



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

ottobre 2018

4 | 2018



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 4 / 2018
Ottobre

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

Relazione annuale

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

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

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

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

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

© Banca d'Italia, 2018

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

Eliana Viviano e Giuseppe Ferrero (coordinamento), Valentina Aprigliano, Rita Cappariello, Andrea Colabella, Francesco Corsello, Marta De Philippis, Lucia Esposito, Santiago Pereda Fernandez, Lisa Rodano

Daniela Falcone, Valentina Memoli e Teresa Messina (aspetti editoriali), Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Marco Bottone, Valerio Della Corte, Simone Emiliozzi, Maria Cristina Fabbri, Davide Fantino, Michele Mancini, Alessandro Mistretta, Mario Pietrunti

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 12 ottobre 2018, salvo diversa indicazione

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

INDICE

SINTESI	5
1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
1.1 Il ciclo internazionale	7
1.2 L'area dell'euro	11
1.3 I mercati finanziari internazionali	14
2 L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	17
2.2 Le imprese	19
2.3 Le famiglie	23
2.4 La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	24
2.5 Il mercato del lavoro	28
2.6 La dinamica dei prezzi	30
2.7 Le banche	33
2.8 Il mercato finanziario	38
2.9 La finanza pubblica	40
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	45

INDICE DEI RIQUADRI

Tensioni commerciali, incertezza e attività economica	8
L'attività economica nel terzo trimestre sulla base degli indicatori congiunturali	18
Le prospettive degli investimenti sulla base delle inchieste presso le imprese	20
L'andamento del saldo della Banca d'Italia su TARGET2	26
L'offerta e la domanda di credito	35

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.
-

SINTESI

I rischi per l'economia globale sono aumentati

Nelle principali economie avanzate la crescita rimane solida, ma il commercio mondiale ha sensibilmente rallentato e sono affiorate tensioni finanziarie e valutarie nei paesi emergenti più fragili. Sono aumentati i rischi globali che discendono dalle possibili ripercussioni delle misure protezionistiche sull'attività di investimento delle imprese e dall'eventuale accentuarsi delle tensioni finanziarie nelle economie emergenti.

Nell'area dell'euro le condizioni monetarie restano accomodanti

Nell'area dell'euro l'attività economica, pur continuando a espandersi, ha rallentato. L'inflazione si è mantenuta intorno al 2 per cento, ma l'inflazione di fondo stenta a rafforzarsi. Il Consiglio direttivo della BCE ha ridotto in ottobre gli acquisti netti di attività e ha ribadito l'intenzione di terminarli alla fine del 2018; ha riaffermato inoltre la necessità di preservare a lungo un ampio grado di accomodamento monetario.

Nel nostro paese la crescita prosegue, ma si sarebbe attenuata nel terzo trimestre

In Italia nel secondo trimestre la forte espansione degli investimenti ha contribuito a sostenere la crescita, mentre le esportazioni sono rimaste stabili, risentendo della debolezza del commercio mondiale. Gli indicatori congiunturali disponibili suggeriscono che nei mesi estivi la dinamica del prodotto avrebbe rallentato, attorno allo 0,1 per cento sul periodo precedente, riflettendo un ristagno della produzione industriale, una prosecuzione della crescita nei servizi e un contributo moderatamente positivo delle costruzioni.

Sono rimasti favorevoli gli indici di fiducia del settore edile, delle famiglie e delle imprese manifatturiere; specialmente per queste ultime sono tuttavia emersi segnali di minore ottimismo

nel corso dell'estate, con l'inasprirsi delle tensioni commerciali internazionali. Il sondaggio condotto presso un campione di imprese dell'industria e dei servizi segnala per il complesso del 2018 la prosecuzione della crescita degli investimenti, sia pure in misura inferiore a quanto programmato a inizio anno.

L'attivo di parte corrente rimane elevato

Nonostante il rallentamento del commercio globale, resta ampio l'attivo di parte corrente, che ha raggiunto il 2,8 per cento del prodotto; è proseguita la riduzione della posizione debitoria netta sull'estero dell'Italia, scesa al 3,4 per cento del PIL alla fine di giugno.

Agli acquisti di titoli di portafoglio italiani da parte di non residenti nella prima parte dell'anno hanno fatto seguito vendite nette tra maggio e agosto, anche se con significative oscillazioni.

La disoccupazione è scesa e la crescita dei salari è aumentata

È proseguito il recupero del mercato del lavoro. L'occupazione è salita in misura marcata in primavera. La disoccupazione si è ridotta, toccando il 9,7 per cento in agosto; la contrazione è stata accentuata anche per i giovani. La crescita dei salari contrattuali, che aveva mostrato segnali di ripresa dalla fine dell'anno precedente, si è rafforzata sia nel settore privato sia nel totale dell'economia e si è estesa alle retribuzioni di fatto.

L'inflazione si è riportata ai livelli di cinque anni fa

L'inflazione è cresciuta nel terzo trimestre riportandosi all'1,7 per cento, livello massimo dall'inizio del 2013. Alla ripresa dei prezzi ha contribuito l'aumento delle quotazioni dei beni energetici; la dinamica della componente di fondo è ancora modesta. Le attese sull'andamento dei prezzi rilevate nei sondaggi presso le imprese italiane si stanno rafforzando.

Le tensioni sul mercato dei titoli di Stato si sono acuite...

I mercati finanziari italiani sono stati interessati da forti tensioni, connesse con l'incertezza degli investitori sull'orientamento delle politiche economiche e finanziarie. I rendimenti dei titoli di Stato sono aumentati, anche per le scadenze più brevi. Il premio per il rischio, dopo marcate oscillazioni, è tornato a crescere. Il differenziale tra i rendimenti dei titoli di Stato italiani e tedeschi si collocava a metà ottobre a oltre 300 punti base.

...riflettendosi anche sui corsi azionari e obbligazionari privati, in particolare delle banche

Dall'inizio dell'anno le condizioni reddituali e patrimoniali delle banche sono significativamente migliorate. Tuttavia sia i corsi azionari, in rialzo di oltre il 10 per cento nel primo quadrimestre, sia i premi per il rischio sui titoli obbligazionari del settore bancario hanno risentito delle incertezze del mercato finanziario italiano. A metà ottobre le quotazioni delle aziende di credito, che erano cresciute significativamente nel 2017, risultavano in calo rispetto alla prima metà dell'anno; i premi sui CDS dei principali istituti erano più elevati di 40 punti base rispetto alla fine di giugno (di circa 110 rispetto alla fine di marzo). Anche il tasso medio sui nuovi prestiti alle imprese è lievemente aumentato, pur rimanendo su valori molto bassi nel confronto storico.

Continuano a diminuire i crediti deteriorati

È proseguito il miglioramento della qualità del credito: al netto delle rettifiche di valore, l'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti è ancora scesa, al 4,7 per cento nel secondo trimestre. I prestiti a famiglie e imprese sono cresciuti moderatamente, sostenuti da una contenuta espansione della domanda.

Il Governo conferma la riduzione dell'indebitamento netto per quest'anno...

Nella Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2018 il Governo stima per l'anno in corso una riduzione dell'indebitamento netto all'1,8 per cento del PIL, dal 2,4 del 2017; il peso del debito diminuirebbe lievemente, al 130,9 per cento dal 131,2¹.

...e programma una politica di bilancio espansiva per il 2019

L'obiettivo per l'indebitamento netto del 2019 è fissato al 2,4 per cento del prodotto, contro l'1,2 tendenziale. Nei due anni successivi il disavanzo programmato diminuirebbe, riportandosi nel 2021 sullo stesso livello atteso per l'anno in corso (1,8 per cento del PIL), anche per effetto dell'inasprimento dell'IVA connesso con la parziale attivazione delle cosiddette clausole di salvaguardia. Nella Nota il Governo ha peraltro preannunciato l'intenzione di sostituire in futuro tali clausole con interventi di riduzione della spesa e con il potenziamento dell'attività di riscossione delle imposte.

Secondo i programmi dell'Esecutivo la riduzione del rapporto tra il debito pubblico e il prodotto nel prossimo triennio sarebbe in media di 1,4 punti percentuali l'anno, a fronte dei 2,1 punti previsti nel quadro tendenziale (a legislazione vigente).

La manovra determinerebbe, nelle valutazioni ufficiali, un significativo stimolo all'economia. L'effettiva intensità di questi effetti dipenderà dal disegno, dalla tempistica e dalle modalità di attuazione delle misure. L'efficacia delle politiche di bilancio nel sostenere l'economia dipenderà anche dal mantenimento della fiducia dei risparmiatori e degli investitori nei confronti del percorso di risanamento delle finanze pubbliche.

¹ Per commenti dettagliati cfr. *Audizione preliminare all'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2018*, testimonianza del Vice Direttore generale della Banca d'Italia L.F. Signorini, Camera dei deputati, Roma, 9 ottobre 2018.

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

La crescita rimane solida nelle principali economie avanzate, ma è significativamente rallentato il commercio mondiale; sono in aumento i rischi globali che discendono dalle possibili ripercussioni delle misure protezionistiche sull'attività delle imprese e da un eventuale accentuarsi delle tensioni finanziarie nei paesi emergenti.

L'attività economica globale continua a espandersi...

Nei maggiori paesi avanzati la crescita economica si è rafforzata nel secondo trimestre del 2018 (tav. 1);

sulla base degli indicatori anticipatori proseguirebbe anche nel terzo, in particolare negli Stati Uniti, dove continuerebbe a essere trainata dalla domanda interna e accompagnata da un aumento sostenuto dell'occupazione. In Giappone e nel Regno Unito la crescita mostrerebbe un'attenuazione (fig. 1).

Tra i paesi emergenti l'espansione dell'attività si è rafforzata in India ed è rimasta sostenuta in Cina; per quest'ultima i segnali più recenti indicano un moderato indebolimento della crescita. Il quadro congiunturale si è rafforzato in Russia, riflettendo i rialzi delle quotazioni petrolifere; sta peggiorando invece in Brasile, per effetto dell'acuirsi dell'incertezza politica.

...ma il commercio mondiale rallenta

Nel secondo trimestre dell'anno il commercio mondiale ha subito un forte

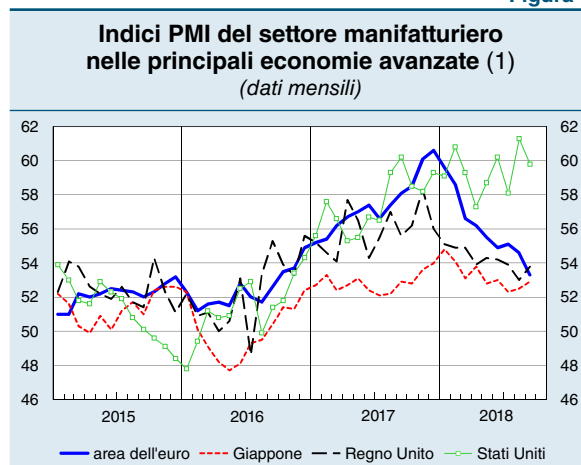
rallentamento. Le importazioni si sono contratte in misura marcata in America latina, Russia e Turchia; hanno decelerato sensibilmente in Asia, con l'eccezione della Cina e dell'India; hanno registrato un andamento debole nei mercati avanzati.

Tavola 1

Crescita del PIL e inflazione (punti percentuali)				
VOCI	Crescita del PIL			Inflazione (1)
	2017	2018 1° trim.	2018 2° trim.	agosto 2018 (2)
Paesi avanzati (3)				
Giappone	1,7	-0,9	3,0	1,3
Regno Unito	1,7	0,4	1,6	2,7
Stati Uniti	2,2	2,2	4,2	2,3
Paesi emergenti (4)				
Brasile	1,0	1,2	1,0	4,5
Cina	6,9	6,8	6,7	2,3
India	6,3	7,7	8,2	3,8
Russia	1,6	1,3	1,9	3,4
<i>per memoria:</i>				
Commercio mondiale (5)	5,4	5,0	2,6	

Fonte: Thomson Reuters Datastream; Banca d'Italia per il commercio mondiale. (1) Dati mensili sull'indice dei prezzi al consumo. – (2) I dati per Brasile, India, Russia e Stati Uniti si riferiscono a settembre 2018. – (3) Dati destagionalizzati; variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno. – (4) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente. – (5) Elaborazioni su dati di contabilità nazionale e doganali. Dati trimestrali destagionalizzati, variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno.

Figura 1



Fonte: Markit, ISM e Thomson Reuters Datastream.

(1) Indici di diffusione desumibili dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI) e relativi all'attività economica nel settore manifatturiero.

Secondo le più recenti previsioni del Fondo monetario internazionale (FMI) nel 2018 e nel 2019 il prodotto mondiale si espanderebbe del 3,7 per cento, 0,2 punti percentuali in meno in ciascun anno rispetto a quanto atteso in luglio (tav. 2). Sulla base di nostre stime nel complesso del 2018 la crescita degli scambi commerciali internazionali sarebbe del 4,4 per cento, 0,3 punti percentuali al di sotto di quanto previsto in luglio, in marcato rallentamento rispetto al 2017.

L'inflazione si mantiene moderata L'inflazione nelle principali economie avanzate resta moderata: in agosto nel Regno Unito e in Giappone ha raggiunto rispettivamente il 2,7 e l'1,3 per cento, sospinta dal rincaro dei beni energetici. In settembre negli Stati Uniti è scesa al 2,3 per cento (tav. 1 e fig. 2).

Aumentano i rischi globali Nel complesso diversi fattori contribuiscono a un aumento dei rischi per le prospettive dell'economia mondiale. Le ripercussioni delle tensioni commerciali innescate dalle misure protezionistiche attuate o annunciate dagli Stati Uniti e delle ritorsioni provenienti dai partner potrebbero essere amplificate qualora a un deterioramento della fiducia sugli ordini esteri facesse seguito una revisione delle decisioni di investimento delle imprese (cfr. il riquadro: *Tensioni commerciali, incertezza e attività economica*). L'inasprimento delle condizioni finanziarie nei paesi emergenti, a seguito del procedere della normalizzazione della politica monetaria negli Stati Uniti, potrebbe accentuarsi e dar luogo a più ampi deflussi di capitale da queste economie, anche se finora non sono emersi segnali di contagio generalizzato. Resta infine elevata l'incertezza sull'evoluzione dei rapporti economici fra il Regno Unito e l'Unione europea (UE), in seguito ai limitati progressi nei negoziati sull'uscita del Regno Unito dalla UE (Brexit).

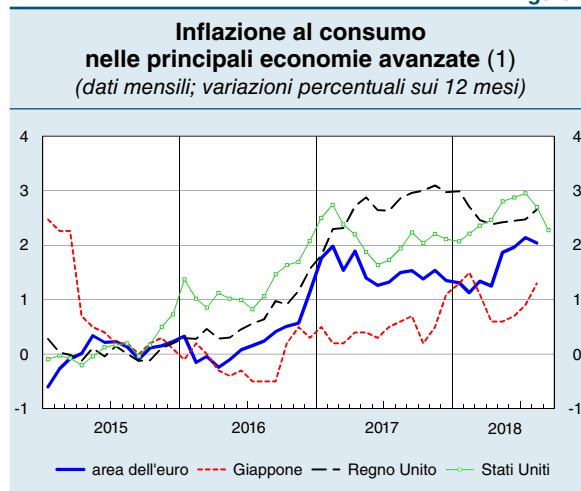
Tavola 2

Scenari macroeconomici (variazioni e punti percentuali)					
VOCI	Previsioni			Revisioni (1)	
	2017	2018	2019	2018	2019
PIL (2)					
Mondo	3,7	3,7	3,7	-0,2	-0,2
Paesi avanzati					
di cui: area dell'euro	2,4	2,0	1,9	-0,2	0,0
Giappone	1,7	1,1	0,9	0,1	0,0
Regno Unito	1,7	1,4	1,5	0,0	0,0
Stati Uniti	2,2	2,9	2,5	0,0	-0,2
Paesi emergenti					
di cui: Brasile	1,0	1,4	2,4	-0,4	-0,1
Cina	6,9	6,6	6,2	0,0	-0,2
India (3)	6,7	7,3	7,4	0,0	-0,1
Russia	1,5	1,7	1,8	0,0	0,3
Commercio mondiale (4)	5,4	4,4	-	-0,3	-

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2018; Banca d'Italia per il commercio mondiale.

(1) Revisioni rispetto al precedente scenario previsionale. – (2) Previsioni tratte da FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2018, revisioni rispetto a FMI, *World Economic Outlook Update*, luglio 2018. – (3) I dati si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile. – (4) Elaborazioni su dati di contabilità nazionale e doganali; le previsioni si riferiscono a settembre 2018; le revisioni a luglio 2018.

Figura 2



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

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

TENSIONI COMMERCIALI, INCERTEZZA E ATTIVITÀ ECONOMICA

Nel corso del 2018 le tensioni commerciali a livello globale si sono intensificate. In gennaio l'amministrazione statunitense ha introdotto prime restrizioni che hanno colpito le importazioni di alcuni prodotti provenienti da tutti i paesi; in marzo ha aumentato i dazi sulle importazioni di alluminio

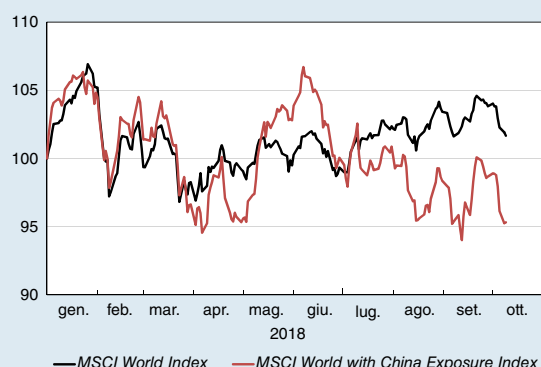
e acciaio da un ampio numero di partner commerciali¹; in giugno i medesimi dazi sono stati estesi anche agli altri paesi, fatta eccezione per l'Argentina e l'Australia. Nel corso dell'estate il governo statunitense ha imposto nuove tariffe su un totale di 250 miliardi di dollari di beni importati dalla Cina, che ha reagito introducendo misure restrittive su 110 miliardi di dollari di importazioni dagli Stati Uniti.

L'Unione europea (UE), il Canada e il Messico, dopo aver imposto dazi su prodotti statunitensi in risposta a quelli su acciaio e alluminio, hanno avviato una fase negoziale; in ottobre il Canada e il Messico hanno sottoscritto un nuovo accordo di libero scambio con l'amministrazione statunitense che, dopo l'approvazione da parte dei rispettivi governi, modificherà solo parzialmente il trattato già in vigore (*North American Free Trade Agreement*, NAFTA), rendendo però più restrittive le regole di origine e gli standard di produzione nel settore automobilistico. Le trattative tra la UE e gli Stati Uniti sono invece tuttora in corso.

Le misure adottate dall'inizio dell'anno hanno sin qui coinvolto una quota molto limitata dei beni scambiati a livello mondiale (circa il 2,5 per cento); tuttavia le reazioni dei mercati finanziari sono state significative. Da giugno, quando il governo statunitense ha intensificato la politica restrittiva sulle importazioni, i corsi azionari sui mercati internazionali sono aumentati dell'1 per cento; quelli delle imprese più esposte al mercato cinese hanno invece segnato una decisa flessione (-8 per cento; figura A).

Figura A

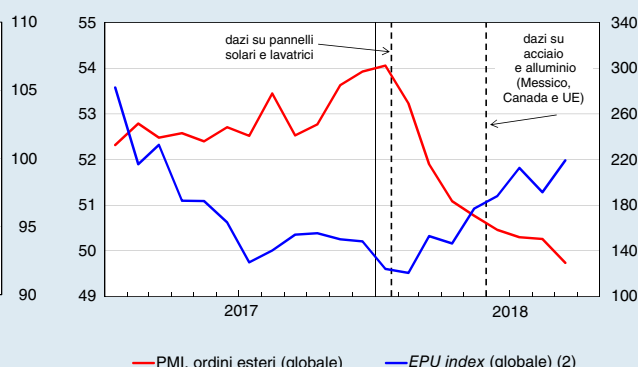
Andamenti dei corsi azionari (1)
(dati giornalieri)



Fonte: Thomson Reuters Datastream.
(1) 1° gennaio 2018=100.

Figura B

Indicatore degli ordini esteri e dell'incertezza sulle politiche economiche a livello globale (1)
(dati mensili)



Fonte: Thomson Reuters Datastream ed EPU index.
(1) Indice di diffusione desumibile dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI). L'EPU index, misurato guardando la frequenza di articoli di giornali contenenti riferimenti a situazioni di incertezza politica ed economica, è presentato in S.R. Baker, N. Bloom e S.J. Davis, *Measuring economic policy uncertainty*, "The Quarterly Journal of Economics", 131, 4, 2016, pp. 1593-1636. — (2) Scala di destra.

All'acuirsi delle tensioni commerciali nel corso dell'anno è inoltre corrisposto un forte incremento dell'incertezza circa le prospettive delle politiche economiche mondiali (figura B); tale incertezza potrebbe avere contribuito alla decelerazione degli scambi mondiali nel secondo e nel terzo trimestre del 2018, risultata ben superiore alle attese formulate dagli analisti nei primi mesi dell'anno. L'evidenza suggerisce

¹ I dazi hanno riguardato circa un terzo delle importazioni statunitensi di acciaio e alluminio. Tra i principali paesi colpiti vi erano Russia, Cina, Giappone, Emirati Arabi Uniti, Taiwan, Turchia, India e Vietnam.

che un aumento dell'indicatore di incertezza sulle politiche economiche (*economic policy uncertainty index, EPU index*) si associa a una dinamica più contenuta degli scambi commerciali internazionali.

L'introduzione delle misure protezionistiche è stata accompagnata anche da un progressivo peggioramento delle attese delle imprese sulle prospettive per gli scambi mondiali, misurate dall'indice globale dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index, PMI*) sugli ordini esteri (figura B). I risultati dell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, condotta in settembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, mostrano che dall'inizio del 2018 le imprese italiane hanno espresso una preoccupazione crescente a fronte del progressivo inasprimento delle tensioni sul commercio mondiale. Nell'indagine di settembre quasi un terzo delle imprese intervistate ha dichiarato di attendersi una flessione delle vendite all'estero nei prossimi dodici mesi, principalmente per effetto della minore domanda proveniente dagli Stati Uniti. I giudizi negativi sono più accentuati tra le aziende con forte orientamento all'export e tra quelle manifatturiere.

Circa un sesto delle imprese ritiene che le tensioni commerciali potrebbero indurle a rivedere moderatamente al ribasso i propri piani di investimento nei prossimi dodici mesi; tale valutazione è diffusa soprattutto tra le aziende che prefigurano una flessione delle esportazioni verso gli Stati Uniti a causa dei dazi.

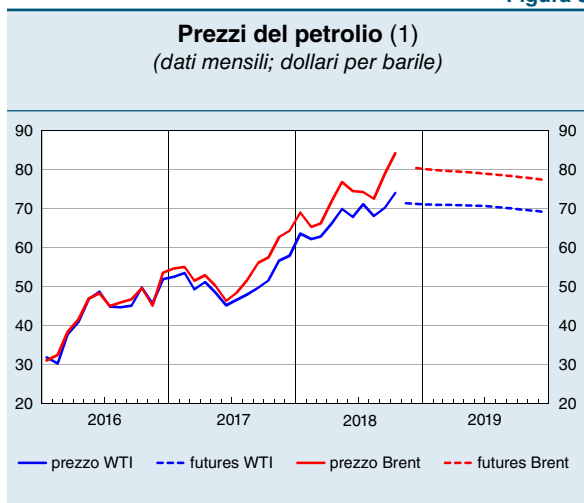
I prezzi del petrolio hanno ripreso a salire

A partire dalla fine di agosto i corsi petroliferi, che avevano raggiunto livelli elevati in primavera, hanno ripreso a salire, in particolare per la qualità Brent, risentendo prevalentemente dei timori di una riduzione dell'offerta globale dovuta all'applicazione di sanzioni al settore energetico iraniano da parte degli Stati Uniti, in presenza di una limitata capacità inutilizzata tra i produttori mondiali (fig. 3). Le quotazioni dei futures prospettano una modesta diminuzione dei prezzi nel medio periodo.

La Riserva federale e la Banca d'Inghilterra hanno aumentato i tassi ufficiali

Come atteso, nella riunione del 26 settembre la Riserva federale ha alzato di 25 punti base l'intervallo obiettivo dei tassi di interesse sui federal funds, a 2,00-2,25 per cento, rispondendo al continuo rafforzamento del mercato del lavoro e alla forte crescita dell'attività economica. Le quotazioni dei futures sui federal funds e le aspettative del Federal Open Market Committee prefigurano un ulteriore

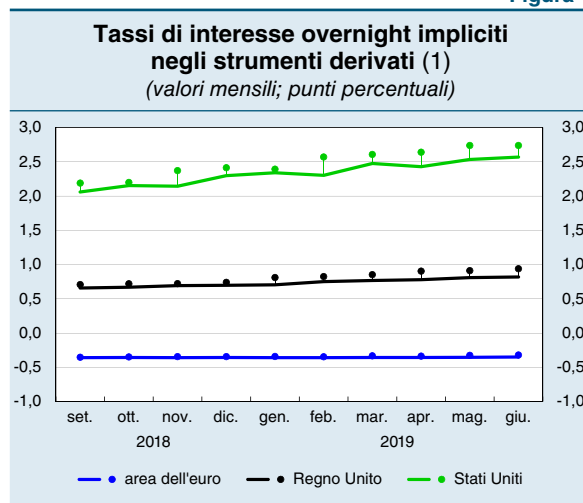
Figura 3



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

(1) Per i prezzi a pronti, dati medi mensili fino ad agosto 2018; l'ultimo dato si riferisce alla media dei dati giornalieri di ottobre disponibili dall'inizio del mese fino al 5.

Figura 4



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.

(1) Tasso di interesse atteso implicito nelle quotazioni degli *overnight indexed swaps* (OIS). La linea continua indica i tassi previsti il 13 luglio 2018, i punti segnalano quelli previsti il 5 ottobre 2018.

aumento nel corso di quest'anno (fig. 4). All'inizio di agosto anche la Banca d'Inghilterra, per contrastare le pressioni inflazionistiche derivanti dal deprezzamento del cambio nei precedenti trimestri, ha rialzato il proprio tasso ufficiale di 25 punti base, portandolo allo 0,75 per cento. Nella riunione di fine luglio la Banca del Giappone, pur non modificando l'orientamento complessivo, ha introdotto indicazioni prospettiche sull'andamento dei tassi ufficiali (*forward guidance*) e ha annunciato che questi ultimi saranno mantenuti sui bassi livelli attuali per un periodo prolungato; ha inoltre comunicato l'intenzione di adottare maggiore flessibilità nel controllare i tassi di interesse a lungo termine (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2016). Fra metà luglio e metà ottobre la Banca centrale cinese ha ridotto di 150 punti base il coefficiente di riserva obbligatoria sui depositi.

1.2 L'AREA DELL'EURO

Nella prima metà del 2018 l'attività economica nell'area dell'euro, pur continuando a espandersi, ha rallentato. L'inflazione si è mantenuta attorno al 2,0 per cento, sostenuta dalle componenti più volatili. Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha ridotto gli acquisti mensili di titoli e ha ribadito l'intenzione di terminare il programma alla fine del 2018, pur riaffermando la necessità di mantenere a lungo un ampio grado di accomodamento monetario.

La crescita prosegue ma ha rallentato

Nel secondo trimestre del 2018 il PIL dell'area è salito dello 0,4 in termini congiunturali (tav. 3), come nei primi tre mesi dell'anno. La domanda interna ha continuato a fornire il principale sostegno alla crescita, mentre la forte decelerazione del commercio mondiale è stata accompagnata da un indebolimento della domanda estera. Gli indicatori congiunturali più recenti segnalano un'espansione moderata dell'attività anche nel trimestre estivo, di poco inferiore a quella dei due periodi precedenti.

In settembre l'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che stima la dinamica di fondo del PIL dell'area, è salito a 0,52 (da 0,47 in agosto), portandosi su valori lievemente superiori alla media dei tre mesi precedenti (fig. 5). Le valutazioni, correnti e prospettiche, delle famiglie e delle imprese sullo stato dell'economia restano prudenti, ma rimangono su livelli coerenti con il proseguimento dell'espansione ciclica; gli indici basati sui giudizi dei responsabili degli acquisti (*purchasing managers' index*, PMI) sono nuovamente diminuiti nella

Tavola 3

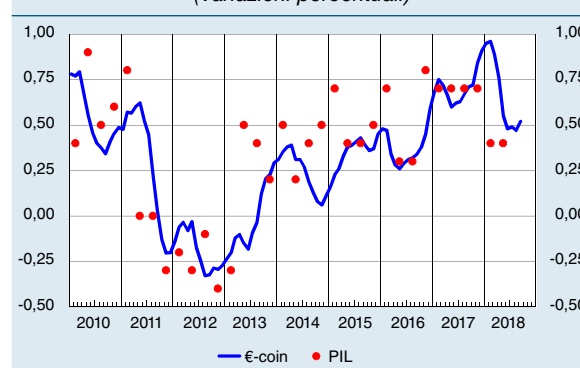
Crescita del PIL e inflazione nell'area dell'euro (punti percentuali)

PAESI	Crescita del PIL			Inflazione
	2017	2018 1° trim. (1)	2018 2° trim. (1)	2018 settembre (2)
Francia	2,2	0,2	0,2	2,5
Germania	2,2	0,4	0,5	2,2
Italia	1,6	0,3	0,2	1,5
Spagna	3,0	0,6	0,6	2,3
Area dell'euro (3)	2,4	0,4	0,4	2,1

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat.
(1) Serie trimestrali destagionalizzate e corrette per i giorni lavorativi; variazioni percentuali sul periodo precedente, non rapportate ad anno. – (2) Variazione rispetto al periodo corrispondente. – (3) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 19 paesi.

Figura 5

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



Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.

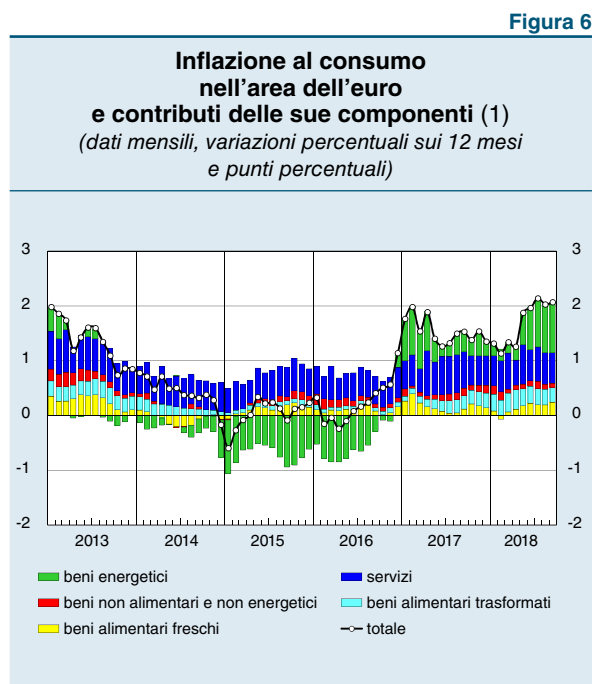
(1) Per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. il riquadro: *€-coin e la congiuntura dell'area dell'euro*, in *Bollettino economico*, 57, 2009. Dettagli sull'indicatore sono disponibili sul sito della Banca d'Italia: *Indicatore €-coin: settembre 2018*. Per il PIL, dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente. Per €-coin, stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche.

manifattura, mentre sono rimasti stabili nei servizi.

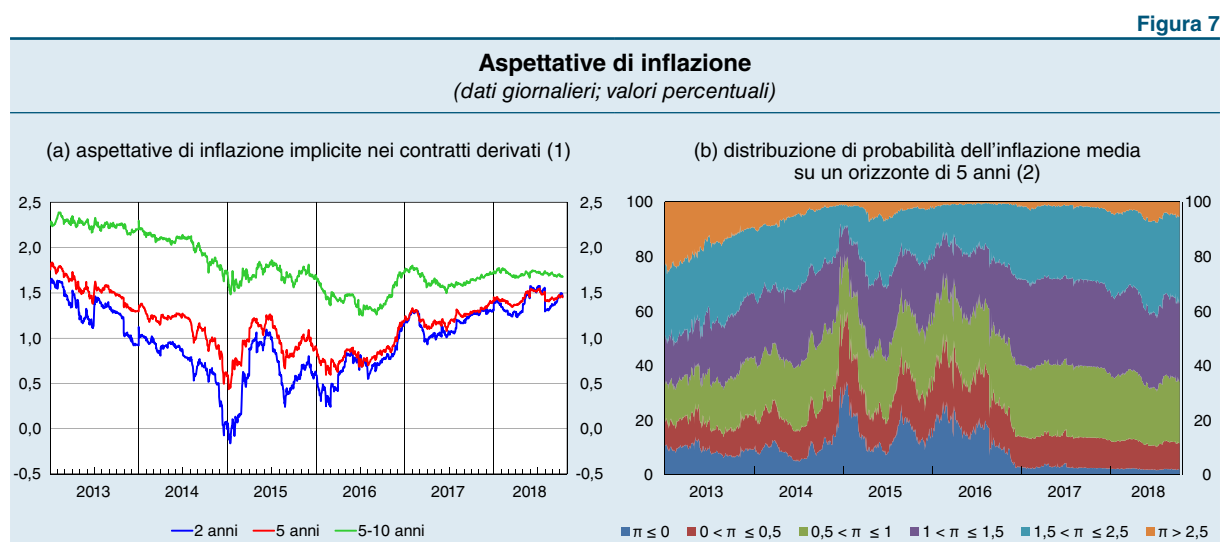
Le proiezioni elaborate in settembre dagli esperti della BCE anticipano una crescita del PIL nel complesso del 2018 pari al 2,0 per cento, un decimo di punto percentuale in meno rispetto a quanto atteso in giugno.

L'inflazione aumenta ma la componente di fondo stenta a rafforzarsi

L'inflazione si è mantenuta attorno al 2,0 per cento nel trimestre estivo ed è salita al 2,1 in settembre, trainata principalmente dalla componente energetica e da quella alimentare (fig. 6). L'inflazione di fondo rimane contenuta, pur a fronte di una lieve ripresa della dinamica salariale: in settembre è rimasta sui livelli di agosto, allo 0,9 per cento. Secondo le previsioni degli esperti della BCE l'aumento dei prezzi al consumo sarebbe pari all'1,7 per cento nella media di quest'anno (1,1 al netto delle componenti più volatili).



Dalla metà di luglio, le aspettative di inflazione sull'orizzonte a due e a cinque anni, dopo essere lievemente diminuite si sono riportate all'1,5 per cento (fig. 7.a); quelle tra cinque e dieci anni in avanti sono rimaste invariate all'1,6 per cento. La probabilità implicita nei prezzi delle opzioni che l'inflazione sia inferiore all'1,5 per cento nei prossimi cinque anni è rimasta stabile; quella di deflazione si è mantenuta su valori nulli (fig. 7.b).

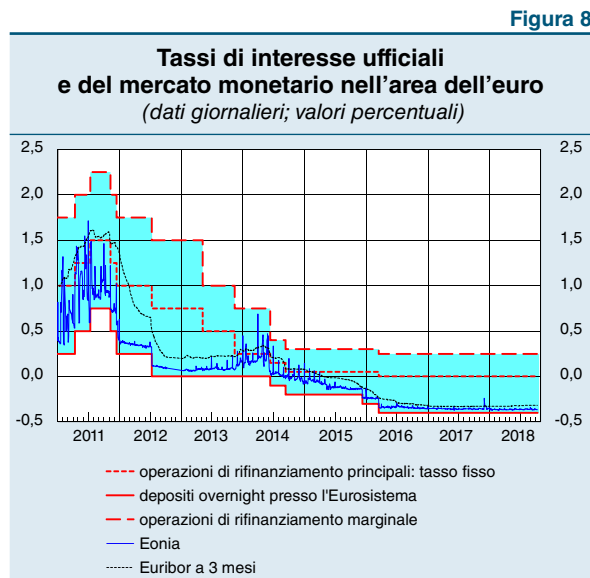


Fonte: Bloomberg.

(1) Tassi di inflazione attesi impliciti nei contratti di *inflation swaps* con durata a 2 anni, a 5 anni e a 10 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti. – (2) Distribuzione di probabilità neutrale al rischio (*risk-neutral*) dell'inflazione nell'area dell'euro nei prossimi 5 anni, implicita nei prezzi delle opzioni sul tasso di inflazione (cfr. S. Cecchetti, F. Natoli e L. Sigalotti, *Tail comovement in option-implied inflation expectations as an indicator of anchoring*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1025, 2015). Le probabilità *risk-neutral* riflettono sia l'inflazione attesa sia i premi per il rischio. La figura mostra l'evoluzione delle probabilità che l'inflazione, nei prossimi 5 anni, si collochi in diversi intervalli di valore.

Resta necessario un ampio grado di accomodamento monetario

Nella riunione del 13 settembre il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di ridurre a 15 miliardi di euro, a partire da ottobre, il ritmo mensile degli acquisti netti di attività nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP); ha ribadito l'intenzione di terminarli alla fine del 2018 se i dati confermeranno le prospettive di inflazione a medio termine. Il Consiglio ha inoltre riaffermato che si attende di reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro dell'APP per un prolungato periodo di tempo dopo la conclusione degli acquisti netti di attività. I tassi di interesse di riferimento sono rimasti invariati e secondo le attese del Consiglio si manterranno su livelli pari a quelli attuali almeno fino a tutta l'estate del 2019 (fig. 8).

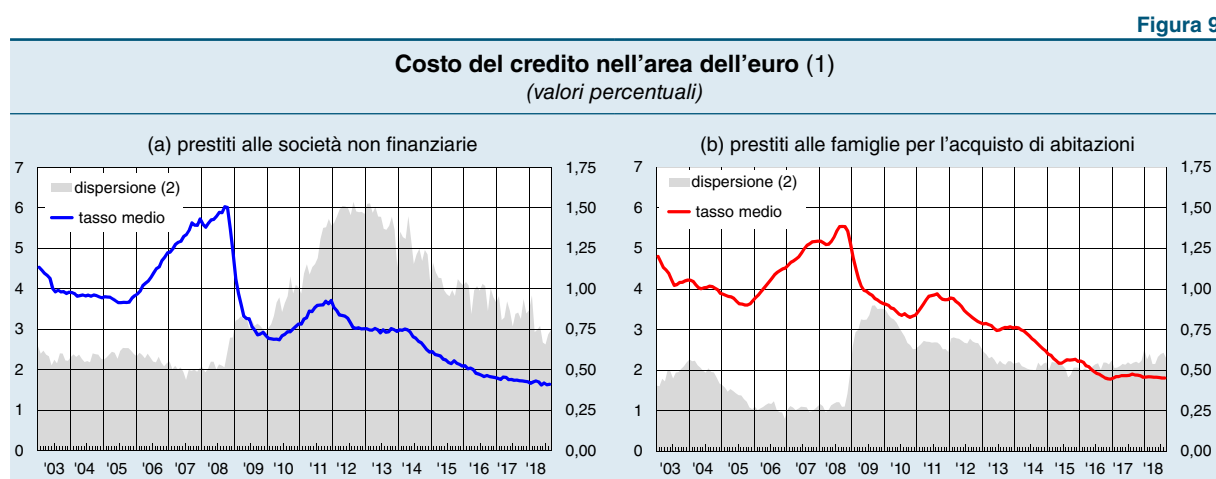


Al 12 ottobre il valore in bilancio dei titoli pubblici acquistati dall'Eurosistema nell'ambito dell'APP era pari a 2.083 miliardi, quello delle obbligazioni bancarie garantite a 260, quelli delle *asset-backed securities* e delle obbligazioni societarie a 27 e a 171, rispettivamente. Alla fine di settembre il valore dei titoli pubblici italiani acquistati ammontava a 360 miliardi (di cui 324 da parte della Banca d'Italia).

Il valore delle attività detenute dall'Eurosistema che giungeranno a scadenza nei prossimi dodici mesi e che l'Eurosistema si aspetta di reinvestire è pari a 189 miliardi, di cui l'81 per cento è costituito da titoli pubblici.

Prosegue l'espansione del credito

Sulla base dei dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni, nei tre mesi terminanti in agosto il credito alle società non finanziarie nell'area dell'euro è aumentato del 3,9 per cento in ragione d'anno. L'espansione del credito alle famiglie è proseguita (3,4 per cento sui tre mesi),



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.

riflettendo l'andamento dei finanziamenti in Francia, Germania e Italia; la crescita rimane invece pressoché nulla o negativa nelle altre economie. Il costo dei nuovi prestiti alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasto invariato (1,5 e 1,8 per cento in agosto, rispettivamente); la dispersione dei tassi di interesse tra paesi si è mantenuta su livelli contenuti (fig. 9).

1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

Nel terzo trimestre i rendimenti a lungo termine sono saliti in tutte le principali aree economiche. Negli Stati Uniti hanno reagito al buon andamento di occupazione e salari. Sono affiorate tensioni finanziarie e valutarie nei paesi emergenti, finora rimaste concentrate soprattutto nelle economie più fragili. I corsi azionari si sono contratti nel Regno Unito a seguito dell'acuirsi delle incertezze sull'andamento del negoziato sulla Brexit; negli ultimi giorni sono diminuiti significativamente negli Stati Uniti, riflettendo anche i timori connessi con gli esiti delle tensioni commerciali.

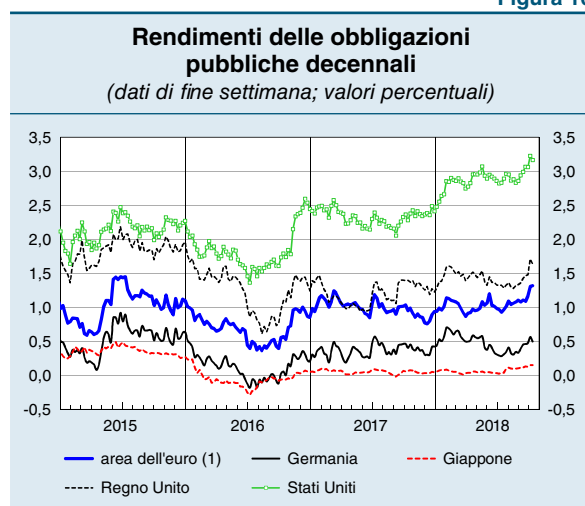
I rendimenti a lungo termine sono in rialzo

Nel corso del terzo trimestre i rendimenti dei titoli pubblici decennali sono aumentati in tutte le principali aree economiche: negli Stati Uniti sono cresciuti di circa 30 punti base, sospinti dall'andamento di occupazione e salari migliore delle attese; nel Regno Unito sono saliti dello stesso ammontare; in Giappone di oltre 10 punti, a seguito della decisione della Banca centrale di adottare maggiore flessibilità nel controllo dei tassi di interesse a lungo termine (fig. 10). I rendimenti dei titoli di Stato decennali tedeschi sono aumentati di 20 punti base, allo 0,50 per cento. In connessione con le tensioni sui titoli di Stato italiani (cfr. il par. 2.8) i premi per il rischio sovrano dei paesi dell'area dell'euro ritenuti maggiormente vulnerabili hanno registrato oscillazioni durante il trimestre, collocandosi a metà ottobre su valori poco più elevati di quelli di fine giugno (fig. 11).

I corsi azionari hanno subito brusche oscillazioni

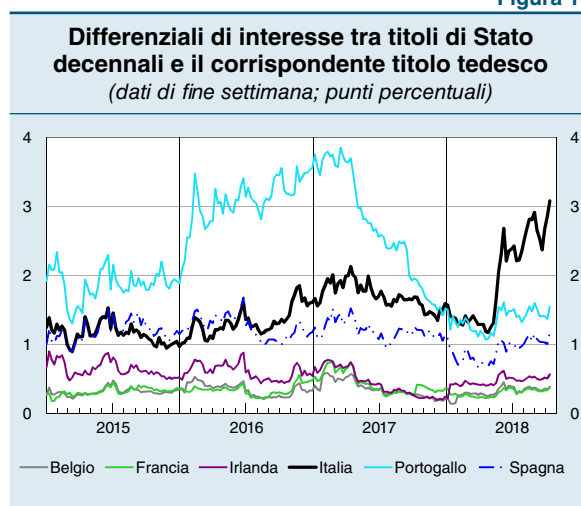
Nel terzo trimestre i corsi azionari hanno continuato ad aumentare negli Stati Uniti, sostenuti dalla recente riduzione delle imposte per le imprese e dai positivi andamenti, correnti e prospettici, dell'economia; sono però scesi rapidamente nei primi giorni di ottobre, riflettendo in parte i timori legati agli

Figura 10



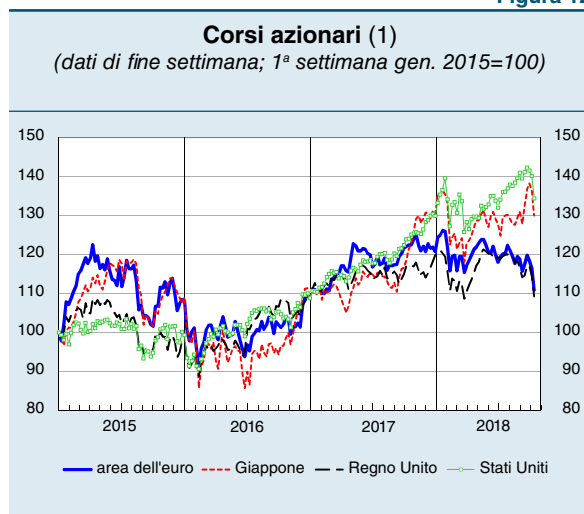
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.
(1) Rendimenti medi dei titoli di Stato benchmark decennali dei paesi dell'area dell'euro, ponderati con il PIL a prezzi concatenati del 2010; il dato esclude Cipro, Estonia, Grecia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Slovacchia e Slovenia.

Figura 11



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

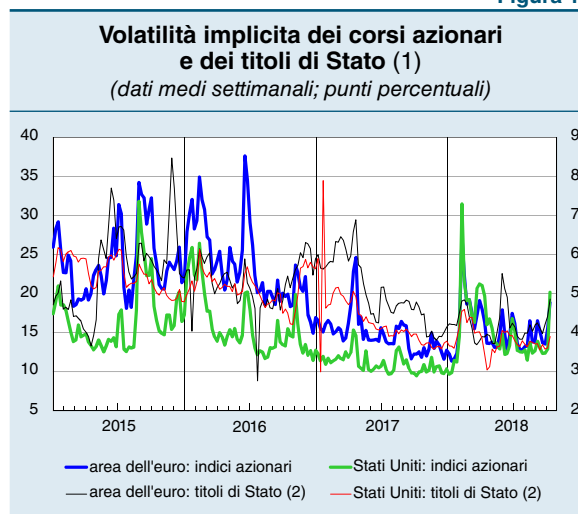
Figura 12



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

(1) 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.

Figura 13



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.

(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.

esiti dei conflitti commerciali. Nel Regno Unito si sono contratti dall'inizio dell'estate anche per le incertezze sull'evoluzione del negoziato sulla Brexit (fig. 12). La volatilità implicita del comparto azionario è aumentata dalla metà di luglio (fig. 13), soprattutto nei settori più esposti agli effetti delle tensioni commerciali.

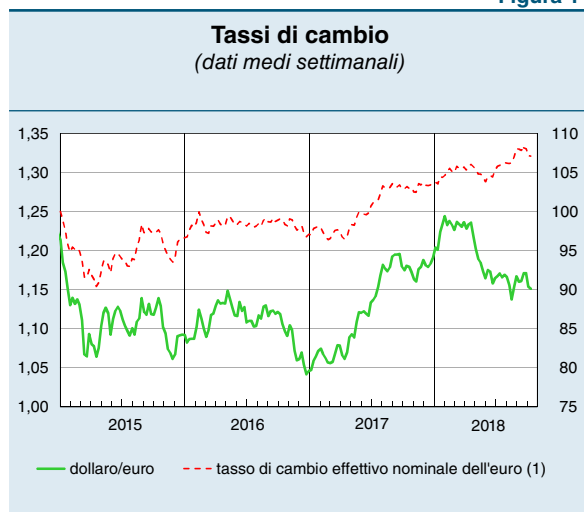
Sono affiorate tensioni nei paesi emergenti

Nel corso dell'estate le condizioni sui mercati finanziari emergenti si sono fatte più restrittive con un aumento dei rendimenti obbligazionari, un indebolimento dei cambi e una flessione delle borse in alcuni paesi. Le tensioni hanno fatto seguito soprattutto all'intensificarsi, dall'inizio di agosto, delle turbolenze che hanno colpito la lira turca, in relazione al deterioramento della congiuntura macroeconomica in Turchia e al peggioramento delle relazioni politiche e commerciali con gli Stati Uniti. Anche le altre valute dei paesi emergenti, soprattutto quelle più esposte a rialzi del costo del finanziamento del disavanzo esterno, hanno risentito di tali turbolenze. In Argentina la crisi valutaria si è intensificata: le autorità hanno annunciato misure di emergenza e hanno recentemente raggiunto un accordo con l'FMI per incrementare il programma di aiuti finanziari approvato lo scorso giugno, portandolo a 57 miliardi di dollari, 32 dei quali disponibili entro dicembre del 2019. La volatilità dei cambi è aumentata bruscamente, ritornando attorno ai livelli massimi raggiunti tra la fine del 2015 e l'inizio del 2016.

L'euro è rimasto su livelli elevati

Tra la fine di giugno e la prima metà di ottobre l'euro è rimasto su livelli elevati nei confronti di tutte le principali valute, pur deprezzandosi dell'1,0 per cento rispetto al dollaro. Si è invece apprezzato del 2,0 per cento in termini effettivi nominali (fig. 14), per effetto prevalentemente del rafforzamento sulla lira turca. Le prospettive sull'evoluzione del cambio bilaterale dell'euro nei confronti del dollaro rimangono incerte. Da un lato, le posizioni assunte dagli operatori nei mercati dei derivati sono bilanciate e segnalano attese di stabilità dell'euro rispetto al dollaro. Dall'altro, la distribuzione delle attese a breve termine sul cambio della valuta comune nei confronti di quella statunitense è asimmetrica e indica aspettative di un deprezzamento dell'euro: il *risk reversal* a un mese si è attestato su valori negativi, indicando che il costo per assicurarsi contro un significativo indebolimento bilaterale dell'euro si mantiene superiore a quello relativo a un suo forte apprezzamento (fig. 15).

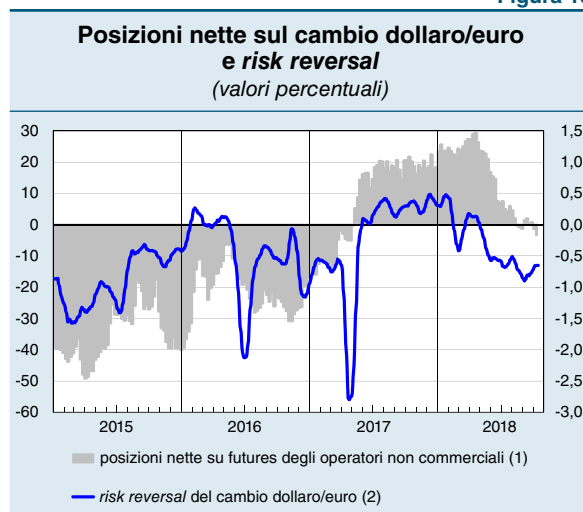
Figura 14



Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.

(1) Scala di destra; numero indice (1^a settimana gen. 2015=100); un incremento del tasso di cambio effettivo nominale indica un suo apprezzamento.

Figura 15



Fonte: BCE, Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.

(1) Differenza tra le posizioni lunghe e quelle corte degli operatori non commerciali su futures sul cambio dollaro/euro, in percentuale del totale delle posizioni in essere (barre di colore grigio); indicatore *risk reversal* a un mese (media mobile a 20 giorni). – (2) Scala di destra.

2 L'ECONOMIA ITALIANA

2.1 LA FASE CICLICA

Nel secondo trimestre l'attività economica ha continuato a crescere a un ritmo moderato, lievemente inferiore al periodo precedente. Una forte espansione degli investimenti ha più che compensato il contributo negativo dell'interscambio con l'estero. Secondo le indicazioni congiunturali più recenti l'attività avrebbe rallentato nel trimestre estivo.

La crescita è proseguita nel secondo trimestre...

In primavera il PIL è salito dello 0,2 per cento in termini congiunturali, in lieve rallentamento rispetto ai mesi invernali (fig. 16; cfr. *Bollettino economico*, 3, 2018). Il principale contributo all'attività economica è derivato dalla decisa ripresa degli investimenti (2,8 per cento), dopo il calo registrato nei primi mesi dell'anno; quest'ultimo era derivato

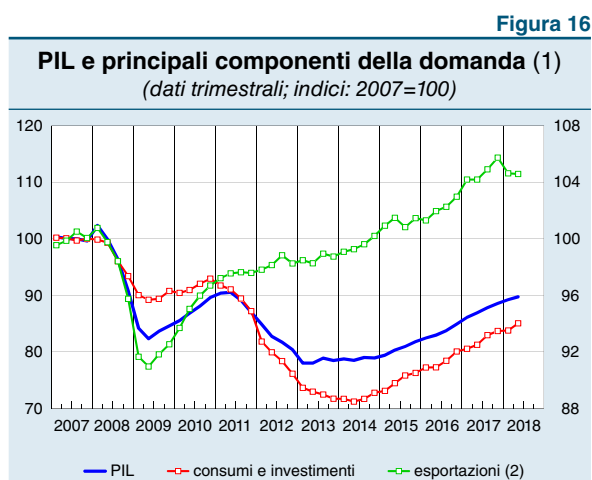


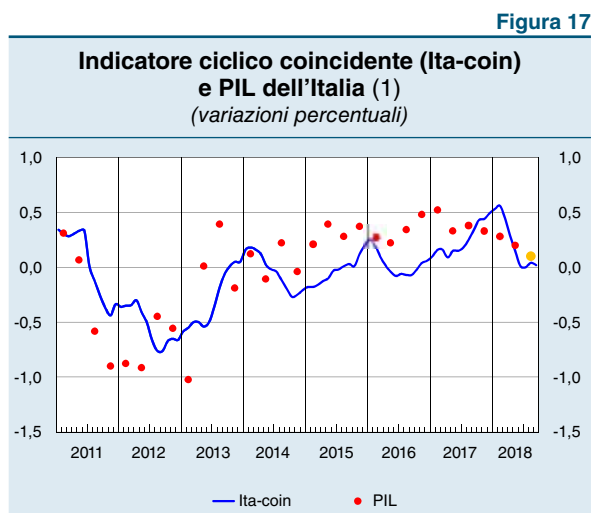
Tavola 4

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

VOCI	2017		2018		2017
	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	
PIL	0,4	0,3	0,3	0,2	1,6
Importazioni totali	1,4	1,6	-2,6	1,6	5,2
Domanda nazionale (2)	0,3	0,2	0,3	0,7	1,3
Consumi nazionali	0,2	0,0	0,3	0,0	1,1
spesa delle famiglie (3)	0,3	0,1	0,4	0,0	1,5
altre spese (4)	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1
Investimenti fissi lordi	3,0	1,6	-1,1	2,8	4,3
costruzioni	1,0	1,0	0,1	0,6	1,6
impianti, macchinari e armamenti (5)	7,5	2,9	-2,5	7,0	8,8
Variaz. delle scorte (6) (7)	-0,5	-0,1	0,2	0,2	-0,4
Esportazioni totali	1,7	1,8	-2,4	-0,1	5,7

Fonte: Istat.

(1) Quantità a prezzi concatenati; i dati trimestrali sono destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Include la variazione delle scorte e oggetti di valore. – (3) Include anche le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (4) Spesa delle Amministrazioni pubbliche. – (5) Inclondono i mezzi di trasporto. – (6) Include gli oggetti di valore. – (7) Contributi alla crescita del PIL sul periodo precedente; punti percentuali.



dalla scelta delle imprese di anticipare alla fine del 2017 parte degli investimenti previsti, in un contesto in cui era ancora incerta l'estensione degli incentivi fiscali anche al 2018 (cfr. *Bollettino economico*, 3, 2018). I consumi delle famiglie hanno invece ristagnato, dopo il forte rialzo del primo trimestre. È rimasto negativo l'apporto del commercio con l'estero: le esportazioni si sono stabilizzate a fronte di un sostenuto aumento delle importazioni (tav. 4). Il valore aggiunto è aumentato nei servizi e nelle costruzioni (0,3 e 0,5 per cento, rispettivamente), mentre è rimasto stabile nell'industria in senso stretto.

**...ma si è
attenuata nel terzo**

Secondo nostre stime nel terzo trimestre il prodotto avrebbe rallentato, nonostante segnali moderatamente positivi nel settore dei servizi e delle costruzioni (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel terzo trimestre sulla base degli indicatori congiunturali*). In settembre l'indicatore Ita-coin elaborato dalla Banca d'Italia si è attestato su valori appena superiori a zero (fig. 17), segnalando che l'andamento di fondo dell'attività economica è stato poco più che stazionario. Nello stesso mese la fiducia delle famiglie è lievemente aumentata mentre quella delle imprese è diminuita, a causa di giudizi meno favorevoli sull'andamento generale dell'economia. Anche gli indici dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI) suggeriscono un'attenuazione del ritmo di crescita.

L'ATTIVITÀ ECONOMICA NEL TERZO TRIMESTRE SULLA BASE DEGLI INDICATORI CONGIUNTURALI

Secondo le informazioni più recenti, elaborate utilizzando i modelli statistici della Banca d'Italia¹, nel terzo trimestre del 2018 il PIL italiano sarebbe cresciuto in termini congiunturali dello 0,1 per cento, rallentando rispetto ai tre mesi precedenti (figura A). L'intervallo di incertezza è quantificabile in 0,1 punti percentuali al di sopra e al di sotto della proiezione centrale. L'attività avrebbe segnato un incremento nei servizi, mentre sarebbe rimasta stazionaria nell'industria in senso stretto. Il valore aggiunto delle costruzioni avrebbe proseguito a espandersi a un ritmo moderato.

L'indice dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI) del settore dei servizi suggerisce che la crescita del valore aggiunto in questo comparto, lievemente diminuita nel trimestre primaverile, si sarebbe stabilizzata su valori positivi (figura B). L'apporto delle nascite e cessazioni di imprese, uno degli indicatori inclusi nei modelli di previsione dell'attività del terziario, sarebbe stato nullo. All'incremento dell'attività nei servizi avrebbe contribuito il buon andamento dei flussi turistici dall'estero.

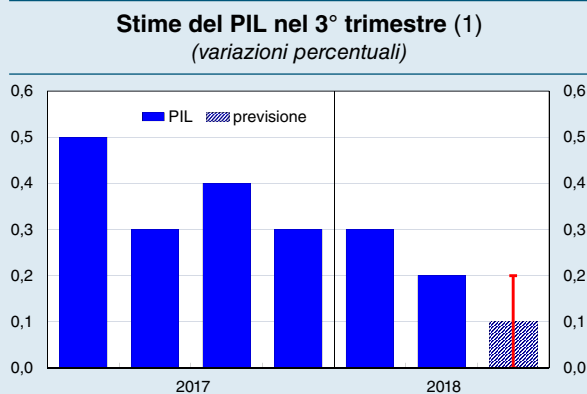
Nel bimestre luglio-agosto la produzione industriale è lievemente scesa sul trimestre precedente. Considerando le nostre stime per settembre, basate come di consueto su un'ampia gamma di indicatori congiunturali, nei mesi estivi l'attività industriale si sarebbe mantenuta nel complesso stazionaria: all'aumento dei consumi elettrici si è contrapposto un calo dei flussi di trasporto merci, mentre sono rimaste invariate le immatricolazioni di autovetture (figura D); il clima di fiducia delle imprese manifatturiere rilevato dall'Istat è peggiorato nel corso dell'estate: sono diminuiti gli indici relativi ai giudizi sugli ordini esteri, in particolare nei comparti dei beni di investimento e intermedi (figura C).

Il contributo del valore aggiunto del settore delle costruzioni all'espansione del prodotto sarebbe stato moderatamente positivo. Segnali favorevoli provengono in particolare dall'indice della fiducia del comparto edile rilevato dall'Istat (figura C), che dopo aver toccato livelli molto bassi all'inizio del

¹ La valutazione dell'andamento del PIL in anticipo rispetto alla stima preliminare che sarà diffusa dall'Istat il prossimo 30 ottobre (circa 30 giorni dopo la fine del trimestre di riferimento e fondata su un limitato insieme informativo), si basa su un'ampia gamma di informazioni parziali (quali i consumi elettrici, il traffico merci, la produzione industriale), su sondaggi presso le imprese e su altre valutazioni di tipo qualitativo, che possono essere combinate attraverso modelli statistici. Per una panoramica riguardante i modelli di previsione a breve termine, cfr. il riquadro: *L'attività economica nel quarto trimestre del 2016 sulla base degli indicatori congiunturali coincidenti*, in *Bollettino economico*, 1, 2017; cfr. inoltre sul sito della Banca d'Italia: *Modelli macroeconomici*.

2013 è stato in graduale ma costante miglioramento. Anche le indagini condotte dalla Banca d'Italia mostrano un consolidamento delle valutazioni positive sull'andamento della domanda nel trimestre estivo, provenienti dalle imprese con operatività prevalente nel comparto non residenziale; tuttavia sono peggiorati i giudizi sulle condizioni per investire (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 15 ottobre 2018).

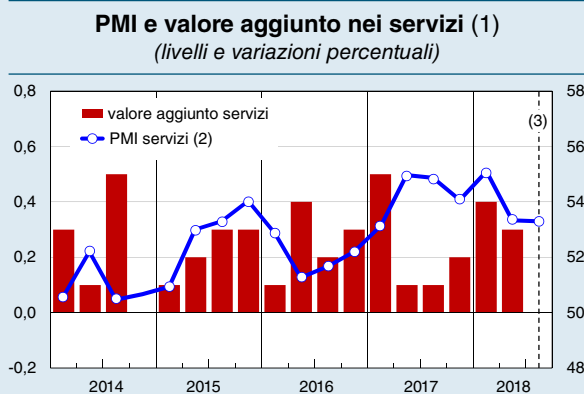
Figura A



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) PIL e stime: variazioni percentuali sul periodo precedente. L'incertezza delle stime è segnalata dalla barra rossa che comprende un intervallo di 0,1 punti percentuali al di sopra e al di sotto della stima centrale, di ampiezza complessivamente pari a due volte l'errore quadratico medio delle previsioni degli ultimi 3 anni.

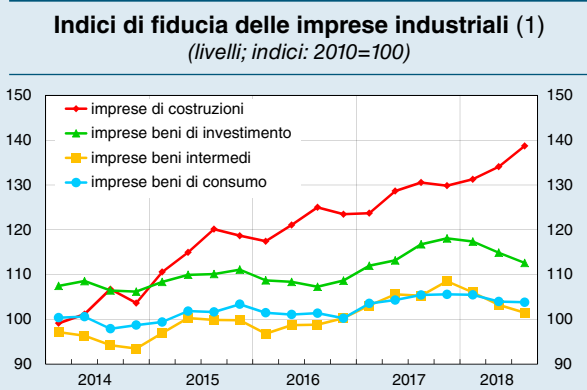
Figura B



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Markit.

(1) Indice PMI: livello medio nel trimestre di riferimento. Valore aggiunto nel terziario: variazione percentuale sul periodo precedente e dati destagionalizzati. – (2) Scala di destra. – (3) Il dato del valore aggiunto nel terzo trimestre del 2018 non è ancora disponibile.

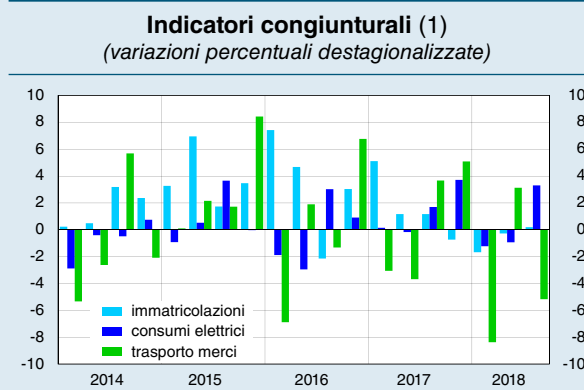
Figura C



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Livello medio nel trimestre di riferimento.

Figura D



Fonte: elaborazioni su dati Istat, Terna, Autostrade per l'Italia e Ferrovie dello Stato. (1) Variazione media nel trimestre di riferimento; dati destagionalizzati. Per il traffico di merci, indicatore sintetico estratto dai flussi su strada e da quelli su rotaia forniti rispettivamente da Autostrade per l'Italia e da Ferrovie dello Stato. Le due società non sono responsabili delle elaborazioni effettuate e delle indicazioni che ne derivano. Tali indicatori sono soggetti a revisione.

2.2 LE IMPRESE

Nel terzo trimestre la produzione industriale sarebbe rimasta stazionaria. Gli investimenti sono cresciuti in misura marcata in primavera; secondo le indagini condotte dalla Banca d'Italia in settembre, i piani di accumulazione restano in crescita rispetto al 2017. Le imprese segnalano minore ottimismo circa l'evoluzione della domanda, anche alla luce dell'acuirsi delle tensioni commerciali internazionali.

La produzione industriale è rimasta debole

In agosto, dopo il deciso calo registrato in luglio, la produzione industriale è aumentata dell'1,7 per cento (fig. 18). Secondo nostre stime nel terzo trimestre l'attività manifatturiera avrebbe ristagnato (era lievemente scesa nel periodo precedente).

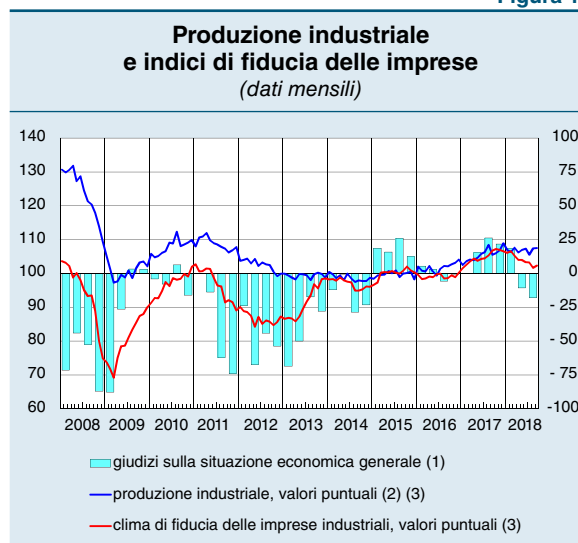
La fiducia delle imprese ha risentito delle prospettive sulle esportazioni

Pur rimanendo su livelli ancora favorevoli, nel terzo trimestre gli indici di fiducia delle imprese manifatturiere hanno segnalato attese meno ottimistiche sull'andamento generale dell'economia, soprattutto in relazione alla dinamica delle esportazioni. Secondo l'indagine trimestrale condotta in settembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, i giudizi sulla situazione economica generale sono peggiorati; le attese sull'evoluzione a tre mesi della domanda si confermano ancora positive, pur se ridimensionate rispetto all'inizio dell'anno. Gli indici PMI nella media del terzo trimestre sono rimasti stabili nei servizi mentre sono scesi nella manifattura, pur continuando a indicare prospettive di un'espansione dell'attività.

Gli investimenti produttivi sono cresciuti in misura marcata

Nel secondo trimestre l'aumento degli investimenti è stato particolarmente marcato nella componente di impianti e macchinari, che ha registrato un netto recupero (7,0 per cento) dopo il calo temporaneo di inizio anno (cfr. il par. 2.1). Anche gli investimenti in costruzioni sono aumentati dopo aver ristagnato nei primi tre mesi dell'anno. Secondo l'indagine Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore* la quota di imprese che prevede di aumentare i piani di investimento nell'anno in corso rispetto al 2017 è diminuita, pur restando prevalente rispetto alla percentuale di aziende che ne pianifica una riduzione. Il consueto sondaggio autunnale sullo stato della congiuntura, svolto presso un campione di imprese con almeno 20 addetti dell'industria in senso stretto e dei servizi privati non finanziari (cfr. *Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi*, Banca d'Italia, Statistiche, di prossima pubblicazione), conferma per il 2018 la crescita della spesa per investimenti rispetto a un anno prima (cfr. il riquadro: *Le prospettive degli investimenti sulla base delle inchieste presso le imprese*).

Figura 18



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

(1) Scala di destra. 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, 15 ottobre 2018). – (2) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi; il dato di settembre è stimato. – (3) Indice 2015=100.

LE PROSPETTIVE DEGLI INVESTIMENTI SULLA BASE DELLE INCHIESTE PRESSO LE IMPRESE

L'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita, condotta in settembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* su un campione di circa 1.000 imprese con almeno 50 addetti dell'industria in senso stretto, dei servizi e delle costruzioni, indica che le attese sull'evoluzione della domanda, interna ed estera, sono rimaste stabili, pur in presenza di timori circa le ricadute delle misure protezionistiche sugli scambi commerciali (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 15 ottobre 2018 e il riquadro: *Tensioni commerciali, incertezza e attività economica*). Si sono tuttavia registrati giudizi meno favorevoli sulla situazione economica generale e sulle condizioni operative delle imprese.

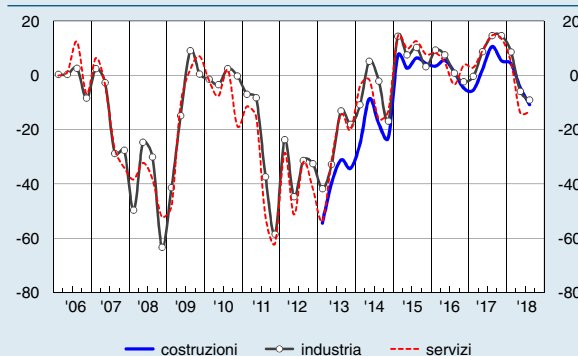
Come nel trimestre precedente sono prevalse le valutazioni secondo le quali le condizioni per investire sarebbero in peggioramento: il saldo fra la quota di giudizi di miglioramento e quella di giudizi di peggioramento è stato pari a -11,3 punti percentuali (figura), un valore negativo seppure ancora contenuto nel confronto storico. Il saldo è stato analogo nei diversi settori: -10,8 per le imprese delle costruzioni, -9,2 per quelle dell'industria in senso stretto, -13,5 per le imprese dei servizi.

Le aziende confermano tuttavia l'intenzione di espandere gli investimenti nel complesso dell'anno in corso, anche se in misura lievemente inferiore rispetto a quanto programmato all'inizio del 2018: la quota di aziende che stimano un aumento della spesa nominale per investimenti supera di 20,1 punti percentuali la quota di quelle che ne pianificano una diminuzione (era pari a 24,0 in giugno e 27,5 in marzo; tavola). La flessione del saldo è concentrata nelle imprese di minore dimensione. Le aziende con almeno 1.000 addetti, le cui prospettive di accumulazione di capitale per l'anno in corso erano già ampiamente favorevoli nella precedente rilevazione, ne indicano invece un ulteriore miglioramento.

La dinamica positiva degli investimenti nel 2018 è confermata anche dal *Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi* (Banca d'Italia, Statistiche, di prossima pubblicazione), condotto annualmente tra settembre e ottobre dalle Filiali della Banca d'Italia su un campione di aziende con almeno 20 addetti del settore privato non finanziario e con almeno 10 addetti nel comparto delle costruzioni. Circa due terzi delle imprese ha realizzato nel corso del 2018 gli investimenti programmati alla fine del 2017 e circa un quinto li ha ampliati. Alla dinamica

Figura

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



(1) Saldi tra giudizi di miglioramento e di peggioramento rispetto al trimestre precedente nell'indagine condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* presso le imprese italiane con almeno 50 addetti (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 15 ottobre 2018).

Tavola

Attese delle imprese sugli investimenti (1) (valori percentuali)

RISPOSTE	Industria in senso stretto	Servizi	Costruzioni	Totale economia
Spesa per investimenti programmata per il 2° semestre del 2018 rispetto al 1°				
Più alta	32,2	24,5	19,0	27,8
Praticamente uguale	52,3	58,2	62,3	55,7
Più bassa	15,5	17,3	18,8	16,5
Spesa per investimenti programmata per il 2018 rispetto a quella effettuata nel 2017				
Più alta	39,9	33,0	26,3	35,9
Praticamente uguale	43,9	51,6	55,5	48,2
Più bassa	16,1	15,3	18,2	15,8

(1) Stime ponderate tenendo conto del rapporto tra il numero di imprese rilevate e il numero di quelle presenti nell'universo di riferimento nell'indagine condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* presso le imprese italiane con almeno 50 addetti (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 15 ottobre 2018). Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

positiva degli investimenti si è associato un lieve aumento della domanda di prestiti bancari nella prima metà del 2018 rispetto alla seconda del 2017, sostenuto da condizioni di accesso al credito rimaste complessivamente favorevoli. Per il prossimo anno circa un quarto delle imprese prefigura un'ulteriore espansione dell'accumulazione rispetto all'anno in corso; per il 58 per cento delle aziende la spesa per investimenti resterà invariata.

Secondo la stessa indagine rimane prevalente la quota di imprese che hanno registrato un aumento del fatturato nei primi nove mesi del 2018 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Le vendite continuerebbero a crescere, almeno fino alla primavera del 2019: più di un terzo ne prefigura l'espansione e solo un decimo ne prevede un calo.

Nel settore delle costruzioni i giudizi sulle condizioni di indebitamento si sono confermati nel complesso positivi e in miglioramento rispetto alla precedente indagine, a fronte di una domanda di prestiti bancari rimasta sostanzialmente stabile. La crescita della produzione edile sarebbe proseguita; le valutazioni per il prossimo anno confermerebbero l'andamento positivo del settore.

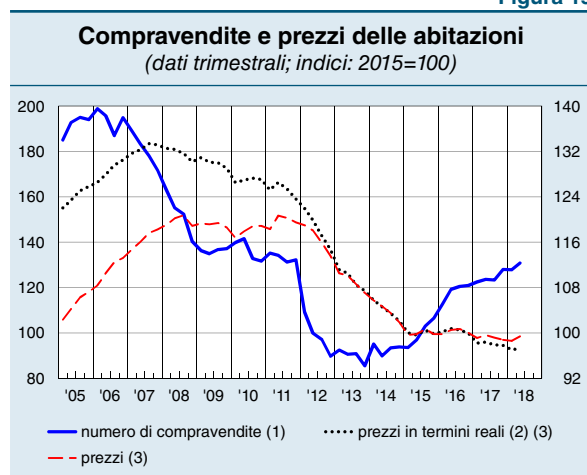
Le attese sul mercato immobiliare sono moderatamente favorevoli

Nel secondo trimestre le compravendite di abitazioni sono aumentate, recuperando il lieve calo registrato nella prima parte dell'anno; è però proseguita la flessione dei prezzi, scesi dello 0,2 per cento rispetto all'anno precedente (fig. 19). Sulla base del *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*, condotto in luglio, la maggior parte delle agenzie immobiliari valuta stabili le condizioni della domanda. Gli operatori hanno corretto lievemente al ribasso le attese sull'andamento del mercato, che restano comunque favorevoli su un orizzonte di breve e di medio termine. Nel sondaggio condotto in settembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* i giudizi delle imprese edili sull'andamento della domanda nel terzo trimestre sono positivi.

L'avanzo finanziario delle imprese è diminuito

Sulla base dei dati diffusi dall'Istat, nel secondo trimestre del 2018 il rapporto tra il risultato lordo di gestione e il valore aggiunto è diminuito nel confronto con il periodo precedente, per effetto dell'aumento del costo del lavoro. Pur continuando a beneficiare di una spesa per interessi netti storicamente bassa, il

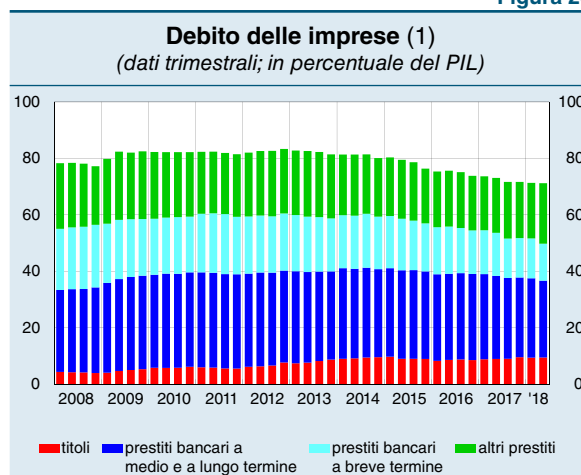
Figura 19



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) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo. – (3) Scala di destra.

Figura 20



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

(1) I dati si riferiscono ai 12 mesi terminanti nel trimestre considerato. Il debito include i prestiti cartolarizzati. I dati dell'ultimo periodo sono provvisori.

tasso di risparmio delle imprese (definito dal rapporto tra risparmio lordo e valore aggiunto) è leggermente sceso; il saldo finanziario in rapporto al valore aggiunto (in surplus dalla fine del 2012) si è ulteriormente ridotto, anche per effetto dell'aumento della spesa per investimenti. Nel secondo trimestre il debito complessivo delle imprese in percentuale del PIL ha registrato un lieve calo al 71,2 per cento (dal 71,3 di fine marzo; fig. 20).

2.3 LE FAMIGLIE

In primavera i consumi delle famiglie sono rimasti stabili, nonostante il recupero del reddito disponibile e il buon andamento del mercato del lavoro. Gli indicatori congiunturali più recenti ne anticipano per il terzo trimestre una lieve espansione.

I consumi sono rimasti invariati nel secondo trimestre...

In primavera i consumi delle famiglie hanno ristagnato, dopo essere cresciuti dello 0,4 per cento nei tre mesi precedenti (fig. 21): l'aumento contenuto della spesa per i beni durevoli e per i servizi ha controbilanciato il calo degli acquisti di beni semidurevoli.

Il reddito disponibile al netto dell'inflazione ha ripreso a crescere (era diminuito dello 0,1 per cento nel primo trimestre), beneficiando anche della spinta proveniente dal mercato del lavoro (cfr. il par. 2.5). Nella media dell'ultimo anno la propensione al risparmio è aumentata all'8,0 per cento (fig. 22).

...ma sarebbero cresciuti nei mesi estivi

I consumi avrebbero registrato una lieve espansione nel corso dell'estate, sostenuti dal deciso aumento del reddito disponibile; le immatricolazioni di autoveicoli sono diminuite per il secondo trimestre consecutivo. Gli indici di fiducia dei consumatori sono rimasti stabili su livelli elevati: si sono confermate le preoccupazioni per l'andamento dell'economia e in particolare del mercato del lavoro, in connessione con l'indebolimento della domanda di lavoro in estate (cfr. il par. 2.5); sono invece migliorati i giudizi sulla situazione personale.

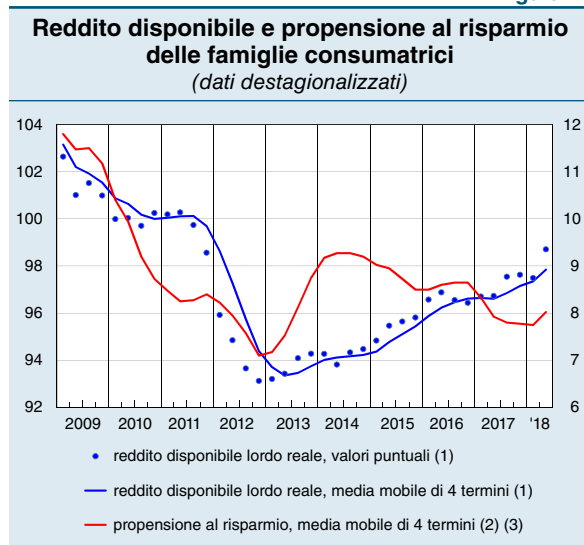
L'indebitamento delle famiglie è aumentato

Nel secondo trimestre del 2018 il debito delle famiglie italiane in rapporto al reddito disponibile è aumentato al 61,4 per cento (dal 61,1 di fine marzo; fig. 23), un livello ben al di sotto di quello medio dell'area dell'euro (94,9 per cento). In rapporto al PIL il debito è cresciuto dal 40,8 al 41,1 per cento (57,8 nell'area dell'euro). L'incidenza sul reddito disponibile degli oneri sostenuti per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale) è aumentata al 9,8 per cento (dal 9,7 di marzo). I tassi di interesse sui nuovi mutui si sono mantenuti su valori minimi nel confronto storico (cfr. il par. 2.7).

Figura 21



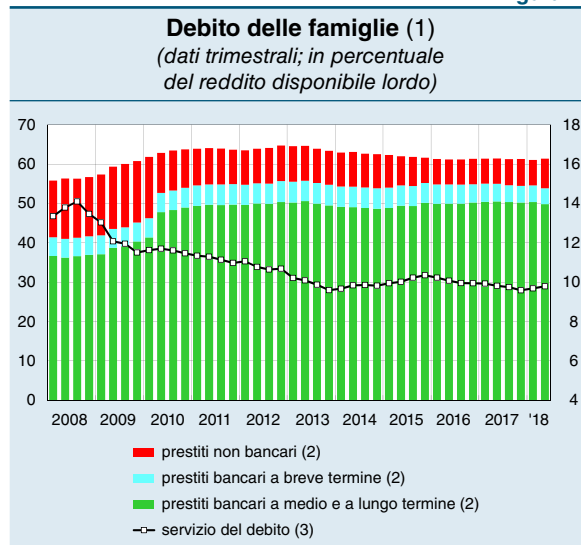
Figura 22



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Al netto della dinamica del deflatore della spesa per consumi finali delle famiglie residenti. Indici: 2010=100. – (2) Rapporto percentuale tra il risparmio e il reddito disponibile lordo delle famiglie consumatrici. – (3) Scala di destra.

Figura 23



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

(1) Consistenze di fine trimestre e flussi nei 12 mesi terminanti a fine trimestre. I dati dell'ultimo periodo sono provvisori. I debiti includono i prestiti cartolarizzati. – (2) La ripartizione tra prestiti bancari e prestiti non bancari presenta una discontinuità statistica nel 2° trimestre del 2010. Per i riferimenti metodologici, cfr. l'avviso in *Indicatori monetari e finanziari. Conti finanziari*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 58, 2010. – (3) Scala di destra. Stima degli oneri per il servizio del debito (pagamento di interessi più rimborso delle quote di capitale) imputabili alle sole famiglie consumatrici.

2.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

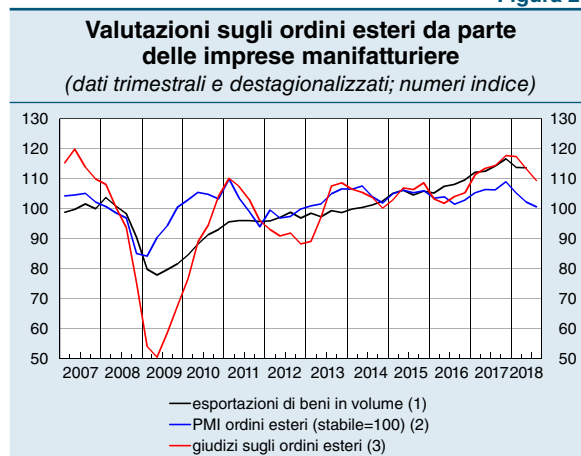
Nel secondo trimestre del 2018 le esportazioni italiane hanno ristagnato, risentendo della debolezza del commercio mondiale. Le prospettive delineate dagli indicatori congiunturali rimangono incerte. Resta però ampio l'attivo di parte corrente; è proseguita la decisa riduzione della posizione debitoria netta sull'estero, ormai prossima ad azzerarsi.

Nel secondo trimestre le esportazioni hanno ristagnato

Dopo la flessione dei primi mesi dell'anno, nel secondo trimestre le esportazioni di beni e servizi hanno ristagnato (-0,1 per cento in volume rispetto al trimestre precedente), riflettendo la debolezza del commercio internazionale (cfr. il par 1.1). Le vendite di beni sono rimaste stabili in tutti i principali mercati, sia nell'Unione europea (UE) sia in quelli esterni. L'espansione dei settori dei mezzi di trasporto e della moda è stata compensata dalla flessione dei comparti dei prodotti chimici, farmaceutici e soprattutto dei prodotti petroliferi raffinati. Le esportazioni di servizi si sono lievemente ridotte (-0,4 per cento).

Le importazioni complessive hanno ripreso a salire (1,6 per cento in volume rispetto al trimestre

Figura 24



Fonte: Istat, Markit e Thomson Reuters Datastream.

(1) Indice 2007=100 (dati di contabilità nazionale). – (2) Media trimestrale dell'indicatore PMI, alla quale viene sommato il valore 50. – (3) 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.

precedente); gli acquisti dall'estero sono aumentati, in particolare nei comparti della metallurgia e della farmaceutica.

Secondo i dati più recenti nella media di luglio e agosto le esportazioni di beni, valutate a prezzi correnti e corrette per la stagionalità, hanno segnato una moderata crescita rispetto al secondo trimestre. I giudizi sugli ordini esteri delle imprese manifatturiere rilevati dall'Istat e l'indicatore PMI sono peggiorati nel terzo trimestre (fig. 24).

L'avanzo di conto corrente è rimasto stabile

L'avanzo di conto corrente è rimasto stabile nei primi otto mesi del 2018 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (tav. 5). Il miglioramento del saldo dei servizi, che ha beneficiato soprattutto dell'andamento favorevole delle spese dei turisti stranieri in Italia, e l'aumento del surplus dei redditi primari hanno compensato la lieve flessione dell'avanzo mercantile, determinata dalla maggiore spesa per le materie prime energetiche. In rapporto al PIL il saldo di conto corrente ha raggiunto il 2,8 per cento (valutato nella media dei quattro trimestri terminanti in giugno; fig. 25).

I non residenti hanno ridotto le consistenze di titoli italiani

Nei primi otto mesi del 2018 i residenti hanno investito in titoli di portafoglio esteri per 57,4 miliardi (principalmente quote di fondi comuni esteri, per un valore di 36,1 miliardi); gli acquisti hanno però rallentato dopo il primo trimestre dell'anno. Gli investitori non residenti hanno ridotto le loro consistenze di titoli di portafoglio italiani di 42,8 miliardi: i disinvestimenti hanno riguardato soprattutto i titoli pubblici (24,9 miliardi) e le obbligazioni bancarie (12,4 miliardi).

Gli acquisti di titoli pubblici italiani effettuati da non residenti nel periodo tra gennaio e aprile (41,7 miliardi) sono stati più che compensati dalle vendite registrate in maggio e in giugno (57,9 miliardi nei due mesi), in concomitanza con le tensioni sui mercati finanziari del nostro paese (cfr. *Bollettino economico*, 3, 2018); in luglio e agosto gli investitori esteri hanno venduto titoli del debito sovrano complessivamente per 8,7 miliardi.

Questi andamenti si sono riflessi sulla posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema dei

Tavola 5

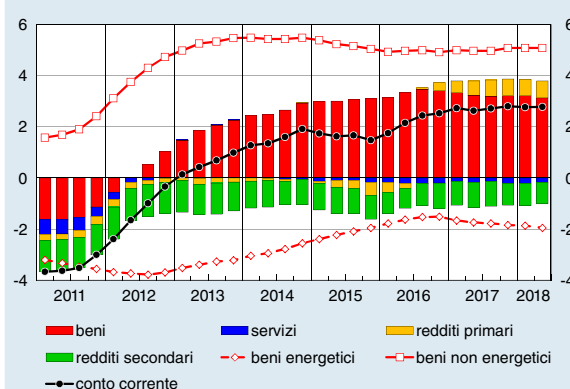
Bilancia dei pagamenti dell'Italia (1) (saldi in miliardi di euro)

VOCI	2016	2017	gen.-ago. 2017	gen.-ago. 2018
Conto corrente	42,8	48,3	28,1	28,0
per memoria: in % del PIL	2,5	2,8	—	—
Merci	57,7	55,8	34,4	32,3
prodotti non energetici (2)	83,1	87,5	55,6	56,9
prodotti energetici (2)	-25,5	-31,8	-21,2	-24,6
Servizi	-3,4	-3,5	-0,9	0,2
Redditi primari	5,3	10,8	5,3	5,9
Redditi secondari	-16,8	-14,8	-10,7	-10,4
Conto capitale	-3,1	-1,0	-1,3	-1,6
Conto finanziario	65,5	62,1	38,5	27,1
Investimenti diretti	-4,1	3,2	-5,7	1,3
Investimenti di portafoglio	159,5	98,3	79,2	100,2
Derivati	-3,0	-7,3	-3,2	-1,9
Altri investimenti (3)	-85,8	-34,7	-34,1	-74,2
Variazione riserve ufficiali	-1,2	2,7	2,3	1,8
Errori e omissioni	25,8	14,8	11,7	0,7

(1) Secondo gli standard internazionali pubblicati in FMI, *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6 ed., 2009 (BPM6). Per i mesi di luglio e agosto 2018, dati provvisori. — (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat. — (3) Include la variazione del saldo TARGET2.

Figura 25

Saldo del conto corrente e sue componenti (in percentuale del PIL; media mobile di 4 trimestri)



Fonte: Istat per il PIL; elaborazioni su dati Istat di commercio estero per la disaggregazione fra beni energetici e non energetici.

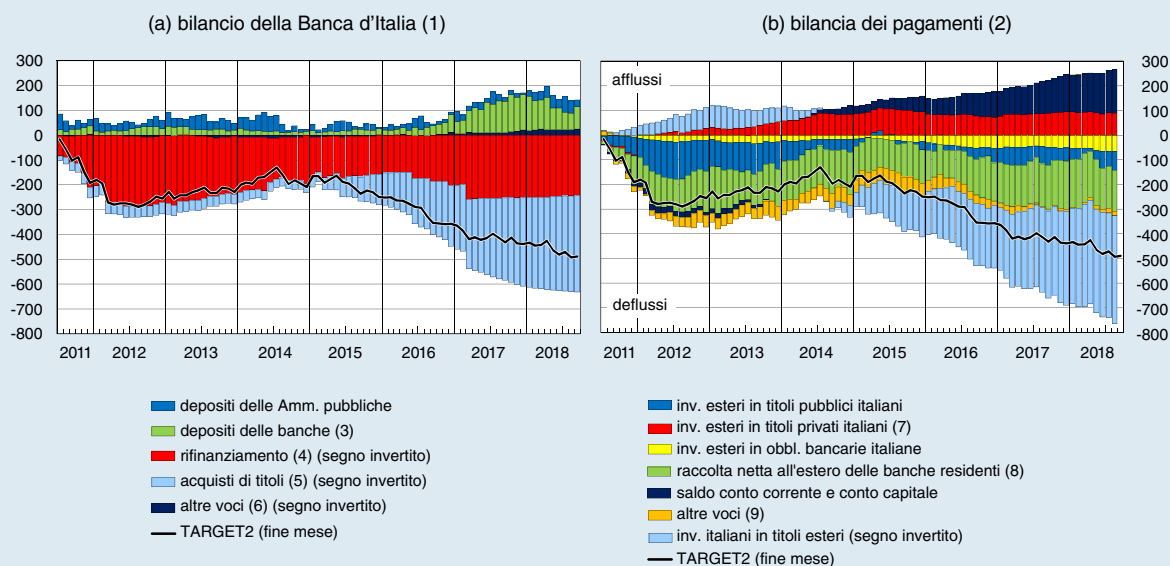
pagamenti europeo TARGET2 che, dopo una sostanziale stabilità tra gennaio e aprile, ha avuto notevoli oscillazioni. Si è ampliata in maggio e giugno, ha riflesso fattori tecnici in luglio e agosto e si è poi lievemente ridotta raggiungendo 489 miliardi alla fine di settembre (cfr. il riquadro: *L'andamento del saldo della Banca d'Italia su TARGET2*).

L'ANDAMENTO DEL SALDO DELLA BANCA D'ITALIA SU TARGET2

Il saldo debitorio della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti TARGET2 è rimasto sostanzialmente stabile tra la primavera del 2017 e lo scorso aprile; in seguito è aumentato, ma con ampie oscillazioni (figura A).

Figura A

Principali fattori connessi con l'andamento del saldo TARGET2 (miliardi di euro)



(1) Scomposizione del saldo in base all'identità contabile del bilancio della Banca d'Italia. Consistenze mensili (dati disponibili fino a settembre 2018, provvisori per il mese di settembre). – (2) Scomposizione del saldo in base all'identità contabile della bilancia dei pagamenti. Flussi cumulati da luglio 2011 (dati disponibili fino ad agosto 2018). – (3) Passività verso istituzioni creditizie UEM per fini di politica monetaria. – (4) Prestiti a istituzioni creditizie UEM per fini di politica monetaria. – (5) Titoli detenuti per fini di politica monetaria. – (6) Differenza tra altre attività nette e banconote in circolazione. – (7) Escluse le obbligazioni bancarie. – (8) Raccolta netta per prestiti, depositi e altri investimenti del settore bancario (compresa quella intermediata da controparti centrali residenti); non include la raccolta obbligazionaria. – (9) Investimenti diretti, derivati, riserve ufficiali, altri investimenti, errori e omissioni.

L'incremento del saldo, che può essere interpretato come la contropartita contabile di tutte le transazioni eseguite fra residenti e non residenti in Italia (cfr. il riquadro: *L'andamento del saldo TARGET2 nell'ultimo triennio*, in *Bollettino economico*, 3, 2015), si è concentrato alla fine di maggio e all'inizio di giugno, riflettendo soprattutto le vendite nette di titoli di portafoglio italiani da parte di investitori esteri (tavola, pannello B), in concomitanza con l'emergere di tensioni sul mercato dei titoli di Stato italiani. L'ammontare complessivo delle vendite ha più che compensato gli afflussi di liquidità derivanti dal surplus di partite correnti e dalla raccolta netta delle banche italiane sul mercato interbancario estero, fortemente aumentata in giugno.

Gli investimenti dei non residenti in titoli di portafoglio italiani sono tornati positivi in luglio, mentre ad agosto si sono registrate vendite nette. In questo periodo, a differenza dei due

**Saldo TARGET2: relazione contabile con il bilancio della Banca d'Italia
e la bilancia dei pagamenti (1)**
(miliardi di euro)

			(A) identità contabile del bilancio della Banca d'Italia					(B) identità contabile della bilancia dei pagamenti							
			Variazione TARGET2 = (a)+(b)-(c)-(d)-(e)					Variazione TARGET2 = (f)+(g)+(h)+(i)+(l)+(m)-(n)							
			più:		meno:			più:					meno:		
	Saldo a fine periodo	Varia- zione del saldo (2)	Depositi delle Amm. Pubbliche presso la Banca d'Italia	Depositi delle banche presso la Banca d'Italia (2)	Rifinan- ziamento (3)	Acquisto di titoli da parte della Banca d'Italia (4)	Altre voci (5)	Inv. esteri in titoli pubblici italiani	Inv. esteri in titoli privati italiani (6)	Inv. esteri in obbl. bancarie italiane	Raccolta netta all'estero delle banche residenti (7)	Conto corrente e conto capitale	Altre voci (8)	Inv. italiani in titoli esteri	
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)	(h)	(i)	(l)	(m)	(n)			
	Variazioni delle consistenze							Flussi							
apr. '17-apr. '18	-426	-6	26	42	-7	93	-11	62	9	-5	-18	49	20	123	
gen. '18-apr. '18	-426	13	37	-13	-1	14	-2	42	-1	-2	8	7	-2	39	
mag. '18	-465	-39	5	-41	-2	4	1	-25	-3	-7	-1	2	-2	2	
giu. '18	-481	-16	-14	-2	-1	3	-2	-33	-5	-5	23	5	-1	1	
lug. '18	-471	10	29	-17	-2	4	0	9	5	0	-5	7	-4	2	
ago. '18	-493	-21	-16	-1	0	3	2	-17	-1	1	5	5	0	13	
set. '18 (9)	-489	3	-21	22	-2	3	-3								
Totale dall'avvio dell'APP: mar. '15-ago. '18	-493	-328	36	58	103	347	-28	-60	1	-52	-53	145	42	349	

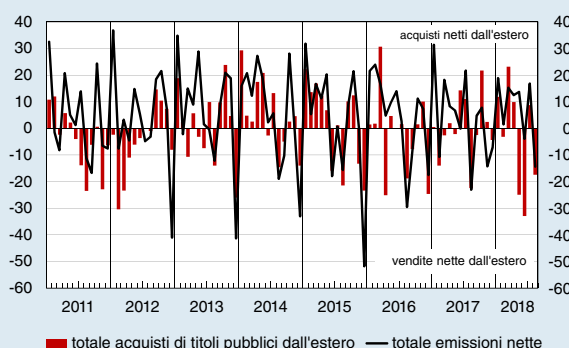
(1) Scomposizione del saldo in base all'identità contabile del bilancio della Banca d'Italia (pannello A) e in base all'identità contabile della bilancia dei pagamenti (pannello B). – (2) Passività verso istituzioni creditizie UEM per fini di politica monetaria. – (3) Prestiti a istituzioni creditizie UEM per fini di politica monetaria. – (4) Titoli detenuti per fini di politica monetaria. – (5) Differenza tra altre attività nette e banconote in circolazione. – (6) Escluse le obbligazioni bancarie. – (7) Raccolta netta per prestiti, depositi e altri investimenti del settore bancario (compresa quella intermediata da controparti centrali residenti); non include la raccolta obbligazionaria. – (8) Investimenti diretti, derivati, riserve ufficiali, altri investimenti, errori e omissioni. – (9) Per l'identità contabile del bilancio della Banca d'Italia, dati per settembre 2018 provvisori.

mesi precedenti, l'andamento degli acquisti dall'estero di titoli pubblici ha in gran parte rispecchiato il profilo delle emissioni nette da parte del Tesoro (positive in luglio, negative in agosto), con il quale ha storicamente una forte correlazione (figura B).

Gli investimenti dei residenti in Italia in titoli di portafoglio esteri, che dall'avvio del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie dell'Eurosistema rappresentano la principale contropartita dell'aumento del saldo debitorio sul sistema TARGET2 (cfr. il riquadro: *Il recente andamento del saldo della Banca d'Italia su TARGET2* del capitolo 10 nella [Relazione annuale](#) sul 2017), hanno rallentato in modo considerevole tra aprile e luglio del 2018, per

Figura B

**Investimenti netti mensili
in titoli pubblici italiani**
(dati mensili; miliardi di euro)



poi accelerare in agosto. Il calo degli acquisti di titoli esteri osservato nel periodo è riconducibile in larga parte al settore privato non bancario.

Attraverso l'identità contabile del bilancio della Banca d'Italia, l'evoluzione del saldo TARGET2 è in relazione con l'andamento della liquidità immessa nel sistema e dei suoi impieghi. In maggio all'ampliamento del saldo passivo ha corrisposto un calo della liquidità in eccesso detenuta dalle banche italiane (tavola, pannello A). Nel corso dell'estate le variazioni del saldo sono state invece influenzate soprattutto dalle oscillazioni della creazione di liquidità dovute alla dinamica dei depositi delle Amministrazioni pubbliche presso la Banca d'Italia, che hanno risentito in particolare delle politiche di emissione del Tesoro.

In settembre il saldo passivo ha registrato un lieve miglioramento.

La posizione netta sull'estero dell'Italia è fortemente migliorata

Alla fine dello scorso giugno la posizione debitoria netta sull'estero dell'Italia ha raggiunto il 3,4 per cento del PIL, riducendosi di circa 65 miliardi (quasi quattro punti percentuali del prodotto) rispetto alla fine di marzo. Il miglioramento è stato determinato dall'avanzo di conto corrente e dagli aggiustamenti di valutazione: a seguito del rialzo dei rendimenti (cfr. *Bollettino economico*, 3, 2018), il valore dei titoli di portafoglio, in particolare dei titoli di Stato, detenuti dagli investitori non residenti e registrati tra le passività della posizione patrimoniale sull'estero, è sceso nel complesso di circa 55 miliardi.

2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Nel secondo trimestre l'occupazione è aumentata in misura sostenuta; si è ridotta la disoccupazione, in particolare quella giovanile. Si è rafforzata la crescita delle retribuzioni contrattuali e, dopo due anni di stagnazione, di quelle di fatto.

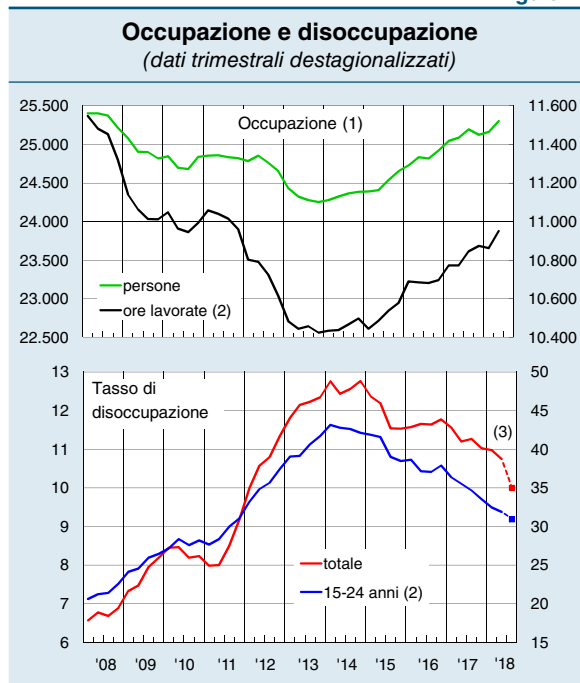
L'occupazione è cresciuta nel secondo trimestre...

Dopo il modesto incremento registrato nei primi mesi dell'anno, il numero di occupati è tornato ad

aumentare marcatamente nel trimestre primaverile (dello 0,5 per cento sul periodo precedente; fig. 26 e tav. 6). A tale dinamica ha contribuito in particolare la forte espansione registrata nell'industria in senso stretto e nei servizi alle famiglie. Sono tornate a crescere anche le ore lavorate totali (0,8 per cento) e quelle per addetto (0,3 per cento).

Il lavoro autonomo, in calo dallo scorcio del 2017, ha mostrato segnali di recupero. L'occupazione alle dipendenze è aumentata dello 0,5 per cento rispetto al trimestre precedente; l'espansione ha interessato la componente a termine

Figura 26



Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali per l'occupazione e Rilevazione sulle forze di lavoro per il tasso di disoccupazione*.

(1) Migliaia di persone; milioni di ore. – (2) Scala di destra. – (3) Il punto indica il valore medio del bimestre luglio-agosto.

Occupazione e ore lavorate

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

VOCI	Consistenze	Variazioni			
	2° trim. 2018	3° trim. 2017	4° trim. 2017	1° trim. 2018	2° trim. 2018
Totale occupati	25.301	0,4	-0,3	0,2	0,5
di cui: industria in senso stretto	4.261	0,7	-0,4	0,3	0,8
servizi privati (1)	11.138	0,6	0,2	0,5	0,2
Dipendenti	19.286	0,5	-0,3	0,4	0,5
Autonomi	6.014	0,2	-0,3	-0,6	0,7
Ore lavorate	10.950	0,7	0,3	-0,1	0,8
di cui: industria in senso stretto	1.900	1,0	0,7	0,0	1,1
servizi privati (1)	5.036	0,9	0,5	0,3	0,4
Dipendenti	7.674	0,9	0,1	0,3	0,6
Autonomi	3.276	0,3	0,5	-1,2	1,3

Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali*.

(1) Esclusi i servizi alle famiglie e agli individui.

(3,6 per cento; 107.000 persone), mentre quella a tempo indeterminato è rimasta stabile, dopo la lieve diminuzione registrata a inizio anno.

...ed è rimasta stabile in estate

In base ai dati preliminari della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, nel periodo luglio-agosto gli occupati complessivi sarebbero rimasti invariati sul bimestre precedente, a seguito del rallentamento della componente a termine e della

lieve contrazione di quella a tempo indeterminato e del lavoro autonomo.

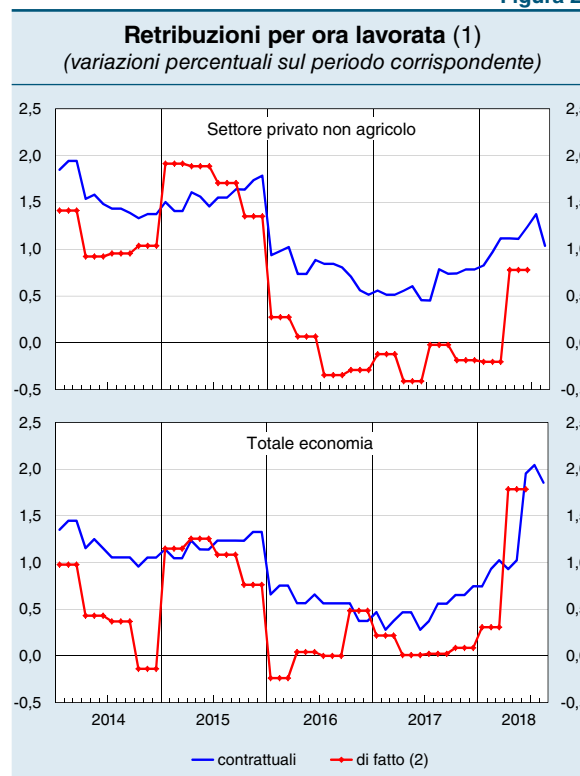
La disoccupazione è diminuita

Nel secondo trimestre la partecipazione al mercato del lavoro è ulteriormente aumentata (al 65,9 per cento, 0,4 punti in più rispetto al periodo precedente); il tasso di occupazione si è portato sui livelli massimi dall'inizio delle serie storiche (al 58,7 per cento). Il tasso di disoccupazione è diminuito di due decimi di punto, al 10,7 per cento; quello giovanile di sei decimi, al 31,9 per cento (fig. 26). Secondo i dati preliminari della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, la disoccupazione avrebbe continuato a ridursi anche nei mesi estivi, toccando il 9,7 per cento in agosto, per effetto di una lieve diminuzione del tasso di attività.

Le retribuzioni hanno accelerato

Nel settore privato non agricolo la crescita delle retribuzioni contrattuali, che aveva dato primi segnali di ripresa alla fine del 2017, è aumentata, toccando in luglio l'1,4 per cento su base annua; in agosto è lievemente diminuita, anche a causa del mancato rinnovo del contratto collettivo nel comparto del commercio (fig. 27). La quota dei lavoratori dipendenti con contratto scaduto è quindi passata dal 22,4 per

Figura 27

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

(1) Dati mensili grezzi per le retribuzioni contrattuali; dati trimestrali destagionalizzati per le retribuzioni di fatto. – (2) Retribuzioni lorde.

cento nella media del secondo trimestre al 40,1. Nel totale dell'economia la crescita delle retribuzioni contrattuali orarie si è rafforzata da giugno, grazie al rinnovo dei contratti dei dipendenti pubblici; la lieve riduzione registrata in agosto ha riflesso la dinamica osservata nel settore privato.

Dopo aver ristagnato per due anni, nel secondo trimestre sono aumentate anche le retribuzioni orarie di fatto (0,8 per cento rispetto a un anno prima nel settore privato non agricolo; cfr. il riquadro: *Aspettative di inflazione e dinamica dei salari*, in *Bollettino economico*, 3, 2018). Il costo orario del lavoro per unità di prodotto è tornato a crescere (all'1,7 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente nel settore privato non agricolo, da -0,1 del primo trimestre), anche per effetto della variazione negativa della produttività.

2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

Nei mesi estivi l'inflazione è aumentata, anche se la dinamica della componente di fondo rimane modesta; sono cresciute le attese espresse dalle imprese nei sondaggi.

L'inflazione è risalita...

Nella media del terzo trimestre la variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) si è portata sui livelli massimi dall'inizio del 2013 (1,7 per cento, da 1,0 nel secondo; fig. 28 e tav. 7), a seguito della forte accelerazione dei prezzi dei beni energetici. In settembre l'inflazione è scesa all'1,5 per cento; sui tre mesi, depurata dai fattori stagionali e in ragione d'anno, è stata pari allo 0,8 per cento (fig. 29).

...mentre la componente di fondo è ancora modesta

L'inflazione di fondo è diminuita allo 0,5 in settembre, riflettendo una lieve decelerazione dei prezzi dei servizi e la perdurante debolezza della componente dei beni industriali non energetici.

Le pressioni all'origine si stanno rafforzando

In agosto l'aumento dei prezzi alla produzione, determinato dalla componente energetica, è stato del 5,1 per cento sui dodici mesi; quello dei beni non alimentari destinati al consumo, che fornisce indicazioni prospettiche sulla corrispondente componente dell'indice dei prezzi al consumo, si conferma moderato (0,7 per cento). Nel secondo trimestre i salari hanno mostrato segnali di accelerazione che si sono tradotti in un aumento del costo del lavoro per unità di prodotto, anche

Figura 28

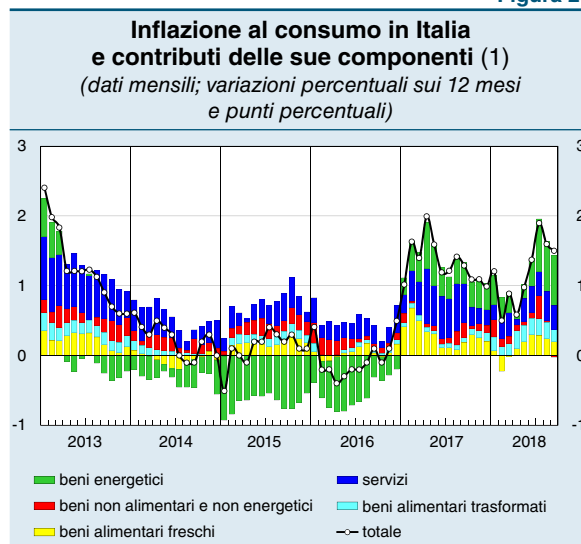
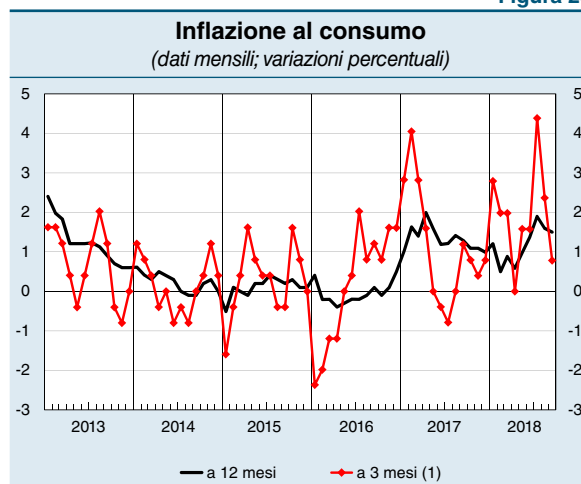


Figura 29



Indicatori di inflazione in Italia
(variazioni percentuali sui 12 mesi)

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		Al netto di energetici e alimentari		
				a 1 mese (5)				
2013	1,2	1,2	1,1	1,2	–	1,1	-1,2	1,2
2014	0,2	0,7	-0,1	0,2	–	0,7	-1,8	1,0
2015	0,1	0,7	0,0	0,0	–	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	0,5
2016 – gen.	0,4	0,9	0,4	0,3	-0,2	0,7	-3,0	–
feb.	-0,2	0,5	-0,2	-0,3	-0,2	0,5	-4,1	–
mar.	-0,2	0,8	-0,3	-0,2	0,1	0,7	-3,9	–
apr.	-0,4	0,6	-0,4	-0,5	-0,3	0,5	-4,5	–
mag.	-0,3	0,6	-0,4	-0,3	0,3	0,5	-4,1	–
giu.	-0,2	0,5	-0,3	-0,4	0,1	0,4	-3,4	–
lug.	-0,2	0,5	-0,2	-0,1	0,1	0,6	-1,3	–
ago.	-0,1	0,4	-0,1	-0,1	-0,1	0,5	-1,0	–
set.	0,1	0,4	0,0	0,1	0,2	0,4	-0,7	–
ott.	-0,1	0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,1	-0,7	–
nov.	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1	0,4	-0,3	–
dic.	0,5	0,7	0,5	0,5	0,2	0,6	0,8	–
2017 – gen.	1,0	0,5	1,0	1,0	0,3	0,5	2,9	–
feb.	1,6	0,7	1,5	1,6	0,3	0,6	3,7	–
mar.	1,4	0,6	1,4	1,4	0,0	0,7	3,3	–
apr.	2,0	1,3	1,9	1,9	0,1	1,1	4,3	–
mag.	1,6	0,9	1,6	1,4	-0,1	0,8	3,2	–
giu.	1,2	1,0	1,3	1,2	-0,1	1,0	2,5	–
lug.	1,2	0,9	1,1	1,1	0,0	0,8	0,8	–
ago.	1,4	1,2	1,3	1,2	0,1	0,9	1,6	–
set.	1,3	1,1	1,3	1,1	0,0	0,8	1,6	–
ott.	1,1	0,5	1,1	1,0	0,0	0,4	2,2	–
nov.	1,1	0,4	1,0	0,9	0,1	0,3	2,7	–
dic.	1,0	0,5	0,9	0,9	0,1	0,4	2,2	–
2018 – gen.	1,2	0,7	1,1	0,9	0,3	0,4	1,8	–
feb.	0,5	0,5	0,6	0,5	-0,1	0,5	1,8	–
mar.	0,9	0,7	0,9	0,8	0,3	0,5	2,2	–
apr.	0,6	0,2	0,6	0,5	-0,2	0,2	1,4	–
mag.	1,0	0,6	1,0	1,0	0,4	0,5	2,7	–
giu.	1,4	0,7	1,3	1,3	0,2	0,5	3,2	–
lug.	1,9	0,9	1,9	1,5	0,2	0,5	5,1	–
ago.	1,6	0,6	1,6	1,6	0,2	0,7	5,1	–
set.	1,5	0,5	1,4	1,4	-0,2	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.

a fronte di un calo del valore aggiunto per occupato (cfr. il par. 2.5).

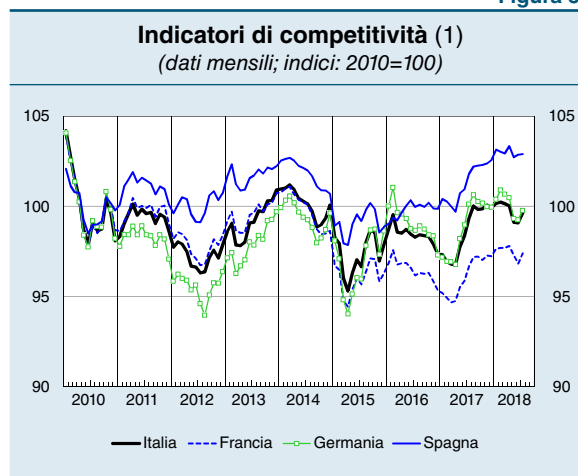
L'apprezzamento dell'euro si è tradotto in un calo della competitività

Secondo nostre stime nel trimestre estivo 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 lievemente peggiorata (fig. 30), in particolare sui mercati esterni all'area dell'euro per via dell'apprezzamento del cambio; per le altre maggiori economie europee si è registrata una flessione analoga.

Le attese delle imprese sull'inflazione sono cresciute

Nell'indagine trimestrale condotta in settembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* le imprese hanno dichiarato di aver praticato prezzi più alti dell'1,0 per cento rispetto a un anno prima; la crescita dei listini sarebbe di pari entità nei prossimi dodici mesi. L'inflazione attesa su tutti gli orizzonti temporali è decisamente più elevata rispetto al sondaggio precedente (fig. 31). Sulla base delle inchieste dell'Istat la percentuale di consumatori che si attende prezzi invariati o in calo nei prossimi dodici mesi è invece appena aumentata rispetto al secondo trimestre (al 64,4 dal 63,8). Gli operatori professionali censiti in ottobre da Consensus Economics hanno confermato le attese sull'inflazione nella media del 2018 all'1,3 per cento.

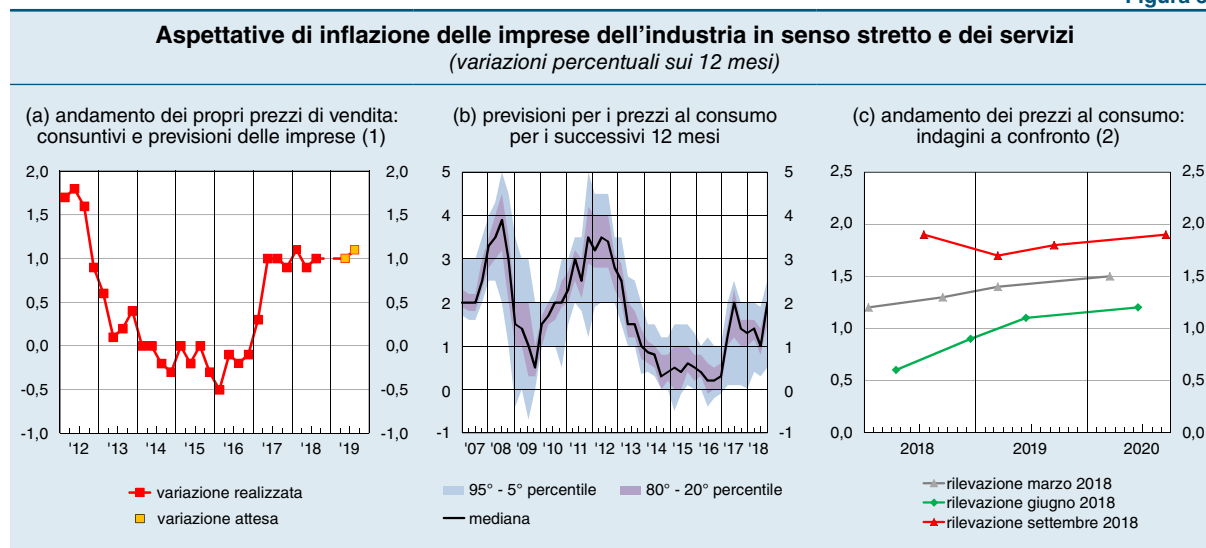
Figura 30



Fonte: elaborazioni su dati BCE, CEPIL, 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 luglio 2018. Per la metodologia di costruzione, cfr. A. Felettigh, C. Giordano, G. Oddo e V. Romano, *Reassessing price-competitiveness indicators of the four largest euro-area countries and of their main trading partners*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 280, 2015 e *Bilancio dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero*, Banca d'Italia, Statistiche, Metodi e fonti: note metodologiche, 18 maggio 2018.

Figura 31



(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, nell'indagine condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 15 ottobre 2018). – (2) Il primo punto di ciascuna curva è il dato definitivo disponibile al momento della realizzazione dell'indagine, fornito agli intervistati nel questionario come riferimento per la formulazione delle loro aspettative; il secondo punto rappresenta la media delle previsioni 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.

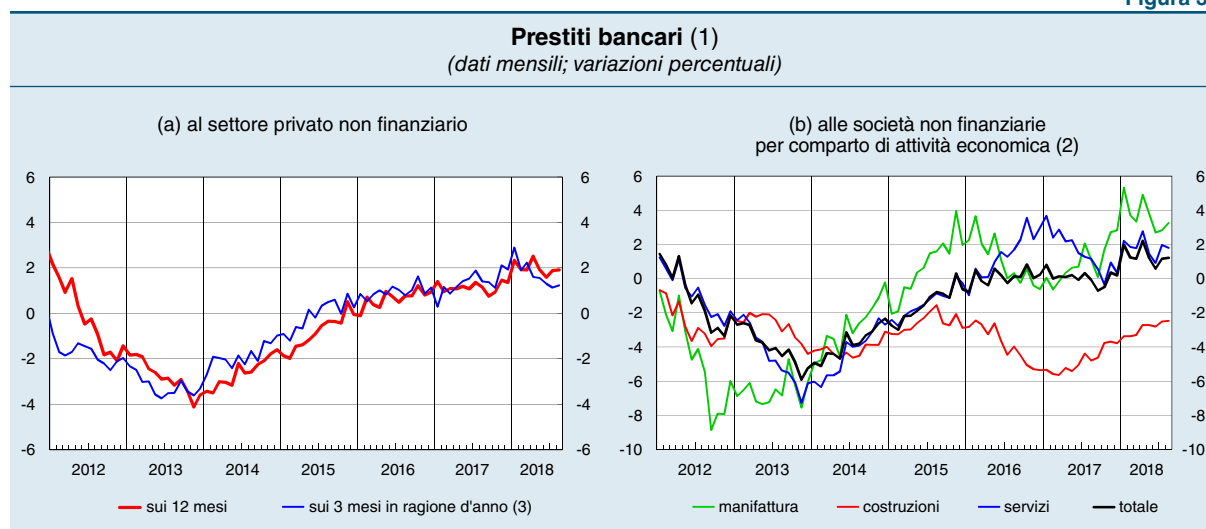
2.7 LE BANCHE

Il credito erogato a imprese e famiglie cresce moderatamente, sostenuto da una contenuta espansione della domanda. La qualità dei prestiti alle imprese ha continuato a migliorare; le condizioni di offerta sono rimaste nel complesso distese, ma hanno registrato un lieve peggioramento nel corso dell'estate. Le tensioni sui mercati finanziari si sono riflesse sui premi per il rischio delle obbligazioni bancarie; il tasso medio sui nuovi prestiti alle imprese, sebbene resti su valori molto bassi nel confronto storico, è lievemente aumentato.

Continua l'espansione del credito

Nei tre mesi terminanti in agosto è proseguita la crescita dei prestiti al settore privato non finanziario (1,2 per cento, correggendo per i fattori stagionali e in ragione d'anno; fig. 32). La dinamica dei finanziamenti alle famiglie è rimasta solida, collocandosi al 2,5 per cento; l'espansione ha interessato sia i mutui sia il credito al consumo.

Figura 32



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) Variazioni sui 12 mesi; per i comparti i dati non sono corretti per le variazioni del cambio e, fino a dicembre del 2013, per gli aggiustamenti di valore. – (3) I dati sono depurati dalla componente stagionale. Conformemente alle linee guida del sistema statistico europeo, i modelli utilizzati per la destagionalizzazione vengono rivisti ogni anno per garantire la loro capacità di rappresentare correttamente la dinamica delle serie storiche. Ciò comporta che l'andamento della serie riportata nel grafico potrebbe non essere direttamente confrontabile con quelle presentate nei precedenti numeri del *Bollettino economico*.

Tra i diversi comparti, nei dodici mesi terminanti in agosto i prestiti alle società non finanziarie sono aumentati dell'1,2 per cento. I finanziamenti hanno continuato a crescere sia nel settore dei servizi (1,8 per cento in agosto; fig. 32.b) sia in quello manifatturiero (3,3 per cento); è invece proseguita la riduzione dei prestiti alle imprese di costruzione, anche se a ritmi lievemente più contenuti (-2,5 per cento), e alle società di piccole dimensioni.

La raccolta è aumentata

Tra maggio e agosto la raccolta complessiva delle banche italiane è aumentata di circa 14 miliardi (tav. 8), soprattutto per effetto della maggiore provvista netta all'ingrosso intermediata dalle controparti centrali sul mercato dei pronti contro termine. Sono al contempo proseguite l'espansione dei depositi dei residenti (2,4 per cento sui dodici mesi) e la riduzione della raccolta obbligazionaria (-18,2 per cento). Su base annua la quota di prestiti non finanziata dalla raccolta al dettaglio (*funding gap*) è risultata in diminuzione di 1,6 punti percentuali; in agosto l'indicatore era pari al 3,0 per cento.

Tavola 8

Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)				
VOCI	Consistenze di fine mese (2)		Variazioni percentuali sui 12 mesi (3)	
	Maggio 2018	Agosto 2018	Maggio 2018	Agosto 2018
Attività				
Prestiti a residenti in Italia (4)	1.769	1.728	-0,3	-1,1
di cui: a imprese (5)	732	696	1,2	1,2
a famiglie (6)	634	628	2,8	2,7
Attività verso controparti centrali (7)	80	73	12,0	37,8
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (8)	479	501	-2,7	7,2
di cui: titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	361	372	-4,8	4,9
Attività verso l'Eurosistema (9)	89	68	-5,2	-46,4
Attività sull'estero (10)	401	406	14,3	14,5
Altre attività (11)	947	940	2,7	1,6
Totale attivo	3.764	3.715	1,5	1,0
Passività				
Depositi di residenti in Italia (4) (12) (13)	1.499	1.498	3,9	2,4
Depositi di non residenti (10)	313	317	5,4	5,8
Passività verso controparti centrali (7)	122	138	-5,8	32,2
Obbligazioni (13)	259	251	-17,7	-18,2
Passività verso l'Eurosistema (9)	248	245	-2,6	-3,9
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	116	119	0,5	8,7
Capitale e riserve	433	400	-2,4	-8,8
Altre passività (14)	774	748	8,9	6,8
Totale passivo	3.764	3.715	1,5	1,0

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di maggio 2018 sono provvisori. – (2) Miliardi di euro. – (3) 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. – (4) Esclude l'operatività nei confronti delle controparti centrali. – (5) Definizione armonizzata, esclude le famiglie produttrici. – (6) Definizione armonizzata, include le famiglie produttrici, le istituzioni sociali senza scopo di lucro e le unità non classificate. – (7) Include le sole operazioni di pronti contro termine. – (8) Esclude obbligazioni di IFM (istituzioni finanziarie e monetarie, ossia banche e fondi comuni monetari) residenti. – (9) L'aggregato comprende i rapporti con l'Eurosistema per operazioni di politica monetaria; cfr. le tavv. 3.3a e 3.3b in *Banche e moneta: serie nazionali*, Banca d'Italia, Statistiche. – (10) Nel periodo considerato queste voci includono prevalentemente operazioni di natura interbancaria. – (11) 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. – (12) Esclude le passività connesse con operazioni di cessioni di crediti. – (13) L'aggregato non include le passività nei confronti di IFM residenti. – (14) Include: obbligazioni detenute da IFM residenti; depositi da IFM residenti; derivati; altre voci di minore entità.

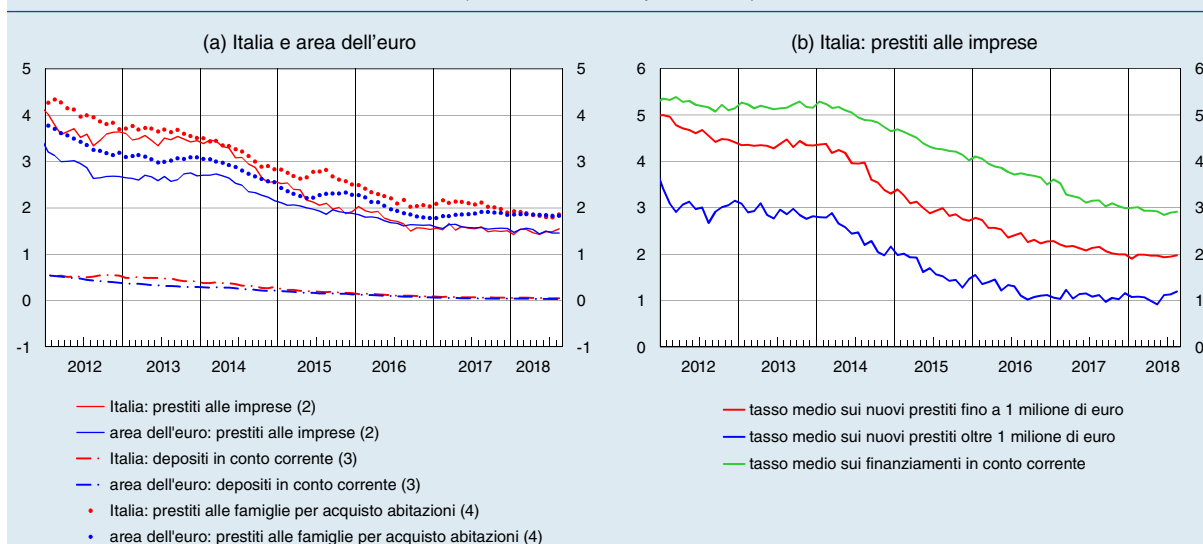
Le tensioni sui mercati finanziari hanno influenzato l'andamento dei rendimenti delle obbligazioni bancarie e i premi sui credit default swap (CDS), entrambi aumentati dal mese di maggio di oltre un punto percentuale (cfr. il par. 2.8). Il costo del credito alle imprese e alle famiglie rimane su valori molto bassi nel confronto storico: tuttavia tra maggio e agosto il tasso medio sui nuovi prestiti alle imprese è salito di circa dieci punti base (fig. 33); quello sui nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si è mantenuto stabile all'1,9 per cento. L'evidenza basata sulle regolarità storiche indica che il costo del credito potrebbe risentire gradualmente di un rialzo dei rendimenti sovrani se questo si dimostrasse persistente¹.

Le condizioni di offerta sono distese, con qualche segnale di irrigidimento

Secondo le valutazioni degli intermediari italiani intervistati nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), nel secondo trimestre del 2018 le politiche di offerta per i prestiti, sia alle imprese sia alle famiglie, sono rimaste accomodanti (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*). Sulla base delle indagini più recenti condotte in settembre presso le imprese, nel terzo trimestre le condizioni di accesso al credito bancario sarebbero tuttavia lievemente peggiorate.

¹ Cfr. ad esempio U. Albertazzi, T. Ropele, G. Sene e F. M. Signoretti, *The impact of the sovereign debt crisis on the activity of Italian banks*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 133, 2012.

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



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

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

L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO

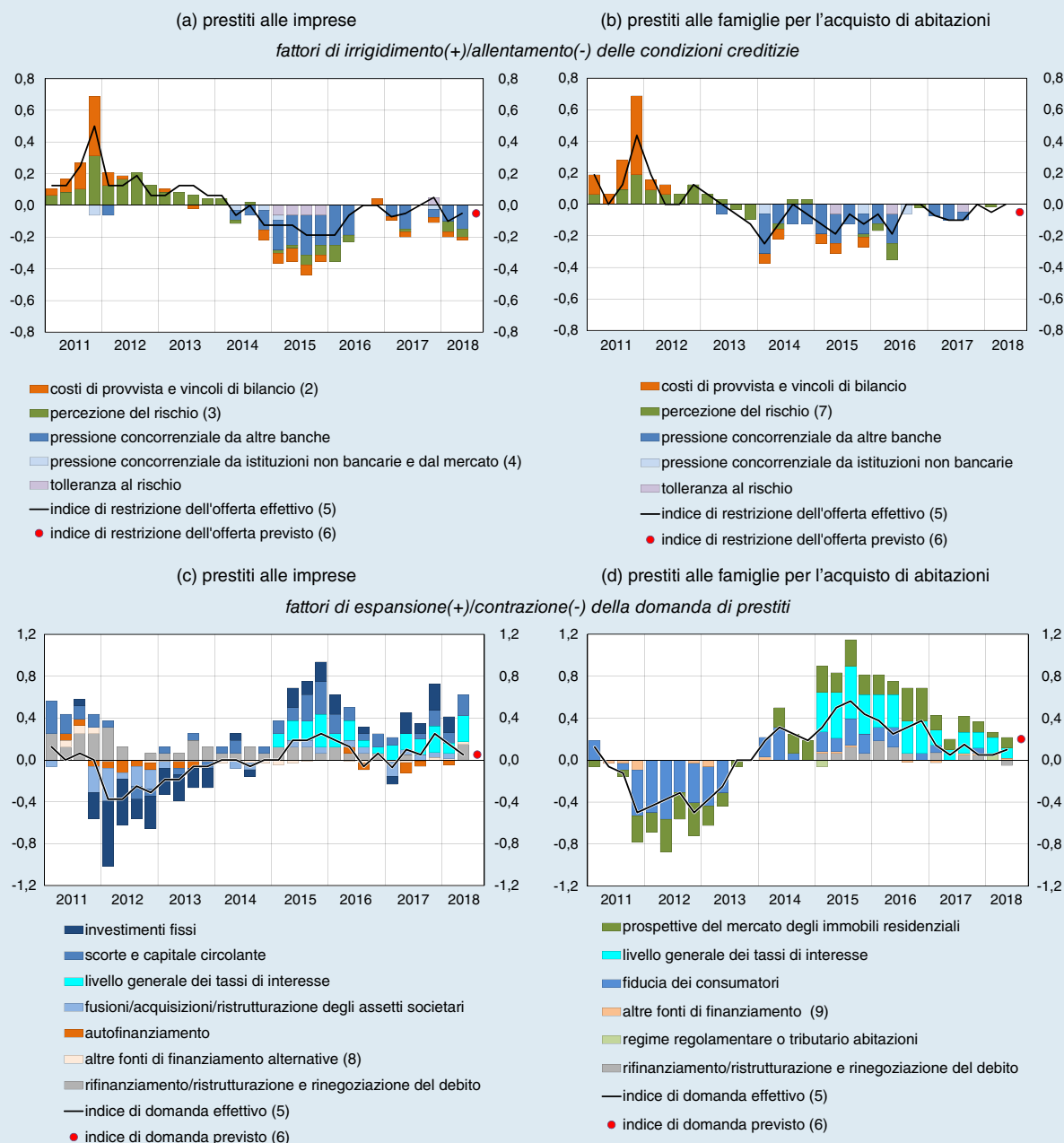
Sulla base delle risposte delle banche italiane intervistate nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), nel secondo trimestre del 2018 i criteri di offerta applicati ai nuovi finanziamenti hanno registrato un lieve allentamento per le imprese e sono rimasti invariati per le famiglie (figura A)¹. La pressione concorrenziale ha favorito sia un miglioramento delle politiche di offerta alle imprese sia una riduzione dei margini sulla media dei prestiti complessivamente erogati.

Secondo gli intermediari la domanda di prestiti da parte delle imprese ha continuato a crescere moderatamente, ancora sostenuta dal livello contenuto del costo del credito e dal fabbisogno di finanziamenti per scorte e capitale circolante. Le prospettive favorevoli del mercato immobiliare e il basso livello dei tassi di interesse hanno contribuito alla lieve espansione della domanda di mutui da parte delle famiglie.

Con riferimento al semestre terminante lo scorso giugno, è stato richiesto agli intermediari di valutare gli effetti sulle politiche di offerta dei requisiti normativi e di vigilanza concernenti il capitale, la leva finanziaria, la liquidità e gli accantonamenti di recente approvazione e attuazione. Sulla base delle risposte fornite queste misure avrebbero indotto una diminuzione delle attività ponderate per il rischio; pur contribuendo a un lieve irrigidimento dei criteri di erogazione dei prestiti alle aziende di maggiore dimensione, avrebbero influito sulla riduzione dei margini applicati ai finanziamenti destinati a famiglie e imprese.

¹ All'indagine, terminata nell'ultima decade di giugno, hanno partecipato dieci tra i principali gruppi bancari italiani. I risultati per l'Italia sono consultabili sul sito www.bancaditalia.it, quelli per l'area dell'euro sul sito www.ecb.int.

Condizioni dell'offerta e andamento della domanda di credito in Italia (1)



Fonte: Indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (Bank Lending Survey).

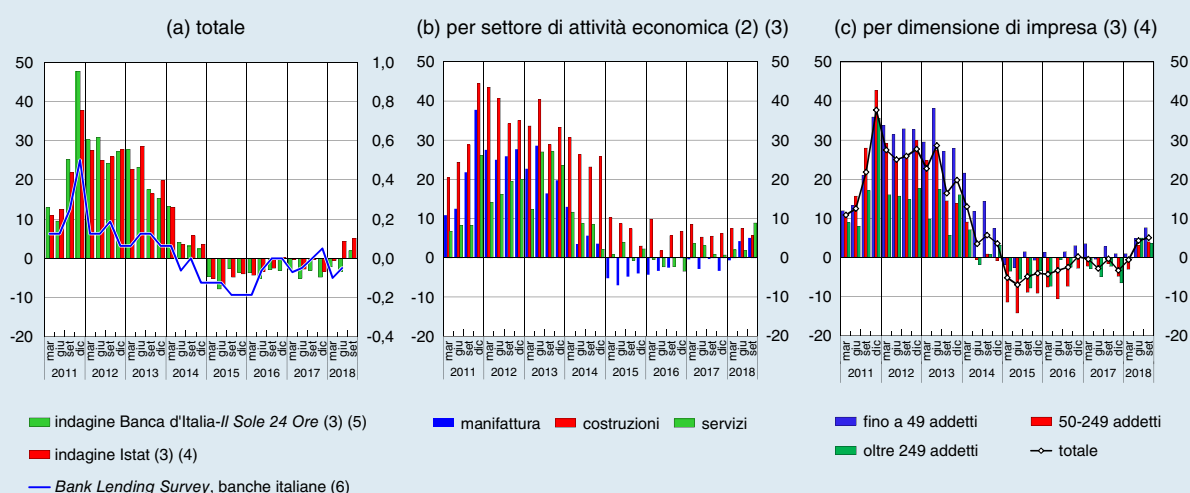
(1) Valori positivi indicano una restrizione dell'offerta o un aumento della domanda rispetto al trimestre precedente. Indici di diffusione costruiti sulla base del seguente schema di ponderazione: per l'offerta, 1=notevole irrigidimento, 0,5=moderato irrigidimento, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderato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

In questa edizione dell'indagine è stato inserito un quesito per valutare l'impatto dei crediti deteriorati sulle politiche di offerta. Le banche hanno indicato che la quota di questi crediti sul totale dei prestiti influenza i criteri e le condizioni di finanziamento di famiglie e imprese; in linea con la riduzione dell'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti, nel primo semestre di quest'anno l'impatto della quota di tali prestiti sulle condizioni di offerta è diminuito in misura sensibile nel confronto con la media del triennio precedente.

Informazioni più aggiornate, dal lato delle imprese, sono fornite dall'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* realizzata dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* (su un campione di aziende medio-grandi) e dalle indagini sulla fiducia delle imprese effettuate dall'Istat. In base alle risposte delle aziende, nel terzo trimestre del 2018 le condizioni di accesso al credito sarebbero ancora nel complesso distese, ma avrebbero registrato un lieve peggioramento in tutti i settori di attività economica rispetto al trimestre precedente (figura B).

Figura B

Condizioni di accesso al credito delle imprese (1)



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

Continua la riduzione dei crediti deteriorati

Nel secondo trimestre del 2018 il flusso dei nuovi crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, è sceso all'1,5 per cento dall'1,7 del periodo precedente (fig. 34). Il rapporto è rimasto invariato per i prestiti alle famiglie (1,2 per cento) ed è diminuito per quelli alle imprese (al 2,2 per cento, dal 2,6). Il calo ha riguardato soprattutto il settore delle costruzioni.

Per il complesso dei gruppi bancari classificati come significativi ai fini di vigilanza, l'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti è ulteriormente diminuita nel secondo trimestre del 2018, sia al lordo sia al netto delle rettifiche, raggiungendo il 9,7 e il 4,7 per cento, rispettivamente (da 10,8 e 5,3 nei primi tre mesi del 2018; cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2018, di prossima pubblicazione). Tale riduzione è in larga parte ascrivibile alla conclusione di operazioni di cessione di sofferenze, già

ampiamente svalutate (cfr. il riquadro: *L'impatto del nuovo principio contabile IFRS 9*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2017). Per effetto di tali cessioni il tasso di copertura delle esposizioni deteriorate dei gruppi significativi è diminuito di 1,0 punti percentuali, al 54,4 per cento.

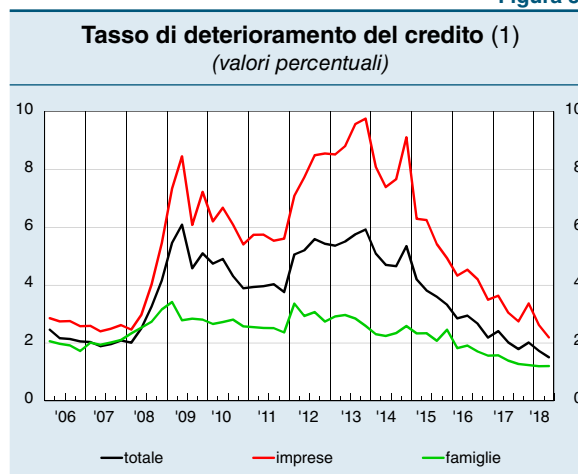
La redditività è aumentata

Nel primo semestre del 2018 il risultato di gestione dei gruppi significativi è cresciuto dell'11,4 per cento rispetto al corrispondente periodo dello scorso anno. Il margine di intermediazione è aumentato (del 2,0 per cento) in seguito all'incremento del margine di interesse e delle commissioni nette. I costi operativi sono diminuiti (-2,6 per cento), beneficiando della riduzione delle spese per il personale (-4,4 per cento). Le rettifiche di valore su crediti sono scese del 58,0 per cento. Il rendimento annualizzato del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE) è risultato pari al 7,1 per cento, in crescita rispetto al 6,2 del primo semestre del 2017 (1,5 al netto delle componenti straordinarie nella prima metà dell'anno scorso).

I coefficienti patrimoniali sono cresciuti su base annua, sono lievemente diminuiti nel trimestre

In giugno il capitale di migliore qualità (*common equity tier 1*, CET1) delle banche significative era pari al 12,7 per cento delle attività ponderate per il rischio. Su base annua il rapporto tra CET1 e le attività ponderate per i rischi (*CET1 ratio*) è cresciuto di un punto percentuale; è sceso di circa 50 punti base rispetto al primo trimestre del 2018. Tale andamento ha riflesso sia l'incremento degli attivi ponderati sia la riduzione del capitale. A quest'ultima ha contribuito la diminuzione del valore delle riserve che, a sua volta, ha risentito della flessione dei prezzi dei titoli di Stato detenuti in portafoglio, a fronte di un contributo positivo della redditività.

Figura 34



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 annua. Dati depurati dalla componente stagionale, ove presente.

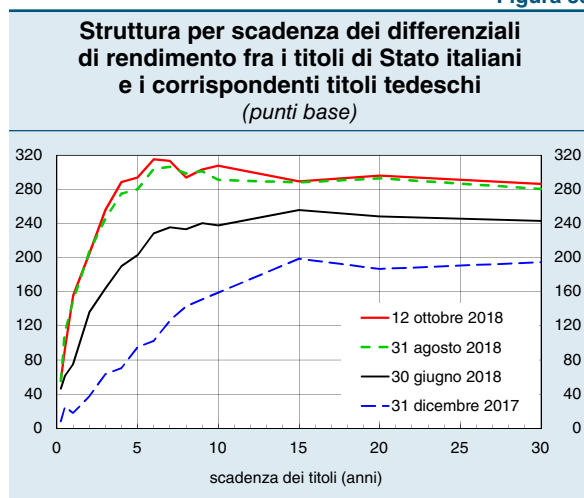
2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

Sui mercati finanziari italiani è rimasta elevata la volatilità che ha riflesso, oltre agli andamenti internazionali, l'incertezza degli investitori sull'orientamento delle politiche economiche. Nelle ultime settimane sono riemerse tensioni sul mercato dei titoli di Stato, che si sono estese anche ad altri comparti. I premi per il rischio sui titoli obbligazionari sovrani e bancari restano su livelli molto più elevati rispetto ai valori di inizio anno.

Sono aumentati i premi per il rischio sovrano

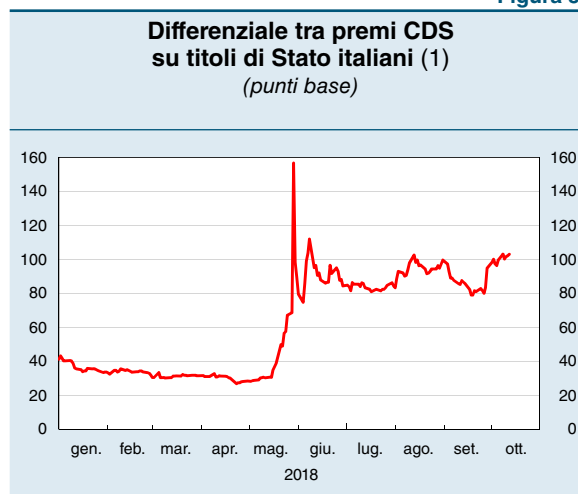
I rendimenti dei titoli di Stato sono aumentati in misura marcata anche sulle scadenze più brevi, influenzati soprattutto dall'incertezza circa le politiche economiche e finanziarie; sulla scadenza decennale tali rendimenti si collocano a metà ottobre al 3,58 per cento, circa 90 punti base in più rispetto alla fine di giugno; il premio per il rischio sovrano, misurato dal differenziale tra i rendimenti dei titoli di Stato italiani e tedeschi, è aumentato nello stesso periodo di 70 punti base, portandosi a metà ottobre a oltre 300 punti base (fig. 35). Tra i fattori che possono concorrere a determinare il livello dello spread, è rimasta su valori elevati, seppure inferiori ai livelli massimi registrati tra la fine di maggio e i primi di giugno, la differenza tra il premio sui credit default swap (CDS) dei

Figura 35



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Figura 36



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

(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. L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) ha definito le caratteristiche contrattuali dei CDS nel 2003 e nel 2014; il nuovo regolamento ISDA 2014 offre una maggiore protezione nel caso di ridenominazione del debito sottostante rispetto al precedente regolamento del 2003.

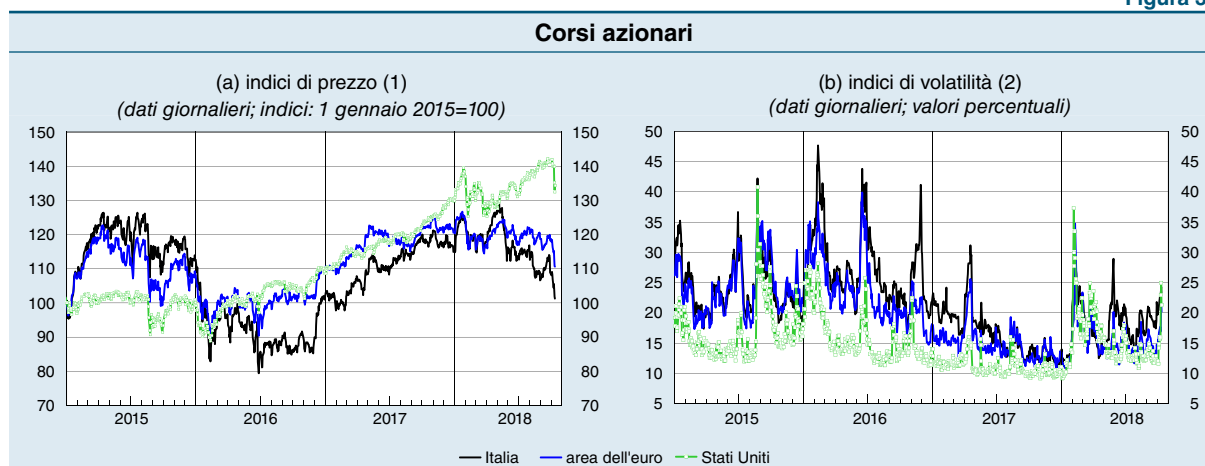
titoli sovrani italiani stipulati dopo il 2014, che offrono protezione anche da una ridenominazione dei titoli in una valuta differente, e quello sui CDS stipulati precedentemente, che invece non offrono tale forma di protezione; questo differenziale è interpretato dagli analisti economici come una misura delle percezioni relative al rischio di ridenominazione del debito italiano (fig. 36).

I corsi azionari sono scesi, la volatilità è salita

L'indice generale della borsa italiana si è ridotto dell'11,0 per cento, a fronte di un calo del 6,2 di quello delle principali società dell'area dell'euro (fig. 37). La volatilità azionaria, desunta dai prezzi delle opzioni sull'indice di borsa, si è accentuata in agosto, per poi diminuire nel mese successivo. In concomitanza con

le più recenti tensioni sui titoli di Stato, tra la fine di settembre e la metà di ottobre si è osservato un nuovo marcato aumento della volatilità.

Figura 37



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

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

**L'incertezza
si è riflessa
sui titoli delle banche**

Nonostante il significativo miglioramento delle condizioni reddituali e patrimoniali dall'inizio dell'anno, i corsi azionari del settore bancario, che tra gennaio e aprile erano cresciuti a ritmi più elevati rispetto agli altri paesi dell'area dell'euro, hanno risentito delle incertezze che, a partire dalla metà di maggio, hanno interessato il mercato finanziario italiano. Il rendimento delle obbligazioni bancarie sul mercato secondario e i premi sui CDS delle banche hanno avuto ampie oscillazioni, associate all'andamento del premio per il rischio sui titoli di Stato. A metà ottobre le quotazioni delle aziende di credito risultavano in calo del 16,2 per cento nel confronto con la fine del secondo trimestre (del 28,1 per cento rispetto alla fine del primo); i premi sui CDS dei principali istituti bancari italiani si collocano su livelli più elevati di circa 110 e 40 punti base nel confronto rispettivamente con la fine del primo e del secondo trimestre.

**Si sono ridotti
i collocamenti netti
di obbligazioni
bancarie...**

Le società non finanziarie italiane, a fronte dei rimborsi netti registrati tra gennaio e marzo, hanno effettuato collocamenti obbligazionari netti di modesta entità nel secondo trimestre; sono invece proseguiti i rimborsi netti da parte delle banche (cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A8). Nei mesi estivi, sulla base di dati preliminari di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, i collocamenti delle banche italiane sarebbero diminuiti (da 9,7 a 3,8 miliardi di euro), mentre quelli delle società non finanziarie sarebbero in aumento (da 6,0 a 12,3 miliardi di euro).

**...e la raccolta
dei fondi comuni**

Nel secondo trimestre del 2018, secondo i dati forniti da Assogestioni, l'afflusso netto di risparmio verso i fondi comuni aperti (di diritto italiano ed estero) si è ridotto sensibilmente rispetto al periodo precedente (da 8,9 a 1,1 miliardi di euro). Le preferenze dei risparmiatori si sono in larga misura indirizzate verso i comparti bilanciato e monetario e, in misura più contenuta, verso quelli speculativo e azionario; si sono invece registrati consistenti deflussi netti dal comparto obbligazionario.

2.9 LA FINANZA PUBBLICA

Con la *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2018* il Governo ha rivisto le previsioni di finanza pubblica per l'anno in corso e ha definito gli obiettivi per i conti pubblici del triennio successivo. La stima dell'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche per il 2018 è lievemente superiore a quanto previsto in aprile, anche in connessione con una minore crescita attesa dell'economia e con maggiori oneri per interessi; il calo del rapporto tra il debito e il prodotto sarebbe più contenuto rispetto a quanto indicato in primavera. Per il 2019 il Governo programma una politica di bilancio espansiva; il disavanzo strutturale aumenterebbe di quasi un punto percentuale del prodotto.

**Secondo le stime
del Governo
nel 2018 il disavanzo
in rapporto al PIL
diminuirebbe
di oltre mezzo punto
percentuale,
all'1,8 per cento**

Nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2018* l'Esecutivo stima per l'anno in corso un indebitamento netto pari all'1,8 per cento del PIL, contro l'1,6 indicato in aprile nel *Documento di economia e finanza* (DEF; tav. 9). La differenza è legata a una riduzione delle entrate per 3,9 miliardi, connessa anche con la minore crescita attesa del prodotto, e a un aumento della spesa per interessi di 1,9 miliardi. Nel confronto con il 2017 il disavanzo diminuirebbe comunque di oltre mezzo punto percentuale del PIL (tav. 10). Nel quadro programmatico l'indebitamento netto strutturale (ossia depurato dagli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee) si ridurrebbe di 0,2 punti percentuali, portandosi allo 0,9 per cento del prodotto.

Secondo la Nota nel 2018 l'incidenza del debito sul PIL scenderebbe leggermente, dal 131,2 al 130,9 per cento. La riduzione è più contenuta di quella stimata in aprile (circa un punto percentuale

Obiettivi e stime dei conti pubblici del 2018
(percentuali del PIL)

VOCI	Amministrazioni pubbliche				Per memoria:	
	indebitamento netto	indebitamento netto strutturale	avanzo primario	variazione del debito (1)	crescita del PIL reale	crescita del PIL nominale
Obiettivi						
Aprile 2017 (2)	2,1	1,5	1,7	-0,1	1,1	2,3
Settembre 2017 (3)	2,1	1,3	1,7	-0,4	1,5	2,1
Ottobre 2017 (4)	1,6	1,0	2,0	-1,6	1,5	3,1
Aprile 2018 (5)	–	–	–	–	–	–
Settembre 2018 (6)	1,8	0,9	1,8	-0,3	1,2	2,5
Stime						
Aprile 2018 (5)	1,6	1,0	1,9	-1,0	1,5	2,9
Settembre 2018 (6)	1,8	1,1	1,8	-0,3	1,2	2,5

(1) Variazione del rapporto tra il debito e il PIL rispetto all'anno precedente. – (2) Documento di economia e finanza 2017. – (3) Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2017. – (4) Documento programmatico di bilancio 2018. – (5) Nel Documento di economia e finanza 2018 non è presente il quadro programmatico. – (6) Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2018; la data fa riferimento all'approvazione della Nota da parte del Consiglio dei ministri.

nel DEF), a causa del più elevato indebitamento netto atteso e soprattutto di una minore dinamica prevista per il prodotto nominale.

I dati di cassa sono compatibili con una riduzione dell'indebitamento netto

I dati del fabbisogno e degli incassi del bilancio dello Stato osservati in corso d'anno sono compatibili con una riduzione dell'indebitamento netto. Nei primi otto mesi del 2018 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni è stato pari a 22,8 miliardi, inferiore di 24,2 rispetto a quello dello stesso periodo del 2017 (fig. 38). Si può stimare che il saldo sia migliorato anche tenendo conto degli effetti delle operazioni che non hanno impatto sull'indebitamento netto e di slittamenti o anticipi di incassi e pagamenti.

Nello stesso periodo il debito delle Amministrazioni pubbliche è cresciuto di 63,1 miliardi (68,0 nei primi otto mesi del 2017). L'incremento riflette principalmente, oltre al fabbisogno, l'aumento delle disponibilità liquide del Tesoro (35,7 miliardi, a fronte di 20,3 nei primi otto mesi del 2017).

Nei primi nove mesi del 2018 le entrate tributarie contabilizzate nel bilancio dello Stato, al netto di lotto e lotterie, sono aumentate dello 0,5 per cento (1,5 miliardi) rispetto allo stesso periodo del 2017, soprattutto grazie al buon andamento del gettito dell'IVA e dell'Irpef. Correggendo i dati per tenere conto di alcune disomogeneità temporali e contabili tra i due anni, si può stimare che l'aumento delle entrate sia più elevato e che sia in sostanza coerente con le previsioni di crescita delle entrate tributarie delle Amministrazioni pubbliche indicate nella Nota.

Tavola 10

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

VOCI	2017	2018	2019	2020	2021
Indebitamento netto	2,4	1,8	2,4	2,1	1,8
Avanzo primario	1,4	1,8	1,3	1,7	2,1
Spesa per interessi	3,8	3,6	3,7	3,8	3,9
Indebitamento netto strutturale	1,1	0,9	1,7	1,7	1,7
Debito (2)	131,2	130,9	130,0	128,1	126,7

Fonte: Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2018. (1) Dati di consuntivo per il 2017 e obiettivi ufficiali per gli anni 2018-2021. Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti. – (2) Al lordo del sostegno finanziario ai paesi della UEM.

Il Governo programma una politica di bilancio espansiva nel 2019...

Con la *Nota di aggiornamento* il Governo ha definito gli obiettivi di bilancio per il prossimo triennio (il

DEF di aprile non includeva invece un quadro programmatico). Nei piani dell'Esecutivo l'indebitamento netto si collocherebbe al 2,4 per cento del PIL nel 2019, a fronte dell'1,2 a legislazione vigente; nel successivo biennio diminuirebbe, riportandosi nel 2021 allo stesso livello dell'anno in corso (1,8 per cento). Questo quadro sconta l'eliminazione delle cosiddette clausole di salvaguardia – che prevedono inasprimenti della tassazione indiretta – nel 2019 (0,7 per cento del PIL) e la loro rimodulazione nel biennio successivo. Nella Nota il Governo ha peraltro manifestato l'intenzione di sostituire in futuro tali clausole con interventi di riduzione della spesa e con il potenziamento dell'attività di riscossione delle imposte.

La Nota prefigura per il 2019 un aumento dell'indebitamento netto strutturale di 0,8 punti percentuali del PIL, fino all'1,7 per cento del prodotto; rimarrebbe invariato nel biennio seguente. Il conseguimento del pareggio di bilancio in termini strutturali, sostanzialmente atteso nel quadro tendenziale per il 2020, verrebbe rinviato a dopo il 2021. Secondo quanto delineato nella Nota, il consolidamento riprenderebbe nel 2022; sarebbe anticipato solo nel caso in cui, entro il 2021, il prodotto e l'occupazione tornassero ai livelli precedenti la crisi.

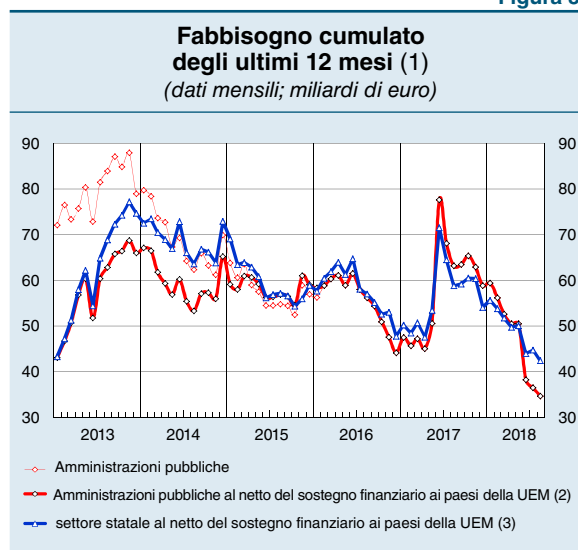
...e una riduzione del rapporto debito/PIL nel prossimo triennio minore di quanto previsto nel quadro tendenziale

Secondo i programmi dell'Esecutivo la riduzione del rapporto tra il debito pubblico e il prodotto nel prossimo triennio sarebbe in media di 1,4 punti percentuali all'anno, a fronte dei

2,1 punti previsti nel quadro tendenziale. Il più alto indebitamento netto (1,3 punti percentuali in media all'anno) sarebbe compensato solo in parte dalla maggiore espansione del prodotto nominale. Il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto si collocherebbe al 126,7 per cento nel 2021.

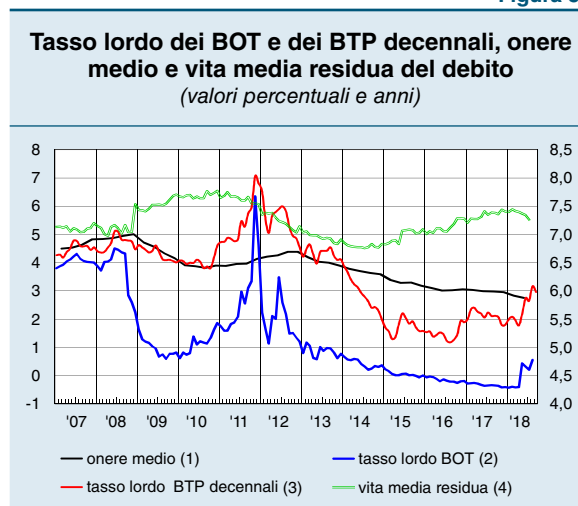
Il 15 ottobre il Governo ha inviato alla Commissione europea il *Documento programmatico di bilancio 2019*, nel quale ha prefigurato le misure che intende includere nella manovra di bilancio. Oltre agli interventi relativi alle clausole di salvaguardia, l'Esecutivo prevede di introdurre un

Figura 38



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 della UEM, erogati sia bilateralmente sia attraverso lo European Financial Stability Facility (EFSF), e con il contributo al capitale dello European Stability Mechanism (ESM). – (3) Sono escluse le passività connesse con i prestiti bilaterali in favore di Stati membri della UEM e con il contributo al capitale dell'ESM; i prestiti erogati attraverso l'EFSF non sono contabilizzati nel fabbisogno del settore statale.

Figura 39



Fonte: Istat, per la spesa per interessi.
(1) Rapporto tra la spesa per interessi nei 4 trimestri precedenti e la consistenza del debito alla fine del corrispondente trimestre dell'anno precedente. – (2) Rendimento all'emissione calcolato come media ponderata, sulla base delle quantità assegnate, dei tassi composti di aggiudicazione alle aste di emissione regolate nel mese. – (3) Media mensile del rendimento a scadenza del titolo benchmark scambiato sul mercato telematico dei titoli di Stato. – (4) Scala di destra.

nuovo strumento di contrasto alla povertà, di rendere meno stringenti i requisiti per il pensionamento e di ampliare la platea dei beneficiari del cosiddetto regime semplificato di imposizione su piccole imprese, professionisti e artigiani. È infine programmato un aumento della spesa per investimenti. Le coperture sono connesse anche con una revisione di alcuni regimi fiscali, una riduzione delle spese delle Amministrazioni centrali, interventi di contrasto all'evasione e una serie di norme per la definizione agevolata dei carichi fiscali pendenti.

Nelle valutazioni ufficiali contenute nella Nota l'impatto della manovra di bilancio sulla crescita dell'economia sarebbe elevato; tale impatto dipenderà dal disegno, dalla tempistica e dalle modalità di attuazione delle misure. L'efficacia delle politiche di bilancio nel sostenere l'economia dipenderà anche dal mantenimento della fiducia dei risparmiatori e degli investitori nel percorso di risanamento delle finanze pubbliche².

Alla fine di giugno del 2018 l'onere medio del debito era pari al 2,8 per cento, contro il 3,0 osservato alla fine del 2017 (fig. 39): nella prima parte dell'anno il tasso di interesse medio sui titoli di nuova emissione era ancora inferiore a quello sui titoli in scadenza; la vita media residua del debito si era lievemente ridotta, collocandosi a 7,3 anni (7,4 alla fine del 2017). Nella seconda parte dell'anno, in conseguenza dell'acuirsi delle tensioni sui mercati finanziari, il rendimento medio all'emissione è aumentato di circa 80 punti base rispetto a quello registrato nel primo semestre, nonostante la minore vita media dei titoli emessi.

² Per commenti dettagliati cfr. *Audizione preliminare all'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2018*, testimonianza del Vice Direttore generale della Banca d'Italia L.F. Signorini, Camera dei deputati, Roma, 9 ottobre 2018.

DOCUMENTAZIONE STATISTICA

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

INDICE

A1	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia e area dell'euro	49
A2	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	50
A3	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	51
A4	Prezzi al consumo: Italia, area dell'euro e principali paesi	52
A5	Posizione patrimoniale dell'Italia verso l'estero: consistenze e raccordo con i flussi del conto finanziario della bilancia dei pagamenti	53
A6	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	54
A7	Prestiti delle IFM corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni: Italia e area dell'euro	55
A8	Emissioni nette di obbligazioni: Italia e area dell'euro	56
A9	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche italiane	57
A10	Debito delle Amministrazioni pubbliche italiane	58

Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia e area dell'euro (1)
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	PIL	Importazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Spesa per consumi delle fami- glie residenti (2)	Spesa per consumi delle Ammi- nistrazioni pubbliche	Esporta- zioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	Totale			
Italia									
2014	0,1	3,2	0,8	-6,6	2,4	-2,3	0,3	-0,7	2,7
2015	0,9	6,8	2,2	-0,7	4,8	2,1	1,9	-0,6	4,4
2016	1,1	3,6	1,7	0,9	5,9	3,5	1,3	0,3	2,1
2017	1,6	5,2	2,3	1,6	6,6	4,3	1,5	-0,1	5,7
2015 – 1° trim.	0,2	4,0	1,0	-0,1	1,1	0,5	0,3	-0,7	1,8
2° trim.	0,4	1,6	0,7	0,0	1,0	0,6	0,9	-0,1	1,3
3° trim.	0,3	-0,3	0,1	0,1	1,5	0,8	0,7	0,3	-1,6
4° trim.	0,4	1,5	0,6	1,1	-0,6	0,2	0,4	-0,3	1,6
2016 – 1° trim.	0,3	0,5	0,3	0,2	2,3	1,3	0,0	0,8	-0,4
2° trim.	0,2	1,6	0,5	0,1	-0,4	-0,1	0,2	-0,4	1,6
3° trim.	0,3	0,9	0,5	0,0	3,9	2,1	0,3	-0,3	0,7
4° trim.	0,5	1,4	0,7	0,2	4,9	2,7	0,3	0,2	1,7
2017 – 1° trim.	0,5	1,5	0,7	1,1	-3,8	-1,6	0,8	0,0	2,8
2° trim.	0,3	1,3	0,5	-0,2	2,7	1,4	0,1	0,0	0,0
3° trim.	0,4	1,4	0,6	1,0	4,8	3,0	0,3	-0,1	1,7
4° trim.	0,3	1,6	0,6	1,0	2,0	1,6	0,1	0,0	1,8
2018 – 1° trim.	0,3	-2,6	-0,4	0,1	-2,1	-1,1	0,4	-0,1	-2,4
2° trim.	0,2	1,6	0,5	0,6	4,6	2,8	0,0	0,0	-0,1
Area dell'euro									
2014	1,4	4,9	2,4	-0,5	3,9	1,7	0,9	0,7	4,7
2015	2,1	7,6	3,7	0,4	9,5	4,9	1,8	1,3	6,5
2016	1,9	4,2	2,6	2,8	5,1	4,0	2,0	1,8	3,0
2017	2,4	3,9	2,8	3,9	1,5	2,6	1,6	1,2	5,2
2015 – 1° trim.	0,7	3,0	1,4	0,7	-0,8	0,0	0,3	0,5	3,2
2° trim.	0,4	3,3	1,3	-0,9	16,0	7,5	0,5	0,2	0,7
3° trim.	0,4	-1,4	-0,2	0,6	-8,6	-4,3	0,4	0,5	0,2
4° trim.	0,5	2,3	1,0	1,1	4,3	2,7	0,5	0,5	0,9
2016 – 1° trim.	0,7	0,6	0,7	0,7	0,5	0,6	0,6	0,8	0,6
2° trim.	0,3	1,1	0,5	0,3	2,1	1,3	0,3	0,2	1,2
3° trim.	0,3	0,7	0,4	1,4	0,3	0,8	0,3	0,2	0,3
4° trim.	0,8	1,9	1,1	0,9	1,9	1,4	0,6	0,3	1,5
2017 – 1° trim.	0,7	0,5	0,6	1,2	-2,5	-0,7	0,4	0,2	1,8
2° trim.	0,7	1,1	0,8	0,9	3,2	2,1	0,5	0,4	1,0
3° trim.	0,7	0,6	0,6	1,2	-1,6	-0,3	0,4	0,5	1,3
4° trim.	0,7	1,5	0,9	0,9	2,2	1,5	0,2	0,2	2,1
2018 – 1° trim.	0,4	-0,5	0,1	0,6	-0,4	0,1	0,5	0,1	-0,7
2° trim.	0,4	1,2	0,7	1,1	1,8	1,4	0,2	0,4	1,0

Fonte: Eurostat.

(1) I dati trimestrali sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. – (2) Include la spesa per consumi delle istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

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

PERIODO	Redditi per ora lavorata	Produttività oraria			Costo del lavoro per unità di prodotto
		Valore aggiunto (2)		Ore lavorate	
Totale industria al netto delle costruzioni					
2014	1,0	0,9	-0,3	-1,2	0,1
2015	2,0	1,1	1,1	0,0	0,8
2016	-0,3	0,4	2,1	1,7	-0,8
2017	0,4	2,2	3,7	1,5	-1,7
2016 – 1° trim.	-0,5	0,3	3,1	2,7	-0,8
2° trim.	-0,4	-0,7	1,4	2,1	0,3
3° trim.	-0,9	0,6	2,2	1,7	-1,4
4° trim.	-0,4	2,5	3,8	1,3	-2,8
2017 – 1° trim.	0,5	2,2	2,4	0,2	-1,7
2° trim.	-0,1	3,2	4,4	1,2	-3,2
3° trim.	0,5	2,5	4,9	2,3	-1,9
4° trim.	0,3	1,2	4,1	2,9	-0,9
2018 – 1° trim.	-0,1	1,0	3,3	2,3	-1,1
2° trim.	1,2	-0,9	1,9	2,9	2,2
Servizi					
2014	-0,1	0,5	0,8	0,4	-0,5
2015	0,4	-0,2	0,8	1,0	0,5
2016	-0,1	-0,6	1,0	1,5	0,5
2017	0,0	0,0	1,1	1,1	0,0
2016 – 1° trim.	-0,6	-1,2	0,9	2,2	0,6
2° trim.	-0,1	-0,9	1,1	2,0	0,8
3° trim.	0,0	-0,1	1,0	1,1	0,1
4° trim.	0,7	-0,2	0,9	1,1	0,9
2017 – 1° trim.	0,3	0,6	1,4	0,8	-0,3
2° trim.	-0,2	0,3	1,1	0,9	-0,5
3° trim.	-0,3	-0,7	1,0	1,8	0,5
4° trim.	0,0	-0,4	1,0	1,4	0,4
2018 – 1° trim.	0,4	-0,3	0,8	1,0	0,6
2° trim.	2,5	-0,5	1,0	1,5	3,1
Totale economia					
2014	0,3	0,3	0,2	-0,1	0,0
2015	0,8	0,2	0,9	0,7	0,6
2016	-0,2	-0,4	1,1	1,6	0,2
2017	0,1	0,4	1,5	1,1	-0,4
2016 – 1° trim.	-0,7	-1,0	1,4	2,4	0,2
2° trim.	-0,3	-0,7	1,2	1,9	0,4
3° trim.	-0,3	-0,1	1,2	1,3	-0,1
4° trim.	0,3	0,2	1,3	1,1	0,1
2017 – 1° trim.	0,2	0,7	1,5	0,8	-0,5
2° trim.	-0,2	0,8	1,6	0,8	-1,0
3° trim.	-0,1	0,1	1,6	1,5	-0,2
4° trim.	0,1	-0,1	1,5	1,7	0,2
2018 – 1° trim.	0,4	0,4	1,3	0,8	-0,1
2° trim.	2,1	-0,5	1,2	1,6	2,6

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 2010.

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

PERIODO	Redditi per ore lavorate	Produttività oraria		Costo del lavoro per unità di prodotto	
		Valore aggiunto (2)	Ore lavorate		
Totale industria al netto delle costruzioni					
2014	1,7	2,5	2,5	0,0	-0,9
2015	1,6	3,1	3,6	0,5	-1,5
2016	1,2	2,5	3,4	0,9	-1,3
2017	1,5	1,9	3,1	1,2	-0,4
2016 – 1° trim.	1,3	2,2	3,3	1,0	-0,9
2° trim.	0,7	2,0	3,0	1,0	-1,3
3° trim.	1,3	1,9	2,7	0,8	-0,6
4° trim.	1,2	3,6	4,5	0,9	-2,3
2017 – 1° trim.	1,2	1,2	2,2	1,0	0,0
2° trim.	1,2	2,0	3,2	1,3	-0,7
3° trim.	0,9	2,6	4,5	1,8	-1,7
4° trim.	1,1	1,8	3,9	2,1	-0,7
2018 – 1° trim.	1,3	1,3	3,1	1,8	0,0
2° trim.	1,8	0,3	2,4	2,0	1,4
Servizi					
2014	1,2	0,3	1,2	0,9	0,9
2015	1,2	0,1	1,6	1,5	1,0
2016	0,9	-0,2	1,5	1,8	1,1
2017	1,8	0,6	2,1	1,5	1,1
2016 – 1° trim.	0,8	-0,5	1,5	2,0	1,3
2° trim.	0,8	-0,3	1,5	1,8	1,1
3° trim.	1,0	0,0	1,5	1,5	1,0
4° trim.	1,4	0,1	1,6	1,4	1,3
2017 – 1° trim.	1,5	0,5	2,0	1,4	1,0
2° trim.	1,7	0,6	2,2	1,6	1,2
3° trim.	1,5	0,4	2,4	1,9	1,1
4° trim.	1,6	0,6	2,3	1,8	1,0
2018 – 1° trim.	2,0	0,7	2,3	1,5	1,2
2° trim.	1,8	0,3	2,1	1,8	1,5
Totale economia					
2014	1,2	0,9	1,4	0,6	0,4
2015	1,2	0,7	1,9	1,2	0,5
2016	1,0	0,4	1,9	1,5	0,6
2017	1,7	1,0	2,4	1,4	0,7
2016 – 1° trim.	0,9	0,1	1,8	1,7	0,8
2° trim.	0,8	0,3	1,8	1,5	0,5
3° trim.	1,1	0,4	1,7	1,2	0,7
4° trim.	1,4	0,9	2,1	1,2	0,5
2017 – 1° trim.	1,4	0,7	2,0	1,3	0,7
2° trim.	1,6	1,0	2,4	1,4	0,6
3° trim.	1,3	1,0	2,8	1,8	0,3
4° trim.	1,4	0,9	2,8	1,8	0,5
2018 – 1° trim.	1,8	1,0	2,5	1,5	0,8
2° trim.	1,7	0,4	2,2	1,8	1,3

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 2010.

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
2012	3,3	2,0	2,2	1,5	2,1	1,3	2,5	1,5
2013	1,2	1,2	1,0	0,7	1,6	1,2	1,4	1,1
2014	0,2	0,7	0,6	1,0	0,8	1,1	0,4	0,8
2015	0,1	0,7	0,1	0,6	0,1	1,1	0,0	0,8
2016	-0,1	0,5	0,3	0,6	0,4	1,1	0,2	0,9
2017	1,3	0,8	1,2	0,6	1,7	1,3	1,5	1,0
2016 – gen.	0,4	0,9	0,3	0,9	0,4	1,1	0,3	1,0
feb.	-0,2	0,5	-0,1	0,7	-0,2	0,8	-0,2	0,8
mar.	-0,2	0,8	-0,1	0,7	0,1	1,3	0,0	1,0
apr.	-0,4	0,6	-0,1	0,6	-0,3	0,7	-0,2	0,7
mag.	-0,3	0,6	0,1	0,6	0,0	1,1	-0,1	0,8
giu.	-0,2	0,5	0,3	0,6	0,2	1,2	0,1	0,9
lug.	-0,2	0,5	0,4	0,6	0,4	1,3	0,2	0,9
ago.	-0,1	0,4	0,4	0,5	0,3	1,0	0,2	0,8
set.	0,1	0,4	0,5	0,7	0,5	1,1	0,4	0,8
ott.	-0,1	0,2	0,5	0,6	0,7	1,1	0,5	0,8
nov.	0,1	0,4	0,7	0,6	0,7	1,0	0,6	0,8
dic.	0,5	0,7	0,8	0,4	1,7	1,4	1,1	0,9
2017 – gen.	1,0	0,5	1,6	0,7	1,9	1,1	1,8	0,9
feb.	1,6	0,7	1,4	0,3	2,2	1,1	2,0	0,9
mar.	1,4	0,6	1,4	0,5	1,5	0,9	1,5	0,7
apr.	2,0	1,3	1,4	0,6	2,0	1,6	1,9	1,2
mag.	1,6	0,9	0,9	0,5	1,4	1,1	1,4	0,9
giu.	1,2	1,0	0,8	0,6	1,5	1,5	1,3	1,1
lug.	1,2	0,9	0,8	0,6	1,5	1,5	1,3	1,2
ago.	1,4	1,2	1,0	0,6	1,8	1,5	1,5	1,2
set.	1,3	1,1	1,1	0,6	1,8	1,5	1,5	1,1
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	1,8	1,3	1,5	0,9
dic.	1,0	0,5	1,2	0,6	1,6	1,4	1,4	0,9
2018 – gen.	1,2	0,7	1,5	1,0	1,4	1,3	1,3	1,0
feb.	0,5	0,5	1,3	0,8	1,2	1,4	1,1	1,0
mar.	0,9	0,7	1,7	1,0	1,5	1,3	1,3	1,0
apr.	0,6	0,2	1,8	0,9	1,4	1,0	1,3	0,8
mag.	1,0	0,6	2,3	1,1	2,2	1,5	1,9	1,1
giu.	1,4	0,7	2,3	0,8	2,1	1,1	2,0	0,9
lug.	1,9	0,9	2,6	1,0	2,1	1,2	2,1	1,1
ago.	1,6	0,6	2,6	1,0	1,9	1,1	2,0	0,9
set.	1,5	0,5	2,5	0,8	2,2	1,2	2,1	0,9

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

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

Consistenze										Raccordo stock-flussi		
PERIODO	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)	Saldo del conto finanziario (c)
		Totale	Azioni e fondi comuni	Titoli di debito								
Attività												
2013	506	921	505	416	104	468	106	2.104	131,1	-32	-58	26
2014	521	1.059	613	446	126	493	117	2.315	142,7	211	81	130
2015	540	1.184	708	476	99	480	120	2.424	146,7	109	-8	117
2016	555	1.288	769	519	92	489	129	2.552	151,0	128	28	100
2017	564	1.426	887	539	75	506	126	2.697	156,3	145	-14	159
2017 – 1° trim.	560	1.346	816	530	85	509	134	2.634	155,0	82	11	72
2° trim.	566	1.363	836	526	80	499	128	2.635	154,4	1	-24	25
3° trim.	567	1.395	861	534	78	500	127	2.667	155,4	32	5	27
4° trim.	564	1.426	887	539	75	506	126	2.697	156,3	30	-6	36
2018 – 1° trim.	566	1.436	888	549	72	516	125	2.714	156,6	17	-34	51
2° trim.	573	1.445	896	549	74	532	127	2.751	157,6	37	8	29
Passività												
2013	382	1.165	185	980	146	774	..	2.467	153,8	-27	-31	4
2014	407	1.324	198	1.127	188	736	..	2.656	163,8	189	110	79
2015	423	1.387	247	1.140	150	787	..	2.747	166,3	91	9	82
2016	440	1.259	207	1.052	148	873	..	2.719	160,9	-27	-62	35
2017	450	1.295	250	1.045	119	925	..	2.789	161,7	69	-28	97
2017 – 1° trim.	445	1.259	231	1.027	136	938	..	2.777	163,4	58	-13	71
2° trim.	451	1.278	238	1.040	125	917	..	2.771	162,3	-7	-13	6
3° trim.	454	1.282	257	1.025	122	933	..	2.791	162,7	21	19	2
4° trim.	450	1.295	250	1.045	119	925	..	2.789	161,7	-3	-21	18
2018 – 1° trim.	452	1.335	258	1.077	114	938	..	2.838	163,8	50	4	45
2° trim.	457	1.214	241	972	115	1.025	..	2.810	161,0	-28	-52	23
Posizione netta												
2013	124	-244	320	-565	-43	-306	106	-364	-22,7	-5	-27	22
2014	114	-266	415	-681	-62	-244	117	-341	-21,0	22	-29	52
2015	117	-203	461	-664	-51	-307	120	-323	-19,5	18	-17	35
2016	116	29	562	-533	-56	-385	129	-167	-9,9	156	90	65
2017	114	132	637	-505	-44	-419	126	-92	-5,3	75	13	62
2017 – 1° trim.	115	87	585	-498	-51	-428	134	-143	-8,4	24	23	1
2° trim.	115	85	599	-514	-46	-418	128	-135	-7,9	7	-11	19
3° trim.	113	112	604	-491	-44	-433	127	-124	-7,2	11	-14	25
4° trim.	114	132	637	-505	-44	-419	126	-92	-5,3	33	15	18
2018 – 1° trim.	114	101	630	-528	-42	-422	125	-124	-7,2	-33	-38	5
2° trim.	116	232	655	-423	-41	-494	127	-59	-3,4	65	60	5

(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
2012	-5.455	16.829	-123	-2.646	-19.516	3.959	1.835	2.124
2013	15.847	36.099	430	-2.610	-18.072	-744	-3.142	2.398
2014	30.960	47.407	-1.075	533	-15.905	2.682	-942	3.624
2015	24.412	51.105	-3.159	-8.211	-15.324	3.901	-1.183	5.085
2016	42.779	57.663	-3.414	5.285	-16.755	-3.123	-1.973	-1.150
2017	48.312	55.772	-3.545	10.840	-14.755	-1.044	-1.208	164
2017 – 1° trim.	5.471	9.589	-2.422	2.971	-4.666	-345	-262	-83
2° trim.	9.905	14.242	62	-969	-3.431	-700	-276	-424
3° trim.	17.405	15.191	1.843	4.242	-3.871	-366	-248	-118
4° trim.	15.532	16.751	-3.029	4.596	-2.787	367	-422	789
2018 – 1° trim.	4.993	9.554	-2.595	3.089	-5.055	-603	-478	-124
2° trim.	10.504	13.141	779	-363	-3.052	-823	-347	-476
2017 – gen.	-970	329	-818	628	-1.109	-65	-57	-8
feb.	1.843	2.887	-662	1.141	-1.523	-76	-56	-20
mar.	4.598	6.372	-942	1.201	-2.034	-204	-149	-55
apr.	3.118	4.249	-446	368	-1.053	-229	-99	-129
mag.	2.280	4.900	-17	-1.796	-807	-232	-93	-139
giu.	4.507	5.093	525	459	-1.570	-240	-84	-156
lug.	7.819	7.121	672	1.326	-1.300	-110	-81	-29
ago.	4.870	3.482	781	1.931	-1.324	-100	-68	-31
set.	4.716	4.587	390	984	-1.246	-156	-99	-57
ott.	5.920	5.562	-663	1.777	-755	278	-79	357
nov.	4.446	5.400	-1.386	1.200	-768	224	-75	299
dic.	5.165	5.790	-980	1.619	-1.264	-136	-268	133
2018 – gen.	-874	500	-724	541	-1.192	-138	-112	-26
feb.	2.497	3.745	-835	1.262	-1.675	-138	-102	-36
mar.	3.371	5.309	-1.036	1.286	-2.189	-326	-264	-63
apr.	3.115	3.652	-202	652	-987	-261	-118	-144
mag.	1.914	3.900	236	-1.522	-699	-272	-116	-155
giu.	5.475	5.589	745	507	-1.366	-290	-114	-177
lug.	(7.544)	(6.553)	(1.020)	(1.022)	(-1.052)	(-110)	(-115)	(6)
ago.	(4.994)	(3.091)	(973)	(2.196)	(-1.267)	(-96)	(-100)	(4)

(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
2012	-0,9	-1,4	-2,1	-0,5	-0,5	-0,6	-1,5	0,1
2013	-3,7	-3,6	-5,2	-1,3	-2,4	-1,7	-3,1	-0,3
2014	-1,6	-1,6	-2,3	-0,5	-0,3	-0,6	-1,5	0,1
2015	-0,3	0,0	-0,6	0,7	0,7	1,0	0,5	1,4
2016	1,1	0,9	0,2	1,9	2,4	2,2	2,3	2,0
2017	1,8	1,4	0,2	2,8	2,9	3,1	3,1	2,9
2016 – gen.	-0,1	-0,1	-0,8	0,8	1,0	1,3	1,1	1,4
feb.	0,7	0,7	0,5	1,0	1,3	1,6	1,5	1,5
mar.	0,3	0,4	-0,1	1,1	1,1	1,5	1,3	1,6
apr.	0,4	0,3	-0,4	1,1	1,2	1,6	1,5	1,5
mag.	0,9	1,0	0,6	1,5	1,3	1,8	1,8	1,6
giu.	0,7	0,7	0,2	1,5	1,6	1,9	1,9	1,8
lug.	0,5	0,5	-0,3	1,5	1,9	1,9	2,1	1,8
ago.	0,8	0,8	0,1	1,6	1,9	2,0	2,1	1,8
set.	1,0	0,8	0,1	1,7	2,1	2,0	2,1	1,8
ott.	1,2	1,2	0,8	1,7	2,2	2,1	2,2	1,8
nov.	0,5	0,8	0,0	1,8	2,2	2,1	2,1	1,9
dic.	1,1	0,9	0,2	1,9	2,4	2,2	2,3	2,0
2017 – gen.	1,2	1,4	0,8	2,2	2,5	2,4	2,3	2,2
feb.	0,8	1,0	0,0	2,2	2,3	2,2	2,0	2,3
mar.	0,9	1,1	0,1	2,3	2,7	2,5	2,4	2,4
apr.	0,7	1,1	0,1	2,3	2,6	2,6	2,5	2,5
mag.	1,0	1,2	0,2	2,4	2,7	2,6	2,5	2,6
giu.	1,1	1,1	-0,1	2,6	2,5	2,4	2,0	2,6
lug.	1,4	1,4	0,3	2,7	2,6	2,6	2,3	2,6
ago.	1,1	1,1	-0,1	2,7	2,6	2,6	2,4	2,7
set.	0,7	0,8	-0,7	2,6	2,7	2,7	2,5	2,7
ott.	1,0	0,9	-0,5	2,8	2,8	2,9	2,8	2,7
nov.	1,4	1,5	0,4	2,9	2,9	3,0	3,1	2,8
dic.	1,8	1,4	0,2	2,8	2,9	3,1	3,1	2,9
2018 – gen.	2,7	2,3	2,0	2,8	3,3	3,2	3,4	2,9
feb.	2,4	1,9	1,2	2,8	3,1	3,1	3,2	2,9
mar.	2,4	1,9	1,2	2,8	3,0	3,1	3,2	2,9
apr.	3,0	2,5	2,2	2,9	3,0	3,2	3,3	2,9
mag.	2,5	1,9	1,2	2,8	3,3	3,3	3,6	2,9
giu.	2,4	1,6	0,6	2,8	3,5	3,5	4,1	3,0
lug.	2,5	1,9	1,1	2,8	3,3	3,6	4,0	3,0
ago.	2,6	1,9	1,2	2,7	3,4	3,7	4,2	3,1

(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 nuove definizioni degli aggregati monetari e delle contropartite adottate dalla BCE a settembre del 2012, in base alle quali vengono esclusi i pronti contro termine con controparti centrali (per l'area dell'euro, a partire dai dati di giugno del 2010).

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

PERIODO	Banche	Altre società finanziarie	Società non finanziarie	Totale
Italia				
2016	-66,9	1,7	17,5	-47,7
2017	-64,9	15,6	21,4	-27,8
2017 – 1° trim.	-13,8	0,6	4,6	-8,5
2° trim.	-12,5	-5,0	2,8	-14,7
3° trim.	-15,2	2,0	3,4	-9,7
4° trim.	-23,5	18,0	10,6	5,2
2018 – 1° trim.	-15,8	-5,6	-2,9	-24,3
2° trim.	-16,9	1,2	0,6	-15,1
Area dell'euro				
2016	-146,4	-17,9	76,8	-87,5
2017	-46,9	5,3	66,1	24,4
2017 – 1° trim.	6,7	-10,1	12,9	9,5
2° trim.	5,0	41,6	18,2	64,8
3° trim.	-36,3	-13,1	20,1	-29,2
4° trim.	-22,3	-13,2	14,9	-20,6
2018 – 1° trim.	31,1	40,3	21,4	92,8
2° trim.	-19,2	24,8	2,1	7,6

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>
2012	7,0	-1,3	20,4	24,1	1,3	23,8	76,6	-10,1	0,0	66,5	29,5
2013	-1,8	-2,2	-11,0	91,7	-3,6	4,9	80,3	-3,2	-10,0	77,0	13,0
2014	14,7	-1,1	-16,0	82,1	-4,3	-1,2	75,3	-8,8	-28,0	66,5	4,7
2015	5,1	-1,5	-9,5	43,4	1,7	-1,0	39,7	10,7	8,0	50,4	-2,1
2016	-4,9	0,1	-8,0	62,7	1,1	-0,3	50,6	-7,4	-3,0	43,2	0,0
2017	0,0	-1,9	-0,5	40,8	3,7	1,0	45,0	13,8	10,5	58,8	0,0
2016 – gen.	1,6	0,6	4,5	17,1	-0,2	-0,6	22,4	-27,8	-22,1	-5,4	0,0
feb.	-2,6	-1,0	-1,1	25,0	0,9	-0,3	21,9	-11,2	-0,5	10,8	0,0
mar.	-0,7	0,2	0,2	16,3	1,3	0,4	17,5	4,7	-2,1	22,2	0,0
apr.	-2,0	-0,3	0,2	4,9	-0,1	-0,5	2,5	5,2	3,3	7,7	0,0
mag.	0,0	0,1	-0,1	9,5	0,8	-0,1	10,0	-8,0	4,8	2,1	0,0
giu.	-2,4	0,4	-0,8	14,3	-2,9	0,5	8,7	-19,8	-9,5	-11,0	0,0
lug.	0,7	-0,6	-0,6	3,3	1,0	-0,4	3,9	-8,5	9,5	-4,6	0,0
ago.	-0,5	0,2	-0,3	-29,2	-0,5	-0,5	-31,0	36,4	0,6	5,4	0,0
set.	-1,1	-0,1	-0,7	-8,3	0,5	0,5	-9,1	25,3	13,9	16,2	0,0
ott.	1,1	0,0	-1,4	12,5	-1,4	-0,4	10,3	-8,4	-3,5	1,9	0,0
nov.	-2,0	-0,2	-0,6	7,9	1,2	0,3	6,7	1,6	2,5	8,3	0,0
dic.	3,1	0,9	-7,2	-10,6	0,6	0,9	-13,2	3,0	0,1	-10,3	0,0
2017 – gen.	2,3	-1,4	7,3	24,1	-1,3	-0,1	32,3	-34,3	-2,9	-2,1	0,0
feb.	-1,9	0,5	0,2	-10,9	1,1	-0,2	-11,7	20,7	-0,1	9,0	0,0
mar.	2,4	0,2	-0,2	18,5	0,8	0,0	21,6	2,2	-0,2	23,7	0,0
apr.	1,1	0,0	0,5	7,5	0,1	0,1	9,4	-3,9	0,8	5,5	0,0
mag.	1,3	0,5	0,7	5,8	-0,3	0,7	8,1	-0,5	5,0	7,6	0,0
giu.	3,5	-1,0	0,2	-0,3	5,4	0,7	9,7	6,3	-5,8	16,0	0,0
lug.	-0,1	0,1	0,3	21,1	-1,9	0,2	19,6	-32,9	0,3	-13,3	0,0
ago.	1,9	0,0	-0,1	-23,4	0,0	-0,1	-21,7	22,2	-0,2	0,5	0,0
set.	2,1	-0,4	-0,8	3,3	0,8	-0,2	5,2	11,3	0,0	16,5	0,0
ott.	-0,9	0,4	-0,9	9,3	-1,7	-0,7	5,1	-1,3	0,8	3,8	0,0
nov.	-0,4	-0,5	-1,0	-13,4	0,6	-0,1	-14,4	20,2	17,4	5,9	0,0
dic.	-11,4	-0,1	-6,8	-0,8	0,0	0,8	-18,1	3,8	-4,6	-14,3	0,0
2018 – gen.	7,0	0,4	6,3	12,7	-2,4	0,0	23,7	-25,2	-9,1	-1,5	0,0
feb.	-1,5	-0,3	0,0	1,6	-0,1	-0,4	-0,5	6,2	16,0	5,7	0,0
mar.	2,1	-0,2	0,0	14,7	0,0	-0,1	16,7	3,5	5,5	20,1	0,0
apr.	-2,1	-0,1	0,0	12,4	0,4	0,1	10,7	-7,3	2,0	3,4	0,0
mag.	-0,4	-0,5	-0,1	13,3	0,1	0,1	13,0	-5,4	0,0	7,6	0,0
giu.	-2,6	0,3	0,7	-5,6	1,2	0,8	-5,4	9,2	-4,8	3,8	0,0
lug.	5,1	-0,2	-0,2	17,0	-4,1	-1,2	16,5	-31,6	-2,5	-15,1	0,0
ago.	-2,0	0,4	-0,6	-13,8	0,2	0,0	-16,2	14,9	-1,0	-1,3	0,0

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

(2) Depositi del Tesoro presso la Banca d'Italia e operazioni di liquidità presso il sistema bancario. – (3) Include i prestiti in favore di paesi della 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 Am- ministra- zioni pub- bliche	Per memoria:				
	di cui: raccolta postale	disponibilità liquide del Tesoro (2)						di cui: impieghi della liquidità	depositi presso IFM residenti al netto delle operazioni di liquidità	sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)		
2012	160,3	20,8	151,6	1.502,6	134,4	41,3	26,9	1.990,1	34,4	0,0	27,2	42,7
2013	158,5	18,6	140,6	1.593,9	131,1	46,2	34,1	2.070,3	37,6	10,0	24,7	55,6
2014	173,2	17,5	124,5	1.667,7	126,8	45,0	36,0	2.137,3	46,4	38,0	25,7	60,3
2015	178,3	16,0	115,0	1.707,2	128,9	44,0	33,9	2.173,4	35,7	30,0	26,9	58,2
2016	173,4	16,2	107,0	1.765,3	130,1	43,7	33,9	2.219,6	43,1	33,0	29,9	58,2
2017	173,3	14,3	106,6	1.805,0	133,8	44,8	33,9	2.263,5	29,3	22,5	32,2	58,2
2016 – gen.	179,8	16,7	119,6	1.724,0	128,8	43,4	33,9	2.195,6	63,5	52,1	26,5	58,2
feb.	177,3	15,7	118,5	1.748,6	129,7	43,1	33,9	2.217,1	74,7	52,6	27,6	58,2
mar.	176,6	15,9	118,7	1.762,0	131,0	43,5	33,9	2.231,7	70,0	54,6	27,4	58,2
apr.	174,5	15,6	118,9	1.766,4	130,9	43,0	33,9	2.233,7	64,7	51,4	27,9	58,2
mag.	174,5	15,6	118,7	1.776,7	131,7	43,0	33,9	2.244,6	72,7	46,6	29,9	58,2
giu.	172,2	16,1	117,9	1.790,2	128,8	43,5	33,9	2.252,5	92,5	56,1	29,0	58,2
lug.	172,9	15,5	117,3	1.793,7	129,7	43,1	33,9	2.256,7	101,0	46,6	31,0	58,2
ago.	172,4	15,6	117,0	1.764,6	129,2	42,5	33,9	2.225,8	64,6	46,0	32,1	58,2
set.	171,2	15,5	116,3	1.754,4	129,7	43,0	33,9	2.214,7	39,3	32,1	31,2	58,2
ott.	172,3	15,5	114,9	1.766,8	128,3	42,6	33,9	2.224,8	47,7	35,6	31,7	58,2
nov.	170,3	15,2	114,2	1.774,8	129,5	42,9	33,9	2.231,6	46,1	33,1	33,5	58,2
dic.	173,4	16,2	107,0	1.765,3	130,1	43,7	33,9	2.219,6	43,1	33,0	29,9	58,2
2017 – gen.	175,7	14,8	114,3	1.789,1	128,8	43,6	33,9	2.251,5	77,4	35,9	29,9	58,2
feb.	173,8	15,2	114,5	1.779,2	129,9	43,4	33,9	2.240,8	56,8	36,0	31,4	58,2
mar.	176,3	15,5	114,3	1.796,6	130,7	43,3	33,9	2.261,2	54,6	36,2	32,6	58,2
apr.	177,4	15,5	114,8	1.805,1	130,9	43,5	33,9	2.271,6	58,5	35,4	33,9	58,2
mag.	178,6	16,0	115,5	1.811,7	130,6	44,2	33,9	2.280,6	58,9	30,3	35,3	58,2
giu.	182,2	15,0	115,7	1.811,5	136,0	44,9	33,9	2.290,4	52,6	36,2	35,3	58,2
lug.	182,1	15,1	116,0	1.831,6	134,1	45,1	33,9	2.308,9	85,6	35,9	37,0	58,2
ago.	184,0	15,1	115,9	1.808,6	134,1	45,0	33,9	2.287,6	63,4	36,1	36,7	58,2
set.	186,1	14,6	115,2	1.811,2	134,9	44,7	33,9	2.292,1	52,1	36,1	35,2	58,2
ott.	185,2	15,0	114,3	1.820,3	133,2	44,0	33,9	2.297,0	53,3	35,3	34,7	58,2
nov.	184,8	14,5	113,3	1.806,4	133,8	43,9	33,9	2.282,2	33,1	17,9	35,3	58,2
dic.	173,3	14,3	106,6	1.805,0	133,8	44,8	33,9	2.263,5	29,3	22,5	32,2	58,2
2018 – gen.	180,4	14,7	112,9	1.817,5	131,5	44,8	33,9	2.287,0	54,5	31,6	33,5	58,2
feb.	178,8	14,4	112,8	1.819,5	131,3	44,4	33,9	2.286,9	48,3	15,6	34,4	58,2
mar.	180,9	14,2	112,8	1.833,4	131,3	44,3	33,9	2.302,8	44,8	10,1	33,2	58,2
apr.	178,8	14,1	112,8	1.845,4	131,7	44,4	33,9	2.313,2	52,1	8,1	34,8	58,2
mag.	178,4	13,6	112,7	1.860,3	131,8	44,5	33,9	2.327,7	57,6	8,1	35,9	58,2
giu.	175,8	13,8	113,4	1.856,0	133,0	45,4	33,9	2.323,6	48,4	12,9	33,8	58,2
lug.	180,9	13,6	113,2	1.874,9	128,9	44,2	33,9	2.342,1	80,0	15,4	35,1	58,2
ago.	178,9	14,0	112,6	1.861,8	129,0	44,2	33,9	2.326,5	65,1	16,4	34,8	58,2

(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 della UEM erogati sia bilateralmente sia attraverso lo European Financial Stability Facility (EFSF), e il contributo al capitale dello European Stability Mechanism (ESM).

