanno lievemente recuperato, dopo l'annuncio di ulteriori misure da parte delle banche centrali e dei governi.

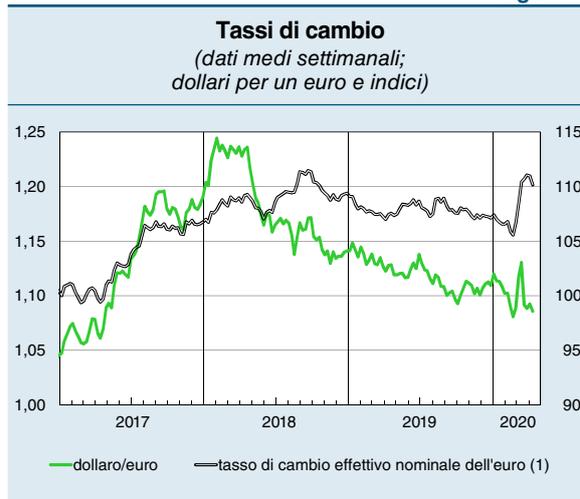
Figura 16



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

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

Figura 17



Fonte: BCE, Bloomberg e Refinitiv.

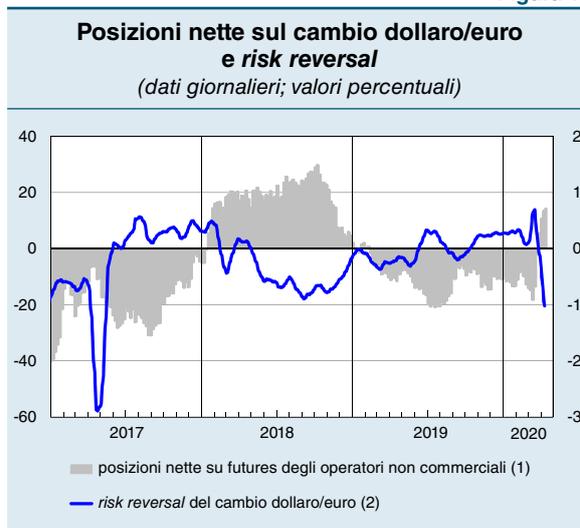
(1) Un incremento del tasso di cambio effettivo nominale indica un apprezzamento dell'euro. Indice: 1<sup>a</sup> settimana gen. 2017=100. Scala di destra.

La volatilità implicita dei mercati azionari è aumentata ovunque, superando i massimi raggiunti all'apice della crisi finanziaria del 2008-09; è bruscamente salita anche la volatilità implicita nei rendimenti dei titoli di Stato (fig. 16).

**La volatilità dell'euro è aumentata**

Dalla metà di gennaio è aumentata la volatilità sui mercati valutari; dopo una fase di iniziale rafforzamento, nelle ultime settimane il tasso di cambio dell'euro è tornato a deprezzarsi nei confronti del dollaro, portandosi a livelli leggermente inferiori a quelli registrati a inizio anno; in termini effettivi nominali la valuta comune si è apprezzata (fig. 17). Sui mercati dei derivati le posizioni corte in euro degli operatori non commerciali sono gradualmente diminuite, fino a raggiungere un livello minore rispetto a quello delle posizioni lunghe, suggerendo attese di apprezzamento della moneta unica (fig. 18).

Figura 18



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

# 2 L'ECONOMIA ITALIANA

## 2.1 LA FASE CICLICA

L'evidenza disponibile indica che nel primo trimestre del 2020 il prodotto in Italia avrebbe registrato una flessione oggi quantificabile attorno ai cinque punti percentuali. A questa valutazione contribuisce la stima di un forte calo in alcuni comparti dei servizi (cfr. il riquadro: *La trasmissione degli effetti della pandemia all'economia italiana*). Il protrarsi delle misure di contenimento del contagio comporterebbe una caduta del PIL anche nel secondo trimestre.

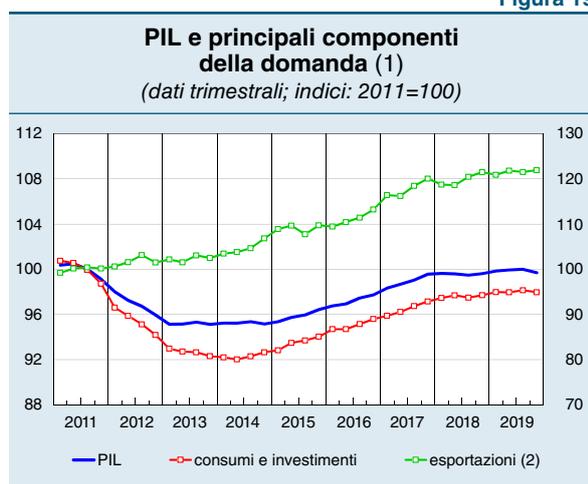
**Il PIL è diminuito nel quarto trimestre del 2019**

Negli ultimi tre mesi dello scorso anno il prodotto è diminuito dello 0,3 per cento (figg. 19, 20 e tav. 4), con il contributo negativo della domanda interna e un forte decumulo delle scorte, solo in parte compensati dall'apporto positivo dell'interscambio con l'estero, determinato principalmente dalla marcata riduzione delle importazioni. Il valore aggiunto è sceso in tutti i settori, ad eccezione dell'agricoltura.

**Nel primo trimestre del 2020 l'effetto della diffusione dell'epidemia è stato assai rilevante**

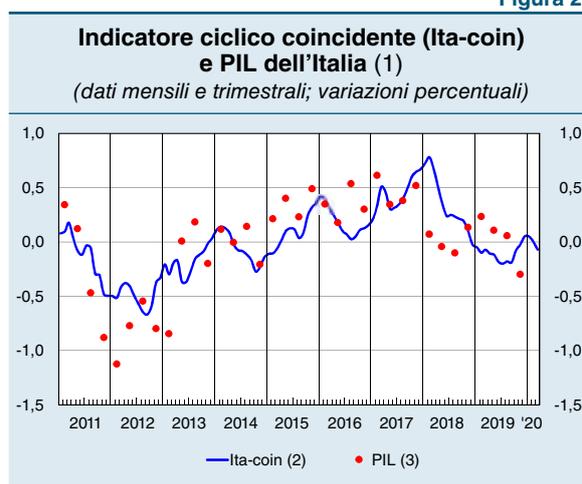
Dalla fine di febbraio la diffusione del contagio ha avuto un forte impatto negativo sull'attività economica, particolarmente marcato nel settore dei servizi; l'effetto è visibile attraverso gli indicatori tradizionali disponibili, ma la sua dimensione è desumibile anche dalle informazioni sulla chiusura delle attività in diversi settori (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel primo trimestre del 2020*).

Figura 19



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

Figura 20



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

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

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

Fonte: Istat.

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

La crisi ha colpito il sistema produttivo quando era già in atto un rallentamento dell'attività economica e in presenza di un alto debito pubblico. Tuttavia le imprese, la cui leva finanziaria si è ridotta significativamente negli ultimi anni, e le famiglie, il cui indebitamento è molto basso nel confronto internazionale, affrontano questa difficile fase congiunturale con una struttura finanziaria sostanzialmente più equilibrata rispetto a quella che avevano alla vigilia della crisi del debito sovrano; la posizione debitoria del Paese sull'estero è sostanzialmente in equilibrio; le banche partono da condizioni patrimoniali e di liquidità più robuste che in passato.

**L'ATTIVITÀ ECONOMICA NEL PRIMO TRIMESTRE DEL 2020**

L'Italia è stata investita dalla diffusione dell'epidemia di Covid-19 alla fine di febbraio; i provvedimenti di contenimento sono stati inaspriti a più riprese, fino a coprire tutto il territorio nazionale.

Le misure inizialmente adottate dal Governo e dalle amministrazioni locali, indispensabili per limitare il contagio, hanno avuto immediate ricadute sull'attività soprattutto nei settori ricettivi e della ristorazione, dei viaggi e trasporti, dei servizi ricreativi, culturali e personali e del commercio al dettaglio non alimentare, cui fa complessivamente capo circa il 10 per cento del valore aggiunto nazionale; i livelli produttivi in questi comparti risentono inoltre di una contrazione anche dal lato della domanda.

Dal 22 marzo i provvedimenti hanno riguardato tutti i settori dell'economia definiti “non essenziali”, che coprono circa il 28 per cento del valore aggiunto (cfr. il riquadro: *La trasmissione degli effetti della pandemia all'economia italiana*).

Oltre alle disposizioni che comportano un esplicito blocco dell'attività, sull'offerta complessiva di tutti i comparti pesano gli ostacoli nell'approvvigionamento di beni e servizi intermedi sui mercati interni e internazionali, nonché le limitazioni imposte alle aziende nell'impiego della manodopera e nella conduzione delle attività, dovute principalmente alle restrizioni alla mobilità.

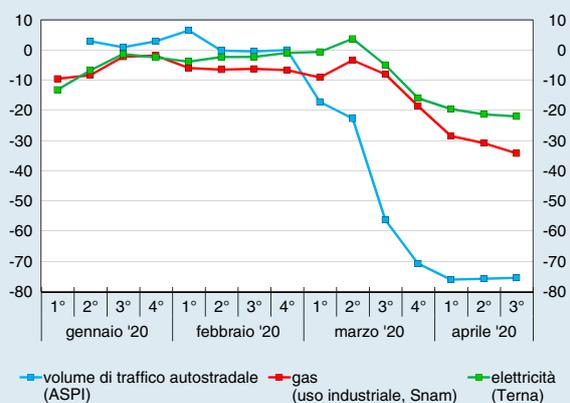
I dati degli indicatori congiunturali di norma utilizzati – consumi elettrici, fornitura di gas al comparto industriale, trasporto di merci su strada e su rotaia – riferiti al periodo successivo al manifestarsi dell'epidemia in Italia forniscono segnali di un deciso calo dell'attività (figura A).

Nell'ultima settimana di marzo i consumi di gas per uso industriale sono diminuiti del 30 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2019; anche i consumi elettrici hanno registrato un'importante riduzione, intorno al 20 per cento, dopo avere iniziato a scendere già dalla seconda settimana di marzo, quando sono state estese all'intero territorio nazionale le misure di contenimento. Dall'inizio di marzo il traffico autostradale è progressivamente scemato fino a risultare nella prima settimana di aprile inferiore di circa l'80 per cento rispetto al periodo corrispondente dello scorso anno.

Gli indici del clima di fiducia delle imprese e quelli dei responsabili degli acquisti (*purchasing managers' index*, PMI) hanno registrato cali molto significativi in marzo nella manifattura e soprattutto nel settore dei servizi, che per primi sono stati interessati dalle misure di sospensione dell'attività (figure B e C; cfr. anche fig. 21.b). Le aziende intervistate dalla Banca d'Italia tra il 3 e il 26 marzo segnalano un forte deterioramento della loro attività sia nel primo trimestre sia nel successivo, di entità analoga a quanto riportato all'indomani della crisi finanziaria globale e di quella dei debiti sovrani dell'area dell'euro (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 14 aprile 2020).

Figura A

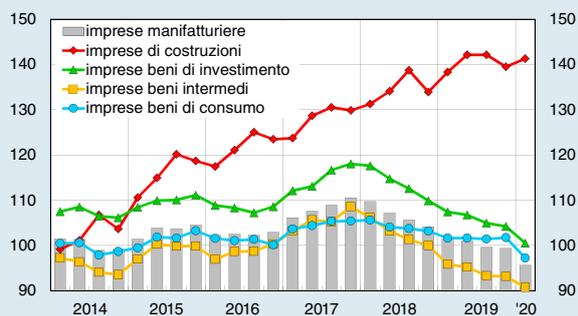
**Indicatori congiunturali (1)**  
(dati settimanali;  
variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: dati ASPI disponibili sul sito di Atlantia; elaborazioni su dati Snam e Terna.  
(1) Variazione settimanale tendenziale nel primo trimestre del 2020 rispetto allo stesso periodo del 2019.

Figura B

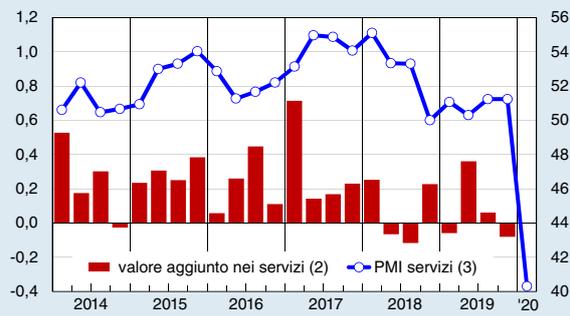
**Indici di fiducia delle imprese industriali (1)**  
(dati trimestrali; indici: 2010=100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.  
(1) Livello medio nel trimestre di riferimento.

Figura C

**PMI e valore aggiunto nei servizi (1)**  
(dati trimestrali; indici di diffusione e variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Markit.  
(1) Indice PMI: livello medio nel trimestre di riferimento. L'indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale delle risposte "stabile". Valore aggiunto nei servizi: variazione percentuale sul periodo precedente, dati destagionalizzati. – (2) Il dato del valore aggiunto nel 1° trimestre del 2020 non è ancora disponibile. – (3) Scala di destra.

Dalle informazioni raccolte attraverso la rete territoriale della Banca emerge che nel terziario le misure di contenimento hanno pressoché azzerato il fatturato di gran parte del commercio al dettaglio non alimentare, di alberghi, bar e ristoranti e delle aziende operanti nel turistico e che si sono arrestate le attività edili. Segnali analoghi sono desumibili per la spesa in servizi dall'indicatore dei consumi Confcommercio, che si è ridotto a partire da febbraio, a seguito del forte calo della domanda nei settori ricettivo e alberghiero.

Integrando le indicazioni dei modelli previsivi con le informazioni sulla chiusura di stabilimenti produttivi, raccolte dalla rete territoriale della Banca d'Italia, si può valutare che la produzione industriale abbia subito una significativa contrazione in marzo, intorno al 15 per cento; tenendo conto degli andamenti di gennaio e febbraio, la flessione della produzione industriale nel trimestre sarebbe attorno ai sei punti percentuali.

Sulla base di queste informazioni, nel primo trimestre del 2020 la contrazione del PIL dell'Italia potrebbe essere oggi valutabile intorno ai cinque punti percentuali. Tale valutazione integra le stime provenienti da un'ampia gamma di modelli previsivi con quantificazioni dell'impatto delle misure di contenimento gradualmente imposte dalla legislazione nazionale e locale, basate su dati granulari di valore aggiunto e occupazione a livello territoriale e settoriale<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Le ipotesi sottostanti sono compatibili con le informazioni fornite da alcune associazioni di categoria (Federalberghi, Federturismo, Federazione Italiana dei Pubblici Esercizi, Assomusica, SIAE, Cinetel).

## LA TRASMISSIONE DEGLI EFFETTI DELLA PANDEMIA ALL'ECONOMIA ITALIANA

Il protrarsi delle misure di contenimento della pandemia di Covid-19 comporterà una significativa caduta del PIL nel nostro paese anche nel secondo trimestre, cui farà verosimilmente seguito un recupero, che potrà anche essere sostenuto. I tempi e l'intensità della ripresa dipenderanno, oltre che dalla durata e dall'estensione geografica del contagio, su cui vi è ancora molta incertezza, da diversi fattori interni e internazionali, nonché dall'efficacia delle politiche economiche.

Sul piano interno le disposizioni di contenimento dell'epidemia hanno causato un arresto quasi completo dell'attività in importanti settori dei servizi, tra i quali quelli degli alloggi e della ristorazione, dei viaggi, dei servizi ricreativi, culturali e personali e del commercio al dettaglio non alimentare (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel primo trimestre del 2020*). Dal 28 marzo i provvedimenti hanno interessato anche il settore industriale<sup>1</sup>. Per altro verso l'epidemia ha comportato incrementi di attività in alcuni settori, tra i quali quello farmaceutico e del commercio online.

La tavola A mostra il contributo in termini di valore aggiunto e di occupazione dei principali settori di attività economica nel nostro paese. I servizi di alloggio e ristorazione, tra i più colpiti dall'epidemia, producono quasi il 4 per cento del valore aggiunto e impiegano circa 1,6 milioni di persone (6,5 per cento degli occupati totali). L'industria in senso stretto rappresenta poco meno del 20 per cento del valore aggiunto e impiega 4,2 milioni di persone (17 per cento del totale). Nel complesso le attività

<sup>1</sup> L'elenco delle attività industriali, in aggiunta a quelle commerciali, per le quali non è stata prevista la sospensione è contenuto nel DPCM del 22 marzo 2020 recante misure urgenti di contenimento del contagio sull'intero territorio nazionale, successivamente modificato il 25 marzo mediante un decreto del Ministero dello Sviluppo economico. Precedentemente il DPCM dell'11 marzo 2020 aveva introdotto la sospensione delle sole attività commerciali, ad esclusione delle attività di vendita di generi alimentari e di prima necessità.

commerciali e industriali non ritenute essenziali, e come tali temporaneamente sospese dal DPCM del 22 marzo, contribuiscono a circa il 28 per cento del totale del valore aggiunto. Ogni settimana di blocco dell'attività economica di questa portata comporta, secondo un calcolo meccanico che non considera effetti indiretti, una riduzione del PIL annuale di circa lo 0,5 per cento.

L'intensità del successivo recupero dei livelli di attività interna dipenderà da un insieme di fattori: dalle ripercussioni sulla fiducia e sulle decisioni di spesa dei cittadini e di investimento delle imprese; dall'andamento della propensione al risparmio delle famiglie, in considerazione dell'esigenza di ricostituire i livelli di reddito e ricchezza colpiti dalla crisi<sup>2</sup>; dalla capacità delle imprese di restare sul mercato nonostante le perdite subite nella fase di arresto dell'attività. Per alcuni settori, come quello manifatturiero, è possibile che venga anche recuperata parte della produzione persa durante la vigenza delle misure di contenimento, con una conseguente attenuazione degli effetti complessivi sull'anno; si tratta di un'eventualità meno plausibile per gran parte dei servizi.

Un insieme rilevante di effetti della pandemia dipenderà dall'andamento dell'economia globale. Secondo le valutazioni formulate dall'FMI alla metà di aprile, la contrazione del commercio mondiale, per effetto delle necessarie misure di contenimento adottate da un ampio numero di paesi, sarebbe pari all'11 per cento<sup>3</sup>. In base alle elasticità del PIL alla domanda estera implicite nel modello econometrico della Banca d'Italia<sup>4</sup>, ogni punto di riduzione del commercio mondiale avrebbe un impatto negativo sul prodotto del nostro paese pari a circa un decimo di punto percentuale nel 2020. Va considerato anche che l'Italia è uno dei principali beneficiari dei flussi turistici internazionali, che resteranno verosimilmente modesti per un periodo prolungato (cfr. il par. 2.4).

La capacità di recupero dipenderà in buona parte dalla risposta delle politiche economiche, fiscali, monetarie e prudenziali in corso di attivazione nel nostro paese, a livello europeo e a livello globale, e dalla misura in cui tali politiche saranno in grado sia di compensare la caduta dei redditi e di contrapporsi alle tensioni finanziarie e al peggioramento dell'incertezza, sia in prospettiva di sostenere la domanda aggregata.

<sup>2</sup> Cfr. sul sito della Banca d'Italia R. Gambacorta, A. Rosolia e F. Zanichelli, *Le condizioni finanziarie delle famiglie europee di fronte alla pandemia*, Banca d'Italia, 2 aprile 2020.

<sup>3</sup> FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2020.

<sup>4</sup> G. Bulligan, F. Busetti, M. Caivano, P. Cova, D. Fantino, A. Locarno e L. Rodano, *The Bank of Italy econometric model: an update of the main equations and model elasticities*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1130, 2017.

Tavola A

**Settori interessati dalle misure di contenimento**  
(valori percentuali; dati a fine 2017)

SETTORI	Valore aggiunto (1)	Attività non essenziali (2)	Occupazione (3)
(A) Agricoltura	2,2	5,6	3,7
(B) Industria (4)	19,5	55,9	16,8
(C) Costruzioni	4,2	55,0	6,1
(D) Servizi	74,1	19,2	73,4
di cui: alloggio e ristorazione	3,9	63,6	6,5
attività ricreative, culturali e servizi personali (5)	4,1	65,6	10,6
commercio all'ingrosso e al dettaglio (6)	11,9	51,8	14,9
trasporti e magazzinaggio	5,6	0,0	4,7
servizi vari (7)	22,8	9,0	17,9
<b>Totale attività economiche</b>	<b>100,0</b>	<b>27,6</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Istat; per le attività non essenziali, elaborazioni su dati Istat.  
(1) In percentuale del valore aggiunto totale. – (2) Ai sensi del DPCM del 22 marzo 2020 e del decreto del Ministro dello Sviluppo economico del 25 marzo 2020; in percentuale del valore aggiunto settoriale. – (3) In percentuale degli occupati totali. – (4) Include manifattura, industria estrattiva e servizi di pubblica utilità (fornitura di energia elettrica, gas, acqua, manutenzione di reti fognarie e trattamento dei rifiuti). – (5) Include le attività di famiglie e convivenze come datori di lavoro per personale domestico. – (6) Include la riparazione di autoveicoli e motocicli. – (7) Include, tra gli altri, informazione, comunicazione, attività finanziarie, assicurative e professionali.

Nell'immediato interventi straordinari sono stati definiti per mitigare l'impatto sanitario, economico e sociale dello shock globale, a sostegno delle infrastrutture sanitarie, dei redditi delle famiglie e della liquidità delle imprese colpite dalla crisi (cfr. il riquadro: *Le misure per fronteggiare l'emergenza sanitaria in Italia*). Le politiche monetarie e quelle prudenziali e macroprudenziali hanno finora contrastato in modo deciso le tensioni affioranti sui mercati finanziari e il rischio di una contrazione del credito (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate dalla BCE nel marzo 2020*). Come confermano le valutazioni delle principali istituzioni internazionali, data la natura globale dell'emergenza sanitaria e delle sue conseguenze, la risposta delle politiche economiche risulterà tanto più efficace quanto più sarà coordinata a livello internazionale<sup>5</sup>.

Tutti gli scenari sull'andamento del PIL italiano incorporano un'evoluzione fortemente negativa nella prima metà dell'anno, seguita da un verosimile recupero nella seconda metà e da una accentuata ripresa dell'attività nel 2021. Per la media del 2020 il ventaglio delle attuali valutazioni degli analisti è molto ampio (tavola B): riduzioni di alcuni punti percentuali (diversi previsori hanno formulato valori attorno ai sei punti percentuali) sarebbero coerenti con l'ipotesi di un rapido ritorno, nella seconda parte dell'anno, verso i precedenti livelli di produzione; contrazioni più rilevanti (l'FMI ha previsto una flessione nell'ordine del 9 per cento) potrebbero verificarsi in uno scenario in cui si aggravassero gli sviluppi nell'economia internazionale – anche alla luce dell'evoluzione negli Stati Uniti – e nell'ipotesi di effetti più prolungati sulla fiducia e i redditi dei consumatori e sull'attività nei settori del commercio, del turismo e dei viaggi. Valutazioni analoghe si applicano agli altri paesi dell'area dell'euro.

<sup>5</sup> OCSE, *OECD Interim Economic Outlook. Coronavirus: the world economy at risk*, 2 marzo 2020; G. Gopinath, *Limiting the economic fallout of the coronavirus with large targeted policies*, IMFBlog, 9 marzo, 2020; C. Biancotti, A. Borin, F. Cingano, P. Tommasino e G. Veronese, *The case for a coordinated COVID-19 response: No country is an island*, VoxEU.org, 18 marzo, 2020, pubblicato anche sul [sito](#) della Banca d'Italia.

**Tavola B**

**Previsioni di crescita dell'Italia**  
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

	PIL	
	2020	2021
Confindustria (1)	-6,0	3,5
Consensus Economics (2)	-7,5	4,5
Goldman Sachs (3)	-11,6	7,9
FMI (4)	-9,1	4,8
J.P. Morgan (5)	-4,0	5,0
Prometeia (6)	-6,5	3,3

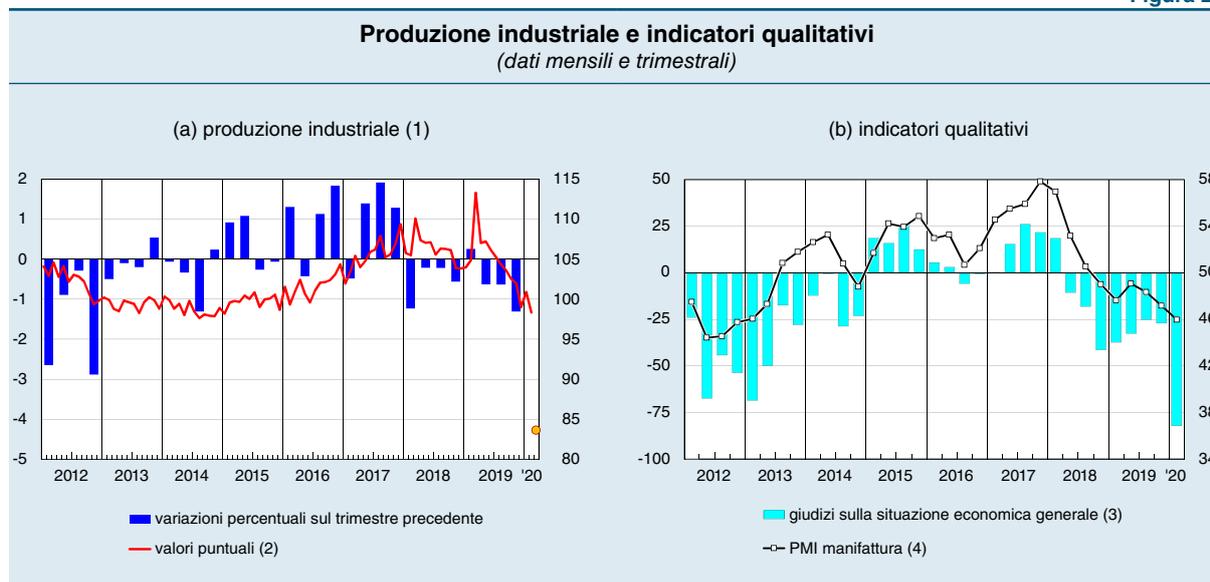
(1) Centro Studi Confindustria, *Le previsioni per l'Italia. Quali condizioni per la tenuta ed il rilancio dell'economia?*, marzo 2020. – (2) Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, 9 aprile 2020. – (3) N. Dacic e S.J. Stehn, *European daily: a deep downturn*, Goldman Sachs, 24 marzo 2020. – (4) FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2020. – (5) J.P. Morgan, *Global Data Watch, Economic Research*, 27 marzo 2020. – (6) Prometeia, *Rapporto di previsione*, marzo 2020.

## 2.2 LE IMPRESE

Si stima che la produzione industriale, dopo essere tornata ad aumentare in gennaio ed essere diminuita in febbraio, sia fortemente caduta in marzo. Le valutazioni delle imprese sono peggiorate in tutti i settori e componenti. Le imprese affrontano tuttavia la crisi partendo da una struttura finanziaria più solida rispetto all'avvio della precedente recessione.

**Gli effetti dell'epidemia si sono riflessi sulla produzione industriale...**

La produzione industriale, dopo un rialzo in gennaio, è diminuita in febbraio, presumibilmente risentendo dei primi effetti della diffusione dell'epidemia, precoce e più intensa nelle aree a maggiore concentrazione di imprese industriali. In marzo, secondo le nostre stime l'attività manifatturiera avrebbe subito una



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

(1) Dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Indice 2015=100. Scala di destra. Il punto rappresenta la previsione del dato di marzo. – (3) Saldo in punti percentuali tra le risposte “migliori” e “peggiori” al quesito sulle condizioni economiche generali (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 14 aprile 2020). – (4) Indici di diffusione desumibili dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (PMI), relativi all'attività economica nel settore manifatturiero; scala di destra. L'indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte “in aumento” la metà della percentuale delle risposte “stabile”.

forte contrazione, nell'ordine del 15 per cento; ne discenderebbe nel complesso del primo trimestre una flessione valutabile in circa sei punti percentuali (fig. 21.a).

Dalle rilevazioni condotte dalla Banca d'Italia emerge un deciso peggioramento nei giudizi delle imprese (cfr. il riquadro: *Le opinioni delle imprese italiane nell'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita*). Nell'indagine Istat le valutazioni delle imprese sono peggiorate in marzo, in misura particolarmente accentuata nei servizi e per le componenti attese (gli ordini, la produzione e le vendite). Nello stesso mese l'indice dei responsabili degli acquisti (*purchasing managers' index*, PMI) delle imprese dei servizi è sceso, registrando la più rapida contrazione dall'inizio dell'indagine, a seguito di un forte ridimensionamento dei nuovi ordini e dell'occupazione; il PMI manifatturiero ha raggiunto il livello più basso da aprile del 2009 (fig. 21.b).

### ...sulle prospettive di investimento delle imprese...

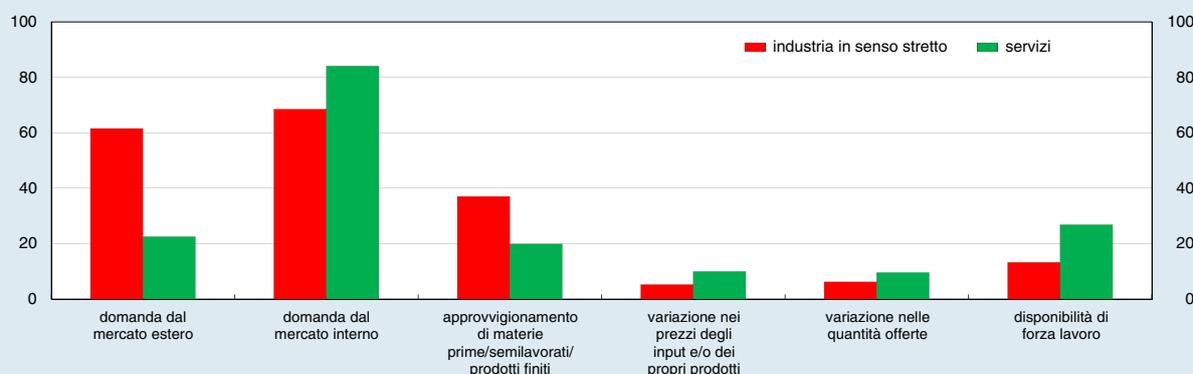
I sondaggi segnalano anche un brusco ridimensionamento delle prospettive per gli investimenti: le imprese intervistate in marzo nell'ambito dell'indagine della Banca d'Italia programmano una significativa riduzione dei propri investimenti per il 2020 (cfr. il riquadro: *Le opinioni delle imprese italiane 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 3 e il 26 marzo la Banca d'Italia ha condotto la consueta indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita su un campione di circa 800 imprese con almeno 50 addetti dell'industria in senso stretto, dei servizi e delle costruzioni (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 14 aprile 2020). Le valutazioni sono quindi state formulate dopo il diffondersi dell'epidemia di Covid-19 nel nostro paese e l'adozione delle prime misure di contenimento del

Figura A

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



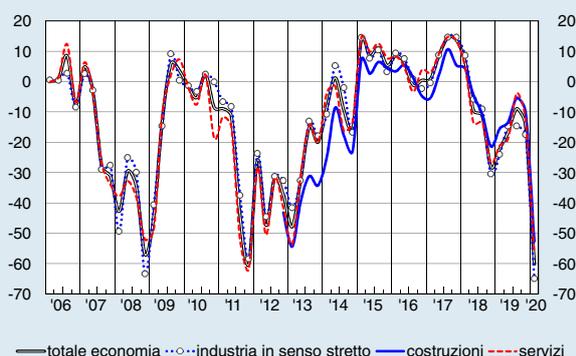
(1) Alle imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi è stato richiesto, nell'ambito dell'indagine condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia presso le imprese italiane con almeno 50 addetti (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 14 aprile 2020), di indicare i due principali canali attraverso cui l'epidemia di Covid-19 influenzerà la propria attività corrente e nei successivi 3 mesi. I valori sull'asse delle ordinate rappresentano la percentuale di imprese che hanno segnalato un dato canale. Le risposte sono ponderate per il numero di imprese.

contagio ma, per la quasi totalità, prima dell'annuncio di provvedimenti di sospensione dell'attività produttiva nei settori definiti "non essenziali".

I giudizi, attuali e prospettici, sulla situazione economica generale e sulle condizioni operative delle imprese sono decisamente peggiorati in tutti i settori, raggiungendo valori analoghi a quelli osservati nei momenti di massima intensità della crisi finanziaria globale del 2008-09 e di quella dei debiti sovrani nel 2010-12.

Figura B

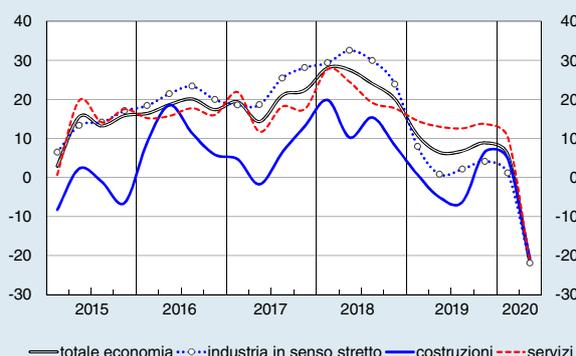
**Giudizio sulle condizioni per investire rispetto al trimestre precedente (1)**  
(dati trimestrali; punti percentuali)



(1) Saldi tra giudizi di miglioramento e giudizi di peggioramento rispetto al trimestre precedente nell'indagine condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia presso le imprese italiane con almeno 50 addetti (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 14 aprile 2020). Le imprese di costruzioni sono incluse nel totale economia a partire dal 1° trimestre del 2013.

Figura C

**Andamento degli investimenti per l'anno di riferimento secondo le attese delle imprese (1)**  
(dati trimestrali; punti percentuali)



(1) Saldi tra giudizi di miglioramento e giudizi di peggioramento rispetto all'anno precedente nell'indagine condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia presso le imprese italiane con almeno 50 addetti (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 14 aprile 2020); la prima indicazione delle attese sull'anno di riferimento viene rilevata nel quarto trimestre dell'anno precedente.

Circa il 65 per cento delle imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi ha già registrato contraccolpi sulla propria attività per effetto dell'emergenza sanitaria; l'85 per cento ne prevede un impatto sfavorevole nel secondo trimestre dell'anno.

Per oltre tre quarti delle aziende, soprattutto nel comparto dei servizi, gli effetti negativi, correnti e attesi, dell'epidemia sono trasmessi soprattutto attraverso la flessione della domanda interna (figura A). Più del 40 per cento delle imprese, in prevalenza industriali, segnalano ripercussioni derivanti dal calo della domanda estera. Una quota più ridotta ma non trascurabile di aziende ha indicato tra i principali canali di trasmissione le difficoltà nell'approvvigionamento degli input della produzione, soprattutto nell'industria in senso stretto, e la minore disponibilità di manodopera, in particolare nei servizi.

I giudizi sulle condizioni per investire sono decisamente peggiorati in tutti i settori (figura B), raggiungendo i livelli minimi toccati in occasione delle crisi finanziaria del 2008-09 e della crisi dei debiti sovrani del 2010-12. I piani di accumulazione per il 2020 anticipano una riduzione della spesa (figura C): il saldo tra le attese di aumento e di diminuzione della spesa nominale per investimenti nell'anno in corso rispetto al precedente è divenuto nettamente negativo (per circa 20 punti percentuali in tutti i settori), per la prima volta dall'inizio del 2013. Secondo le imprese la contrazione degli investimenti sarebbe più marcata nel primo semestre e potrebbe moderatamente attenuarsi nella seconda parte dell'anno.

### ...e sul mercato immobiliare

Dopo la tenuta delle compravendite sino alla fine dello scorso anno (fig. 22), anche il mercato immobiliare ha risentito della diffusione dell'epidemia di Covid-19. Secondo nostre elaborazioni su un ampio insieme di dati relativi agli annunci di vendita di abitazioni sulla piattaforma digitale Immobiliare.it, tra il 9 e il 30 marzo si sono fortemente ridotti sia i flussi di offerte di case in ingresso e in uscita dal mercato, sia l'attività di ricerca online da parte dei potenziali acquirenti. Tali informazioni prefigurano una significativa contrazione nei volumi di compravendite nella prima metà dell'anno in corso; non si osservano ancora effetti di rilievo sulle quotazioni. In marzo sono lievemente peggiorate le valutazioni delle imprese rilevate nell'indagine dell'Istat sul clima di fiducia nel comparto delle costruzioni, specie nella componente prospettica (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel primo trimestre del 2020*).

### Il debito delle imprese si è ridotto

dell'euro (pari al 107,6 per cento).

Dopo la tenuta delle compravendite sino alla fine dello scorso anno (fig. 22),

Le imprese affrontano la crisi partendo da una struttura finanziaria più solida ed equilibrata rispetto a quella che le caratterizzava all'inizio della precedente recessione. Il debito complessivo delle imprese in percentuale del PIL si è ridotto al 68,4 per cento (fig. 23), un valore molto inferiore a quello medio dell'area

Figura 22



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

(1) Valori corretti per la stagionalità e per gli effetti di calendario. – (2) Scala di destra. – (3) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo.

È prevedibile che nell'anno in corso l'indebitamento delle imprese aumenti, sostenuto anche dalle misure di sostegno finanziario connesse con l'emergenza epidemiologica. L'insieme degli interventi

pubblici (cfr. i riquadri: *Le misure di sostegno finanziario alle imprese* e *Le misure per fronteggiare l'emergenza sanitaria in Italia*), i bassi tassi di interesse e la maggiore solidità finanziaria delle imprese contribuiranno tuttavia a sostenerne le condizioni finanziarie nei prossimi mesi (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2020, che sarà pubblicato il 30 aprile).

### 2.3 LE FAMIGLIE

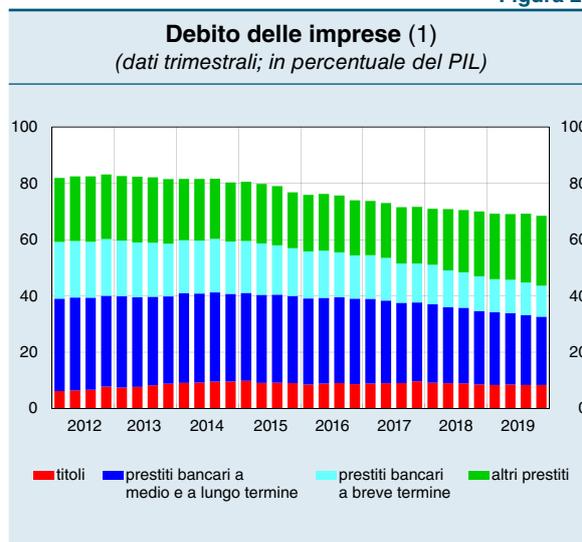
Nei primi tre mesi del 2020 la fiducia e la spesa delle famiglie hanno risentito della maggiore incertezza, della caduta della domanda di servizi e dei vincoli alla mobilità conseguenti alla diffusione dell'epidemia.

**I consumi erano lievemente scesi nei mesi autunnali**

Nel quarto trimestre del 2019 la spesa delle famiglie residenti è scesa dello

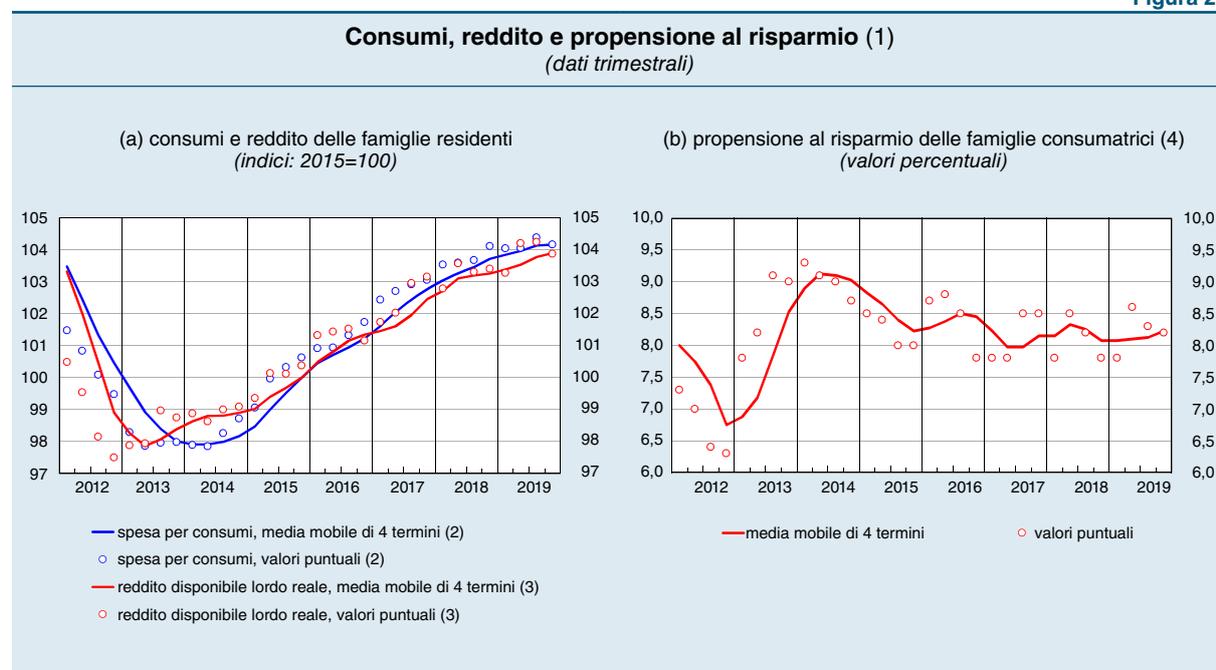
0,2 per cento. Sono diminuite tutte le componenti ad eccezione dei servizi, e con particolare intensità quelle dei beni semidurevoli e durevoli. Il potere di acquisto delle famiglie si è contratto dello 0,4 per cento (fig. 24.a), in linea con la debole dinamica dei redditi da lavoro (cfr. il par. 2.5). La propensione al risparmio si è appena ridotta, portandosi all'8,2 per cento (fig. 24.b).

Figura 23



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

Figura 24



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

**La caduta  
appare marcata  
nel primo trimestre  
di quest'anno...**

Le informazioni congiunturali più recenti suggeriscono una contrazione dei consumi nei primi tre mesi del 2020. Le immatricolazioni di auto sono fortemente diminuite nei mesi invernali (-35 per cento rispetto alla fine del 2019), a seguito del crollo registrato in marzo. L'indicatore dei consumi Confcommercio si è ridotto in misura accentuata in marzo, quando si è assistito un deciso ridimensionamento della domanda relativa ai beni e servizi più colpiti dalla diffusione del Covid-19 (ricreativi, alberghieri e per la mobilità).

**...anche per timori  
sull'occupazione**

Anche gli indici di fiducia delle famiglie sono diminuiti in marzo; il calo ha interessato tutte le principali componenti, in particolare quella prospettica sulla situazione economica personale e generale; sono peggiorate le aspettative sull'occupazione (fig. 25) ed è aumentata l'incertezza circa l'evoluzione della situazione economica personale e generale.

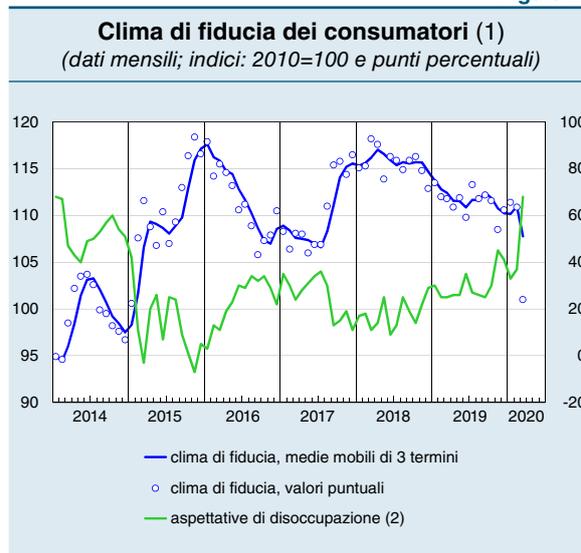
Il settore delle famiglie affronta l'attuale congiuntura con una solidità finanziaria maggiore rispetto a quella che aveva alla vigilia della crisi del debito sovrano (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2020, che sarà pubblicato il 30 aprile). L'impatto della pandemia sui redditi può essere significativo, ma è mitigato dal basso debito, dal livello molto contenuto dei tassi di interesse e dalle misure di contrasto attuate dalle autorità (cfr. il riquadro: *Le misure per fronteggiare l'emergenza sanitaria in Italia*).

**L'incidenza  
del servizio del debito  
sul reddito disponibile  
è bassa**

Nel quarto trimestre del 2019 il debito delle famiglie italiane in rapporto al reddito disponibile era pari al 61,9 per cento (fig. 26), un livello ben al di sotto di quello medio dell'area dell'euro (95,1 per cento). In rapporto al PIL il debito era pari al 41,2 per cento (contro il 57,9 nell'area dell'euro). L'incidenza sul reddito disponibile degli oneri sostenuti per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale) era pari al 9,7 per cento. Nell'anno in corso l'onere per il servizio del debito relativo ai mutui delle famiglie verrà ridotto dall'ampliamento dell'operatività del Fondo di solidarietà per i mutui per l'acquisto della prima casa, previsto allo scopo di fronteggiare

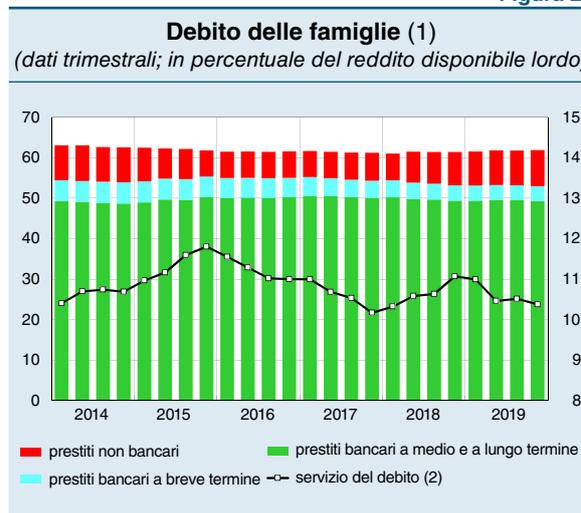
le difficoltà finanziarie derivanti dal diffondersi dell'epidemia.

**Figura 25**



Fonte: elaborazioni su dati Istat.  
(1) Dati destagionalizzati. – (2) Saldo in punti percentuali tra le risposte "in aumento" e "in diminuzione". Un aumento del saldo segnala un peggioramento delle attese sul tasso di disoccupazione. Scala di destra.

**Figura 26**



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

## 2.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Le ripercussioni della pandemia e delle misure volte al suo contenimento condizionano l'interscambio globale e i giudizi relativi agli ordini esteri delle imprese italiane in marzo. Da un peggioramento della bilancia turistica potrebbe derivare un ridimensionamento del surplus di conto corrente, che si è però finora collocato su livelli assai elevati (lo scorso anno era pari al 3 per cento del PIL).

### Le esportazioni erano cresciute alla fine del 2019

Nell'ultimo trimestre del 2019 le vendite all'estero sono aumentate marginalmente, trainate dai mercati esterni all'Unione europea (UE); la domanda estera netta ha fornito un contributo positivo alla crescita del PIL, grazie principalmente alla forte riduzione delle importazioni (-1,7 per cento; tav. 5).

Nel gennaio scorso le esportazioni di beni, valutate a prezzi correnti e corrette per la stagionalità, sono aumentate del 2,7 per cento rispetto al mese precedente, grazie alle vendite verso i mercati esterni alla UE, cresciute lievemente anche in febbraio. Vi hanno contribuito in misura significativa le vendite di navi sul mercato statunitense; le esportazioni in Cina si sono invece marcatamente ridotte, soprattutto in febbraio (-21,6 per cento rispetto al valore dell'anno precedente), in concomitanza con le misure di contenimento dell'epidemia che il paese aveva adottato.

### L'emergenza sanitaria si riflette sulle prospettive dell'interscambio...

L'incertezza sull'estensione e sulla durata della pandemia si riflette sul commercio internazionale. I giudizi sugli ordini esteri delle imprese manifatturiere rilevati dall'Istat e gli indici PMI degli ordini dall'estero sono peggiorati nel primo trimestre (fig. 27), interamente a seguito del diffondersi dell'emergenza sanitaria in marzo. Le aspettative sulla domanda estera delle imprese esportatrici intervistate dalla Banca d'Italia indicano un netto peggioramento per il secondo trimestre: la differenza tra la percentuale di aziende che si attendono un suo aumento e la quota di quelle che ne prevedono una riduzione è scesa a -41 punti (era positiva e pari a 14 punti nella rilevazione precedente; cfr. il riquadro: *Le opinioni delle imprese italiane nell'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita*).

Tavola 5

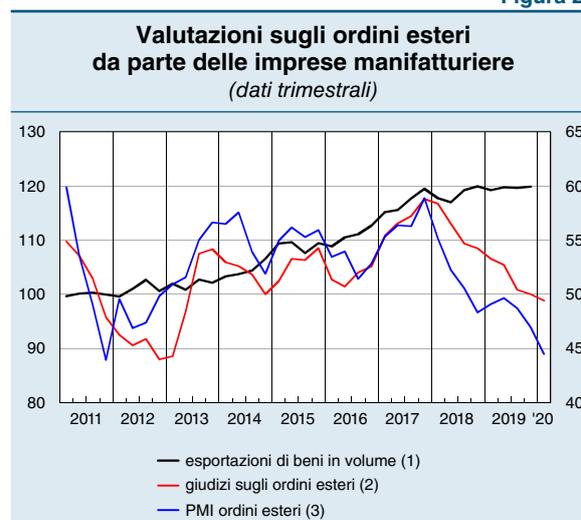
### Esportazioni e importazioni dell'Italia (1) (variazioni percentuali sul trimestre precedente)

VOCI	2019	
	3° trim.	4° trim.
<b>Esportazioni</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,3</b>
Beni	-0,1	0,2
intra UE (2)	-0,9	-0,5
extra UE	0,9	1,1
Servizi	-0,8	0,8
<b>Importazioni</b>	<b>1,1</b>	<b>-1,7</b>
Beni	1,0	-2,7
intra UE (2)	-0,3	-0,3
extra UE	2,8	-6,0
Servizi	1,4	1,9

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Valori concatenati; dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. - (2) Include il Regno Unito.

Figura 27



Fonte: Istat, Markit e Refinitiv.

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

**...e sulla  
bilancia turistica...**

La diffusione dell'epidemia sta avendo ripercussioni particolarmente severe sui flussi turistici internazionali; le stime per il 2020 sono state riviste decisamente al ribasso<sup>1</sup>. In febbraio, secondo dati Istat provvisori, il numero di arrivi di viaggiatori stranieri in strutture ricettive italiane si è ridotto del 18,5 per cento rispetto allo stesso mese dell'anno precedente. In marzo, sulla base di dati di fonte Eurocontrol, il traffico aereo complessivo<sup>2</sup> è diminuito drasticamente, del 66 per cento nel confronto con lo scorso anno (del 41 per cento in media nei paesi UE). Secondo la stessa fonte, nei primi sette giorni di aprile il calo sarebbe stato ancora superiore, pari al 93 per cento (l'89 per cento in media nella UE)<sup>3</sup>.

**...che ha  
un peso rilevante  
in Italia**

L'industria turistica ha un peso molto rilevante nell'economia italiana, superiore alla media dei paesi OCSE: secondo stime del World Travel and Tourism Council (WTTC) nel 2017 il 5,5 per cento del PIL (il 6,5 per cento dell'occupazione) era direttamente imputabile al turismo (interno e internazionale). Considerando anche gli effetti indiretti di attivazione e quelli indotti, relativi ai consumi dei lavoratori del comparto, il peso salirebbe al 13,2 per cento del PIL (al 14,9 per cento per gli occupati), comparabile con quello della Spagna (14,6 per cento) e superiore a quello di Francia (9,5 per cento) e Germania (8,6 per cento)<sup>4</sup>. Sulla base del Conto satellite del turismo pubblicato dall'Istat, si può stimare che poco più di un terzo di questi effetti siano riconducibili al solo turismo internazionale. Secondo l'*Indagine sul turismo internazionale* della Banca d'Italia, nel 2019 i turisti stranieri hanno speso in Italia oltre 44 miliardi di euro, di cui poco meno della metà per l'alloggio (in buona parte sistemazioni alberghiere), poco più di un quinto per servizi di ristorazione, circa un sesto per acquisti personali.

Il saldo della bilancia turistica era in attivo per 17 miliardi nel 2019, pari a un punto percentuale di PIL (per un confronto, era di 3,7 punti in Spagna).

Il 2019 si è chiuso con un elevato avanzo di conto corrente, pari al 3,0 per cento del prodotto (dal 2,5 del 2018; tav. 6 e fig. 28). Il saldo della bilancia turistica vi ha contribuito per quasi un terzo. Il peggioramento di questa voce nel corso del 2020 potrebbe essere tuttavia mitigato da un

**Tavola 6**

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

VOCI	2018	2019	gen. 2019	gen. 2020
<b>Conto corrente</b>	<b>44,0</b>	<b>52,9</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,2</b>
per memoria: in % del PIL	2,5	3,0		
Merci	45,4	57,1	0,8	2,0
prodotti non energetici (2)	85,0	93,2	4,2	5,2
prodotti energetici (2)	-39,5	-36,1	-3,4	-3,2
Servizi	-2,7	-2,0	-1,2	-1,0
Redditi primari	18,8	14,9	1,0	0,5
Redditi secondari	-17,5	-17,0	-1,7	-1,7
<b>Conto capitale</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>
<b>Conto finanziario</b>	<b>30,4</b>	<b>46,1</b>	<b>1,5</b>	<b>5,9</b>
Investimenti diretti	-0,2	-1,5	-2,9	-4,6
Investimenti di portafoglio	119,9	-50,6	-28,5	-21,8
Derivati	-2,7	2,5	0,1	0,3
Altri investimenti (3)	-89,3	92,4	32,9	32,0
Variazione riserve ufficiali	2,6	3,2	-0,2	..
<b>Errori e omissioni</b>	<b>-13,0</b>	<b>-4,9</b>	<b>2,6</b>	<b>6,3</b>

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

<sup>1</sup> Il 27 marzo l'Organizzazione mondiale del turismo (World Tourism Organization, UNWTO) ha previsto un calo tra il 20 e il 30 per cento del numero di viaggiatori internazionali nel 2020; prima della diffusione della pandemia le stime di crescita erano tra il 3 e il 4 per cento (UNWTO, *Impact assessment of the COVID-19 outbreak on international tourism*, 27 marzo 2020).

<sup>2</sup> I dati Eurocontrol, l'organizzazione intergovernativa che coordina a livello europeo il traffico aereo, si riferiscono al traffico complessivo, nazionale e internazionale, di passeggeri e merci.

<sup>3</sup> I dati di febbraio dell'indagine campionaria sul turismo internazionale condotta mensilmente dalla Banca d'Italia saranno diffusi solo in maggio; per il mese di marzo i dati non saranno disponibili, a causa dell'impossibilità di intervistare i viaggiatori in transito alle frontiere italiane per effetto delle disposizioni normative volte a ridurre le possibilità di contagio.

<sup>4</sup> I dati sull'impatto complessivo in Italia e nei vari paesi, relativi al 2018, sono disponibili sul sito del WTTC; cfr. anche A. Petrella, R. Torrini et al., *Turismo in Italia: numeri e potenziale di sviluppo*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 505, 2019.

minore deficit nella componente dei trasporti (10 miliardi nel 2019), imputabile alla consistente diminuzione del numero di passeggeri, nonché dei noli marittimi e dei volumi trasportati. Il saldo di parte corrente potrebbe beneficiare significativamente anche della forte riduzione dei prezzi del petrolio, soprattutto qualora il calo risultasse persistente (cfr. il par. 1.1).

**La domanda estera di titoli italiani era stata elevata in gennaio**

Nel 2019 la domanda estera di titoli di portafoglio italiani è stata molto elevata (118 miliardi nel complesso, di cui 84 di titoli pubblici);

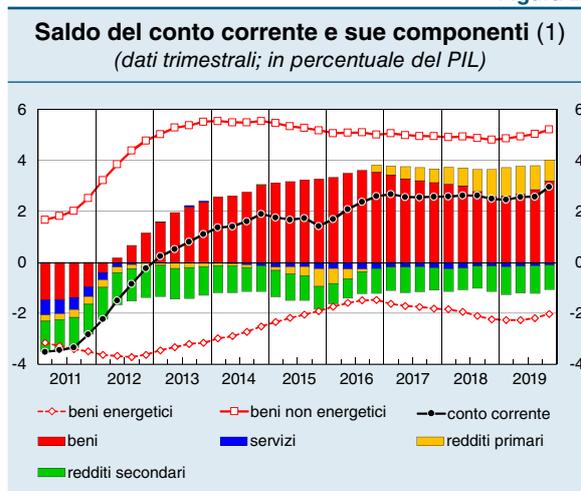
anche in gennaio gli investitori esteri hanno acquistato titoli pubblici per importi consistenti (23 miliardi). Per le settimane più recenti i dati di Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) relativi al portafoglio di un campione di fondi internazionali indicano una diminuzione della propensione a investire in titoli italiani, in un contesto caratterizzato da incertezza sulle prospettive macroeconomiche globali e di tensioni e ricerca di liquidità sui mercati finanziari, in parte attenuate dopo l'intervento della Banca centrale europea (cfr. il par. 2.8). Gli investimenti dei residenti in titoli di portafoglio esteri, pari a 67 miliardi nel 2019, hanno rallentato in gennaio.

Dopo avere toccato alla fine di gennaio il livello più basso dall'inizio del 2017, ed essersi stabilizzato alla fine di febbraio a 385 miliardi, il saldo debitorio della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2 è aumentato decisamente in marzo, portandosi a 492 miliardi alla fine del mese (fig. 29 e tav. 7). Vi hanno contribuito soprattutto la creazione di liquidità attraverso i maggiori prestiti alle istituzioni creditizie (cfr. il par. 2.7) e gli acquisti di titoli per finalità di politica monetaria dell'Eurosistema, a fronte verosimilmente di vendite di attività finanziarie italiane da parte di operatori non residenti e di un minore ricorso delle banche italiane all'indebitamento estero. Parte dell'ampliamento del saldo debitorio è però legata anche al calo stagionale dei depositi del Tesoro presso la Banca d'Italia.

**La posizione debitoria netta sull'estero è diminuita**

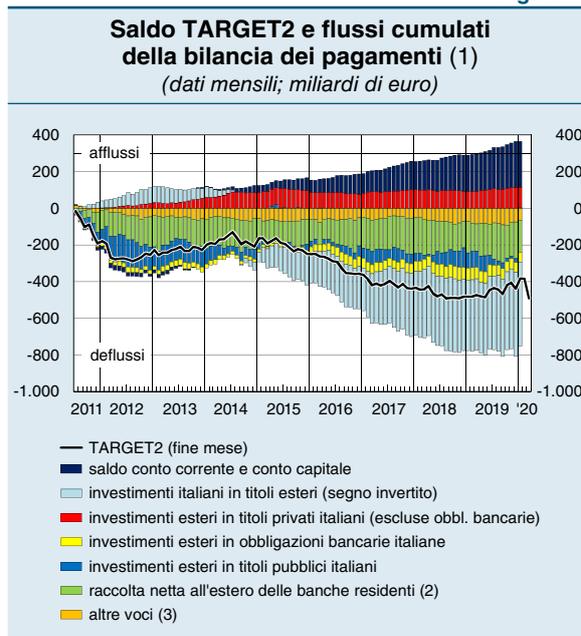
Alla fine del 2019 la posizione debitoria netta sull'estero dell'Italia era di 29,7 miliardi di euro, pari all'1,7 per cento del PIL, da 4,7 alla fine di settembre. Al miglioramento hanno contribuito sia il surplus di conto corrente, sia aggiustamenti di valutazione positivi.

Figura 28



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

Figura 29



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

**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)								
2019	-439	43	84	23	11	-58	-48	51	-1	67
2018 – 1° trim.	-442	-3	31	-1	-2	-1	2	5	-5	30
2° trim.	-481	-38	-48	-8	-11	31	33	11	-12	2
3° trim.	-489	-8	-11	6	-2	16	-4	16	-5	29
4° trim.	-482	7	-24	-8	3	7	12	13	2	-15
2019 – 1° trim.	-475	7	17	1	..	-5	-18	4	-12	-2
2° trim.	-448	27	34	9	..	-20	-3	12	-2	7
3° trim.	-468	-20	22	4	6	-40	-27	16	-3	27
4° trim.	-439	29	10	9	4	7	1	19	15	36
2020 – 1° trim.	-492	-52	....	....	....	....	....	....	....	....
2019 – ott.	-420	48	12	2	2	28	14	9	-1	3
nov.	-406	13	4	4	..	-5	-3	5	16	10
dic.	-439	-33	-6	3	1	-16	-10	5	1	22
2020 – gen.	-383	56	23	-1	1	26	21	..	8	1
feb.	-385	-1	....	....	....	....	....	....	....	....
mar.	-492	-107	....	....	....	....	....	....	....	....

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

## 2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Nel quarto trimestre del 2019 l'occupazione e le ore lavorate erano leggermente diminuite. In marzo il ricorso alla Cassa integrazione guadagni (CIG) ha attenuato l'impatto dell'emergenza sanitaria sul numero di occupati; il deterioramento delle condizioni del mercato del lavoro potrebbe essere più accentuato nei mesi primaverili, in particolare nel segmento a termine dell'occupazione.

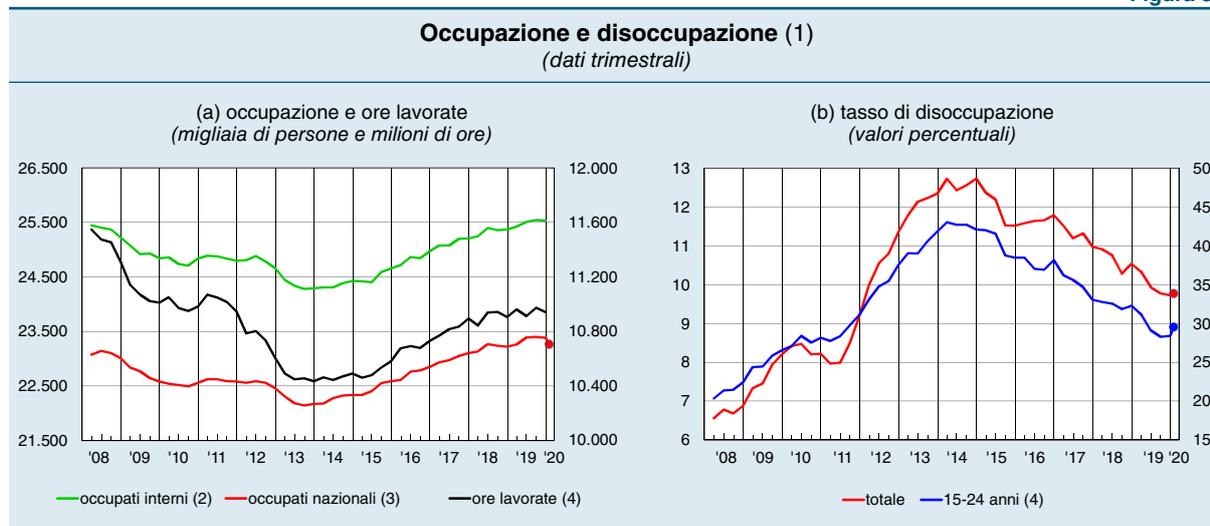
### L'occupazione è diminuita nel quarto trimestre

Nell'ultimo trimestre dell'anno scorso l'occupazione è lievemente diminuita (fig. 30.a), sia nell'industria in senso stretto sia nei servizi privati (tav. 8); sono scese anche le ore lavorate per addetto (-0,2 per cento). I dati amministrativi di fonte INPS sui rapporti di lavoro dipendente nel settore privato segnalano una flessione

delle posizioni a termine e un rallentamento di quelle a tempo indeterminato; tale andamento è proseguito anche nel mese di gennaio. Il tasso di disoccupazione tuttavia si è ridotto di un decimo di punto, al 9,7 per cento (fig. 30.b), rispecchiando il minor numero di persone attive sul mercato del lavoro.

### Il mercato del lavoro risente dell'emergenza sanitaria

È verosimile che nei prossimi mesi la dinamica occupazionale, già negativa nel bimestre gennaio-febbraio rispetto alla media dei due mesi precedenti (-0,4 per cento), risenta in misura accentuata degli effetti dell'emergenza sanitaria in



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

(1) Dati destagionalizzati. Il punto indica il valore medio del bimestre gennaio-febbraio. – (2) Include tutte le persone che esercitano un'attività di produzione sul territorio economico del Paese (fonte: CET). – (3) Include tutte le persone residenti occupate, esclusi i dimoranti in convivenze e i militari (fonte: RFL). – (4) Scala di destra.

atto. In marzo il ricorso alla CIG, esteso eccezionalmente a tutte le imprese<sup>5</sup> (cfr. il riquadro: *Le misure per fronteggiare l'emergenza sanitaria in Italia*), dovrebbe avere accelerato notevolmente consentendo di salvaguardare le posizioni permanenti<sup>6</sup>, nonostante una riduzione delle ore lavorate<sup>7</sup>. Il numero di occupati potrebbe contrarsi più marcatamente nella componente a tempo determinato, qualora parte degli oltre 400.000 contratti in scadenza tra marzo e aprile non venisse rinnovata, in particolare nei settori ricettivo-alberghiero, dei viaggi e trasporti, dei servizi ricreativi, culturali e personali e del commercio al dettaglio non alimentare.

I dati amministrativi sulle comunicazioni obbligatorie del Veneto<sup>8</sup>, forniti dall'agenzia Veneto Lavoro, segnalano che in quella Regione, tra il 24 febbraio e il 5 aprile, i contratti di lavoro alle dipendenze nel settore privato sarebbero diminuiti, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, di circa 40.000 unità<sup>9</sup>, tre quarti delle quali per posizioni a termine: nella media del primo trimestre del 2020 tale riduzione sottrarrebbe circa sette decimi di punto alla dinamica dell'occupazione dipendente nella Regione rispetto all'anno precedente. Il calo è stato determinato da una flessione delle assunzioni, connessa con i provvedimenti di contenimento e con l'incertezza relativa all'evoluzione della situazione sanitaria ed economica.

In marzo le indagini sulla fiducia delle imprese condotte dall'Istat evidenziano un deciso peggioramento delle aspettative circa l'andamento dell'occupazione nel secondo trimestre.

<sup>5</sup> I DD.LL. 9/2020 e 18/2020 hanno concesso alle imprese la possibilità di fruire di un periodo aggiuntivo di nove settimane di integrazione ordinaria o, per quelle che non possono accedervi, di ricorrere all'integrazione in deroga da richiedere alle Regioni. Il prolungamento non incide sul montante massimo di CIG concedibile ed è utilizzabile anche da imprese in CIG straordinaria. Le aziende che accedono al beneficio sono esentate dal cofinanziamento dello strumento.

<sup>6</sup> Il ricorso alla CIG interessa quasi esclusivamente i dipendenti a tempo indeterminato mentre non prolunga la durata di quelli a termine.

<sup>7</sup> Nella *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat un lavoratore in CIG è registrato come occupato, a meno che abbia lavorato un numero di ore pari a zero, il periodo di CIG si protragga per più di tre mesi e la retribuzione risulti ridotta per più del 50 per cento.

<sup>8</sup> Nel 2019 le nuove posizioni lavorative in Veneto sono state pari al 12,1 per cento di quelle complessivamente create in Italia.

<sup>9</sup> Si prendono in considerazione i soli contratti a tempo determinato e indeterminato e quelli di apprendistato.

## Occupazione e ore lavorate

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

VOCI	Consistenze	Variazioni			
	4° trim. 2019	1° trim. 2019	2° trim. 2019	3° trim. 2019	4° trim. 2019
<b>Occupati</b>	<b>25.530</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>
di cui: industria in senso stretto	4.279	0,4	-0,1	-0,3	-0,2
servizi privati (1)	11.297	0,3	0,6	0,0	-0,2
costruzioni	1.569	-1,2	0,1	0,8	0,6
Dipendenti	19.501	0,3	0,4	0,2	0,0
Autonomi	6.029	-0,2	0,0	0,1	-0,1
<b>Ore lavorate totali</b>	<b>10.940</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,3</b>
di cui: industria in senso stretto	1.855	0,5	-0,7	-0,1	-0,8
servizi privati (1)	5.041	0,5	-0,3	0,5	-0,5
costruzioni	726	0,4	-1,4	1,8	0,3
Dipendenti	7.702	0,5	-0,1	0,3	-0,1
Autonomi	3.238	0,6	-1,2	1,2	-0,7

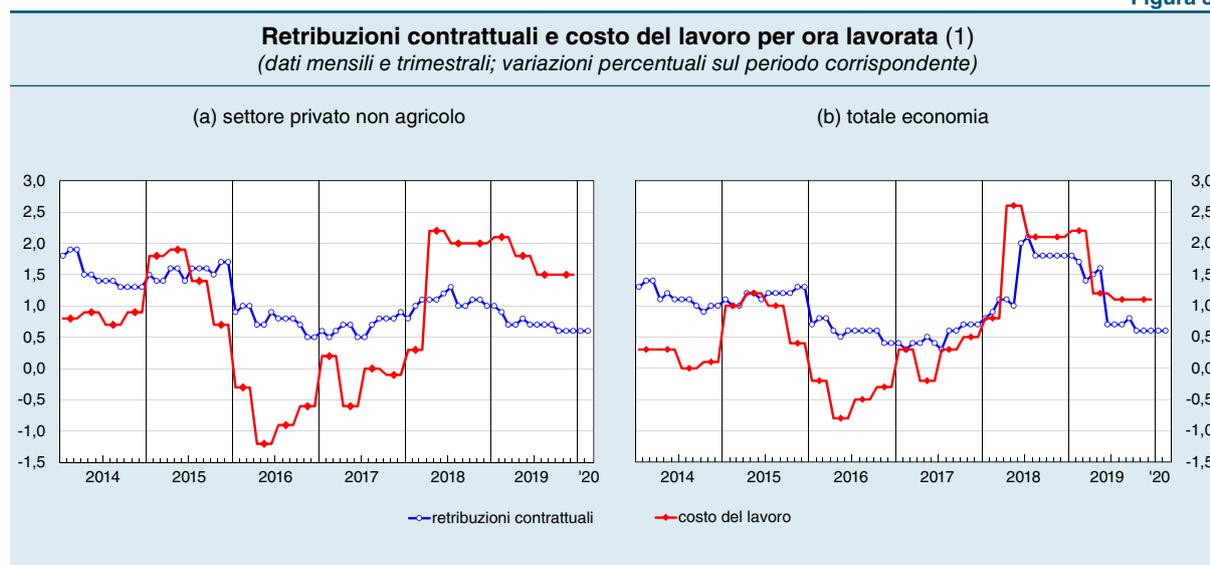
Fonte: Istat, Conti economici trimestrali.

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

**La dinamica retributiva rimane debole**

Nei primi due mesi del 2020 la crescita delle retribuzioni contrattuali si è mantenuta molto moderata sia nel totale dell'economia, sia nel settore privato non agricolo (allo 0,6 per cento rispetto a un anno prima per entrambi i settori; fig. 31). Potrebbe indebolirsi ulteriormente nell'anno in corso qualora l'incertezza derivante dall'emergenza sanitaria disincentivasse il rinnovo dei numerosi contratti collettivi in scadenza nei prossimi mesi. Nell'ultimo trimestre del 2019 la dinamica del costo del lavoro è rimasta invariata, sia nel totale dell'economia (all'1,1 per cento), sia nel settore privato non agricolo (all'1,5 per cento).

Figura 31



Fonte: Istat, Conti economici trimestrali e Indagine sulle retribuzioni contrattuali.

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

## 2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

L'inflazione è stata particolarmente moderata nel primo trimestre, soprattutto a seguito della forte riduzione dei prezzi dei beni energetici; la componente di fondo rimane su valori molto bassi. Le aspettative di inflazione delle imprese sono particolarmente contenute; le attese sui propri listini nei prossimi dodici mesi sono state riviste al ribasso, a seguito della flessione corrente e attesa della domanda connessa con la diffusione dell'epidemia.

**L'inflazione resta molto debole...**

In marzo l'inflazione armonizzata sui dodici mesi è diminuita marginalmente, allo 0,1 per cento (fig. 32); ha risentito della caduta dei prezzi dei beni energetici (-5,7 per cento), che si è accentuata in seguito ai forti ribassi dei corsi petroliferi (cfr. il par. 1.1). A tale flessio-

Figura 32

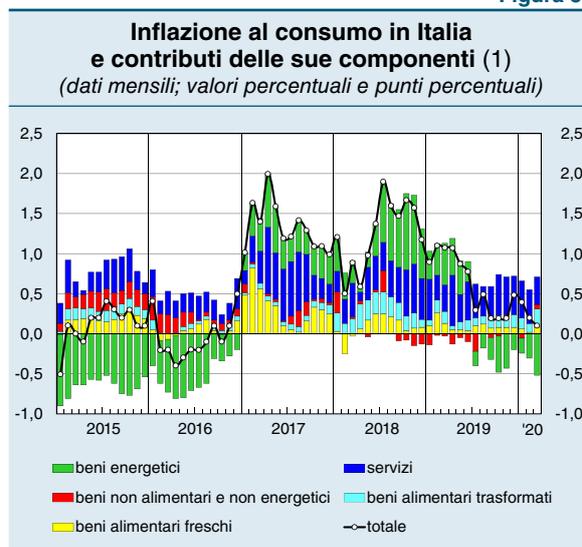


Tavola 9

**Indicatori di inflazione in Italia**  
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	IPCA (1)			IPC (2)		IPP (3)	Deflatore del PIL	
	Indice generale	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale a tassazione costante (4)	Indice generale a 1 mese (5)	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale		
2014	0,2	0,7	-0,1	0,2	-	0,7	-1,8	0,9
2015	0,1	0,7	0,0	0,1	-	0,5	-3,4	0,9
2016	-0,1	0,5	-0,1	-0,1	-	0,5	-2,2	1,1
2017	1,3	0,8	1,3	1,2	-	0,7	2,6	0,7
2018	1,2	0,6	1,2	1,2	-	0,5	3,9	0,9
2019	0,6	0,5	0,6	0,6	-	0,5	0,0	0,9
2019 – gen.	0,9	0,6	0,9	0,9	0,1	0,5	4,4	-
feb.	1,1	0,4	1,0	1,0	0,1	0,3	3,9	-
mar.	1,1	0,3	1,0	1,0	0,2	0,3	3,6	-
apr.	1,1	0,7	1,0	1,1	-0,2	0,7	2,8	-
mag.	0,9	0,5	0,8	0,8	0,1	0,4	1,9	-
giu.	0,8	0,4	0,7	0,7	0,0	0,5	1,1	-
lug.	0,3	0,4	0,2	0,4	-0,1	0,5	-1,0	-
ago.	0,5	0,6	0,4	0,4	0,1	0,5	-2,1	-
set.	0,2	0,5	0,2	0,3	-0,1	0,5	-2,4	-
ott.	0,2	0,7	0,1	0,2	0,2	0,6	-4,1	-
nov.	0,2	0,7	0,1	0,2	0,1	0,7	-3,6	-
dic.	0,5	0,6	0,4	0,5	0,0	0,6	-3,1	-
2020 – gen.	0,4	0,5	0,3	0,5	0,1	0,7	-3,4	-
feb.	0,2	0,5	0,1	0,3	-0,1	0,7	-3,8	-
mar.	0,1	0,6	0,0	0,1	0,0	0,6	....	-

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 esse siano state traslate immediatamente e per intero. – (5) Indice generale al netto della componente stagionale.

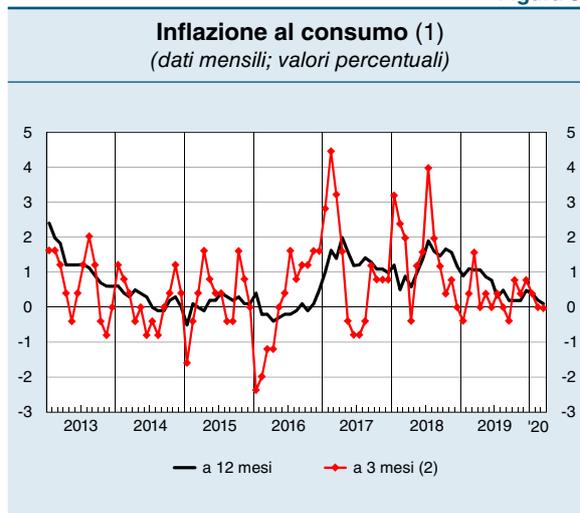
ne si è contrapposta un'accelerazione dei prezzi dei beni alimentari. L'inflazione di fondo è lievemente aumentata allo 0,6 per cento (tav. 9): il rallentamento dei prezzi dei servizi è stato compensato dalla dinamica più sostenuta di quelli dei beni non energetici. L'inflazione sui tre mesi, depurata dai fattori stagionali e in ragione d'anno, è stata nulla (fig. 33).

Nel quarto trimestre il costo del lavoro per unità di prodotto ha accelerato, all'1,4 per cento, per effetto della diminuzione ciclica della produttività; nella manifattura vi ha contribuito una maggiore crescita dei redditi orari. In febbraio i prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno sono ancora fortemente diminuiti (-3,8 per cento sui dodici mesi) in seguito al marcato calo di quelli dei beni energetici.

**...così come le aspettative di inflazione**

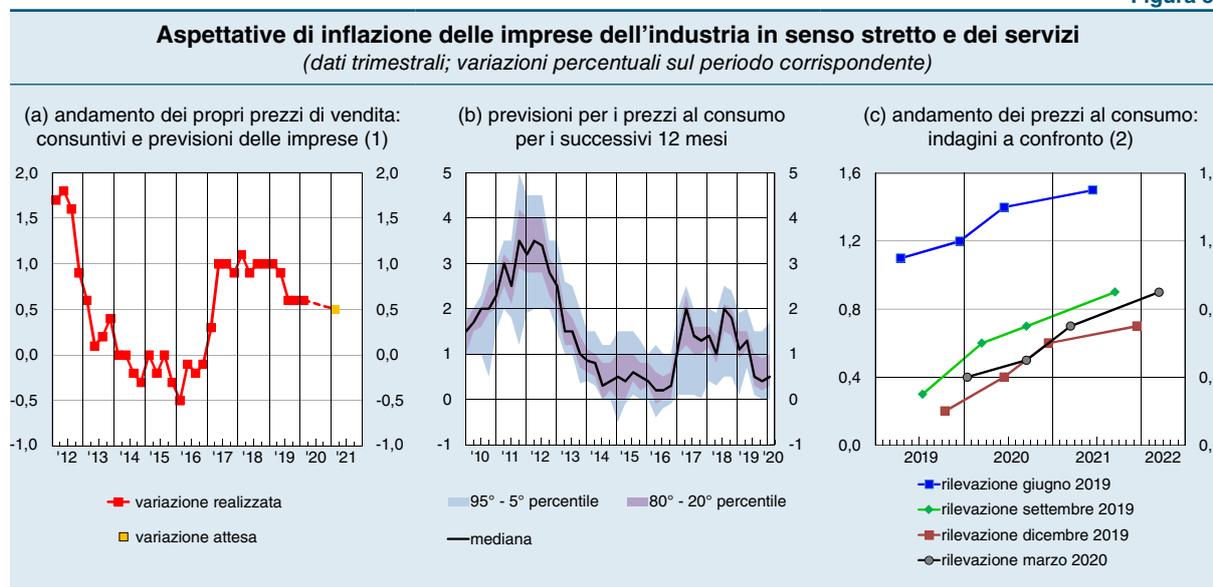
L'andamento delle attese di inflazione segnala il timore che la diffusione dell'epidemia si traduca soprattutto in una caduta della domanda aggregata. Le aspettative delle imprese intervistate nell'indagine trimestrale condotta in marzo dalla Banca d'Italia sono rimaste su valori molto contenuti (fig. 34); quelle sui propri prezzi di vendita per i prossimi dodici mesi sono state riviste al ribasso a causa della flessione corrente e attesa della domanda.

Figura 33



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

Figura 34



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

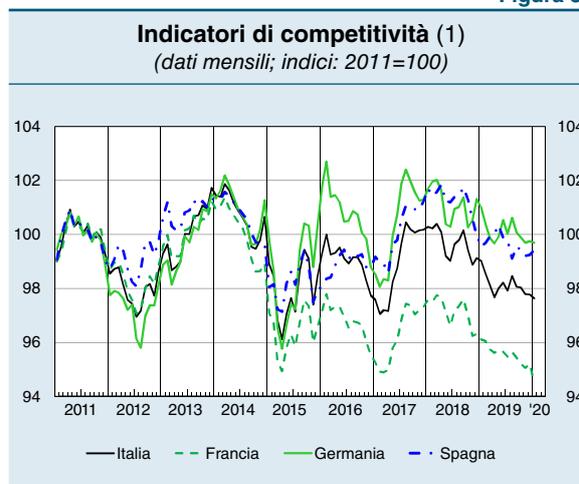
Secondo nostre stime in marzo la competitività di prezzo – valutata sulla base dei prezzi alla produzione dei beni manufatti e tenendo conto della struttura degli scambi commerciali dell'Italia – sarebbe peggiorata, come negli altri maggiori paesi dell'area dell'euro, principalmente per effetto dell'apprezzamento del cambio nominale della valuta comune (fig. 35).

## 2.7 LE BANCHE

Dalla fine di febbraio le tensioni sui mercati finanziari e l'incertezza generata dal diffondersi dell'emergenza sanitaria a livello globale hanno determinato un rapido incremento dei rendimenti delle obbligazioni sul mercato secondario e dei premi dei credit default swap (CDS) bancari; per questi ultimi il rialzo si è attenuato dopo l'intervento dell'Eurosistema del 18 marzo. A contenere il costo della raccolta delle banche potranno contribuire le nuove operazioni decise dal Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE)<sup>10</sup>. Il Governo ha introdotto una moratoria sui crediti in essere delle imprese di minore dimensione e ha aumentato le garanzie pubbliche sui nuovi prestiti.

**Prima della diffusione dell'epidemia la crescita del credito si era rafforzata** In febbraio, prima della diffusione dell'epidemia, la crescita del credito al settore privato non finanziario è lievemente aumentata, allo 0,7 per cento su base trimestrale (da 0,3 in novembre, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno; tav. 10 e fig. 36.a), soprattutto a seguito di una flessione meno accentuata dei prestiti alle imprese (-0,8 per cento, da -1,5 a novembre). La dinamica del credito alle famiglie è rimasta solida, sia per i mutui sia per il credito al consumo. La contrazione dei prestiti alle imprese si è attenuata lievemente anche sui dodici mesi, in seguito al miglioramento della dinamica del credito al settore dei servizi (fig. 36.b).

Figura 35



Fonte: elaborazioni su dati BCE, CEPII, Eurostat, FMI, OCSE, Nazioni Unite e statistiche nazionali.

(1) Nei confronti di 60 paesi concorrenti; calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti. Un aumento dell'indice segnala una perdita di competitività; l'ultimo dato disponibile si riferisce al mese di gennaio 2020. Per la metodologia di costruzione, cfr. A. Feletigh 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.

Tavola 10

### Prestiti bancari a febbraio 2020 (1)

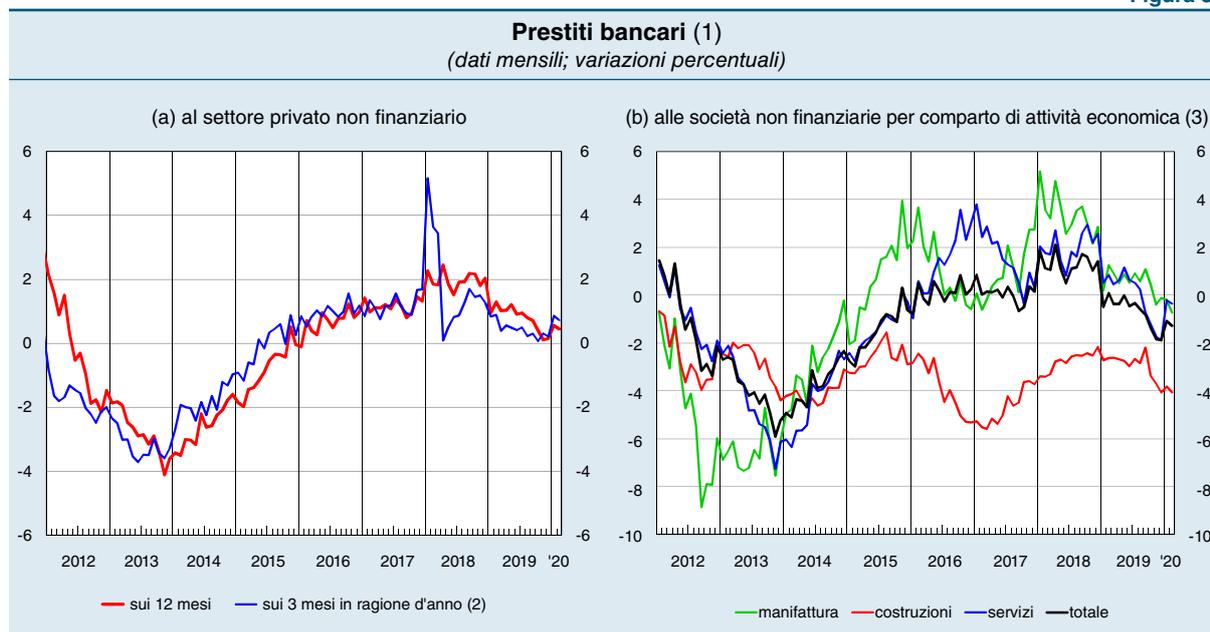
(variazioni percentuali)

SETTORI	sui 12 mesi	sui 3 mesi (2)
<b>Settore privato non finanziario</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>
<b>Famiglie</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>
di cui: per l'acquisto di abitazioni	2,5	....
credito al consumo	7,9	....
altri prestiti (3)	-0,8	....
<b>Società non finanziarie</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,8</b>
di cui: manifattura	-0,7	....
servizi	-0,4	....
costruzioni	-4,1	....

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.

<sup>10</sup> Analisi più ampie sulle implicazioni dell'epidemia di Covid-19 sul sistema bancario e finanziario saranno riportate nel *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2020, che sarà pubblicato il prossimo 30 aprile.



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.

### La raccolta è rimasta stabile

Tra novembre e febbraio la raccolta delle banche italiane si è mantenuta stabile (tav. 11); il maggiore approvvigionamento all'ingrosso è stato compensato dalla riduzione delle passività verso l'Eurosistema. Nello stesso periodo i depositi dei residenti sono rimasti pressoché invariati; l'ammontare di obbligazioni emesse e detenute da famiglie è ulteriormente diminuito.

Nel mese di marzo è stato possibile sia partecipare alla terza asta della nuova serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3), sia rimborsare anticipatamente i fondi ottenuti mediante le operazioni della serie precedente (TLTRO2). Per le banche italiane la liquidità ottenuta con le TLTRO3 è stata di importo sostanzialmente uguale a quella rimborsata per le TLTRO2. Sempre nel mese di marzo sono state avviate le nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (*Longer-Term Refinancing Operations*, LTRO) annunciate il 12 marzo (cfr. il par. 1.2): nell'ambito delle cinque aste iniziali le banche italiane hanno ottenuto circa 54 miliardi di fondi, la maggior parte dei quali assegnati nella prima operazione.

### Le tensioni si traducono in un maggiore costo dell'indebitamento delle banche...

Dalla fine di febbraio, con l'inasprirsi delle tensioni sui mercati finanziari, i corsi azionari delle principali banche italiane hanno subito una brusca caduta, in linea con quanto avvenuto negli altri paesi dell'area dell'euro. I rendimenti delle obbligazioni bancarie sul mercato secondario e i premi dei CDS bancari sono aumentati in tutti i principali paesi dell'area (cfr. il par. 2.8). L'incremento dei rendimenti obbligazionari è stato maggiore per le banche italiane: il differenziale rispetto alla media dell'area, che nella seconda decade di febbraio era inferiore a 60 punti base, si è portato a circa 170 punti base nella prima decade di aprile. Successivamente agli interventi della BCE del 18 marzo i premi dei CDS bancari sono leggermente scesi (cfr. il par. 2.8).

**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)	
	Novembre 2019	Febbraio 2020	Novembre 2019	Febbraio 2020
<b>Attività</b>				
Prestiti a residenti in Italia (3)	1.682	1.665	-1,8	-1,9
<i>di cui:</i> a imprese (4)	643	635	-1,8	-1,3
a famiglie (5)	632	631	2,4	2,5
Attività verso controparti centrali (6)	103	81	39,8	-1,1
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (7)	540	535	0,8	-1,5
<i>di cui:</i> titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	395	390	-3,7	-5,4
Attività verso Eurosystema (8)	139	125	57,0	72,0
Attività sull'estero (9)	436	446	7,3	8,7
Altre attività (10)	912	917	7,7	7,7
<b>Totale attivo</b>	<b>3.813</b>	<b>3.770</b>	<b>4,1</b>	<b>3,1</b>
<b>Passività</b>				
Depositi di residenti in Italia (3) (11) (12)	1.628	1.626	7,7	6,5
Depositi di non residenti (9)	335	341	5,7	3,6
Passività verso controparti centrali (6)	136	122	-5,2	-12,1
Obbligazioni (12)	241	236	2,1	-1,6
Passività verso Eurosystema (8)	234	215	-3,9	-11,3
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	130	127	13,5	9,0
Capitale e riserve	370	358	-4,1	-4,6
Altre passività (13)	737	744	4,0	8,3
<b>Totale passivo</b>	<b>3.813</b>	<b>3.770</b>	<b>4,1</b>	<b>3,1</b>

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di febbraio 2020 sono provvisori. – (2) Corrette per riclassificazioni, variazioni dovute ad aggiustamenti di valore e a fluttuazioni del cambio. Le variazioni dei prestiti alle imprese e alle famiglie sono corrette per le cartolarizzazioni. – (3) Esclude l'operatività nei confronti delle controparti centrali. – (4) Definizione armonizzata, esclude le famiglie produttrici. – (5) Definizione armonizzata, include le famiglie produttrici, le istituzioni sociali senza scopo di lucro e le unità non classificate. – (6) Include le sole operazioni di pronti contro termine. – (7) Esclude obbligazioni di IFM (istituzioni finanziarie e monetarie, ossia banche e fondi comuni monetari) residenti. – (8) L'aggregato comprende i rapporti con l'Eurosystema per operazioni di politica monetaria; cfr. le tavv. 3.3a e 3.3b in *Banche e moneta: serie nazionali*, Banca d'Italia, Statistiche. – (9) Nel periodo considerato queste voci includono prevalentemente operazioni di natura interbancaria. – (10) Include: obbligazioni emesse da IFM residenti; prestiti a IFM residenti; partecipazioni e azioni in società residenti; cassa; quote di fondi comuni monetari; derivati; beni mobili e immobili; altre voci di minore entità. – (11) Esclude le passività connesse con operazioni di cessioni di crediti. – (12) L'aggregato non include le passività nei confronti di IFM residenti. – (13) Include: obbligazioni detenute da IFM residenti; depositi da IFM residenti; derivati; altre voci di minore entità.

**...ma le nuove operazioni di rifinanziamento riducono il costo della raccolta**

Il costo della raccolta delle banche sarà in prospettiva attenuato significativamente dalla possibilità di fare ricorso ai finanziamenti

dell'Eurosystema in misura crescente e a condizioni più vantaggiose che in precedenza, grazie ai nuovi requisiti delle TLTRO3 e alle nuove operazioni LTRO (cfr. il par. 1.2).

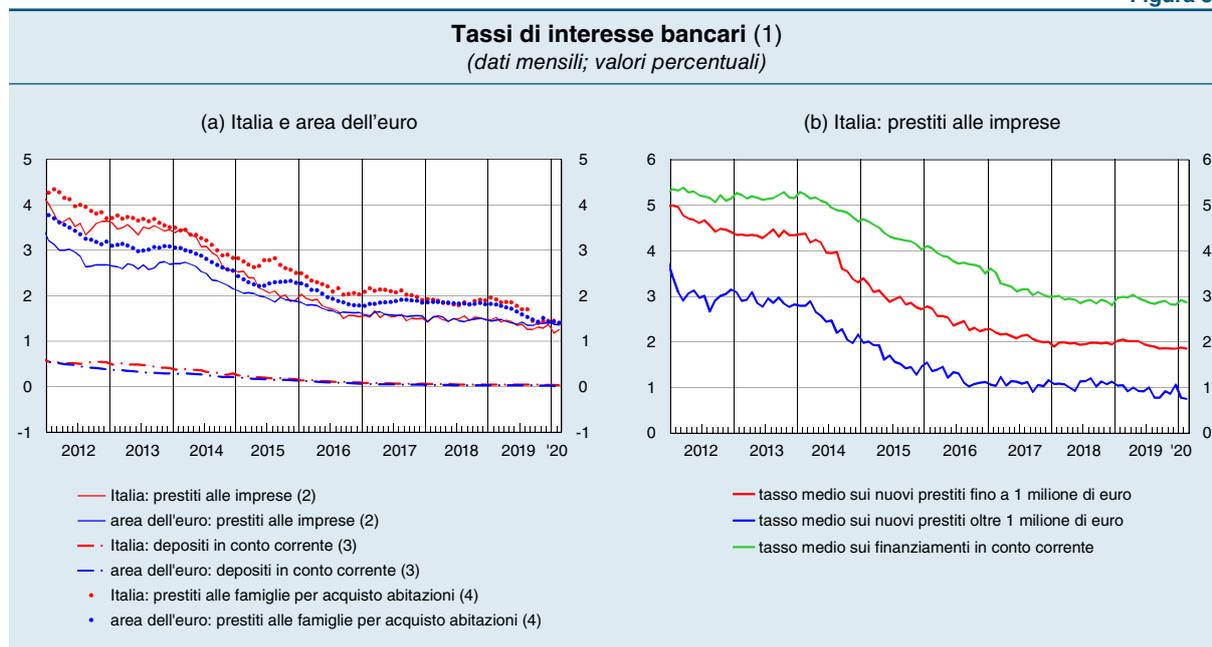
Il costo medio dei nuovi prestiti bancari alle imprese e alle famiglie è rimasto quasi invariato, su livelli storicamente molto contenuti in febbraio (tav. 12 e fig. 37) e, secondo informazioni preliminari, anche in marzo.

Le banche italiane intervistate lo scorso dicembre nell'ambito dell'indagine sul credito ban-

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

SETTORI	Novembre 2019	Febbraio 2020
<b>Prestiti alle imprese</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>
<i>di cui:</i> fino a 1 milione di euro	1,9	1,9
oltre 1 milione di euro	0,9	0,8
<b>Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>
<i>di cui:</i> a tasso fisso (2)	1,5	1,4
a tasso variabile (3)	1,3	1,4

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



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

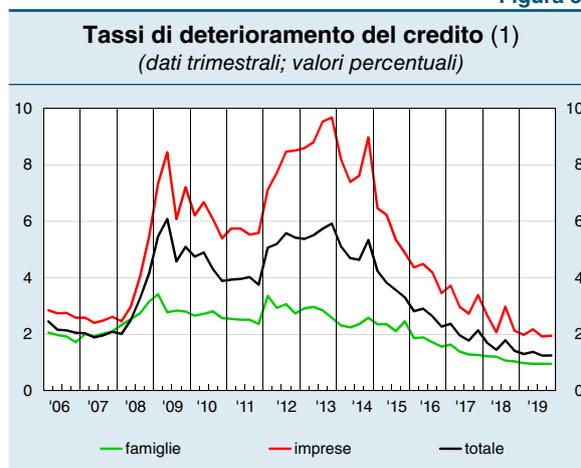
(1) Valori medi. I tassi sui prestiti e sui depositi si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. – (2) Tasso sui nuovi prestiti alle imprese. – (3) Tasso sui depositi in conto corrente di famiglie e imprese. – (4) Tasso sui nuovi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

cario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*) avevano segnalato di avere mantenuto condizioni espansive sui criteri di offerta dei prestiti nell'ultimo trimestre del 2019; secondo gli intermediari coinvolti nel sondaggio, la domanda di credito delle imprese era rimasta stabile e quella delle famiglie per l'acquisto di abitazioni era aumentata<sup>11</sup>.

Le indagini presso le imprese condotte dall'Istat e dalla Banca d'Italia, concluse rispettivamente il 13 e il 26 marzo, non registrano significativi segnali di peggioramento delle condizioni di accesso al credito rispetto ai trimestri precedenti.

**Il flusso di nuovi crediti deteriorati nel 2019 è stato contenuto**

Gli intermediari italiani si trovano a fronteggiare la crisi con condizioni patrimoniali e di liquidità più robuste che in passato e con una migliore qualità dell'attivo<sup>12</sup>. Nell'ultimo trimestre del 2019 il flusso di



Fonte: Centrale dei rischi.

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

<sup>11</sup> All'indagine, conclusasi il 18 dicembre 2019, hanno partecipato dieci tra i principali gruppi bancari italiani. Per i risultati relativi all'Italia, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Indagine sul credito bancario (BLS)*; per quelli relativi all'area dell'euro, cfr. sul sito della BCE: *January 2020 euro area Bank Lending Survey*.

<sup>12</sup> Maggiori informazioni saranno presentate nel *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2020, che sarà pubblicato il 30 aprile.

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

VOCI	Settembre 2019	Dicembre 2019
<b>Crediti deteriorati (2)</b>		
Incidenza lorda sul totale dei finanziamenti	7,3	6,7
Incidenza netta sul totale dei finanziamenti	3,6	3,2
Tasso di copertura (3)	52,9	53,7
<b>Patrimonio di vigilanza</b>		
<i>Common equity tier1 (CET1) ratio</i>	13,6	13,9
VOCI	2018	2019
<b>Redditività (4)</b>		
<i>Return on equity (ROE) (5)</i>	6,2	5,5
Margine di interesse (6)	5,8	-5,7
Margine di intermediazione (6)	1,9	-2,0
Costi operativi (6)	-7,1	-1,5
Risultato di gestione (6)	22,9	-2,9
Rettifiche di valore su crediti (6)	-33,0	0,3

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. – (3) Ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. – (4) Il perimetro delle banche significative è cambiato il primo trimestre 2019, a seguito di una rilevante variazione del perimetro del gruppo ICCREA e dell'inclusione del gruppo Cassa Centrale Banca fra i gruppi significativi. Al fine di confrontare i dati della redditività riferiti a settembre 2018 con quelli relativi a settembre 2019, sono stati esclusi i gruppi cooperativi ICCREA e Cassa Centrale Banca; i dati si riferiscono pertanto a un campione di banche significative omogeneo nel tempo. L'incidenza dei prestiti è riportata al lordo e al netto delle relative rettifiche di valore. – (5) Al netto dei proventi straordinari. – (6) Variazioni percentuali rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente.

nuovi crediti deteriorati in rapporto al totale dei finanziamenti è rimasto stabile (all'1,3 per cento, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno; fig. 38). Il tasso di deterioramento dei prestiti è su livelli storicamente molto bassi sia per le famiglie sia per le imprese.

L'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti erogati dai gruppi bancari significativi si è ulteriormente ridotta, in linea con i piani presentati dalle banche alla BCE e alla Banca d'Italia; la quota al netto delle rettifiche di valore è scesa al 3,2 per cento, portandosi a meno di un terzo del massimo registrato nel dicembre 2015 (9,8 per cento; tav. 13). Il tasso di copertura delle esposizioni deteriorate (ossia il rapporto tra le rettifiche e la consistenza dei prestiti deteriorati) è aumentato in confronto al trimestre precedente.

Il DL 18/2020 e il DL 23/2020 introducono tra l'altro interventi di sostegno finanziario a imprese e famiglie; le norme prevedono, in particolare, iniziative per alleviare le tensioni di liquidità causate dall'emergenza e il rafforzamento del sistema pubblico di garanzia (cfr. il riquadro: *Le misure di sostegno finanziario alle imprese*). Per assicurare l'efficiente e rapido utilizzo delle misure di supporto previste dai decreti è stata istituita una task force tra il Ministero dell'Economia e delle finanze, la Banca d'Italia, l'Associazione bancaria italiana, il Mediocredito Centrale, il Ministero per lo Sviluppo economico e la SACE.

## LE MISURE DI SOSTEGNO FINANZIARIO ALLE IMPRESE

Il Governo ha recentemente delineato un vasto e articolato programma di iniziative in risposta all'emergenza sanitaria ed economica innescata dall'epidemia di Covid-19. Con il DL 18/2020 del 17 marzo e il DL 23/2020 dell'8 aprile sono state introdotte misure di sostegno finanziario alle imprese per evitare che eventuali restrizioni creditizie e temporanee tensioni di liquidità si traducano in una duratura flessione dell'attività produttiva.

Tra i principali interventi contenuti nel DL 18/2020 figurano il blocco della revoca di alcune tipologie di finanziamento, la proroga dei prestiti e la sospensione del rimborso dei debiti delle piccole e medie imprese (PMI)<sup>1</sup>. Queste iniziative assicurano un sostegno finanziario alle PMI prive di posizioni deteriorate alla data di entrata in vigore del decreto e con temporanee carenze di liquidità per effetto dell'emergenza epidemiologica, comprovate da autocertificazione. Nel dettaglio è prevista la possibilità di: (a) congelare gli importi accordati per le aperture di credito a revoca e per i finanziamenti a fronte di anticipi su crediti fino al 30 settembre 2020; (b) prorogare a quella data i prestiti con scadenza contrattuale anteriore; (c) sospendere nello stesso periodo i pagamenti delle rate dei mutui e dei canoni di leasing. Si tratta di una misura conservativa, che tutela le imprese dall'interruzione di prestiti esistenti ed evita temporaneamente alle banche di effettuare nuovi accantonamenti. Il 33 per cento degli importi di queste operazioni<sup>2</sup> è coperto dalla garanzia accessoria di una sezione speciale del Fondo centrale di garanzia per le PMI. La garanzia consente di dimezzare le perdite attese per le banche sui finanziamenti oggetto di moratoria, considerato che la perdita media sui prestiti deteriorati alle imprese è prossima al 70 per cento dell'importo nominale.

Le misure di sostegno all'accesso al credito si concentrano anche su un ampio programma di garanzie pubbliche sui prestiti, dapprima introdotto con il DL 18/2020 e successivamente rafforzato dal DL 23/2020. Con il secondo decreto la generalità delle imprese italiane ha accesso, fino al 31 dicembre 2020, a finanziamenti con garanzia "a prima richiesta" fornita dallo Stato agli intermediari. In particolare il potenziamento dell'operatività del Fondo centrale di garanzia per le PMI, ora accessibile anche alle imprese fino a 499 dipendenti, prevede, tra le principali innovazioni: l'incremento dell'importo massimo garantito per singola impresa da 2,5 a 5 milioni di euro; l'innalzamento della copertura al 90 per cento (al 100 per cento in caso di intervento dei confidi) per finanziamenti di importo definito fino a sei anni; la copertura integrale per talune categorie di finanziamenti, soprattutto di piccolo importo; la gratuità della garanzia; l'accesso al Fondo da parte delle persone fisiche la cui attività di impresa sia stata danneggiata dall'emergenza sanitaria; l'estensione dell'intervento – a determinate condizioni – alle rinegoziazioni del debito; l'eliminazione della valutazione del merito di credito dell'impresa da parte del Fondo; la concessione della garanzia anche a imprese con crediti deteriorati non anteriori al 31 gennaio 2020<sup>3</sup> ferma restando, in ogni caso, l'esclusione delle aziende con esposizioni classificate in sofferenza. Al Fondo è attribuita una dotazione aggiuntiva per il 2020 pari a poco più di 1,7 miliardi di euro. Oltre a mitigare il rischio di credito, la garanzia, essendo a prima richiesta, consente agli intermediari di annullare l'assorbimento di capitale sulla quota di prestito coperta dal Fondo.

<sup>1</sup> Ai sensi della raccomandazione CE/2003/361, sono considerate PMI le imprese con meno di 250 addetti e fatturato o attivo annui non superiori rispettivamente a 50 e 43 milioni di euro.

<sup>2</sup> Si fa riferimento, in particolare, al maggiore credito utilizzato tra la data di entrata in vigore del decreto e il 30 settembre 2020, alle singole rate oggetto di sospensione e ai prestiti in scadenza che hanno beneficiato di un allungamento della durata.

<sup>3</sup> Il DL 23/2020 identifica altre aziende con equilibri finanziari precari ammissibili alla garanzia del Fondo. Tra queste figurano le imprese ammesse alla procedura del concordato con continuità aziendale e quelle che hanno stipulato accordi di ristrutturazione.

Il sistema statale di garanzie è rafforzato con l'attribuzione alla SACE, i cui compiti sono ridefiniti, di un ruolo centrale nell'attuazione delle misure di sostegno alla liquidità, soprattutto a favore delle imprese più grandi; l'intervento è esteso inoltre alle aziende di minore dimensione che abbiano pienamente utilizzato la propria capacità di accedere al Fondo centrale di garanzia. La società potrà garantire a prima richiesta finanziamenti di durata non superiore a sei anni con percentuali di copertura comprese tra il 70 e il 90 per cento, decrescenti all'aumentare della dimensione aziendale. Secondo nostre stime, considerato il significativo ammontare dei finanziamenti attivabili attraverso la garanzia della SACE, superiore alle consistenze dei prestiti alle grandi imprese a fine gennaio 2020, la misura potrebbe favorire non solo nuovi finanziamenti, ma anche il rinnovo di quelli concessi in passato. Lo stanziamento a copertura delle misure previste dal nuovo decreto dovrebbe essere contenuto in un provvedimento di prossima emanazione.

Nei principali paesi europei e negli Stati Uniti la risposta all'emergenza, inevitabilmente eterogenea anche in virtù dei diversi margini di manovra della politica di bilancio, ha assunto alcuni caratteri comuni. In particolare, il potenziamento degli schemi pubblici di garanzia è stato generalizzato: l'ampliamento della dotazione ha consentito di estendere la platea di potenziali beneficiari e di accrescere le percentuali di copertura; in quasi tutti i paesi le garanzie sono generalmente a prima richiesta. Risultano meno diffuse le sospensioni temporanee del rimborso dei debiti, spesso adottate con modalità meno articolate rispetto alla moratoria introdotta in Italia, che ha rappresentato uno dei tratti qualificanti delle iniziative assunte con il DL 18/2020.

**La flessione  
del margine  
di intermediazione  
ha compresso  
la redditività**

Nel 2019 la redditività dei gruppi bancari significativi è diminuita; il rendimento del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE), al netto delle componenti straordinarie<sup>13</sup>, è stato del 5,5 per cento (4,9 depurando il dato dalla plusvalenza legata alla vendita di FinecoBank da parte del gruppo UniCredit). A fronte del calo del margine di intermediazione – che ha risentito della riduzione del margine di interesse, solo in parte compensata dall'aumento degli altri ricavi – i costi operativi sono diminuiti. Le rettifiche su crediti si sono mantenute stabili.

Tra settembre e dicembre il livello medio di patrimonializzazione dei gruppi significativi è migliorato, beneficiando prevalentemente dell'incremento del capitale e, in particolare, della rivalutazione delle riserve; il capitale di migliore qualità (*common equity tier 1*, CET1) era pari al 13,9 per cento delle attività ponderate per il rischio. Queste ultime sono rimaste sostanzialmente invariate. Lo scorso 27 marzo la BCE ha rivolto ai gruppi significativi la raccomandazione di astenersi dalla distribuzione degli utili e di destinarli al rafforzamento dei mezzi propri almeno fino al 1° ottobre 2020; ciò contribuirà verosimilmente a contenere gli effetti avversi della pandemia sulla patrimonializzazione degli istituti di credito<sup>14</sup>.

## 2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

I timori per le prospettive dell'economia e il diffondersi dell'incertezza hanno generato un repentino aumento dell'avversione al rischio degli investitori e un deterioramento delle condizioni di liquidità su tutti i mercati finanziari. Il rialzo degli spread sovrani, comune in diversa misura alla maggior parte dei paesi dell'area, ha interessato in modo particolare il mercato italiano; i corsi azionari sono caduti e le condizioni

<sup>13</sup> Le componenti straordinarie del 2019 includono le svalutazioni sugli avviamenti, la svalutazione delle attività per imposte differite (*deferred tax assets*, DTA) effettuata dal gruppo MPS e il beneficio complessivo dell'acquisizione (*badwill*) di Unipol Banca da parte di BPER.

<sup>14</sup> Nello stesso giorno la Banca d'Italia ha esteso la medesima raccomandazione alle banche meno significative, sottoposte alla sua diretta supervisione.

di finanziamento per le società non finanziarie e le banche sono peggiorate. Dopo l'intervento del Consiglio direttivo della BCE le tensioni sul mercato obbligazionario si sono attenuate.

**La volatilità è bruscamente aumentata**

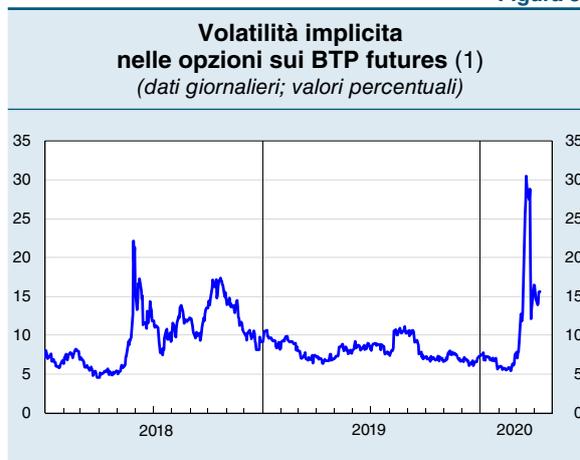
La volatilità implicita nei contratti derivati sul titolo decennale italiano è salita notevolmente, come sugli

altri mercati obbligazionari (fig. 39). Nelle giornate tra il 12 e il 18 marzo i mercati finanziari italiani ed europei, a seguito degli annunci di provvedimenti di contenimento dell'epidemia nella maggior parte dei paesi avanzati, sono stati caratterizzati da forti tensioni. I risoluti interventi dell'Eurosistema seguiti alle decisioni del Consiglio direttivo della BCE hanno interrotto la spirale negativa tra vendite e illiquidità che aveva fortemente amplificato la discesa dei prezzi delle attività finanziarie, incluse quelle prive di rischio. Sul mercato primario la domanda per i titoli del Tesoro italiano è sempre stata ampiamente superiore agli importi offerti in emissione.

**I rendimenti dei titoli di Stato sono risaliti...**

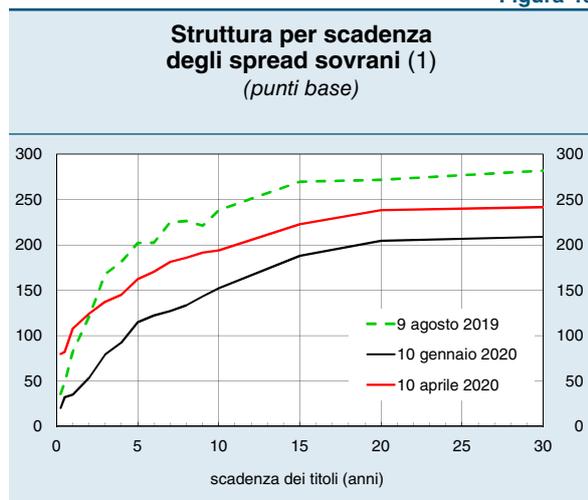
I rendimenti dei titoli di Stato italiani, che si erano notevolmente ridotti tra la fine di gennaio e la prima metà di febbraio, sono decisamente risaliti, insieme a quelli della maggior parte degli altri paesi dell'area. Sulla durata decennale sono passati dallo 0,9 per cento di metà di febbraio al 2,4 del 18 marzo. Dopo gli interventi sul mercato della Banca d'Italia per conto dell'Eurosistema e la decisione del Consiglio direttivo di istituire un portafoglio di acquisti di attività per 750 miliardi al fine di stabilizzare i mercati finanziari e preservare la trasmissione monetaria, le tensioni si sono ridotte (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate dalla BCE nel marzo 2020*). Nella seconda settimana di aprile il rendimento

Figura 39



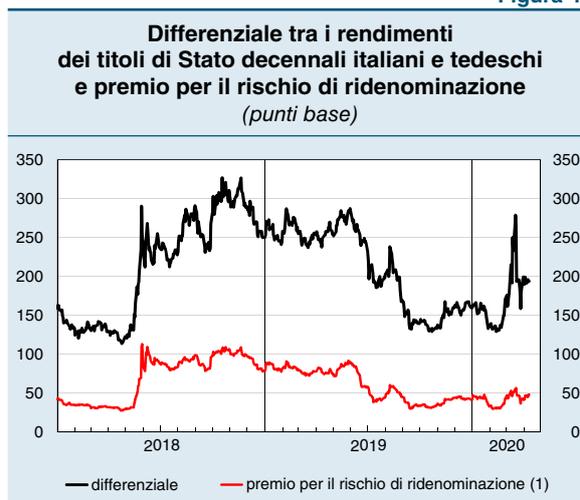
Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.  
(1) Volatilità implicita nelle opzioni *at the money* con scadenza a un mese sul contratto futures sul titolo di Stato decennale italiano scambiato all'Eurex.

Figura 40

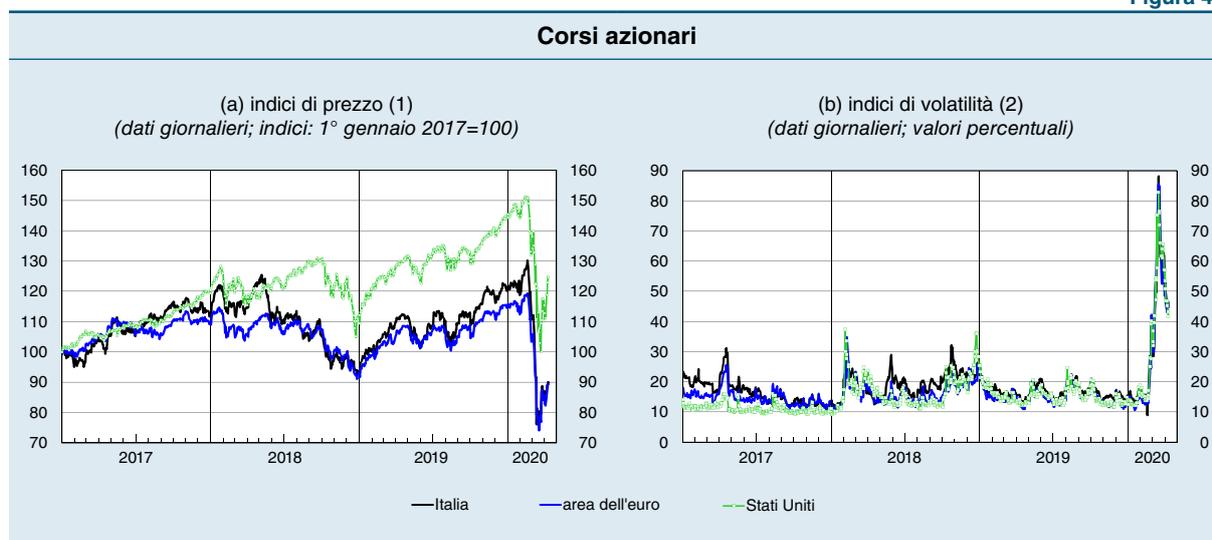


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.  
(1) Struttura per scadenze, a date selezionate, dei differenziali di rendimento fra i titoli di Stato italiani e i corrispondenti titoli tedeschi.

Figura 41



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e dati 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.



Fonte: Refinitiv.

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

dei titoli italiani decennali era pari all'1,59 per cento, con un differenziale rispetto ai corrispondenti titoli tedeschi di 194 punti base (figg. 40 e 41), ben al di sotto dei 320 raggiunti nelle negoziazioni infragiornaliere durante le fasi di massima turbolenza.

**...e i corsi azionari hanno subito un forte calo**

Tra la terza decade di febbraio – quando si è manifestata l'epidemia nel Nord del Paese – e il 18 marzo, in Italia l'indice generale di borsa ha perso circa il 40 per cento del proprio valore (fig. 42.a). La correzione dei corsi azionari ha coinvolto con perdite di pari entità gli indici

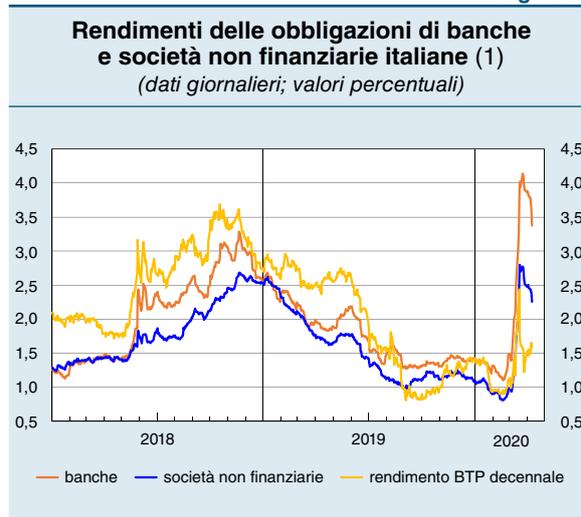
tedesco e francese, nonché quello complessivo dell'area dell'euro. La volatilità implicita degli indici di borsa ha superato i massimi raggiunti durante la crisi finanziaria del 2008-09 (fig. 42.b). A partire dalla fine di marzo i corsi azionari sono parzialmente risaliti e la volatilità si è ridotta.

**Sono in rialzo i rendimenti delle obbligazioni private**

I costi di finanziamento delle società non finanziarie e delle banche italiane hanno a loro volta risentito

del peggioramento delle condizioni dei mercati finanziari. Nella seconda settimana di aprile i rendimenti delle obbligazioni emesse erano in media pari al 2,4 per cento per le società non finanziarie e al 3,6 per le banche (fig. 43), circa 150 e 240 punti base oltre i rispettivi valori medi di febbraio. I premi sui CDS dei maggiori intermediari italiani sono saliti marcatamente; l'aumento è stato comune alle principali banche dell'area dell'euro e si è attenuato dopo le misure adottate dalla BCE (fig. 44).

Figura 43



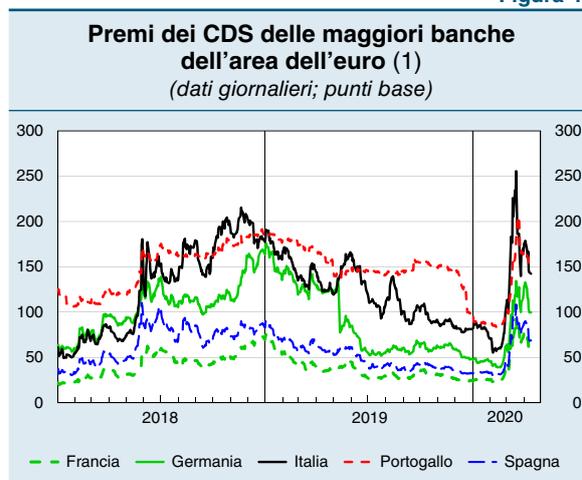
Fonte: ICE BofAML e Bloomberg.

(1) I dati si riferiscono ai rendimenti (a scadenza) medi di un paniere di titoli obbligazionari 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.

**Le emissioni lorde di titoli delle società non finanziarie si sono ridotte**

Nel quarto trimestre dello scorso anno i collocamenti netti di obbligazioni delle società non finanziarie italiane sono stati pari a circa un miliardo di euro, mentre le banche hanno effettuato rimborsi netti per 1,7 miliardi. Sulla base di dati preliminari di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, nel primo trimestre del 2020 i collocamenti di titoli si sarebbero notevolmente ridotti per le società non finanziarie (da 9 a 2,2 miliardi); per le banche sarebbero rimasti sostanzialmente invariati (11,5 miliardi), sostenuti dalle emissioni effettuate in gennaio e febbraio in linea con quanto avvenuto nelle altre economie dell'area.

Figura 44



## 2.9 LA FINANZA PUBBLICA

Nelle scorse settimane il Governo ha varato misure espansive prevalentemente di natura temporanea per gestire l'emergenza legata alla diffusione dell'epidemia di Covid-19 e attenuarne l'impatto economico; ulteriori disposizioni sono previste nelle prossime settimane. Le istituzioni europee sono intervenute, dando la possibilità di utilizzare la massima flessibilità contemplata dalle regole di bilancio europee.

**A marzo il Governo ha varato una manovra espansiva per gestire l'emergenza**

A partire dall'inizio di marzo il Governo ha emanato diversi provvedimenti per fronteggiare l'emergenza sanitaria legata alla diffusione dell'epidemia. Le prime misure in favore delle zone più colpite sono state finanziate con risorse già disponibili a legislazione vigente (e quindi senza determinare un aumento del disavanzo). Con l'aggravarsi della situazione il Governo, dopo aver avuto la necessaria autorizzazione del Parlamento<sup>15</sup>, ha varato una manovra espansiva temporanea con il DL 18/2020 ("decreto cura Italia"). Il provvedimento determina un aumento dell'indebitamento netto di circa 20 miliardi nel 2020, quasi interamente dovuto a maggiori spese (cfr. il riquadro: *Le misure per fronteggiare l'emergenza sanitaria in Italia*); nei due anni successivi gli effetti complessivi sul disavanzo sono sostanzialmente nulli. In aprile il Governo ha emanato il DL 23/2020 per potenziare il sostegno alla liquidità delle imprese introdotto con il "decreto cura Italia" e ha annunciato ulteriori interventi che dovrebbero essere adottati nei prossimi giorni.

Le misure si inseriscono in un contesto nel quale le istituzioni europee hanno riconosciuto la sussistenza delle condizioni, in termini di grave recessione nell'area dell'euro o nella UE nel suo complesso, per l'attivazione della clausola generale di salvaguardia (*general escape clause*) del Patto di stabilità e crescita. Tale clausola, pur non sospendendo l'operatività del Patto, permette deviazioni dal percorso di rientro verso l'obiettivo di bilancio di medio termine e una ridefinizione dei termini per il rientro dalle situazioni di disavanzo o debito eccessivo raccomandati dal Consiglio della UE. Le istituzioni europee hanno inoltre reso più flessibile l'utilizzo dei fondi strutturali europei e hanno proposto l'introduzione di nuovi strumenti di supporto finanziario ai paesi più colpiti dall'emergenza sanitaria (cfr. il par. 1.2).

<sup>15</sup> Come previsto dalla normativa nazionale, il Governo ha richiesto al Parlamento l'autorizzazione ad aumentare il disavanzo dell'anno in corso fino a 20 miliardi rispetto a quanto previsto nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2019*.

## LE MISURE PER FRONTEGGIARE L'EMERGENZA SANITARIA IN ITALIA

In risposta all'emergenza sanitaria generata dalla diffusione dell'epidemia di Covid-19 in Italia e alle conseguenze per l'attività economica, il Governo ha definito un ampio insieme di interventi.

Dopo primi provvedimenti mirati e finanziati con risorse già disponibili sulla base della legislazione vigente (e quindi senza impatto sui conti pubblici), con la *Relazione al Parlamento per il 2020* il Governo ha modificato gli obiettivi di finanza pubblica per l'anno in corso al fine di ottenere dal Parlamento l'autorizzazione ad aumentare il disavanzo fino a 20 miliardi rispetto a quanto previsto nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2019*.

Con il DL 18/2020 il Governo ha utilizzato pienamente il maggiore disavanzo autorizzato dal Parlamento<sup>1</sup>. Le principali misure sono finalizzate al potenziamento del servizio sanitario nazionale e al sostegno di lavoratori, famiglie e imprese<sup>2</sup>. In particolare sono previste:

- a) maggiori spese in favore del sistema sanitario (circa 3,2 miliardi) finalizzate anche all'assunzione di medici e infermieri e all'incremento dei reparti di terapia intensiva (tavola);
- b) misure di sostegno al reddito delle famiglie (complessivamente per circa 9,6 miliardi) attraverso una molteplicità di strumenti, in maggioranza destinati al rafforzamento degli ammortizzatori sociali su tutto il territorio nazionale per i lavoratori dipendenti (circa 3,4 miliardi) e per i lavoratori autonomi e di settori specifici (circa 3,5 miliardi); sono previsti interventi in favore dei genitori lavoratori per 0,8 miliardi (congedi speciali e bonus per servizi di baby-sitting) a seguito della sospensione del servizio scolastico;
- c) misure di supporto alle imprese (circa 6,2 miliardi), principalmente finalizzate a sostenerne la liquidità attraverso il sistema bancario e l'utilizzo del Fondo centrale di garanzia (3,8 miliardi; cfr. il riquadro: *Le misure di sostegno finanziario alle imprese*);
- d) altre misure per la gestione dell'emergenza (quasi 2 miliardi), tra cui la sospensione dei termini per l'attività di riscossione (quasi un miliardo) e quella dei versamenti fiscali e contributivi.

Gli interventi a sostegno della liquidità delle imprese sono stati potenziati lo scorso 8 aprile con il DL 23/2020 (cfr. il riquadro: *Le misure di sostegno finanziario alle imprese*), che ha rafforzato il ruolo delle garanzie pubbliche. Il decreto prevede inoltre lo slittamento delle scadenze di aprile e maggio dei principali versamenti fiscali per le imprese e i lavoratori autonomi che abbiano registrato un calo del fatturato superiore a determinate soglie. Data la natura delle garanzie concesse e il versamento entro l'anno di quanto dovuto per imposte e contributi sociali sospesi, nelle valutazioni ufficiali le disposizioni del decreto hanno un impatto sostanzialmente nullo sui conti pubblici del 2020 (sia in termini di indebitamento netto sia di fabbisogno). Le garanzie avranno un impatto sia sull'indebitamento netto sia sul debito solo al momento dell'eventuale escussione.

Il Governo ha annunciato ulteriori interventi a sostegno dell'economia che dovrebbero essere approvati nei prossimi giorni. Il maggiore disavanzo determinato da tali provvedimenti dovrà essere autorizzato dal Parlamento.

<sup>1</sup> L'impatto in termini di fabbisogno è sostanzialmente analogo.

<sup>2</sup> Per maggiori dettagli, cfr. *Memoria della Banca d'Italia per la 5ª Commissione (Programmazione economica e Bilancio) del Senato della Repubblica*, 25 marzo 2020.

**Effetti sul conto economico delle Amministrazioni pubbliche  
delle misure incluse nel DL 18/2020 per l'anno 2020**  
(milioni di euro)

VOCI	2020
<b>USO DELLE RISORSE</b>	<b>20.731</b>
<b>Maggiori spese (A=A1+A2+A3+A4)</b>	<b>19.795</b>
<b>Interventi a sostegno del servizio sanitario (A1)</b>	<b>3.159</b>
Incremento Fondo per le emergenze nazionali (conto capitale)	1.650
Finanziamento fabbisogno nazionale standard	1.410
Altre spese in contro capitale	35
Altre spese correnti	64
<b>Interventi a sostegno delle famiglie (A2)</b>	<b>9.607</b>
Cassa integrazione guadagni e altri ammortizzatori sociali per lavoratori dipendenti	3.436
Indennità a favore di lavoratori autonomi e di settori specifici	3.462
Congedo parentale, bonus per servizi di baby-sitting ed estensione benefici L.104/92	1.281
Premio per i lavoratori dipendenti con redditi fino a 40.000 euro	881
Incremento del Fondo solidarietà mutui prima casa (conto capitale)	400
Altri interventi a favore delle famiglie	148
<b>Interventi a sostegno delle imprese (A3)</b>	<b>6.164</b>
Garanzie a favore delle piccole e medie imprese	3.230
Altre garanzie a favore delle imprese colpite dalla crisi e di quelle agricole	580
Trasformazione in crediti di imposta di DTA (conto capitale)	1.058
Altri crediti di imposta	406
Altre spese correnti	250
Misure di sostegno agli investimenti (conto capitale)	640
<b>Altre misure per la gestione dell'emergenza (A4)</b>	<b>865</b>
Finanziamento spesa corrente degli enti locali	411
Altre spese correnti	362
Altre spese in conto capitale	92
<b>Minori entrate (B)</b>	<b>-936</b>
Sospensione dei termini di versamento e altre misure a favore delle imprese	-933
Altre entrate	-3
<b>REPERIMENTO RISORSE</b>	<b>773</b>
<b>Maggiori entrate (C)</b>	<b>553</b>
<b>Minori spese (D)</b>	<b>-220</b>
<b>Variazione dell'indebitamento netto (E=A+D-B-C)</b>	<b>19.959</b>

Fonte: elaborazioni su valutazioni ufficiali contenute negli atti parlamentari del DL 18/2020.

Nelle prossime settimane, con la pubblicazione del *Documento di economia e finanza 2020*, il Governo definirà gli obiettivi di bilancio alla luce del deterioramento del quadro macroeconomico e delle misure discrezionali adottate.

**Nel 2019 l'indebitamento netto si è ridotto...**

All'inizio di marzo l'Istat ha diffuso i dati di consuntivo relativi all'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche dello scorso anno. Il disavanzo è risultato pari all'1,6 per cento del PIL (contro il 2,2 del 2018; tav. 14), sei decimi di punto al di sotto della stima contenuta nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2019* pubblicata lo scorso settembre. Il calo rispetto al 2018 ha riflesso sia l'aumento dell'avanzo primario, dall'1,5 all'1,7 per cento del PIL, sia la riduzione della spesa per interessi, dal 3,7 al 3,4 per cento del prodotto. Il miglioramento dell'avanzo primario è principalmente dovuto a un aumento delle entrate (0,7 punti percentuali del PIL; tav. 15), maggiore di quello delle uscite primarie (0,5 per cento).

**...e il rapporto tra il debito e il prodotto è rimasto stabile**

Il rapporto fra il debito pubblico e il PIL è rimasto stabile al 134,8 per cento (fig. 45). L'avanzo primario ha sostanzialmente compensato l'effetto del divario tra onere medio del debito e tasso di crescita nominale del prodotto. La più favorevole evoluzione del rapporto tra il debito e il prodotto rispetto alle previsioni ufficiali dello scorso autunno, che ne prefiguravano un aumento di 0,9 punti percentuali di PIL, riflette sia il minore disavanzo registrato a consuntivo sia una dinamica del prodotto migliore delle attese.

L'incremento del debito nel 2019, pari a 28,9 miliardi, è stato inferiore al fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche (35,5 miliardi), grazie alla lieve riduzione delle disponibilità liquide del Tesoro (2,2 miliardi) e all'effetto complessivo degli scarti e dei premi all'emissione e al rimborso, della rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione e della variazione del cambio, che hanno ridotto il debito per 4,4 miliardi (tav. 16).

L'andamento decrescente dei tassi all'emissione osservato nella seconda parte dell'anno si è tradotto in una diminuzione dell'onere medio del debito pubblico, al 2,5 per cento alla fine del 2019 (dal 2,8 nel 2018); la vita media residua è

All'inizio di marzo l'Istat ha diffuso i dati di consuntivo relativi all'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche dello scorso anno. Il disavanzo è risultato pari all'1,6 per cento del PIL (contro il 2,2 del 2018; tav. 14), sei decimi di punto al di sotto della stima contenuta nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2019* pubblicata lo scorso settembre. Il calo rispetto al 2018 ha riflesso sia l'aumento dell'avanzo primario, dall'1,5 all'1,7 per cento del PIL, sia la riduzione della spesa per interessi, dal 3,7 al 3,4 per cento del prodotto. Il miglioramento dell'avanzo primario è principalmente dovuto a un aumento delle entrate (0,7 punti percentuali del PIL; tav. 15), maggiore di quello delle uscite primarie (0,5 per cento).

Tavola 14

**Principali indicatori dei conti delle Amministrazioni pubbliche (1)**  
(percentuali del PIL)

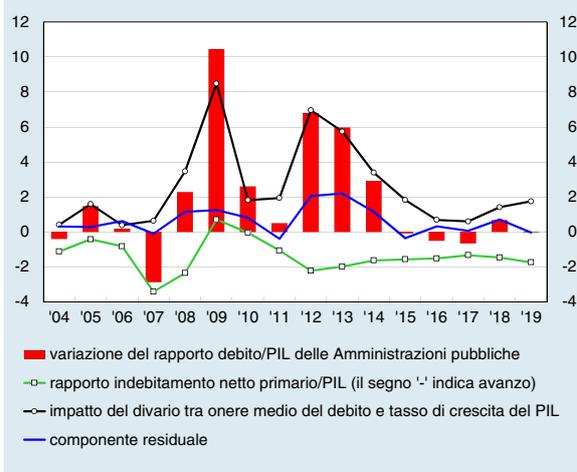
VOCI	2016	2017	2018	2019
Indebitamento netto	2,4	2,4	2,2	1,6
Avanzo primario	1,5	1,3	1,5	1,7
Spesa per interessi	3,9	3,8	3,7	3,4
Pressione fiscale	42,2	41,8	41,9	42,4
Fabbisogno	2,5	3,4	2,2	2,0
Fabbisogno netto (2)	2,6	3,4	2,2	2,0
Debito	134,8	134,1	134,8	134,8

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, elaborazioni su dati Istat (cfr. Istat, *Pil e indebitamento AP*, Statistiche flash, 2 marzo 2020).

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti. -  
(2) Al netto delle dismissioni mobiliari effettuate dallo Stato.

Figura 45

**Debito delle Amministrazioni pubbliche: andamento e determinanti delle sue variazioni**  
(dati annuali; in percentuale del PIL)



Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche e per il PIL, elaborazioni su dati Istat.

**Spese ed entrate delle Amministrazioni pubbliche**  
(miliardi di euro e variazioni percentuali)

VOCI	Variazioni percentuali			
	2018	2019	2018	2019
<b>SPESE</b>				
Spesa per consumi finali	334,8	336,1	2,4	0,4
<i>di cui:</i> redditi da lavoro	172,5	173,3	3,2	0,4
consumi intermedi	101,2	102,4	2,4	1,2
prestazioni sociali in natura	46,1	45,8	2,1	-0,6
Prestazioni sociali in denaro	348,5	361,2	2,1	3,7
Interessi passivi	64,6	60,3	-1,3	-6,7
Altre spese	65,5	66,7	5,6	1,8
<b>Spese correnti</b>	<b>798,4</b>	<b>809,6</b>	<b>2,4</b>	<b>1,4</b>
in % del PIL	45,2	45,3		
<b>Spese correnti al netto degli interessi</b>	<b>733,7</b>	<b>749,3</b>	<b>2,7</b>	<b>2,1</b>
in % del PIL	41,5	41,9		
Investimenti (1)	37,8	40,5	-1,3	7,2
Contributi agli investimenti	13,9	14,2	38,5	2,3
Altre spese in c/capitale	7,3	6,4	-60,6	-12,1
<b>Spese in c/capitale</b>	<b>59,0</b>	<b>61,1</b>	<b>-11,7</b>	<b>3,6</b>
<b>Totale spese al netto degli interessi</b>	<b>792,7</b>	<b>810,4</b>	<b>1,5</b>	<b>2,2</b>
in % del PIL	44,9	45,3		
<b>TOTALE SPESE</b>	<b>857,3</b>	<b>870,7</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>
in % del PIL	48,5	48,7		
<b>ENTRATE</b>				
Imposte dirette	248,9	257,4	-0,6	3,4
Imposte indirette	254,4	257,9	2,4	1,4
Contributi sociali	234,5	242,1	3,9	3,2
Produzione vendibile e per uso proprio	43,9	44,7	3,0	1,7
Altre entrate correnti	32,7	35,5	6,5	8,4
<b>Entrate correnti</b>	<b>814,4</b>	<b>837,5</b>	<b>2,1</b>	<b>2,8</b>
in % del PIL	46,1	46,9		
<b>Entrate in c/capitale</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>-38,9</b>	<b>-3,1</b>
<i>di cui:</i> imposte	1,6	1,2	-32,3	-21,5
<b>TOTALE ENTRATE</b>	<b>818,5</b>	<b>841,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,8</b>
in % del PIL	46,3	47,1		
<i>di cui:</i> pressione fiscale	41,9	42,4		
<b>INDEBITAMENTO NETTO</b>	<b>-38,8</b>	<b>-29,3</b>		
in % del PIL	-2,2	-1,6		
<b>Saldo primario</b>	<b>25,8</b>	<b>31,0</b>		
in % del PIL	1,5	1,7		
<i>per memoria:</i> PIL	1.766,2	1.787,7		

Fonte: elaborazioni su dati Istat (cfr. Istat, *PIL e indebitamento AP*, Statistiche flash, 2 marzo 2020).

(1) In questa voce sono contabilizzati con segno negativo i proventi relativi alle vendite di immobili.

Tavola 16

**Variazione del debito  
delle Amministrazioni pubbliche e sue componenti**  
(miliardi di euro)

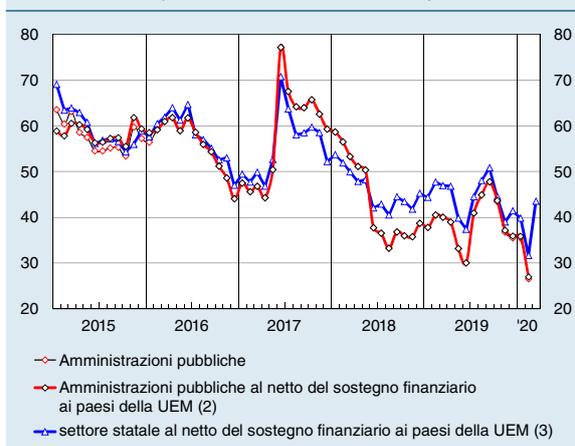
VOCI	2016	2017	2018	2019
<b>Variazione del debito = (a)+(b)+(c)+(d)</b>	<b>46,2</b>	<b>43,9</b>	<b>51,4</b>	<b>28,9</b>
(a) Fabbisogno complessivo	43,2	59,3	38,7	35,5
di cui: sostegno ai paesi UEM	0,0	0,0	0,0	-0,4
(b) Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro	7,4	-13,8	5,8	-2,2
(c) Scarti e premi di emissione (1)	-4,4	-1,2	6,8	-4,5
(d) Controvalore in euro di passività in valuta	0,0	-0,4	0,1	0,1

(1) Include l'effetto della rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione.

rimasta stabile a 7,3 anni. Nel primo trimestre di quest'anno il fabbisogno del settore statale è stato pari a 30,8 miliardi (fig. 46), in aumento di circa 2,1 miliardi rispetto al corrispondente periodo del 2019.

Figura 46

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



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

## **DOCUMENTAZIONE STATISTICA**

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



## INDICE

A1	Indicatori di competitività di prezzo basati sui prezzi alla produzione dei manufatti	<b>61</b>
A2	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	<b>63</b>
A3	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	<b>64</b>
A4	Prezzi al consumo: Italia, area dell'euro e principali paesi	<b>65</b>
A5	Posizione patrimoniale dell'Italia verso l'estero: consistenze e raccordo con i flussi del conto finanziario della bilancia dei pagamenti	<b>66</b>
A6	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	<b>67</b>
A7	Prestiti delle IFM corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni: Italia e area dell'euro	<b>68</b>
A8	Emissioni nette di obbligazioni: Italia e area dell'euro	<b>69</b>
A9	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche italiane	<b>70</b>
A10	Debito delle Amministrazioni pubbliche italiane	<b>71</b>



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

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

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

continua

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

PERIODO	Giappone	Italia	Paesi Bassi	Regno Unito	Spagna	Stati Uniti
2014	62,7	99,0	113,8	86,0	108,7	93,7
2015	60,3	96,2	107,8	89,9	106,0	102,6
2016	67,9	97,3	109,5	81,7	106,7	104,6
2017	63,9	97,1	111,2	77,9	108,0	103,4
2018	62,9	97,9	112,5	79,5	109,3	103,1
2019	65,6	96,4	113,4	79,7	107,6	105,5
2019 – 1° trim.	64,1	96,8	112,8	80,0	107,6	104,3
2° trim.	64,7	96,2	113,8	79,8	108,0	105,7
3° trim.	66,8	96,4	113,2	77,9	107,4	105,9
4° trim.	67,0	96,1	113,7	81,2	107,2	105,8
2019 – gen.	64,9	97,3	113,0	79,0	107,4	103,9
feb.	63,9	96,8	112,5	79,9	107,6	104,0
mar.	63,5	96,4	112,7	81,0	107,9	105,1
apr.	63,3	96,0	113,4	80,5	108,0	105,7
mag.	64,9	96,3	114,0	80,3	108,3	106,3
giu.	66,0	96,5	113,9	78,7	107,8	105,2
lug.	65,5	96,2	112,9	77,9	107,7	105,1
ago.	67,8	96,7	113,6	76,9	107,0	106,3
set.	67,2	96,3	113,2	78,8	107,5	106,3
ott.	67,5	96,3	113,5	80,1	107,3	106,1
nov.	66,8	96,1	113,3	81,2	107,1	106,0
dic.	66,5	96,0	114,2	82,2	107,1	105,5
2020 – gen.	66,1	95,9	114,5	81,7	107,3	104,9

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

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

PERIODO	Redditi per ora lavorata	Produttività oraria		Costo del lavoro per unità di prodotto	
		Valore aggiunto (2)	Ore lavorate		
<b>Totale industria al netto delle costruzioni</b>					
2017	1,1	2,2	3,4	1,1	-1,1
2018	1,2	0,6	2,1	1,5	0,7
2019	2,0	-0,2	-0,4	-0,2	2,2
2017 – 1° trim.	1,8	2,2	2,4	0,2	-0,5
2° trim.	0,7	2,4	3,8	1,4	-1,7
3° trim.	1,8	2,2	4,3	2,1	-0,4
4° trim.	-0,1	1,7	4,2	2,5	-1,8
2018 – 1° trim.	0,3	2,4	3,8	1,4	-2,0
2° trim.	2,4	1,3	2,6	1,2	1,0
3° trim.	1,2	-0,5	0,7	1,2	1,8
4° trim.	2,0	-0,9	-0,9	0,0	2,9
2019 – 1° trim.	2,6	-1,2	0,1	1,3	3,9
2° trim.	1,9	-0,2	-0,4	-0,1	2,1
3° trim.	1,2	0,6	-0,1	-0,7	0,6
4° trim.	2,0	-0,1	-1,2	-1,1	2,0
<b>Servizi</b>					
2017	0,1	0,0	1,3	1,4	0,1
2018	2,1	-0,5	0,5	1,0	2,6
2019	1,3	0,0	0,3	0,4	1,3
2017 – 1° trim.	0,0	0,3	1,5	1,2	-0,3
2° trim.	-0,7	0,1	1,4	1,3	-0,8
3° trim.	-0,2	-0,8	1,1	2,0	0,7
4° trim.	0,7	-0,2	1,3	1,5	1,0
2018 – 1° trim.	0,7	-0,2	0,8	1,0	1,0
2° trim.	2,9	-0,7	0,6	1,3	3,6
3° trim.	2,6	-0,3	0,3	0,6	3,0
4° trim.	2,5	0,1	0,3	0,2	2,4
2019 – 1° trim.	2,2	-0,8	0,0	0,7	3,0
2° trim.	0,8	0,4	0,4	0,0	0,3
3° trim.	1,1	0,1	0,6	0,5	1,0
4° trim.	0,9	0,1	0,3	0,2	0,9
<b>Totale economia</b>					
2017	0,3	0,6	1,6	1,0	-0,3
2018	1,8	-0,1	0,9	1,0	1,9
2019	1,4	-0,1	0,2	0,4	1,5
2017 – 1° trim.	0,3	0,7	1,6	0,9	-0,4
2° trim.	-0,2	0,6	1,7	1,2	-0,8
3° trim.	0,3	0,1	1,6	1,5	0,2
4° trim.	0,5	0,3	1,8	1,5	0,2
2018 – 1° trim.	0,8	0,7	1,4	0,7	0,1
2° trim.	2,6	-0,1	1,0	1,1	2,7
3° trim.	2,1	-0,5	0,5	1,0	2,6
4° trim.	2,1	0,0	0,1	0,1	2,1
2019 – 1° trim.	2,2	-0,9	0,2	1,1	3,1
2° trim.	1,2	0,5	0,3	-0,2	0,6
3° trim.	1,1	0,1	0,4	0,3	1,0
4° trim.	1,1	-0,3	0,0	0,3	1,4

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

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

PERIODO	Redditi per ore lavorate	Produttività oraria			Costo del lavoro per unità di prodotto
		Valore aggiunto (2)	Ore lavorate		
<b>Totale industria al netto delle costruzioni</b>					
2017	1,8	2,5	3,3	0,8	-0,7
2018	2,1	0,5	1,8	1,2	1,6
2019	1,9	-1,6	-1,1	0,5	3,5
2017 – 1° trim.	1,4	1,6	2,4	0,8	-0,2
2° trim.	1,4	2,2	3,4	1,1	-0,9
3° trim.	1,3	3,2	4,6	1,4	-1,8
4° trim.	1,4	2,4	4,1	1,6	-1,0
2018 – 1° trim.	1,8	2,4	3,6	1,2	-0,6
2° trim.	2,2	1,3	2,8	1,5	0,9
3° trim.	2,1	0,0	1,2	1,2	2,1
4° trim.	2,0	-1,6	-0,5	1,1	3,6
2019 – 1° trim.	1,9	-1,6	-0,4	1,3	3,6
2° trim.	1,7	-1,5	-1,0	0,4	3,2
3° trim.	2,4	-1,6	-1,2	0,4	4,0
4° trim.	1,3	-1,5	-1,7	-0,1	2,9
<b>Servizi</b>					
2017	2,0	1,0	2,4	1,3	1,0
2018	2,2	0,5	1,9	1,4	1,7
2019	2,1	0,4	1,7	1,3	1,6
2017 – 1° trim.	1,7	0,8	2,1	1,3	0,9
2° trim.	1,9	0,9	2,4	1,5	0,9
3° trim.	1,7	0,9	2,7	1,8	0,9
4° trim.	1,9	1,0	2,7	1,7	0,9
2018 – 1° trim.	2,1	1,0	2,4	1,4	1,1
2° trim.	1,9	0,3	2,0	1,7	1,6
3° trim.	2,3	0,1	1,7	1,6	2,2
4° trim.	2,2	0,1	1,6	1,5	2,1
2019 – 1° trim.	1,9	0,1	1,7	1,7	1,8
2° trim.	2,3	0,5	1,7	1,2	1,7
3° trim.	2,2	0,7	1,8	1,0	1,4
4° trim.	2,0	0,5	1,7	1,1	1,4
<b>Totale economia</b>					
2017	2,0	1,4	2,6	1,2	0,6
2018	2,1	0,5	2,0	1,4	1,6
2019	2,0	0,1	1,2	1,1	1,9
2017 – 1° trim.	1,6	1,0	2,1	1,1	0,6
2° trim.	1,8	1,2	2,6	1,3	0,5
3° trim.	1,6	1,4	3,0	1,6	0,1
4° trim.	1,8	1,4	3,1	1,6	0,4
2018 – 1° trim.	2,0	1,4	2,7	1,3	0,6
2° trim.	1,9	0,5	2,2	1,7	1,3
3° trim.	2,2	0,0	1,6	1,6	2,2
4° trim.	2,1	-0,3	1,2	1,5	2,3
2019 – 1° trim.	1,8	-0,3	1,4	1,7	2,1
2° trim.	2,2	0,2	1,2	1,0	2,0
3° trim.	2,2	0,4	1,2	0,9	1,8
4° trim.	1,9	0,2	1,0	0,8	1,7

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

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

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

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

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

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

PERIODO	Consistenze								Raccordo stock-flussi			
	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Strumenti derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	Totale	Totale in percentuale del PIL	Variazione del totale consistenze (a) = (b)+(c)	Aggiustamenti di valutazione (2) (b)	Flussi del conto finanziario (c)	
		Azioni e fondi comuni	Titoli di debito									
<b>Attività</b>												
2016	544	1.265	758	507	92	504	129	2.534	149,4	99	23	76
2017	558	1.391	864	527	76	523	126	2.675	154,0	141	-7	148
2018	592	1.352	819	532	76	551	133	2.704	153,1	29	-74	104
2019	611	1.529	941	588	80	566	156	2.943	164,6	239	125	114
2018 – 1° trim.	564	1.395	860	536	73	534	125	2.691	154,1	17	-33	49
2° trim.	578	1.399	863	536	75	552	127	2.732	155,6	40	13	27
3° trim.	583	1.429	883	546	73	556	124	2.766	157,1	34	-1	36
4° trim.	592	1.352	819	532	76	551	133	2.704	153,1	-62	-53	-9
2019 – 1° trim.	592	1.415	866	549	81	559	138	2.785	157,3	81	63	18
2° trim.	596	1.441	880	561	85	568	145	2.835	159,9	50	30	19
3° trim.	607	1.486	900	586	91	577	157	2.918	163,9	83	35	48
4° trim.	611	1.529	941	588	80	566	156	2.943	164,6	24	-4	28
<b>Passività</b>												
2016	445	1.269	217	1.052	136	886	-	2.736	161,3	-19	-62	43
2017	456	1.308	263	1.045	107	938	-	2.808	161,7	72	-28	101
2018	484	1.146	216	930	107	1.055	-	2.792	158,1	-17	-90	73
2019	511	1.359	281	1.078	123	980	-	2.972	166,3	181	113	68
2018 – 1° trim.	456	1.347	270	1.076	102	954	-	2.859	163,7	50	2	49
2° trim.	464	1.225	255	970	105	1.039	-	2.832	161,3	-27	-49	22
3° trim.	470	1.201	254	947	100	1.057	-	2.828	160,6	-4	-23	19
4° trim.	484	1.146	216	930	107	1.055	-	2.792	158,1	-36	-20	-16
2019 – 1° trim.	487	1.207	249	959	119	1.044	-	2.857	161,3	65	48	17
2° trim.	495	1.261	247	1.013	130	1.004	-	2.889	162,9	33	26	7
3° trim.	505	1.349	261	1.088	145	1.003	-	3.002	168,6	112	72	40
4° trim.	511	1.359	281	1.078	123	980	-	2.972	166,3	-29	-34	4
<b>Posizione netta</b>												
2016	98	-4	541	-545	-44	-381	129	-202	-11,9	118	85	33
2017	102	83	601	-518	-31	-415	126	-134	-7,7	68	21	48
2018	109	205	603	-398	-31	-504	133	-88	-5,0	46	16	30
2019	100	171	660	-489	-43	-414	156	-30	-1,7	58	12	46
2018 – 1° trim.	108	49	590	-541	-30	-419	125	-168	-9,6	-34	-34	1
2° trim.	114	174	608	-434	-29	-486	127	-100	-5,7	67	62	5
3° trim.	113	229	629	-400	-27	-501	124	-62	-3,5	38	22	17
4° trim.	109	205	603	-398	-31	-504	133	-88	-5,0	-26	-34	8
2019 – 1° trim.	106	208	617	-410	-38	-485	138	-72	-4,0	16	15	1
2° trim.	102	180	632	-452	-45	-436	145	-54	-3,1	17	5	12
3° trim.	102	137	640	-502	-55	-426	157	-83	-4,7	-29	-37	8
4° trim.	100	171	660	-489	-43	-414	156	-30	-1,7	54	29	24

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

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

PERIODO	Conto corrente					Conto capitale		
	Totale	Merci	Servizi	Redditi primari	Redditi secondari	Totale	Attività intangibili	Trasferimenti unilaterali
2014	30.904	49.346	-2.282	265	-16.425	2.830	-942	3.771
2015	23.529	54.144	-4.245	-11.413	-14.956	6.110	-1.183	7.294
2016	43.997	59.963	-4.082	4.794	-16.678	-2.645	-1.973	-673
2017	44.712	54.372	-3.787	9.277	-15.149	958	-1.188	2.146
2018	44.021	45.448	-2.738	18.798	-17.487	-648	-1.482	834
2019	52.867	57.075	-2.049	14.859	-17.018	-1.902	-2.291	390
2019 – 1° trim.	3.858	9.751	-3.708	4.765	-6.949	-242	-361	118
2° trim.	12.832	14.393	1.228	-361	-2.429	-599	-458	-141
3° trim.	16.499	14.797	3.323	3.361	-4.982	-385	-561	176
4° trim.	19.678	18.134	-2.892	7.094	-2.659	-676	-912	236
2019 – gen.	-1.050	827	-1.201	1.009	-1.685	-77	-139	61
feb.	2.158	3.811	-1.230	1.872	-2.294	-54	-109	55
mar.	2.750	5.112	-1.277	1.885	-2.970	-111	-113	2
apr.	3.453	3.241	-8	1.084	-864	-228	-150	-78
mag.	3.746	5.401	503	-1.728	-430	-252	-165	-87
giu.	5.633	5.752	733	282	-1.134	-119	-143	24
lug.	8.755	7.967	1.525	857	-1.594	-125	-203	77
ago.	4.487	3.437	1.058	1.693	-1.701	-80	-151	71
set.	3.257	3.393	740	811	-1.687	-179	-207	28
ott.	9.421	8.060	-529	2.548	-658	-132	-330	198
nov.	4.793	4.973	-1.508	2.021	-693	-166	-302	136
dic.	5.464	5.101	-854	2.525	-1.308	-378	-280	-99
2020 – gen.	(-209)	(1.992)	(-992)	(461)	(-1.671)	(-169)	(-241)	(72)

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

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

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

(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	Società non finanziarie	Totale
<b>Italia</b>				
2018	-29,5	10,8	-4,1	-22,9
2019	-2,0	25,9	-3,9	19,9
2018 – 1° trim.	-15,8	-5,6	-2,9	-24,3
2° trim.	-16,9	1,2	-0,1	-15,8
3° trim.	1,1	3,5	2,3	6,9
4° trim.	2,0	11,6	-3,3	10,3
2019 – 1° trim.	-4,9	-0,3	-1,5	-6,7
2° trim.	1,4	-0,9	2,1	2,6
3° trim.	3,2	-1,3	-5,4	-3,5
4° trim.	-1,7	28,3	0,9	27,5
<b>Area dell'euro</b>				
2018	85,7	80,3	41,5	207,5
2019	120,9	170,6	61,9	353,3
2018 – 1° trim.	30,9	18,0	22,6	71,5
2° trim.	-18,2	32,2	3,9	17,8
3° trim.	47,0	9,7	17,0	73,6
4° trim.	26,1	20,4	-1,9	44,6
2019 – 1° trim.	58,6	21,7	15,8	96,0
2° trim.	17,1	27,7	16,5	61,3
3° trim.	22,1	39,7	20,3	82,1
4° trim.	23,2	81,5	9,3	113,9

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Obbligazioni con durata all'emissione superiore all'anno, valutate al valore nominale, emesse da società residenti in Italia (pannello superiore) o nell'area dell'euro (pannello inferiore) e appartenenti al settore indicato. Le emissioni nette sono pari alla differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati.

**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	Altre passività	Transazioni in strumenti di debito	Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro (2)		Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	
		<i>di cui: raccolta postale</i>							<i>di cui: impieghi della liquidità</i>		<i>di cui: connesso con sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)</i>
2014	14,1	-1,7	-16,0	82,3	-4,1	-1,3	74,9	-8,8	-28,0	66,2	4,7
2015	5,5	-1,1	-9,5	43,6	1,5	-1,1	40,0	10,7	8,0	50,7	-2,1
2016	-4,8	0,4	-8,0	63,3	0,5	-0,3	50,6	-7,4	-3,0	43,2	0,0
2017	-0,6	-2,4	-0,5	41,1	3,7	1,8	45,5	13,8	10,5	59,3	0,0
2018	5,2	-2,1	0,8	42,3	-4,7	0,7	44,5	-5,8	19,5	38,7	0,0
2019	-10,3	-4,7	6,4	44,0	-7,4	0,6	33,3	2,2	-18,0	35,5	-0,4
2018 – gen.	5,7	-0,7	6,3	12,6	-2,1	0,0	22,5	-25,2	-9,1	-2,7	0,0
feb.	-1,1	-0,5	0,0	1,6	0,5	-0,4	0,6	6,2	16,0	6,8	0,0
mar.	2,4	-0,2	0,0	15,2	-0,2	-0,3	17,1	3,5	5,5	20,5	0,0
apr.	-2,3	-0,1	0,0	12,4	0,6	0,1	10,7	-7,3	2,0	3,4	0,0
mag.	-0,8	-0,5	-0,1	13,3	0,0	0,1	12,5	-5,4	0,0	7,1	0,0
giu.	-2,3	0,3	0,7	-5,7	0,8	0,8	-5,6	9,2	-4,8	3,6	0,0
lug.	5,6	-0,2	-0,2	17,0	-3,8	-1,3	17,3	-31,6	-2,5	-14,3	0,0
ago.	-2,3	0,4	-0,6	-13,8	0,1	0,0	-16,6	14,9	-1,0	-1,7	0,0
set.	-1,1	-0,6	0,2	5,5	0,3	-0,1	4,8	15,4	-5,6	20,3	0,0
ott.	-1,2	0,2	0,0	4,6	-0,4	-0,7	2,2	1,0	-1,4	3,2	0,0
nov.	-0,1	-0,8	0,4	6,4	0,8	1,0	8,5	-3,3	2,1	5,3	0,0
dic.	2,7	0,6	-5,9	-26,6	-1,2	1,4	-29,6	16,9	18,4	-12,8	0,0
2019 – gen.	4,0	-1,0	8,0	29,4	-0,5	-0,5	40,4	-44,0	-14,0	-3,6	0,0
feb.	-3,9	-0,4	-0,1	4,0	-0,3	0,1	-0,2	9,8	-2,0	9,6	0,0
mar.	0,2	-2,1	0,6	-3,2	-0,2	0,3	-2,4	22,4	1,4	20,0	0,0
apr.	0,9	1,3	0,7	12,7	-0,2	-0,1	14,0	-11,6	-1,4	2,4	0,0
mag.	-1,0	-0,6	0,3	-10,1	1,0	-0,2	-10,0	11,3	3,0	1,3	0,0
giu.	-1,8	-1,1	-0,4	23,1	-0,5	0,7	21,0	-20,5	-3,0	0,5	0,0
lug.	5,8	1,6	-0,1	19,1	-2,3	1,1	23,6	-27,1	3,0	-3,4	0,0
ago.	-0,1	-1,3	1,8	-4,5	0,1	-0,3	-3,0	5,3	-3,0	2,3	0,0
set.	1,8	-0,3	1,0	-23,0	0,1	-0,5	-20,6	43,7	-10,0	23,1	0,0
ott.	-0,2	1,2	1,2	7,5	-0,1	0,2	8,6	-9,8	-3,4	-1,1	-0,2
nov.	-5,2	-1,8	0,0	3,6	0,4	-0,2	-1,5	0,1	2,0	-1,4	-0,2
dic.	-10,8	-0,2	-6,6	-14,6	-4,8	0,1	-36,6	22,5	9,4	-14,0	0,0
2020 – gen.	2,7	-1,7	5,8	25,1	1,1	0,2	34,9	-38,6	-6,0	-3,7	0,0
feb.	-2,2	-0,3	-1,1	6,2	0,0	-0,4	2,5	-1,8	-0,5	0,7	0,0

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

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

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

(1) Per maggiori informazioni cfr. la sezione Appendice metodologica in *Indicatori monetari e finanziari. Finanza pubblica, fabbisogno e debito*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, per i dati fino a dicembre del 2016 e, per i mesi successivi, in *Finanza pubblica: fabbisogno e debito*, Banca d'Italia, Statistiche. –

(2) Depositi del Tesoro presso la Banca d'Italia e operazioni di liquidità presso il sistema bancario. – (3) Include i prestiti in favore di paesi dalla UEM erogati sia bilateralmente sia attraverso lo European Financial Stability Facility (EFSF), e il contributo al capitale dello European Stability Mechanism (ESM).

