



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

gennaio 2017

1 | 2017



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 1 / 2017
Gennaio

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

Relazione annuale

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

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

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

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

Queste pubblicazioni sono disponibili su internet all'indirizzo www.bancaditalia.it
oppure in formato cartaceo presso la Biblioteca (Via Nazionale 91, 00184 Roma) e presso le Filiali della Banca d'Italia

© Banca d'Italia, 2017

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

Giovanna Messina e Sergio Santoro (coordinamento), Alessandro Borin, Pietro Cova, Nicola Curci, Simone Emiliozzi, Juri Marcucci, Gabriele Sene, Enrico Sette, Enrico Tosti

Fabrizio Martello, Silvia Mussolin e Rosanna Visca (aspetti editoriali), Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Carlo Bertini, Emmanuele Bobbio, Luca Giulio Ciavoliello, Valerio Della Corte, Pietro Cova, Maria Cristina Fabbri, Stefano Federico, Elisa Guglielminetti, Mario Marangoni, Tiziano Ropele, Giulio Stolfi, Giordano Zevi

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 13 gennaio 2017, salvo diversa indicazione

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

INDICE

LA SINTESI	5
1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
1.1 Il ciclo internazionale	8
1.2 L'area dell'euro	11
1.3 I mercati finanziari internazionali	14
2 L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	18
2.2 Le imprese	20
2.3 Le famiglie	26
2.4 La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	27
2.5 Il mercato del lavoro	31
2.6 La dinamica dei prezzi	34
2.7 Le banche	36
2.8 Il mercato finanziario	44
2.9 La finanza pubblica	45
2.10 Le prospettive	49
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	55

INDICE DEI RIQUADRI

L'attività economica nel quarto trimestre del 2016 sulla base degli indicatori congiunturali coincidenti	19
Gli investimenti delle imprese italiane nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita	21
Attese di inflazione molto bassa e piani di investimento delle imprese italiane	23
Gli investimenti di portafoglio all'estero dell'Italia	29
I rinnovi contrattuali nel settore privato durante il 2016	33
L'offerta e la domanda di credito	38
Le misure varate dal Governo a supporto della liquidità e della capitalizzazione delle banche	41
Le ipotesi sottostanti allo scenario macroeconomico	50

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.
-

LA SINTESI

Le prospettive globali risentono dell'incertezza sulle politiche economiche

Le condizioni dell'economia globale sono leggermente migliorate. Le prospettive rimangono tuttavia soggette a diversi fattori di incertezza; quelle degli Stati Uniti dipendono dalle politiche economiche della nuova amministrazione, non ancora definite nei dettagli: un impatto espansivo, al momento di difficile quantificazione, può derivare dagli interventi annunciati in materia di politica di bilancio, ma effetti sfavorevoli potrebbero derivare dall'adozione e dalla diffusione di misure di restrizione commerciale. La crescita globale potrebbe essere frenata dall'insorgere di turbolenze nelle economie emergenti associate alla normalizzazione della politica monetaria statunitense.

Aumentano i rendimenti a lungo termine sui mercati internazionali

Sui mercati finanziari le attese di una politica di bilancio espansiva e di un'inflazione più elevata negli Stati Uniti, emerse dopo le elezioni presidenziali, si sono tradotte in uno spostamento di portafoglio dalle obbligazioni alle azioni; l'aumento dei rendimenti a lunga scadenza si è esteso anche alle altre economie avanzate, ma in misura finora attenuata dalla diversa impostazione delle politiche monetarie. Nei paesi emergenti sono ripresi i deflussi di capitale.

Il Consiglio direttivo della BCE ha esteso gli acquisti di titoli per garantire condizioni espansive

Nell'area dell'euro la crescita prosegue a un ritmo moderato, pur se in graduale consolidamento. I rischi di deflazione si sono ridotti; l'inflazione è risalita in dicembre, ma quella di fondo rimane su livelli ancora bassi. Per mantenere le condizioni monetarie espansive adeguate ad assicurare l'aumento dell'inflazione, il Consiglio direttivo della BCE ha esteso

la durata del programma di acquisto di titoli almeno fino a dicembre del 2017 o anche oltre se necessario. Da aprile gli acquisti mensili torneranno a 60 miliardi, come nella fase iniziale del programma.

Continua la crescita moderata dell'economia italiana...

Secondo gli indicatori disponibili, in autunno la ripresa dell'economia italiana è proseguita, pur se moderatamente. Considerando l'andamento della produzione industriale, quello dei consumi elettrici e quello del trasporto merci, tutti in crescita, e gli indicatori di fiducia delle imprese, che si collocano su valori elevati, nel quarto trimestre del 2016 il PIL potrebbe essere aumentato a un ritmo valutabile attorno allo 0,2 per cento rispetto al periodo precedente.

...sospinta dalla domanda interna

L'attività economica è stata stimolata dal riavvio degli investimenti e dall'espansione della spesa delle famiglie. Si confermano i segnali di stabilizzazione nel comparto edile, in particolare per la componente residenziale. L'indice di fiducia dei consumatori ha interrotto in dicembre la tendenza alla flessione in corso dall'inizio dell'anno.

Le famiglie diversificano i portafogli

La posizione debitoria della Banca d'Italia su TARGET2 è rimasta sostanzialmente stabile nell'ultimo trimestre del 2016, collocandosi a 357 miliardi di euro alla fine di dicembre. Considerando i dati della bilancia dei pagamenti (per la quale sono disponibili informazioni fino a novembre), il progressivo ampliamento del saldo tra gennaio e novembre rappresenta soprattutto la contropartita della diversificazione dei portafogli delle famiglie italiane verso il risparmio gestito e assicurativo – caratterizzato da una minore distorsione delle politiche di investimento degli intermediari

verso le attività nazionali – e del calo della raccolta bancaria sui mercati internazionali, avvenuto in parallelo alla creazione di liquidità attraverso i programmi dell'Eurosistema. Il surplus di conto corrente è ulteriormente migliorato.

L'occupazione dipendente aumenta Nel terzo trimestre del 2016 l'occupazione totale si è stabilizzata; sono aumentati i lavoratori dipendenti, sia a tempo determinato sia a tempo indeterminato. Le indicazioni congiunturali più aggiornate suggeriscono un'espansione contenuta dell'occupazione nei mesi finali del 2016. Nel corso dell'anno si è notevolmente ridotta la dinamica delle retribuzioni del settore privato, risentendo sia dei ritardi nella stipula di molti rinnovi, sia della mancata erogazione di incrementi salariali per il 2016; il sostanziale congelamento delle retribuzioni contrattuali ha interessato circa la metà dei lavoratori dipendenti.

Il credito cresce a ritmi modesti È proseguita nei mesi più recenti l'espansione del credito al settore privato non finanziario, con un aumento anche dei prestiti alle imprese; la crescita resta però modesta. La qualità del credito delle banche italiane continua a beneficiare del miglioramento del quadro congiunturale, registrando un'ulteriore diminuzione del flusso di nuovi crediti deteriorati.

I corsi azionari sono saliti, lo spread sovrano è rimasto ampio I premi per il rischio sui titoli di Stato italiani, che erano aumentati nel corso dell'autunno, sono rimasti ampi. Nell'ultima parte dell'anno sono saliti i corsi azionari; un recupero delle quotazioni delle banche italiane ha preceduto l'introduzione di misure governative a supporto della liquidità e della patrimonializzazione delle banche, in parte anticipate dagli operatori.

Il Governo ha approvato misure a sostegno del sistema bancario Il Governo ha autorizzato il finanziamento di eventuali interventi a sostegno di banche e gruppi bancari italiani, nella forma di misure di rafforzamento patrimoniale o di concessione di garanzie su passività di nuova emissio-

ne, fino a un massimo di 20 miliardi; procederà alla ricapitalizzazione precauzionale chiesta da Banca Monte dei Paschi di Siena, nel rispetto del quadro normativo europeo in tema di risanamento e risoluzione delle crisi bancarie, nonché di aiuti di Stato.

Le proiezioni indicano una prosecuzione della crescita... Le proiezioni per l'economia italiana, aggiornate in base agli andamenti più recenti, indicano che in media il PIL dovrebbe essere aumentato dello 0,9 per cento nel 2016 (su dati corretti per il numero di giornate lavorative); crescerebbe attorno allo 0,9 per cento anche nell'anno in corso e all'1,1 sia nel 2018 sia nel 2019. L'attività economica verrebbe ancora sospinta dalla domanda nazionale e, già dal 2017, dal graduale rafforzamento di quella estera. Il livello del PIL nel 2019 sarebbe ancora inferiore di circa quattro punti percentuali rispetto al 2007.

...che presuppone condizioni del credito distese e la continuazione delle riforme Il quadro economico presuppone il mantenimento di un livello contenuto dei rendimenti a lungo termine e condizioni del credito, in termini di costo e disponibilità, complessivamente distese. Ciò riflette l'ipotesi che non si verifichino tensioni sui mercati finanziari e bancari nell'area dell'euro e in Italia, né episodi di significativo aumento dei premi per il rischio e della volatilità; rispecchia altresì l'ipotesi, incorporata nelle quotazioni di mercato, che nel nostro paese non si interrompa la realizzazione del processo di riforma avviato negli ultimi anni.

Rischi per la crescita derivano dal contesto globale Nel complesso si valuta che, rispetto a queste proiezioni, i rischi per la crescita siano ancora orientati prevalentemente al ribasso. I principali fattori di incertezza provengono, oltre che dalle condizioni finanziarie, dal contesto mondiale. È in particolare elevato il rischio che l'espansione dell'economia globale, rispetto a quanto incorporato nelle proiezioni, possa risentire del manifestarsi e del diffondersi di spinte protezionistiche, oltre che di possibili turbolenze nelle economie emergenti.

I rischi per l'inflazione sono bilanciati

I recenti accordi sui tagli alla produzione tra i principali paesi produttori di petrolio potrebbero tradursi in rialzi dei prezzi al consumo

superiori rispetto a quelli attesi, soprattutto nell'anno in corso. Rischi al ribasso sulle proiezioni di inflazione sono invece connessi con la dinamica salariale nel settore privato.

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

La crescita globale si è andata gradualmente rafforzando dall'estate, ma non si è tradotta, come atteso, in una solida ripresa del commercio mondiale. Un sostegno all'attività economica potrebbe derivare dall'attuazione di un programma di espansione fiscale da parte della nuova amministrazione statunitense, le cui caratteristiche sono tuttavia ancora incerte; è emerso il rischio che la ripresa dell'economia globale sia frenata dall'innescarsi e dal diffondersi di spinte protezionistiche, nonché da possibili turbolenze nelle economie emergenti.

La crescita ha superato le attese nelle economie avanzate...

Nel terzo trimestre del 2016 negli Stati Uniti il prodotto ha accelerato oltre il previsto, al 3,5 per cento in ragione d'anno (dall'1,4 nel periodo precedente), grazie soprattutto al contributo delle esportazioni nette e della variazione delle scorte; l'espansione dei consumi privati si è mantenuta robusta, mentre gli investimenti hanno continuato a ristagnare. Le informazioni sul quarto trimestre, in

particolare quelle relative al mercato del lavoro e agli indicatori anticipatori, delineano una dinamica ancora sostenuta dell'attività economica.

In Giappone il PIL ha rallentato all'1,3 per cento in ragione d'anno (dall'1,8), risentendo della persistente debolezza di consumi e investimenti. I dati più recenti riguardanti i mesi autunnali mostrano un quadro ancora incerto. In prospettiva le misure di bilancio espansive approvate in estate potrebbero rilanciare la domanda nazionale.

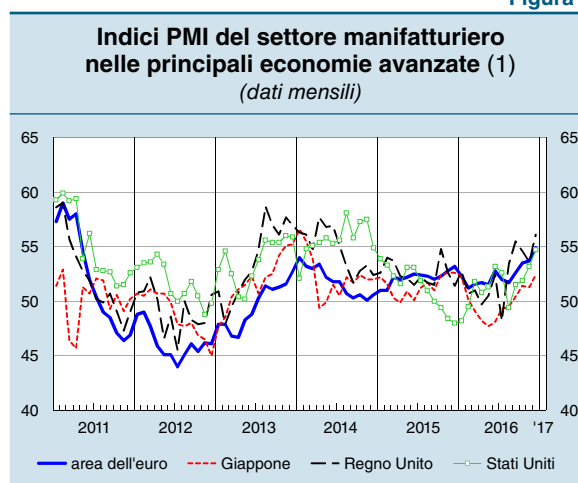
Nel Regno Unito la crescita è rimasta invariata al 2,4 per cento in ragione d'anno, un dato superiore alle attese che ha contribuito a dissipare i timori di una brusca frenata in seguito al referendum sulla Brexit. Gli indici dei responsabili degli acquisti (PMI) segnalano un'espansione anche nel quarto trimestre (fig. 1); l'incertezza sulle ripercussioni economiche nel medio periodo dell'uscita dall'Unione europea resta tuttavia elevata. Il governo britannico ha reso meno restrittivo il percorso di consolidamento fiscale programmato per il prossimo biennio, con l'obiettivo di sostenere la domanda nazionale.

...ed è proseguita nei paesi emergenti, pur con andamenti differenziati

In Cina la crescita si è mantenuta stabile anche nei mesi estivi (6,7 per cento rispetto al periodo corrispondente). I dati più re-

centi prefigurano un moderato rafforzamento delle componenti interne della domanda nel quarto

Figura 1



Fonte: Markit e Thomson Reuters Datastream.

(1) Indici di diffusione desumibili dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti (PMI) e relativi all'attività economica nel settore manifatturiero.

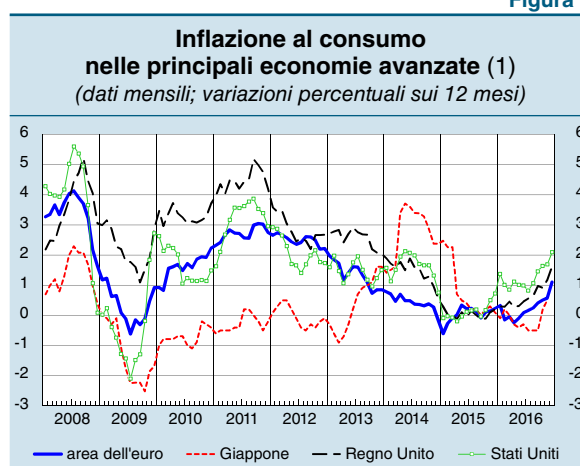
trimestre, anche per effetto dello stimolo fiscale e monetario. Permangono tuttavia rischi legati sia all'elevato indebitamento del settore privato e dei governi locali, sia a una possibile correzione verso il basso delle quotazioni immobiliari, salite fortemente negli ultimi due anni. In India il PIL ha continuato a espandersi a ritmi elevati (7,3 per cento sul periodo corrispondente), a fronte di una dinamica assai moderata della produzione industriale. L'improvvisa sospensione del corso legale delle banconote di maggiore taglio (pari a oltre l'80 per cento del totale), attuata a sorpresa all'inizio di novembre per contrastare l'evasione fiscale e la corruzione, ha determinato una forte contrazione del circolante, frenando i consumi e l'attività produttiva. In Brasile la recessione rimane severa (-2,9 per cento nel terzo trimestre, da -3,2) e il quadro congiunturale resta assai incerto, anche per la situazione politica ancora confusa. In Russia, a seguito della ripresa dei corsi petroliferi, si è attenuata la flessione del prodotto (-0,4 per cento, da -0,6), consolidando la prospettiva di un ritorno alla crescita.

L'inflazione risale lievemente nelle economie avanzate

Nelle economie avanzate l'inflazione al consumo è lievemente salita, grazie all'attenuarsi del calo dei prezzi

dei beni energetici (fig. 2); perdura tuttavia la debolezza della componente di fondo. Nel mese di dicembre l'inflazione negli Stati Uniti è aumentata al 2,1 per cento; al netto dei prodotti alimentari ed energetici è stata pari al 2,2 per cento. Dopo le elezioni presidenziali le attese di inflazione a medio e a lungo termine desunte dai prezzi delle attività finanziarie si sono rafforzate. In Giappone l'inflazione è cresciuta leggermente in novembre, pur rimanendo su valori bassi (0,5 per cento). Nel Regno Unito la dinamica dei prezzi al consumo è risalita in dicembre all'1,6 per cento, risentendo del deprezzamento della sterlina.

Figura 2



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

In dicembre l'inflazione è scesa marginalmente in Cina (al 2,1 per cento), dopo avere registrato tre rialzi consecutivi; è diminuita ancora in India (al 3,4 per cento), in Brasile (al 6,3) e in Russia (al 5,4).

Le prospettive di crescita mondiale migliorano...

Secondo le valutazioni del Fondo monetario internazionale (FMI) diffuse in gennaio, il prodotto mondiale sarebbe aumentato del 3,1 per cento nel 2016; accelererebbe al 3,4 nel 2017 e al 3,6 nel 2018 (tav. 1). Rispetto allo scorso ottobre le stime sono state riviste leggermente al rialzo per quasi tutte le maggiori economie avanzate (a eccezione dell'Italia; cfr. il par. 2.10) e marginalmente al ribasso per la media dei paesi emergenti, per i quali è comunque prevista un'accelerazione nel prossimo biennio. Le revisioni per le economie avanzate riflettono le sorprese positive registrate nel terzo trimestre e i benefici attesi dalle politiche di bilancio espansive annunciate negli Stati Uniti e in Giappone. La crescita nelle economie emergenti risentirebbe di condizioni finanziarie meno favorevoli: in Brasile si prospetta un miglioramento più modesto di quanto anticipato in ottobre; in India la crescita subirebbe un temporaneo rallentamento; la Cina continuerebbe nel breve periodo a beneficiare dell'espansione fiscale e monetaria attuata dalle autorità; si conferma il miglioramento delle prospettive per la Russia e per gli altri paesi produttori di materie prime.

...ma risentono dell'incertezza sulle politiche economiche

La ripresa dell'economia globale è soggetta a diversi fattori di incertezza. Le prospettive degli Stati Uniti dipenderanno dalle politiche economiche poste in essere dalla nuova amministrazione, non ancora definite nei dettagli. Nelle valutazioni dei principali osservatori un impatto espansivo, al momento di difficile quantificazione, può derivare dagli interventi annunciati in materia di politica di bilancio,

mentre effetti sfavorevoli potrebbero derivare da eventuali misure di restrizione commerciale. In Europa resta elevata l'incertezza sulle trattative che definiranno i nuovi rapporti commerciali tra Unione europea e Regno Unito. La normalizzazione della politica monetaria statunitense e l'evoluzione dei tassi di cambio potrebbero associarsi a turbolenze nei paesi emergenti.

Le prospettive di crescita del commercio sono state riviste al ribasso

Dopo la lieve ripresa registrata nel secondo trimestre, il commercio mondiale ha continuato a crescere nel terzo, ma a un ritmo modesto e inferiore alle attese.

Nei primi nove mesi del 2016 gli scambi delle economie emergenti sono tornati a espandersi rispetto al periodo corrispondente del 2015, sebbene a tassi ancora molto al di sotto della media del periodo post-crisi; quelli delle economie avanzate hanno invece subito un brusco rallentamento, risentendo dell'ulteriore indebolimento degli investimenti, in particolare in Giappone e negli Stati Uniti. Rispetto allo scorso ottobre l'FMI ha rivisto al ribasso di quattro decimi di punto le stime di crescita del commercio mondiale per il 2016 (all'1,9 per cento); le previsioni per il 2017 sono invece rimaste invariate.

Risalgono i corsi petroliferi

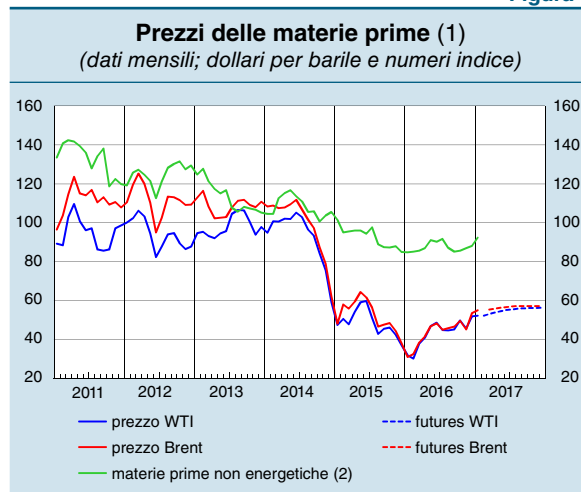
Dalla fine di novembre le quotazioni del petrolio sono salite a seguito dell'accordo su un taglio della produzione, cui hanno aderito i paesi OPEC e alcuni paesi non OPEC come la Russia; nella prima decade di gennaio le quotazioni si collocavano a circa 54 dollari al barile, il livello più alto dal luglio 2015 (fig. 3). La tenuta dell'accordo rimane tuttavia dubbia, a causa delle tensioni geopolitiche tra i paesi del cartello; gli effetti sulle quotazioni potrebbero rivelarsi temporanei, in considerazione della persistente debolezza della domanda mondiale e della possibile ripresa della produzione negli Stati Uniti, dove il numero di nuove trivellazioni è tornato a crescere dall'estate. Dall'inizio di novembre le quotazioni delle materie prime non energetiche sono aumentate, recuperando il calo registrato nei mesi estivi. I corsi dei metalli industriali hanno segnato rialzi più cospicui, per effetto della ripresa della domanda in Cina e delle attese di un'espansione degli investimenti in infrastrutture da parte della nuova amministrazione negli Stati Uniti.

Tavola 1

Scenari macroeconomici (variazioni e punti percentuali)					
VOCI	2016	Previsioni gennaio 2017		Revisioni gen. 2017 su ott. 2016	
		2017	2018	2017	2018
PIL					
Mondo	3,1	3,4	3,6	0,0	0,0
Paesi avanzati	1,6	1,9	2,0	0,1	0,2
<i>di cui:</i> area dell'euro	1,7	1,6	1,6	0,1	0,0
Giappone	0,9	0,8	0,5	0,2	0,0
Regno Unito	2,0	1,5	1,4	0,4	-0,3
Stati Uniti	1,6	2,3	2,5	0,1	0,4
Paesi emergenti	4,1	4,5	4,8	-0,1	0,0
<i>di cui:</i> Brasile	-3,5	0,2	1,5	-0,3	0,0
Cina	6,7	6,5	6,0	0,3	0,0
India (1)	6,6	7,2	7,7	-0,4	0,0
Russia	-0,6	1,1	1,2	0,0	0,0
Commercio mondiale (2)	1,9	3,8	4,1	0,0	-0,1

Fonte: FMI, *World Economic Outlook. Update*, gennaio 2017.
(1) I dati si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile. – (2) Beni e servizi.

Figura 3



Fonte: Thomson Reuters Datastream.
(1) Per i prezzi a pronti, dati medi mensili fino al dicembre 2016; l'ultimo dato si riferisce al 13 gennaio. – (2) Indice Goldman Sachs delle materie prime non energetiche (gennaio 2010=100).

Le attese di aumento dei tassi negli Stati Uniti si sono accentuate

Nella riunione del 14 dicembre la Riserva federale ha innalzato di 25 punti base l'intervallo obiettivo per il tasso sui federal funds (a 0,50-0,75 per cento), alla luce soprattutto degli ulteriori progressi nel mercato del lavoro. I membri del Federal Open Market Committee hanno rivisto lievemente al rialzo le proiezioni sull'evoluzione dei tassi di interesse nel prossimo triennio. Anche le aspettative implicite nelle quotazioni di mercato sono state corrette verso l'alto, riflettendo la prospettiva di un'espansione di bilancio da parte della nuova amministrazione; continuano tuttavia a scontare una normalizzazione graduale delle condizioni monetarie (due aumenti dei tassi nel 2017; fig. 4).

La Banca d'Inghilterra ha confermato l'orientamento espansivo adottato all'inizio di agosto ma, avendo rivisto al rialzo le proprie proiezioni sull'inflazione nel biennio, ha rimosso l'indicazione di una probabile ulteriore riduzione del tasso di riferimento (attualmente allo 0,25 per cento). Anche la Banca del Giappone ha confermato il proprio orientamento di politica monetaria: in linea con il nuovo assetto, che prevede il mantenimento dei tassi decennali su livelli prossimi allo zero, in novembre è intervenuta con un'offerta di acquisto illimitato di titoli pubblici a tasso fisso, per contrastare le pressioni al rialzo sulla curva dei rendimenti emerse dopo le elezioni presidenziali negli Stati Uniti.

Nei paesi emergenti la politica monetaria è complessivamente più espansiva

In Cina e in India l'intonazione della politica monetaria è rimasta espansiva: la Banca centrale cinese ha continuato a immettere liquidità nel sistema attraverso operazioni di mercato aperto; quella indiana ha mantenuto i tassi di riferimento invariati sui minimi storici, dopo la riduzione dello scorso ottobre. In risposta all'attenuarsi delle pressioni inflazionistiche, la Banca centrale del Brasile ha diminuito per tre volte il tasso ufficiale, che resta comunque su livelli storicamente elevati (13,0 per cento). In Russia l'autorità monetaria ha lasciato i tassi invariati, dopo averli ridotti in settembre.

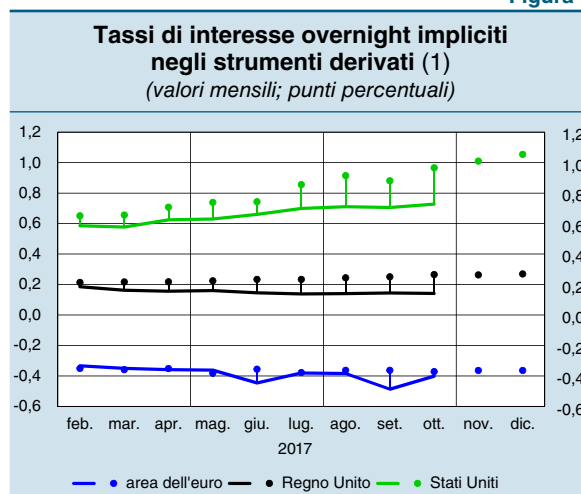
1.2 L'AREA DELL'EURO

Nell'area dell'euro la crescita del prodotto prosegue a un ritmo moderato ma in graduale consolidamento, grazie alla spinta proveniente dalle componenti interne della domanda. L'incertezza sull'andamento dell'economia mondiale, in parte condizionata dalle tensioni geopolitiche, rappresenta il maggiore fattore di rischio per l'attività economica. L'inflazione è risalita in dicembre, cominciando a riflettere le condizioni monetarie espansive, ma si attesta su valori ancora bassi. Nella riunione dell'8 dicembre scorso il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha esteso il programma di acquisto di attività almeno sino alla fine del 2017.

La crescita è proseguita nei mesi estivi...

Nel terzo trimestre del 2016 il PIL dell'area dell'euro è aumentato dello 0,3 per cento rispetto al periodo precedente, sospinto dalle componenti interne della domanda. Il contributo della spesa delle famiglie, dei consumi delle Ammini-

Figura 4



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Thomson Reuters Datastream. (1) Tasso di interesse atteso implicito nelle quotazioni degli *overnight indexed swaps* (OIS). La linea continua indica i tassi previsti il 7 ottobre 2016; i punti segnalano quelli previsti l'11 gennaio 2017.

strazioni pubbliche e della variazione delle scorte si è rafforzato; quello degli investimenti si è invece ridotto. L'interscambio con l'estero ha sottratto 0,1 punti percentuali alla crescita del prodotto, per effetto di un aumento delle importazioni di poco superiore a quello delle esportazioni. Fra i maggiori paesi dell'area il PIL è cresciuto dello 0,2 per cento in Germania e in Francia, dello 0,3 in Italia (fig. 5).

...e accelererebbe leggermente nel quarto trimestre

Sulla base delle informazioni più recenti l'attività economica nell'area avrebbe continuato a espandersi in autunno a un tasso di poco superiore a quello del periodo precedente. L'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che stima la dinamica di fondo del PIL dell'area, ha segnato un incremento accentuato nei mesi autunnali, attestandosi a 0,59 in dicembre (da 0,45 in novembre; fig. 6). Anche gli indici PMI segnalano la prosecuzione dell'espansione del prodotto. Secondo le proiezioni elaborate dalle banche centrali dell'Eurosistema diffuse in dicembre, nel complesso del 2017 il PIL crescerebbe dell'1,7 per cento (come nel 2016).

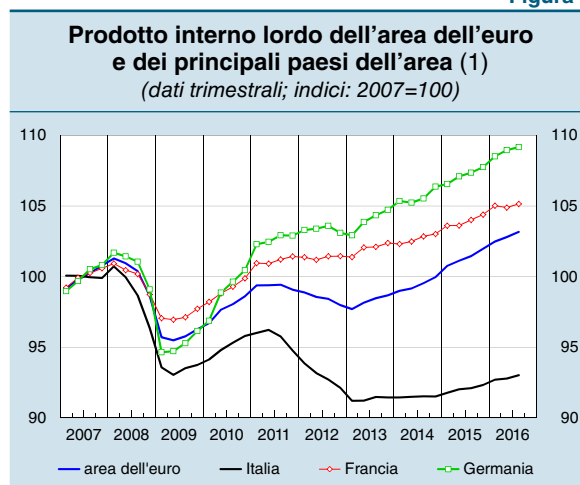
L'inflazione è in aumento...

L'inflazione sta risalendo gradualmente e sono in gran parte rientrati i rischi di deflazione, ma la dinamica di fondo non mostra ancora una tendenza stabile all'aumento. In dicembre l'inflazione al consumo è cresciuta all'1,1 per cento (dallo 0,6 in novembre), ma pressoché solo per effetto dell'accelerazione dei prezzi dei beni alimentari freschi (2,1 per cento da 0,7) e di quelli energetici (2,6 per cento da -1,1); al netto delle componenti più volatili è appena salita (0,9 per cento; fig. 7). La quota di voci elementari che hanno riportato una variazione negativa dei prezzi è scesa (al 20 per cento, dal 24 in novembre); tra le componenti di fondo, il calo dei prezzi ha interessato il 34 per cento dei beni e il 3 per cento dei servizi, valori comunque ben al di sotto dei massimi osservati nel 2015. Fra i principali paesi l'inflazione armonizzata è risultata in dicembre più elevata in Germania e in Spagna (1,7 e 1,4 per cento, rispettivamente), più bassa in Francia e in Italia (0,8 e 0,5 per cento rispettivamente).

...ma è ancora contenuta, anche in prospettiva

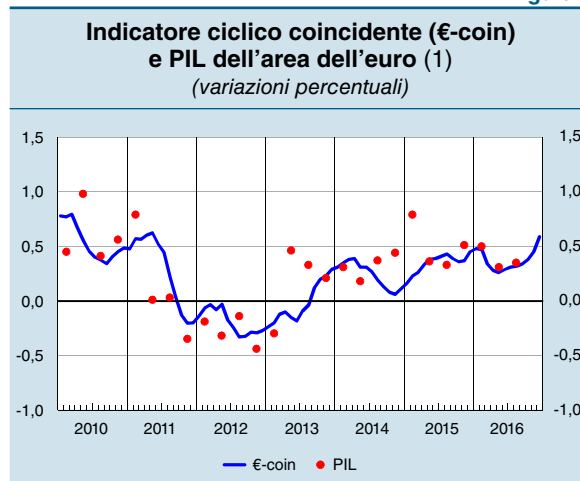
Nelle proiezioni di dicembre elaborate dalle banche centrali dell'Eurosistema l'inflazione nel complesso dell'area aumenterebbe nel 2017 all'1,3 per cento (dallo 0,2 nel 2016), lievemente al di sotto delle attese degli analisti censiti da Consensus Economics. Le aspettative di inflazione a breve e a medio termine desunte dai rendimenti degli *inflation swaps*, pur essendo cresciute da ottobre su

Figura 5



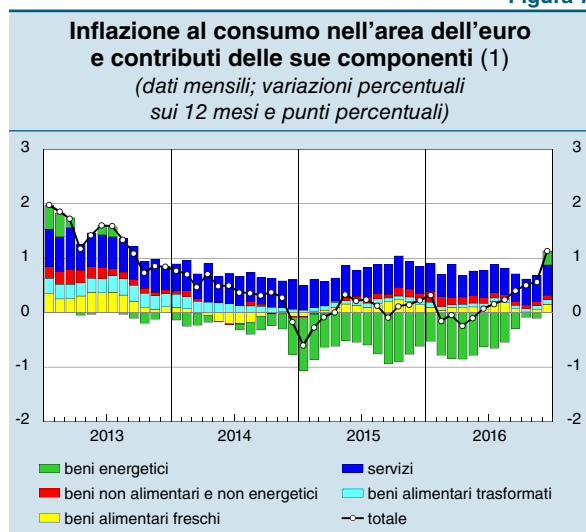
Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali.
(1) A prezzi concatenati.

Figura 6



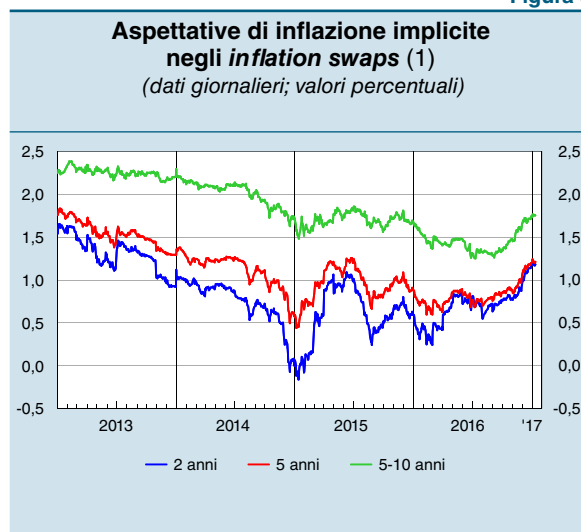
Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.
(1) Per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. il riquadro: *€-coin e la congiuntura dell'area dell'euro*, in *Bollettino economico*, 57, 2009. Dettagli sull'indicatore sono disponibili sul sito internet: <http://www.bancaditalia.it/media/notizia/indicatore-coin-dicembre-2016>. 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.

Figura 7



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e BCE.
(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo.

Figura 8



Fonte: Bloomberg.
(1) Tassi di inflazione attesi impliciti nei contratti di *inflation swaps* con durata a 2 anni, a 5 anni e a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti.

tutte le scadenze, si attestano ancora su valori storicamente contenuti, con un rientro molto lento verso valori coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi (all'1,2 per cento sull'orizzonte a due anni, all'1,8 tra cinque e dieci anni in avanti; fig. 8).

L'orizzonte delle misure espansive della BCE è stato prolungato

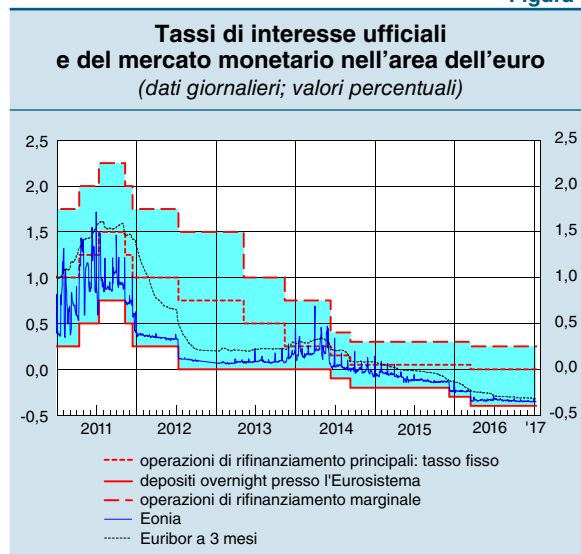
Nella riunione dell'8 dicembre scorso il Consiglio direttivo della BCE ha esteso la durata del programma di acquisto di attività dell'Eurosistema (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP) almeno fino a dicembre del 2017 o oltre se necessario, e comunque sino a quando la dinamica dell'inflazione non sarà tornata su un sentiero coerente con l'obiettivo di stabilità dei prezzi. A partire

dal prossimo aprile gli acquisti proseguiranno a un ritmo di 60 miliardi al mese. Qualora tuttavia il quadro dovesse divenire meno favorevole o le condizioni finanziarie diventare incoerenti con ulteriori progressi verso un aggiustamento sostenuto dell'inflazione, il Consiglio è pronto a espandere il volume di acquisti o la durata del programma; ha inoltre confermato che i tassi ufficiali si manterranno sui livelli correnti (fig. 9), o inferiori, per un periodo che si estende ben oltre l'orizzonte dell'APP.

Per assicurare che prosegua l'ordinata attuazione del programma, il Consiglio ha deciso di ampliare l'insieme dei titoli del settore pubblico acquistabili a partire dal gennaio 2017: sarà ridotta a un anno la durata residua minima richiesta; saranno accettate anche attività con un rendimento al di sotto del tasso di interesse sui depositi detenuti presso la banca centrale.

Gli acquisti di titoli da parte dell'Eurosistema sono proseguiti con regolarità. Al 6 gennaio erano stati acquistati titoli pubblici per un importo

Figura 9



Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.

pari a 1.266 miliardi di euro, obbligazioni bancarie garantite per 204, *asset-backed securities* per 23 e obbligazioni societarie per 52. Alla fine di dicembre l'Eurosistema aveva acquistato titoli pubblici italiani per un ammontare di circa 210 miliardi (di cui 189 da parte della Banca d'Italia).

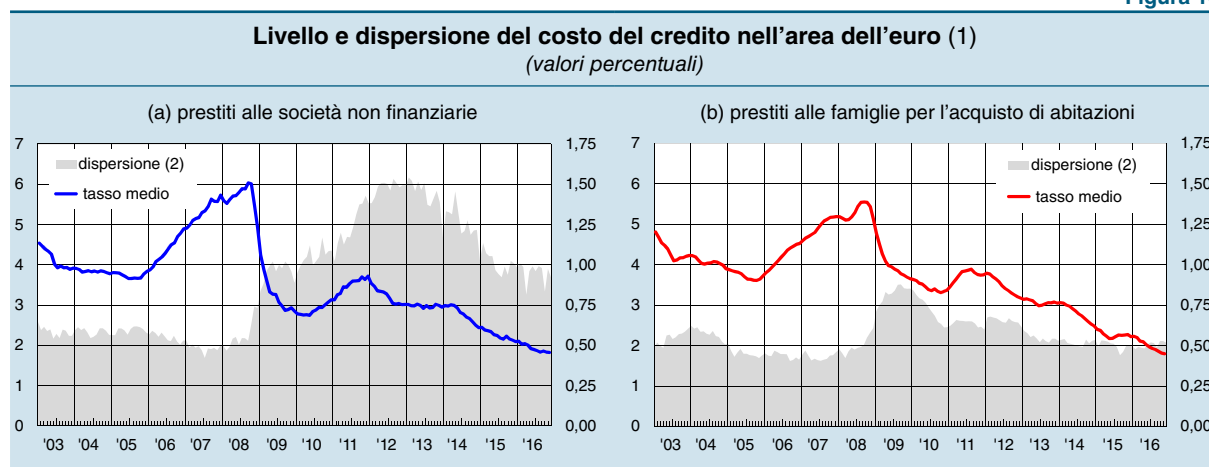
È stata condotta la terza delle nuove operazioni mirate di rifinanziamento

Il 21 dicembre è stata regolata la terza delle quattro nuove operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO2). Vi hanno partecipato 200 intermediari dell'area, che hanno ottenuto fondi per circa 62 miliardi di euro (48 al netto di quelli utilizzati per il rimborso dei finanziamenti ancora in essere ottenuti nell'ambito delle prime TLTRO); il totale dei fondi raccolti nelle tre operazioni è pari a 507 miliardi (114 netti). Alle controparti della Banca d'Italia sono stati assegnati circa 18 miliardi (sia al lordo sia al netto dei rimborsi), per un totale di 174 miliardi nelle tre operazioni (63 netti).

Il basso costo dei finanziamenti sostiene la ripresa del credito

È proseguita l'espansione del credito: sulla base dei dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni, nei tre mesi terminanti in novembre sono cresciuti sia i prestiti alle imprese sia quelli alle famiglie (2,3 e 2,2 per cento, rispettivamente, in ragione d'anno). Il costo medio dei nuovi finanziamenti alle imprese e di quelli alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, dopo essersi fortemente ridotto nei mesi scorsi per effetto delle misure di politica monetaria della BCE, si è stabilizzato sui livelli più bassi osservati dall'avvio dell'Unione monetaria (entrambi all'1,8 per cento); la dispersione tra i paesi si è mantenuta sui valori minimi del periodo successivo al 2009 (fig. 10).

Figura 10



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 13 paesi dell'area dell'euro. Scala di destra.

1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

Dopo le elezioni presidenziali negli Stati Uniti, le attese di una politica di bilancio espansiva e l'aumento delle aspettative di inflazione e di crescita si sono tradotte in una ricomposizione dei portafogli dalle obbligazioni alle azioni e in un deciso incremento dei rendimenti a lunga scadenza; la tendenza si è estesa anche alle altre economie avanzate, ma in misura minore che in passato, rispecchiando la divergenza delle politiche monetarie. Sono ripresi i deflussi di capitale nei paesi emergenti, con un deprezzamento generalizzato delle valute.

Nelle economie avanzate i rendimenti dei titoli decennali sono saliti

L'esito delle elezioni americane ha rafforzato il rialzo dei tassi di interesse statunitensi a lunga scadenza: da un lato, le aspettative di maggiore inflazione hanno alimentato attese di un orientamento monetario meno espansivo; dall'altro, quelle sulla politica economica della nuova amministrazione si sono accompagnate a un aumento dei premi per scadenza. L'incremento dei rendimenti negli Stati Uniti si è esteso solo in parte alle altre economie avanzate (fig. 11). Le misure straordinarie di politica monetaria in vigore nell'area dell'euro hanno contenuto la reazione dei tassi europei, che nel passato era stata mediamente più elevata.

Rispetto alla fine di settembre il rendimento del decennale statunitense è cresciuto di 77 punti base (al 2,4 per cento); quello dei titoli tedeschi, negativo fino a ottobre, è salito di 37 punti base (allo 0,2 per cento). L'incremento dei tassi giapponesi è stato ancora più modesto, anche per effetto del nuovo assetto di politica monetaria, che pone il controllo della curva dei rendimenti quale obiettivo operativo (cfr. il par. 1.1). L'aumento del tasso decennale nel Regno Unito (di 61 punti base, all'1,4 per cento) è connesso anche con l'andamento migliore delle attese dell'economia britannica e con un incremento delle aspettative di inflazione.

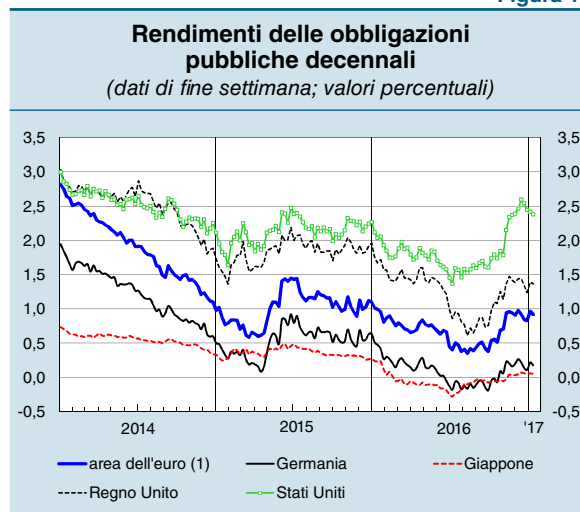
I corsi azionari sono aumentati

Nei paesi avanzati gli indici azionari sono cresciuti dall'inizio di novembre (fig. 12), beneficiando delle attese di espansione fiscale negli Stati Uniti e in Giappone. Nel confronto con la fine di settembre gli indici di borsa sono saliti del 5 per cento negli Stati Uniti, del 17 in Giappone, del 9 nell'area dell'euro e del 6 nel Regno Unito. La volatilità dei mercati azionari, dopo un temporaneo rialzo nei giorni successivi alle elezioni americane, si è riportata su livelli contenuti (fig. 13); quella sui mercati obbligazionari è rimasta invece leggermente più elevata.

Gli spread sulle obbligazioni in dollari delle imprese sono scesi...

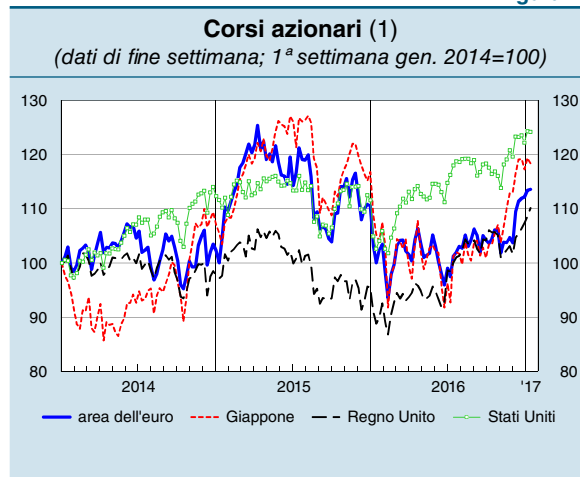
Dalla fine di settembre gli spread obbligazionari sui titoli delle imprese denominati in dollari sono diminuiti sia nel comparto *investment grade*, sia in quello *high yield* (di 14 e 96 punti base, rispettivamente; fig. 14); quelli dei titoli denominati in euro sono invece lievemente aumentati nel comparto *investment grade* (di 12 punti base), mentre sono diminuiti in quello *high yield* (di 65 punti base). Anche i premi sui credit default swap (CDS) a cinque anni delle maggiori banche si sono leggermente ridotti (di 13 punti base nell'area dell'euro, di 11 negli Stati Uniti e nel Regno Unito).

Figura 11



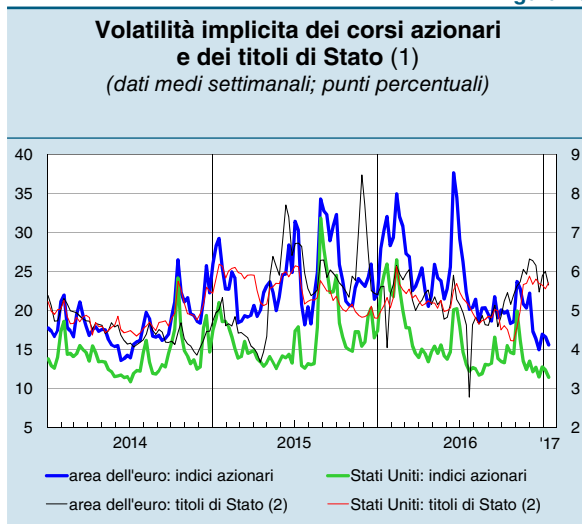
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.
(1) Rendimenti medi dei titoli di Stato benchmark decennali dei paesi dell'area dell'euro, ponderati con il PIL a prezzi concatenati del 2010; il dato esclude Cipro, Estonia, Grecia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Slovacchia e Slovenia.

Figura 12



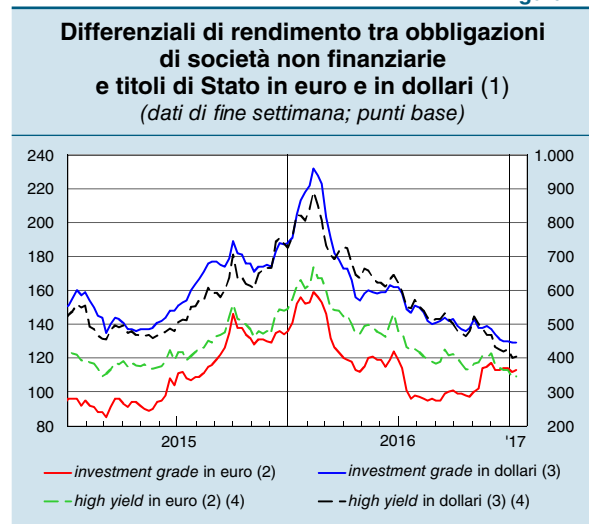
Fonte: Thomson Reuters Datastream.
(1) Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Nikkei 225 per il Giappone, FTSE All Share per il Regno Unito e Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti.

Figura 13



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.
(1) Medie mobili a 5 giorni. Indici azionari: indice VSTOXX per l'area dell'euro e indice VIX per gli Stati Uniti. Titoli di Stato: volatilità implicita nelle opzioni sui contratti futures sul Bund tedesco per l'area dell'euro e sul Treasury Note per gli Stati Uniti. – (2) Scala di destra.

Figura 14



Fonte: Merrill Lynch.
(1) Le obbligazioni *investment grade* sono quelle emesse da imprese con elevato merito di credito (rating non inferiore a BBB- o Baa3); le obbligazioni *high yield* sono quelle emesse da imprese con rating inferiore a BBB- o Baa3. – (2) Obbligazioni a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno, emesse sull'euromercato; i differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato francesi e tedeschi. – (3) Obbligazioni a tasso fisso denominate in dollari e con vita residua non inferiore all'anno emesse sul mercato interno statunitense; i differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato statunitensi. – (4) Scala di destra.

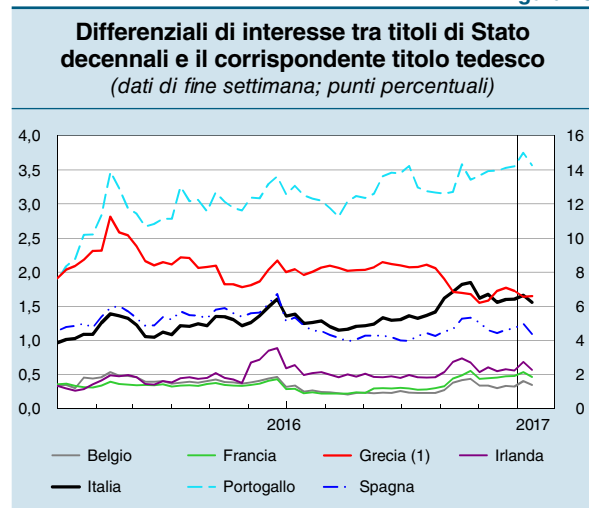
...mentre i premi per il rischio sovrano nell'area dell'euro sono aumentati

Nel quarto trimestre, in concomitanza con la crescita dei tassi di interesse in dollari, si è registrato un incremento generalizzato dei premi per il rischio sovrano nell'area dell'euro. Rialzi più marcati dei differenziali di rendimento fra i titoli di Stato decennali e i corrispondenti titoli tedeschi si sono osservati in Italia, Portogallo, Francia, Spagna, Irlanda e Belgio (fig. 15). Lo spread decennale è invece diminuito in Grecia.

Le condizioni finanziarie nei mercati emergenti sono peggiorate

Le condizioni sui mercati finanziari emergenti si sono deteriorate all'indomani delle elezioni statunitensi, segnando poi un parziale recupero in dicembre. A fronte di marcati deflussi di capitali, molte valute (incluso il renminbi cinese) si sono deprezzate e la volatilità attesa sui tassi di cambio è salita. Anche l'indice sintetico delle quotazioni azionarie, misurate in valuta locale, nei mercati emergenti ha registrato un calo in novembre, che si è successivamente riassorbito. L'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato statunitensi si è trasmesso anche alle principali economie emergenti, con un incremento solo temporaneo degli spread sovrani. La raccolta dei fondi comuni di investimento specializzati sui mercati di questi paesi si è contratta in modo significativo a partire dalla seconda settimana di novembre.

Figura 15



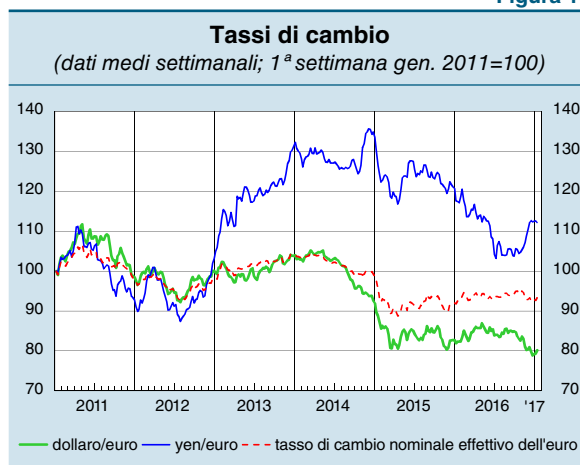
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.
(1) Scala di destra.

La divergenza delle politiche monetarie si riflette sull'andamento dei cambi

in un generalizzato indebolimento delle valute dei paesi emergenti. Per effetto di questi andamenti, rispetto alla fine di settembre l'euro si è deprezzato sul dollaro (di circa il 4 per cento), si è rafforzato sullo yen (di circa l'8 per cento) e, in misura inferiore, sulla sterlina (di circa il 2 per cento). In termini effettivi la valuta comune si è leggermente deprezzata (dello 0,5 per cento), tornando a collocarsi sui livelli osservati all'inizio del 2016 (fig. 16).

Le attese suscitate dalla nuova amministrazione statunitense e dalle decisioni della Riserva federale si sono tradotte in un marcato apprezzamento del dollaro e

Figura 16



Fonte: BCE.

2 L'ECONOMIA ITALIANA

2.1 LA FASE CICLICA

Dopo l'accelerazione del PIL nel trimestre estivo, secondo gli indicatori disponibili la ripresa dell'economia italiana sarebbe proseguita in autunno – pur se a un ritmo di poco inferiore rispetto al periodo precedente – sospinta dall'incremento degli investimenti e dall'espansione della spesa delle famiglie. Gli indicatori prospettici sono coerenti con la prosecuzione di una moderata espansione dell'attività economica anche nel primo trimestre di quest'anno.

Gli investimenti hanno sostenuto l'espansione dell'attività nei mesi estivi

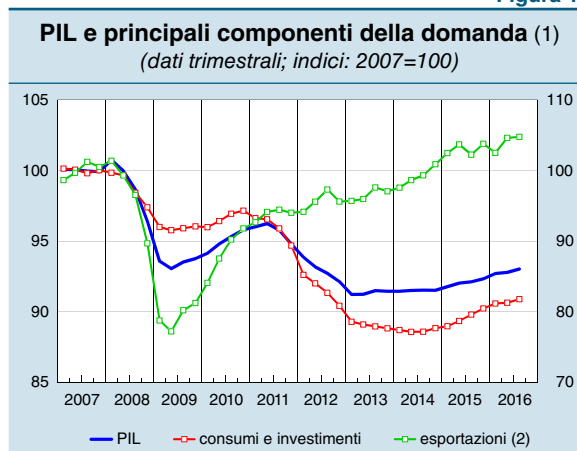
Nel terzo trimestre del 2016 il PIL è aumentato dello 0,3 per cento rispetto al periodo precedente (fig. 17; tav. 2), come nel complesso dell'area dell'euro. La domanda nazionale ha contribuito alla crescita per 0,4 punti percentuali (di cui 0,1 ascrivibili alla variazione delle scorte). Gli investimenti sono tornati ad aumentare (0,8 per cento), dopo il ristagno nel secondo trimestre, favoriti dagli acquisti di macchinari e attrezzature e, soprattutto, di mezzi di trasporto. La spesa delle famiglie ha rallentato (0,1 per cento, da 0,2), in particolare per i beni durevoli e semidurevoli.

A seguito di un incremento delle importazioni più accentuato di quello delle esportazioni (0,7 e 0,1 per cento, rispettivamente), l'interscambio con l'estero ha sottratto 0,1 punti percentuali alla crescita del prodotto. Il valore aggiunto è aumentato significativamente nell'industria in senso stretto (1,1 per cento, da -0,7 nel trimestre precedente) e in misura più ridotta nei servizi (0,1 per cento, da 0,2), dove ha risentito in special modo della contrazione nel comparto dell'intermediazione finanziaria e assicurativa; è lievemente sceso in quello edilizio.

La crescita sarebbe proseguita in autunno

Sulla base delle informazioni disponibili, nel quarto trimestre il PIL avrebbe

Figura 17



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Tavola 2

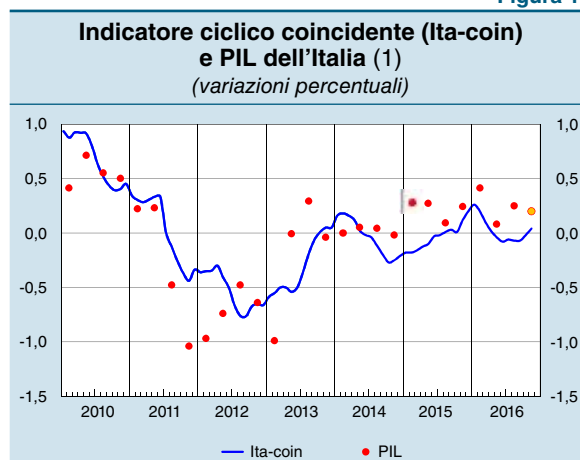
PIL e principali componenti (1)
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

VOCI	2015		2016		
	4° trim.	(2)	1° trim.	2° trim.	3° trim.
PIL	0,2	0,7	0,4	0,1	0,3
Importazioni totali	1,4	6,0	-1,1	1,3	0,7
Domanda nazionale (2)	0,2	1,1	0,5	-0,2	0,4
Consumi nazionali	0,4	1,0	0,4	0,1	0,2
spesa delle famiglie (3)	0,4	1,5	0,4	0,2	0,1
altre spese (4)	0,5	-0,6	0,1	-0,3	0,2
Investimenti fissi lordi	0,9	1,3	0,6	..	0,8
costruzioni	1,2	-0,4	..	-0,1	-0,2
altri beni	0,6	3,0	1,1	0,1	1,7
Variazione delle scorte (5) (6)	-0,3	0,1	0,1	-0,2	0,1
Esportazioni totali	1,5	4,3	-1,2	2,1	0,1
Esportazioni nette (6)	0,1	-0,4	-0,1	0,3	-0,1

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) Include gli oggetti di valore. – (6) Contributi alla crescita del PIL sul periodo precedente; punti percentuali.

Figura 18



Fonte: Banca d'Italia e Istat.

(1) Per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. il riquadro: *Ita-coin: un indicatore coincidente del ciclo economico italiano*, in *Bollettino economico*, 2, 2015. Dettagli sull'indicatore sono disponibili sul sito internet: <http://www.bancaditalia.it/statistiche/tematiche/indicatori/indicatore-ciclico-coincidente/index.html>. Per il PIL, dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente. Il cerchio ombreggiato rappresenta la previsione del tasso di crescita del PIL nel quarto trimestre basata sui modelli bridge. Per Ita-coin, stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche.

continuato a crescere a un ritmo contenuto, stimabile intorno allo 0,2 per cento (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel quarto trimestre del 2016 sulla base degli indicatori congiunturali coincidenti*). L'indicatore Ita-coin elaborato dalla Banca d'Italia è migliorato in dicembre per il terzo mese consecutivo, a 0,06, segnalando un recupero della dinamica di fondo del prodotto (fig. 18).

Gli indicatori prospettici, come le interviste ai responsabili degli acquisti delle imprese (PMI), le inchieste Istat relative al clima di fiducia di famiglie e imprese e l'indagine trimestrale condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, sono coerenti con la prosecuzione di una moderata espansione dell'attività economica anche nel primo trimestre di quest'anno (cfr. il par. 2.10).

L'inflazione mostra segnali di ripresa, ma rimane ancora debole

L'inflazione, misurata dalla variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), è salita in dicembre allo 0,5 per cento (da 0,1 in

novembre); la componente di fondo è pari allo 0,7 per cento (da 0,4). Pressioni al rialzo sono derivate principalmente dall'accelerazione dei prezzi dei beni alimentari freschi e dei servizi di trasporto aereo, e dall'attenuazione del calo dei prezzi dei prodotti energetici (cfr. il par. 2.6). Nel complesso del 2016 l'inflazione si è attestata a -0,1 per cento; l'indice al netto delle componenti più volatili è cresciuto dello 0,5 per cento.

L'ATTIVITÀ ECONOMICA NEL QUARTO TRIMESTRE DEL 2016 SULLA BASE DEGLI INDICATORI CONGIUNTURALI COINCIDENTI

I dati di contabilità nazionale sono tipicamente elaborati con qualche ritardo rispetto al periodo di riferimento; in Italia la prima stima del PIL trimestrale è pubblicata in media 45 giorni dopo la conclusione di ciascun trimestre. Nel frattempo è tuttavia disponibile un'ampia gamma di informazioni dalle quali è possibile derivare una rappresentazione solitamente abbastanza affidabile dello stato attuale dell'economia e utile a orientare l'azione di politica economica: si tratta di dati parziali desunti da fonti differenti (quali i consumi elettrici, il traffico commerciale, la produzione industriale), sondaggi presso le imprese e valutazioni di tipo qualitativo. Queste informazioni possono essere combinate sulla base di diversi modelli statistici, di cui la Banca d'Italia si avvale ai fini degli esercizi previsivi di medio periodo¹.

Nel quarto trimestre del 2016 la produzione industriale, i cui dati più recenti si riferiscono al mese di novembre, sarebbe ulteriormente aumentata, sebbene in misura meno accentuata rispetto al trimestre precedente; se ne trova conferma nella dinamica dei flussi di trasporto merci su gomma e ferrovia e in

¹ Cfr. ad esempio: A. Baffigi, R. Golinelli e G. Parigi, *Real-time GDP forecasting in the euro area*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 456, 2002; L. Bencivelli, M. Marcellino e G. Moretti, *Selecting predictors by using Bayesian model averaging in bridge models*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 872, 2012; M. Marcellino, M. Porqueddu e F. Venditti, *Short-term GDP forecasting with a mixed frequency dynamic factor model with stochastic volatility*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 896, 2013; V. Aprigliano e L. Bencivelli, *Ita-coin: a new coincident indicator for the Italian economy*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 935, 2013.

quella dei volumi di gas immesso in rete per uso industriale. Anche la fiducia delle imprese, misurata dagli indici dei responsabili degli acquisti (PMI), si è consolidata alla fine dell'anno (cfr. il par. 2.2). L'indicatore Ita-coin si è attestato su valori lievemente positivi (cfr. il par. 2.1).

Tenendo conto di questi andamenti i nostri modelli statistici segnalano che in autunno il PIL avrebbe continuato a crescere, a un ritmo valutabile attorno allo 0,2 per cento sul periodo precedente (figura A).

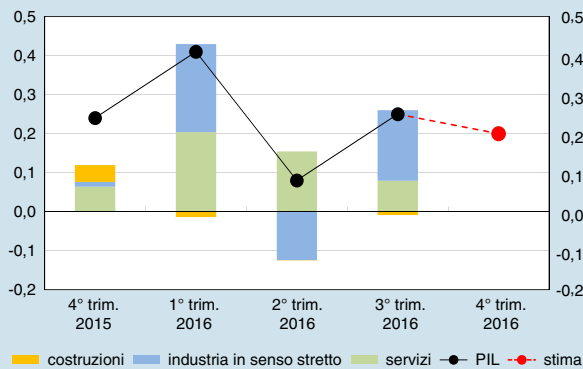
All'incremento avrebbero contribuito tutti i principali settori di attività ad eccezione delle costruzioni, dove la lieve ripresa nel comparto residenziale si è accompagnata alla persistente debolezza in quello dei lavori pubblici. Il valore aggiunto dell'industria in senso stretto sarebbe cresciuto di poco più di mezzo punto percentuale. Sulla base degli indici PMI (figura B) vi sarebbe stata una moderata espansione dell'attività nei servizi, soprattutto in quelli destinati alle aziende. Al miglioramento avrebbe progressivamente contribuito anche l'andamento meno sfavorevole della demografia di impresa: nel corso del 2016 si è ridotta la mortalità delle aziende ed è leggermente cresciuto il numero di imprese attive.

Nel complesso i rischi attorno a questa valutazione sul PIL sono bilanciati; l'incertezza delle stime, che non si discosta dalla media di quella osservata nelle precedenti fasi di consolidamento della ripresa ciclica, è valutabile in un intervallo di 0,1 punti percentuali in più o in meno rispetto alla valutazione centrale.

Tenendo conto di queste stime per il quarto trimestre, la crescita nel 2016 sarebbe stata pari allo 0,9 per cento. Tale indicazione è basata sui dati trimestrali corretti per gli effetti di calendario; poiché lo scorso anno ricorrevano due giorni lavorativi in meno rispetto al 2015, nei conti annuali – che secondo la metodologia statistica in vigore non vengono invece corretti per gli effetti di calendario – la variazione potrebbe risultare marginalmente inferiore.

Figura A

PIL e valore aggiunto nei principali comparti (1)
(variazioni percentuali e contributi alla crescita)

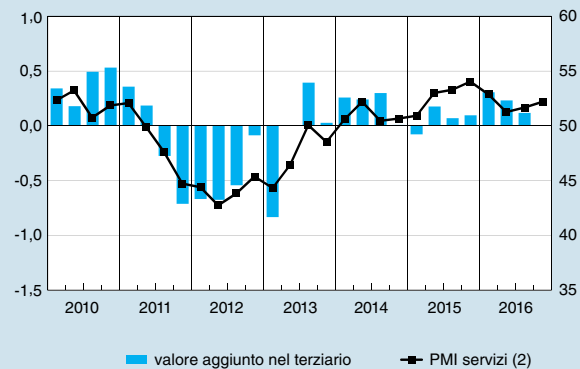


Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) PIL e stime: variazioni percentuali sul periodo precedente; valore aggiunto dei settori: contributi alla crescita del PIL in punti percentuali.

Figura B

Indici PMI nei servizi privati e valore aggiunto (1)
(livelli e variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Markit.

(1) Indici PMI: livello medio nel trimestre di riferimento; valore aggiunto nel terziario: variazione percentuale sul periodo precedente. – (2) Scala di destra.

2.2 LE IMPRESE

L'attività industriale continua a espandersi; si confermano i segnali di stabilizzazione nel settore immobiliare, nonostante prospettive più incerte nel comparto non residenziale. Gli indicatori di fiducia delle imprese si collocano su valori elevati. L'accumulazione di capitale è aumentata nella parte finale dell'anno.

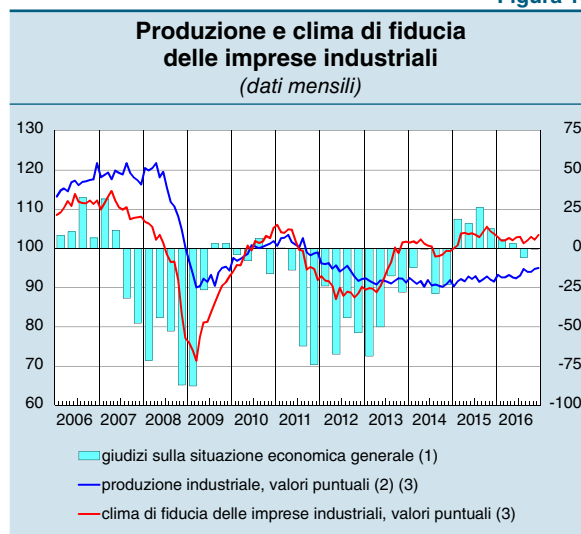
L'attività industriale continuerebbe a salire nel quarto trimestre

In novembre la produzione industriale è salita dello 0,7 per cento rispetto a ottobre. Secondo nostre stime, nell'ultimo trimestre del 2016 l'attività manifatturiera sarebbe cresciuta dello 0,7 per cento, un ritmo inferiore rispetto a quello registrato nei mesi estivi (1,3 per cento; fig. 19); nel complesso del 2016 avrebbe segnato un nuovo incremento, prossimo all'1 per cento (dall'1,8 nel 2015), sostenuto dai comparti dei beni di investimento e intermedi.

La fiducia delle imprese è elevata

Nei mesi autunnali il clima di fiducia delle imprese è rimasto stazionario rispetto al terzo trimestre, consolidandosi su livelli ciclicamente alti. Il buon andamento nell'industria manifatturiera e nel commercio al dettaglio è stato compensato dal peggioramento nel settore delle costruzioni; nella manifattura sono stati più favorevoli sia i giudizi sugli ordinativi correnti e sulle scorte di prodotti finiti, sia le attese sulla produzione. Anche gli indicatori PMI rimangono su valori storicamente elevati, compatibili con l'espansione dell'attività nella manifattura e nei servizi. Indicazioni coerenti con tali previsioni emergono dall'indagine trimestrale condotta in dicembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, che conferma sia il maggiore ottimismo delle imprese manifatturiere e dei servizi, sia il peggioramento dei giudizi nel settore edile, in particolare nel comparto non residenziale (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese italiane nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*). Pur con qualche incertezza attribuibile a fattori economici e politici, risulta in aumento la quota di imprese che si attende un'espansione della domanda dei propri prodotti nel breve termine, soprattutto per la componente estera.

Figura 19



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. Banca d'Italia, Statistiche. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, 16 gennaio 2017). - (2) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi; il dato per dicembre 2016 è stimato. - (3) Indice: 2010=100.

GLI INVESTIMENTI DELLE IMPRESE ITALIANE NELL'INDAGINE SULLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE E CRESCITA

Nel mese di dicembre la Banca d'Italia ha condotto, in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, l'indagine trimestrale su un campione di imprese dell'industria in senso stretto, dei servizi e delle costruzioni con almeno 50 addetti (cfr. Banca d'Italia, Statistiche. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, 16 gennaio 2017). Rispetto alla rilevazione di settembre, le aziende dell'industria e dei servizi sono moderatamente più ottimiste riguardo alla situazione economica generale e all'evoluzione nel breve termine delle proprie condizioni; le imprese di costruzione segnalano invece un quadro in peggioramento nel comparto non residenziale. Secondo le imprese industriali e dei servizi l'attività sarà sostenuta soprattutto dal consolidamento della domanda nonché, in misura più contenuta, dalle favorevoli condizioni di accesso al credito e dall'incremento dei propri prezzi. L'incertezza di natura economica e politica continua a essere percepita come l'ostacolo principale all'espansione dell'attività; al momento le aziende non segnalano rilevanti preoccupazioni circa l'emergere di spinte protezionistiche e l'andamento del tasso di cambio dell'euro.

Nel terziario i giudizi sulle condizioni per investire sono più favorevoli rispetto al trimestre precedente, mentre le imprese dell'industria in senso stretto e delle costruzioni, soprattutto quelle che

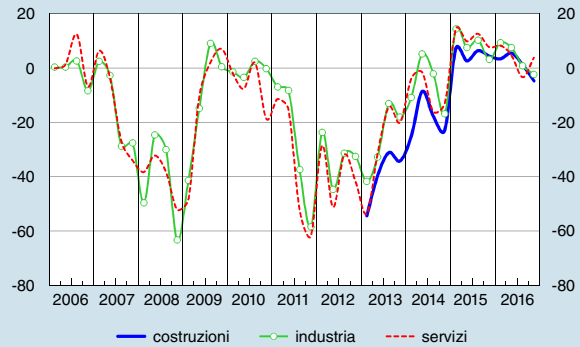
operano prevalentemente nel comparto non residenziale, esprimono valutazioni più pessimistiche (figura). Nel complesso le condizioni di accesso al credito e le attese sulla liquidità rimangono stazionarie.

La quota di imprese industriali e dei servizi che prefigura un rialzo della spesa in investimenti nel primo semestre del 2017 rispetto alla seconda metà del 2016 è aumentata, risultando superiore di circa 15 punti percentuali rispetto a quella relativa alle aziende che segnalano attese di diminuzione (tavola). L'espansione degli investimenti continuerebbe anche nel complesso del 2017: in questo caso il saldo fra le attese di aumento e quelle di diminuzione della spesa sale a 20 punti percentuali. Il miglioramento è più accentuato per le imprese localizzate al Sud e nelle Isole e si estende anche alle imprese di costruzione, soprattutto a quelle specializzate nell'edilizia residenziale.

Nel 2017 l'accumulazione di capitale beneficerebbe anche dell'incentivo agli investimenti in tecnologie digitali avanzate (iper ammortamento), introdotto dalla legge di bilancio per il 2017 e riconducibile al piano nazionale Industria 4.0, che si aggiunge alla proroga del sostegno agli investimenti in beni strumentali (super ammortamento) già contenuto nella legge di stabilità per il 2016. Circa un quinto delle aziende intervistate in dicembre ritiene che l'iper ammortamento eserciterà un'effettiva azione di stimolo; tale percentuale è in linea con le dichiarazioni espresse dagli operatori nelle indagini precedenti in merito all'efficacia del super ammortamento (cfr. il riquadro: *Le prospettive degli investimenti sulla base delle inchieste presso le imprese*, in *Bollettino economico*, 4, 2016).

Figura

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



(1) Saldi tra giudizi di miglioramento e giudizi di peggioramento rispetto al trimestre precedente nell'indagine condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* presso le imprese italiane con almeno 50 addetti (cfr. Banca d'Italia, Statistiche. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, 16 gennaio 2017).

Tavola

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

RISPOSTE	Industria in senso stretto	Servizi	Costruzioni	Totale economia
Spesa per investimenti programmata per il primo semestre del 2017 rispetto al secondo del 2016				
Più alta	30,5	26,0	22,4	27,1
Praticamente uguale	54,4	63,0	59,8	58,9
Più bassa	15,1	10,9	17,8	14,0
Spesa per investimenti programmata per il 2017 rispetto a quella effettuata nel 2016				
Più alta	35,7	32,5	23,7	32,0
Praticamente uguale	47,1	56,9	57,2	53,0
Più bassa	17,2	10,6	19,1	15,0

(1) Stime ponderate tenendo conto del rapporto tra numero di imprese rilevate e numero di imprese 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. Banca d'Italia, Statistiche. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, 16 gennaio 2017). Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

Gli investimenti hanno accelerato nei mesi estivi

L'accumulazione di capitale nel terzo trimestre ha accelerato portandosi allo 0,8 per cento sul periodo precedente (dal ristagno nel secondo), sostenuta dall'aumento della componente dei macchinari e delle attrezzature e soprattutto da quella dei mezzi di trasporto (8,8 per cento sul trimestre precedente); gli investimenti in costruzioni hanno subito invece una lieve diminuzione, concentrata nel comparto non residenziale. Il sondaggio di dicembre della Banca d'Italia condotto in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* prefigura un aumento della spesa per investimenti nella prima metà del 2017 rispetto alla seconda metà del 2016 da parte delle imprese industriali e dei servizi, soprattutto di quelle di grande dimensione. Vi influirebbero i nuovi incentivi per gli investimenti in beni tecnologici (iper ammortamento) e il prolungamento di quelli volti a ridurre il costo del capitale (super ammortamento; cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese italiane nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*). Le aspettative di inflazione delle aziende sono marginalmente cresciute, fornendo un ulteriore supporto alla propensione a investire (cfr. il riquadro: *Attese di inflazione molto bassa e piani di investimento delle imprese italiane*).

ATTESE DI INFLAZIONE MOLTO BASSA E PIANI DI INVESTIMENTO DELLE IMPRESE ITALIANE

Dalla seconda metà del 2012 l'inflazione, misurata dalla variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), è diminuita rapidamente in Italia, attestandosi da maggio del 2014 su valori eccezionalmente bassi, ben al di sotto della definizione di stabilità dei prezzi adottata dall'Eurosistema. Una fase prolungata di bassa crescita dei prezzi aumenta il rischio che le aspettative di inflazione degli operatori economici diminuiscano durevolmente¹. Tra i costi di un esteso periodo di attese di inflazione molto bassa, quando vi sono limiti a ulteriori riduzioni dei tassi di interesse nominali, rientra un aumento dell'onere dell'indebitamento delle imprese in termini reali, che può scoraggiare l'accumulazione di capitale e avere ricadute rilevanti non solo sull'attività economica corrente, ma anche sulla crescita potenziale dell'economia (cfr. il riquadro: *La crescita e gli investimenti in Italia*, in *Bollettino economico*, 4, 2016).

Tale ipotesi trova conferma nell'analisi della relazione fra le attese di inflazione delle imprese italiane e la loro propensione all'investimento, volta a valutare se e in che misura queste due grandezze siano correlate². L'analisi si avvale delle informazioni tratte dalle Indagini sulle aspettative di inflazione e crescita condotte trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* presso un campione di aziende (industriali, dei servizi e delle costruzioni) con almeno 50 addetti. Le risposte al questionario sottoposto alle imprese forniscono indicazioni quantitative riguardo alle attese delle aziende sull'inflazione al consumo su vari orizzonti temporali ("a 6 mesi", "a 1 anno", "a 2 anni" e "fra 3 e 5 anni") e valutazioni qualitative attinenti alla variazione annuale attesa della spesa in investimenti ("più bassa", "praticamente uguale" e "più alta")³.

Dai dati emerge che dalla fine del 2013, in un contesto di inflazione molto bassa, le imprese che hanno indicato l'intenzione di aumentare i propri investimenti – pari a circa un terzo del campione – hanno sistematicamente formulato aspettative di inflazione più elevate (di circa un decimo di punto percentuale) rispetto a quelle segnalate dalle aziende i cui piani di investimento erano previsti in diminuzione (figura).

¹ F. Buseti, G. Ferrero, A. Gerali e A. Locarno, *Deflationary shocks and de-anchoring of inflation expectations*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 252, 2014.

² A. Grasso e T. Ropele, *Business investment plans and inflation expectations*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

³ La domanda circa le attese di investimento delle imprese è stata introdotta nel questionario da ottobre del 2012. L'intervallo interquartile delle attese di inflazione a un anno si estende dal 2,4 al 3,0 per cento all'inizio del campione e da 0,0 allo 0,5 per cento a ottobre del 2016.

Per valutare la rilevanza statistica di tale relazione è necessario tenere conto di altre possibili determinanti dell'accumulazione, verosimilmente correlate con entrambe le variabili oggetto di studio, la cui omissione potrebbe distorcere le stime. In linea con la recente letteratura empirica, l'analisi controlla per variabili disponibili a livello di impresa: i tassi di interesse nominali sui prestiti bancari e le condizioni di accesso al credito bancario, le attese sulla posizione di liquidità e sulla dinamica occupazionale, le valutazioni dell'azienda sulla situazione economica generale dell'Italia. Sono altresì prese in considerazione alcune caratteristiche strutturali delle aziende tra cui la dimensione, la localizzazione geografica, il settore di attività economica e la quota del fatturato derivante da esportazioni.

I risultati documentano l'esistenza di una relazione positiva e statisticamente significativa fra le aspettative di inflazione e la propensione a investire delle imprese: una maggiore crescita attesa dei prezzi di 100 punti base, cui corrisponde, a parità di altre condizioni, una riduzione degli oneri finanziari in termini reali, aumenta di circa 2,5 punti percentuali la probabilità che un'azienda segnali di voler incrementare la propria spesa in investimenti.

Questi risultati confermano la necessità che la politica monetaria sia volta ad assicurare il ritorno dell'inflazione su valori coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi: in questo modo è possibile contrastare il rischio che un peggioramento cumulativo delle attese di bassa inflazione si ripercuota negativamente sull'attività economica e sulla crescita potenziale.

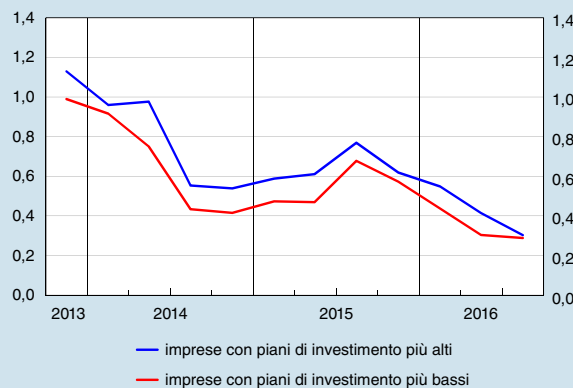
Il numero delle compravendite continua a crescere

La fiducia delle imprese di costruzione si attesta su livelli storicamente elevati, nonostante il calo segnato in dicembre. L'indagine congiunturale sul mercato delle abitazioni condotta in ottobre, in collaborazione con Tecnoborsa e con l'Osservatorio del mercato immobiliare (OMI) dell'Agenzia delle Entrate, indica un lieve miglioramento delle condizioni del settore. Le aspettative degli agenti immobiliari sulle tendenze di breve periodo del proprio mercato di riferimento e di quello nazionale sono divenute più favorevoli. Nel terzo trimestre il numero di compravendite di abitazioni ha segnato il sesto rialzo consecutivo (1,1 per cento sul periodo precedente, da 6,1 nel secondo; fig. 20); anche i prezzi delle abitazioni sono aumentati, pur se in misura modesta (0,1 per cento, da 0,2). Nell'ambito del sondaggio Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore*, le imprese di costruzione specializzate nell'edilizia residenziale hanno espresso valutazioni di miglioramento, anche in prospettiva, delle condizioni in cui operano, mentre quelle del comparto non residenziale ne hanno segnalato un peggioramento.

La fiducia delle imprese di costruzione si attesta su livelli storicamente elevati, nonostante il calo segnato in dicembre. L'indagine congiunturale sul mercato delle abitazioni condotta in ottobre, in collaborazione con Tecnoborsa e con l'Osservatorio del mercato immobiliare (OMI) dell'Agenzia delle Entrate, indica un lieve miglioramento delle condizioni del settore. Le aspettative degli agenti immobiliari sulle tendenze di breve periodo del proprio mercato di riferimento e di quello nazionale sono divenute più favorevoli. Nel terzo trimestre il numero di compravendite di abitazioni ha segnato il sesto rialzo consecutivo (1,1 per cento sul periodo precedente, da 6,1 nel secondo; fig. 20); anche i prezzi delle abitazioni sono aumentati, pur se in misura modesta (0,1 per cento, da 0,2). Nell'ambito del sondaggio Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore*, le imprese di costruzione specializzate nell'edilizia residenziale hanno espresso valutazioni di miglioramento, anche in prospettiva, delle condizioni in cui operano, mentre quelle del comparto non residenziale ne hanno segnalato un peggioramento.

Figura

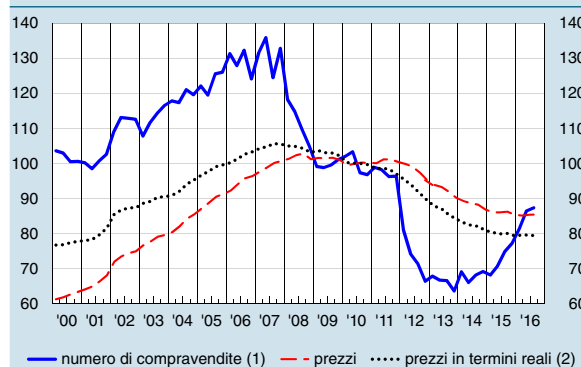
Inflazione attesa dalle imprese italiane (1) (punti percentuali)



Fonte: Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita, anni vari. (1) Media delle risposte al quesito sulla variazione attesa del tasso di crescita dei prezzi al consumo in Italia nei prossimi 12 mesi. Il grafico riporta l'andamento delle attese di inflazione, distinguendo fra le imprese che dichiarano piani di investimento più alti (linea blu) e piani di investimento più bassi (linea rossa).

Figura 20

Compravendite e prezzi delle abitazioni (dati trimestrali; indici: 2010=100)



Fonte: elaborazioni su dati OMI, Banca d'Italia, Istat e Consulente immobiliare. (1) Valori corretti per la stagionalità e per gli effetti di calendario. - (2) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo.

Prosegue il recupero della competitività

Secondo nostre stime la competitività di prezzo, valutata sulla base dei prezzi alla produzione dei beni manufatti, avrebbe continuato a migliorare in autunno, nell'ordine di mezzo punto percentuale rispetto al periodo precedente (fig. 21).

Dalla fine del 2014 le imprese italiane avrebbero accumulato un guadagno di competitività pari al 2,5 per cento per effetto, in pari misura, del deprezzamento dell'euro e della più favorevole dinamica dei prezzi relativi delle nostre esportazioni. Il recupero è stato di poco inferiore a quello osservato per le imprese francesi (2,9), mentre è stato più forte rispetto a quello registrato dalle aziende tedesche e spagnole (1,3 e 1,2, rispettivamente) per le quali ha pesato una più forte inflazione all'origine.

La redditività e l'autofinanziamento delle imprese continuano a migliorare

Sulla base dei dati diffusi dall'Istat e di nostre stime, il rapporto tra margine operativo lordo (MOL) e valore aggiunto nei dodici mesi terminanti in settembre ha continuato a salire. L'ulteriore diminuzione degli oneri finanziari netti ha determinato un miglioramento della capacità di autofinanziamento (calcolato come differenza tra MOL e oneri complessivi). La spesa per investimenti in rapporto al valore aggiunto si è ridotta marginalmente, mentre è proseguito il calo del fabbisogno finanziario. Nei mesi estivi il debito complessivo delle imprese in percentuale del PIL è lievemente sceso al 76 per cento (fig. 22).

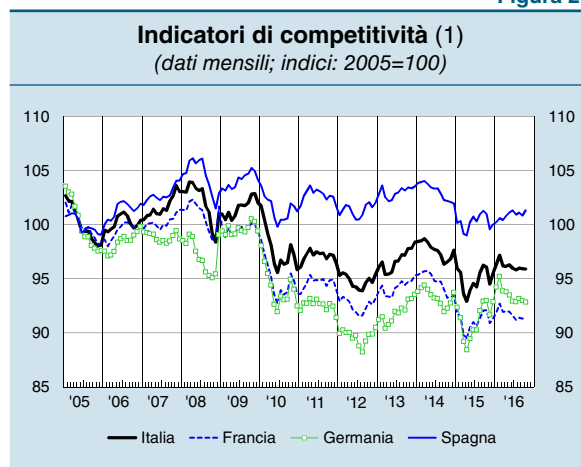
I prestiti alle imprese sono invariati

In novembre la variazione sui dodici mesi dei prestiti bancari alle imprese è stata nulla: all'aumento dei finanziamenti alle aziende di servizi si sono contrapposti l'ulteriore riduzione alle imprese di costruzione e il nuovo calo del credito destinato a quelle manifatturiere (cfr. il par. 2.7).

La raccolta obbligazionaria netta delle imprese si mantiene positiva

Nel terzo trimestre la raccolta obbligazionaria netta delle imprese italiane è stata ancora positiva (2 miliardi di euro; cfr. tav. 7); le emissioni lorde di azioni da parte di società non finanziarie residenti in Italia sono state pari a 77 milioni, contro i 604 milioni nel periodo precedente. Sulla base di dati preliminari di fonte Dealogic anche nel quarto trimestre le emissioni nette delle aziende del nostro paese sarebbero state positive (per un miliardo).

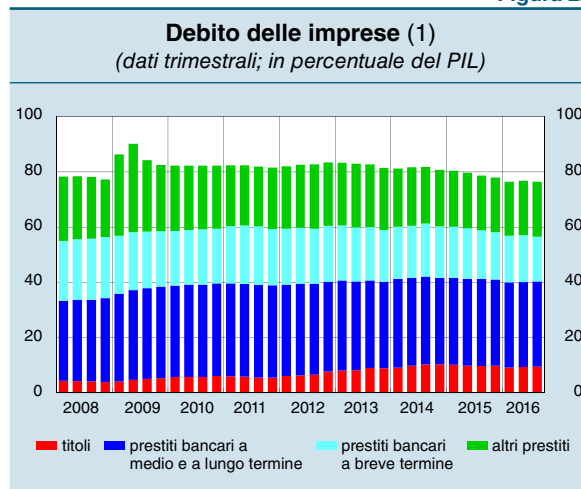
Figura 21



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

(1) Nei confronti di 61 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 ottobre 2016. 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.

Figura 22



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.

2.3 LE FAMIGLIE

I consumi delle famiglie sono cresciuti a un ritmo contenuto nel corso dell'estate; le informazioni più recenti suggeriscono che avrebbero continuato a espandersi moderatamente anche nella parte finale del 2016. A un forte aumento del reddito disponibile si è associato un graduale incremento della propensione al risparmio, che nel 2015 aveva raggiunto livelli assai moderati. In dicembre l'indice di fiducia dei consumatori ha interrotto la tendenza alla flessione in atto dall'inizio dello scorso anno.

La spesa delle famiglie ha lievemente rallentato...

Dopo essere aumentata in modo significativo fino all'inizio del 2016, nel terzo trimestre la spesa delle famiglie è cresciuta a un tasso più modesto, di poco inferiore al periodo precedente (0,1 per cento, da 0,2). Ha rallentato la spesa in beni durevoli (0,6 per cento, da 1,0 nel secondo trimestre) e semidurevoli (che hanno ristagnato, da 1,2 per cento); hanno invece leggermente accelerato gli acquisti di beni non durevoli (che sono rimasti stabili, da -0,1) e quelli di servizi (0,2 per cento, da 0,1).

...nonostante la crescita sostenuta del reddito disponibile

Nei primi nove mesi del 2016 il reddito disponibile, valutato in termini reali, è salito del 2,3 per cento rispetto al periodo corrispondente (fig. 23), beneficiando dei miglioramenti registrati nel mercato del lavoro (cfr. il par. 2.5). La propensione al risparmio, dopo la discesa segnata nel corso del 2015,

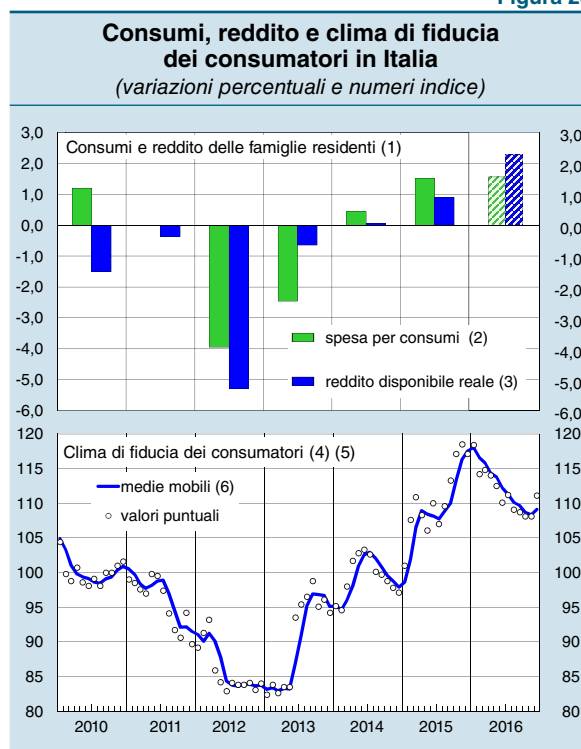
è progressivamente aumentata durante lo scorso anno pur attestandosi ancora su valori contenuti (fig. 24). Il graduale attenuarsi dell'incertezza circa il valore dell'abitazione di proprietà, conseguente alla stabilizzazione dei prezzi delle case in atto dall'inizio dell'anno scorso (cfr. il par. 2.2), sta plausibilmente allentando il precedente effetto di freno sulla spesa delle famiglie.

I consumi avrebbero continuato a espandersi anche alla fine del 2016

In dicembre l'indice del clima di fiducia dei consumatori è salito, interrompendo la tendenza al ribasso in atto dall'inizio del

2016. Nel corso dell'autunno, al leggero peggioramento delle attese sul quadro economico generale si è contrapposto il miglioramento delle valutazioni sul bilancio familiare, sulla situazione economica corrente e sull'evoluzione del mercato del lavoro; nel bimestre ottobre-novembre l'occupazione è rimasta stabile rispetto ai due mesi precedenti (cfr. il par. 2.5). Nell'ultimo trimestre dell'anno le immatricolazioni di autoveicoli sono aumentate in termini congiunturali del 2,0 per cento (da -0,3 nel terzo trimestre); nel complesso del 2016 sono cresciute del 15,8 per cento. La modesta dinamica delle vendite al dettaglio è coerente con una lieve espansione dei consumi non durevoli nella parte finale del 2016.

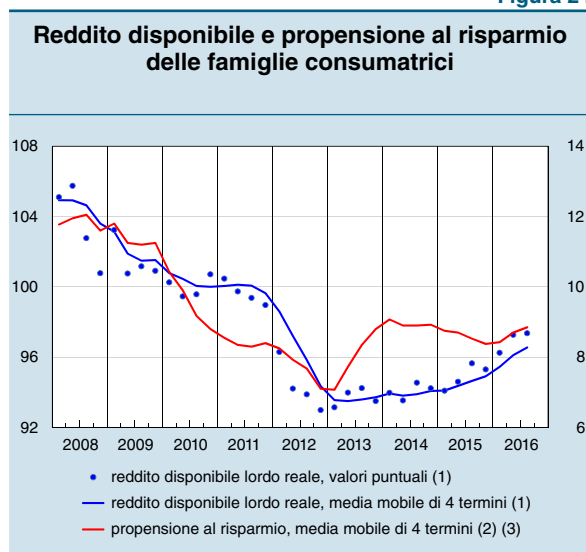
Figura 23



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

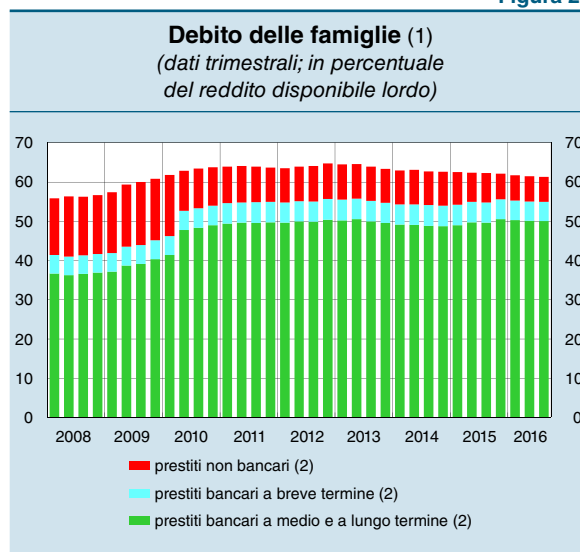
(1) Variazioni percentuali sull'anno precedente. Fino al 2015 dati annuali; per il 2016 variazioni percentuali dei primi 9 mesi sullo stesso periodo del 2015. – (2) Quantità a prezzi concatenati. – (3) Deflazionato con il deflatore della spesa per consumi delle famiglie (valori concatenati con anno di riferimento 2010). – (4) Dati mensili destagionalizzati. Indici: 2010=100. – (5) Nel giugno 2013 sono state introdotte innovazioni metodologiche che rendono i dati diffusi a partire da quella data non direttamente confrontabili con quelli precedenti. – (6) Dati mensili; medie mobili nei 3 mesi terminanti in quello di riferimento.

Figura 24



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

Figura 25



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.

Il debito delle famiglie è leggermente diminuito

In estate il debito delle famiglie italiane, in rapporto al reddito disponibile, ha continuato a contrarsi, seppure lievemente, attestandosi al 61,4 per cento (dal 61,5 di giugno; fig. 25), mantenendosi ben al di sotto di quello medio dell'area dell'euro (95 per cento circa alla fine di giugno). Nello stesso periodo i tassi di interesse sui nuovi mutui sono ulteriormente scesi, confermando la tendenza iniziata nel 2012 (cfr. il par. 2.7).

2.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nel trimestre estivo le esportazioni italiane di beni e servizi sono rimaste pressoché stazionarie, risentendo della debole crescita del commercio mondiale; le prospettive relative agli ordini esteri sono migliorate in autunno. Il surplus di conto corrente ha continuato ad aumentare. È proseguito il processo di ricomposizione del portafoglio degli investitori italiani verso titoli esteri, rappresentati in particolare da quote di fondi comuni.

Nei mesi estivi le esportazioni hanno pressoché ristagnato...

Nel terzo trimestre del 2016 le esportazioni di beni e servizi si sono mantenute sostanzialmente invariate (erano cresciute del 2,1 per cento nel periodo precedente). Le vendite di merci sono lievemente diminuite, frenate dalla flessione verso i paesi dell'Unione europea (in particolare Spagna e Francia). I cali più pronunciati si sono registrati nei comparti dei prodotti petroliferi raffinati e dell'elettronica; sono invece risultate in espansione le vendite all'estero dei settori dei mezzi di trasporto, della chimica e degli alimentari. Le esportazioni di servizi sono aumentate dell'1,3 per cento.

...e le importazioni hanno rallentato

Anche le importazioni complessive hanno decelerato, ma in misura più contenuta (0,7 per cento in volume, da 1,3 nel secondo trimestre), segnando

una diminuzione per la componente dei servizi; gli acquisti di merci sono invece cresciuti a un ritmo analogo a quello osservato nel periodo precedente (1,4 per cento). L'incremento ha riguardato sia i mercati UE sia, in misura minore, quelli extra UE.

Le prospettive sono migliorate nel quarto trimestre

Le esportazioni di beni hanno ancora ristagnato in ottobre; in novembre sono invece aumentate, in particolare quelle verso i mercati extra UE. Nelle valutazioni delle imprese le prospettive sulla domanda estera, che continuano a collocarsi sopra la soglia compatibile con un'espansione delle vendite, sono migliorate nell'ultimo trimestre dello scorso anno, pur rimanendo meno favorevoli di quanto registrato nel corso del 2015 (fig. 26).

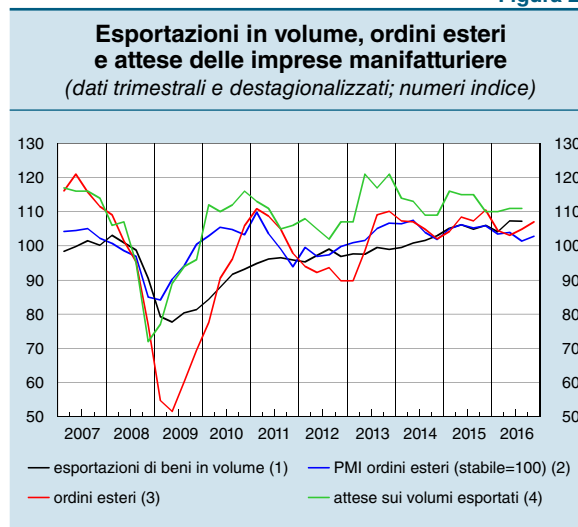
L'avanzo di conto corrente è ancora aumentato

È proseguito il miglioramento del surplus di conto corrente, che nel complesso dei primi undici mesi del 2016 ha raggiunto i 40,4 miliardi, quasi il doppio rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. L'incremento è stato determinato soprattutto dal saldo dei redditi da capitale, in relazione all'aumento degli incassi da attività di portafoglio (in particolare fondi esteri), e dal crescente avanzo commerciale, legato all'ulteriore flessione della spesa in materie prime energetiche (tav. 3).

Prosegue il ribilanciamento del portafoglio dei residenti

Nei primi undici mesi dell'anno gli acquisti netti di titoli di portafoglio esteri da parte di residenti hanno raggiunto 66,7 miliardi, rappresentati per quasi due terzi da quote di fondi comuni. Questi deflussi non appaiono correlati a modifiche recenti del clima di fiducia o all'incertezza, ma si inquadrano piuttosto in una graduale e ordinata ricomposizione del portafoglio delle famiglie residenti verso prodotti assicurativi e del risparmio gestito, con un conseguente incremento del peso delle attività sull'estero, spesso costituite da fondi comuni riconducibili a gruppi finanziari italiani (cfr. il riquadro: *Gli investimenti di portafoglio all'estero dell'Italia*).

Figura 26



Fonte: Istat, Markit e Thomson Reuters Datastream.
(1) Indici: 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. – (4) Inchiesta congiunturale trimestrale dell'Istat presso le imprese, relativa alle attese per i 3 mesi successivi; saldo percentuale delle risposte "favorevole" e "sfavorevole", al quale viene sommato il valore 100.

Tavola 3

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

VOCI	2014	2015	gen.-nov. 2015	gen.-nov. 2016
Conto corrente	30,5	26,6	21,2	40,4
Merci	47,4	52,3	45,8	54,1
prodotti non energetici (2)	88,8	84,3	75,3	76,3
prodotti energetici (2)	-41,4	-32,0	-29,6	-22,2
Servizi	-1,0	-1,6	-0,9	-0,5
Redditi primari	..	-9,2	-9,8	0,2
Redditi secondari	-15,8	-14,8	-13,8	-13,4
Conto capitale	3,4	2,6	1,8	0,9
Conto finanziario	43,8	25,6	23,3	40,9
Investimenti diretti	2,3	0,9	4,7	-4,0
Investimenti di portafoglio	-3,6	89,5	59,1	106,4
Derivati	-3,6	3,4	1,3	9,1
Altri investimenti	49,6	-68,6	-42,2	-69,3
Variazione riserve ufficiali	-1,0	0,5	0,5	-1,3
Errori e omissioni	9,9	-3,7	0,3	-0,4

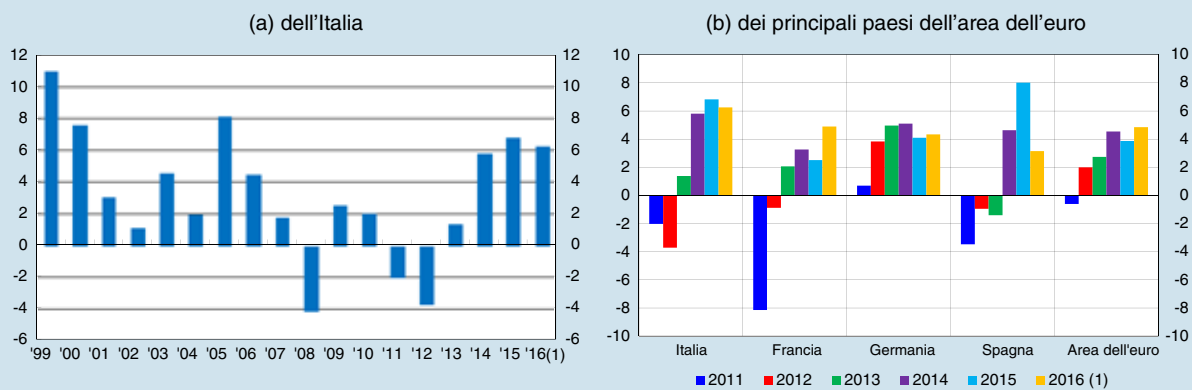
(1) Secondo gli standard internazionali pubblicati in FMI, *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6 ed., 2009 (BPM6). Per i mesi di ottobre e novembre 2016, dati provvisori. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat.

GLI INVESTIMENTI DI PORTAFOGLIO ALL'ESTERO DELL'ITALIA

Nell'ultimo triennio gli investimenti di portafoglio all'estero da parte degli italiani sono aumentati significativamente. Tra gennaio del 2014 e ottobre del 2016 i residenti hanno effettuato acquisti netti di titoli esteri per 280 miliardi, pari a quasi un terzo dello stock complessivo alla fine del 2013, dopo sette anni di investimenti modesti o negativi (figura, pannello a).

Figura

Investimenti di portafoglio all'estero (flussi in percentuale del PIL)



Fonte: BCE per i dati relativi agli altri paesi dell'area dell'euro e per il complesso dell'area.
(1) Primi 9 mesi.

Ciò ha riflesso soprattutto un ribilanciamento del portafoglio delle famiglie italiane, con una riduzione del peso – elevato nel confronto internazionale – dei titoli pubblici e delle obbligazioni bancarie a favore dei prodotti assicurativi e del risparmio gestito. Questi ultimi sono anch'essi in larga parte emessi da residenti; il risparmio raccolto dagli intermediari assicurativi e finanziari nazionali viene tuttavia reinvestito principalmente in attività estere, in linea con la maggiore diversificazione che tipicamente caratterizza le scelte di questi investitori istituzionali rispetto alle famiglie. Tra l'inizio del 2014 e il terzo trimestre del 2016 le famiglie hanno ridotto le consistenze di titoli di debito italiani bancari e pubblici (per 182 e 73 miliardi, rispettivamente), effettuando acquisti netti di prodotti assicurativi e pensionistici, nonché di quote di fondi comuni (per 137 e 120 miliardi, rispettivamente).

Sulla riduzione della detenzione di titoli di Stato ha influito soprattutto il programma di acquisto di attività dell'Eurosistema (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP), che ne ha contenuto la disponibilità e diminuito i rendimenti, inducendo una maggiore diversificazione a favore di titoli esteri. Ciò sembra essere avvenuto soprattutto nei paesi (come Italia e Spagna; figura, pannello b) in cui è più elevata la quota di titoli pubblici detenuta da residenti.

Alla flessione degli investimenti in obbligazioni bancarie nell'ultimo triennio hanno concorso vari fattori: il venire meno dei vantaggi fiscali di questi titoli, che ne ha reso meno conveniente il rinnovo a scadenza, il cambiamento delle politiche di offerta delle banche e verosimilmente le incertezze suscitate dall'entrata in vigore della direttiva UE/2014/59 sul risanamento e la risoluzione delle banche (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD)¹. Gli istituti di credito non hanno rinnovato larga parte delle obbligazioni giunte a scadenza, grazie alle minori esigenze di raccolta (anche in relazione alle operazioni di rifinanziamento mirate a più lungo termine dell'Eurosistema); hanno invece collocato

¹ M. Coletta e R. Santioni, *Le obbligazioni bancarie nel portafoglio delle famiglie italiane*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 359, 2016.

Investimenti di portafoglio all'estero dell'Italia per settore residente
(miliardi di euro)

VOCI	Banche (1)	Assicurazioni e fondi pensione	Altri interm. finanz. (2)	Famiglie (3)	Altri soggetti residenti (4)	Totale
Per anno						
2014	7	30	43	16	-2	94
2015	23	43	25	15	6	112
2016 (gen.-ott.)	-1	43	13	14	5	73
Totale	29	116	80	45	9	280
Per strumento (gen. 2014-ott. 2016)						
Titoli di debito	27	49	27	-14	-5	84
Azioni quotate	1	5	..	2	3	11
Quote di fondi di investimento	1	63	54	56	10	184
Totale	29	116	80	45	9	280

(1) Inclusi fondi monetari e Cassa depositi e prestiti spa. – (2) Fondi non monetari, ausiliari finanziari, istituzioni finanziarie captive e prestatori di fondi. – (3) Include le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (4) Società non finanziarie, Pubblica amministrazione e Banca d'Italia.

presso la clientela al dettaglio altri strumenti finanziari, quali quote di fondi di investimento e prodotti assicurativi, perseguendo un incremento della redditività attraverso le commissioni di intermediazione.

Agli acquisti di titoli esteri dal 2014 ha contribuito in misura determinante l'espansione del comparto del risparmio assicurativo e gestito: le assicurazioni e i fondi pensione per 116 miliardi, gli "altri intermediari finanziari" (che includono i fondi comuni non monetari) per 80 miliardi (tavola). Più contenuto è stato invece il contributo delle famiglie, delle banche e degli altri soggetti residenti (45, 29 e 9 miliardi, rispettivamente).

Gli investimenti in titoli esteri hanno riguardato soprattutto quote di fondi comuni (184 miliardi) e titoli di debito (84 miliardi), a fronte di modesti acquisti di azioni quotate. Per quanto attiene ai fondi comuni, i dati Assogestioni segnalano una propensione a investire in attività che offrono rendimenti maggiori di quelli conseguibili sul mercato dei titoli di Stato: solo un terzo dell'incremento di quote ha interessato fondi obbligazionari; un altro terzo ha riguardato fondi flessibili; la restante parte è divisa tra fondi azionari, bilanciati e, in misura minore, monetari.

Oltre la metà degli acquisti di titoli di debito è stata effettuata dal settore delle assicurazioni e dei fondi pensione, che hanno mostrato interesse in particolare per obbligazioni estere societarie. Al fine di diversificare il rischio sovrano le banche italiane hanno investito – soprattutto nel corso del 2015 – in titoli pubblici emessi dagli altri paesi dell'area, principalmente spagnoli e, per importi più modesti, francesi e tedeschi. Gli acquisti effettuati dagli "altri intermediari finanziari" hanno riguardato sia titoli pubblici sia titoli di altri emittenti.

Questi dati non sembrano suggerire che gli investimenti all'estero dei residenti siano imputabili a una più spiccata preferenza degli investitori per attività finanziarie ritenute maggiormente sicure (*flight to safety*) o a un aumento della percezione del rischio paese che sarebbe sopravvenuto a partire dall'estate. Ciò è confermato sia dal peso modesto di titoli emessi dai paesi *core* dell'area dell'euro, quali Francia e Germania, sul complesso degli acquisti, sia dal fatto che non si è riscontrata un'accelerazione degli acquisti di titoli esteri nei mesi più recenti. Gli investimenti all'estero dei residenti sembrano rispecchiare una ricomposizione del portafoglio volta a conseguire una maggiore diversificazione e rendimenti più elevati. Tali investimenti possono tuttavia ricondursi anche al limitato sviluppo del mercato azionario nazionale e delle obbligazioni societarie.

Figura 27

Dal lato delle passività, gli investitori esteri hanno mantenuto stabili le loro consistenze di titoli pubblici italiani, con un profilo mensile che ha riflesso in parte quello della politica di emissione del Tesoro; hanno ridotto la detenzione di obbligazioni bancarie (24,6 miliardi), in linea con il calo dei collocamenti all'ingrosso da parte delle banche.

Il saldo passivo TARGET2 è rimasto invariato negli ultimi mesi

La posizione debitoria della Banca d'Italia su TARGET2 è rimasta sostanzialmente stabile nell'ultimo trimestre del

2016, attestandosi a 357 miliardi di euro alla fine di dicembre. Considerando i dati della bilancia dei pagamenti (per la quale sono disponibili informazioni fino a novembre), il progressivo ampliamento del saldo tra gennaio e novembre rappresenta soprattutto la contropartita del processo di diversificazione del portafoglio degli investitori italiani verso attività estere e del calo della raccolta bancaria sui mercati internazionali (fig. 27), avvenuto in parallelo alla creazione di liquidità attraverso i programmi dell'Eurosistema.

La posizione sull'estero migliora

La posizione patrimoniale netta sull'estero dell'Italia alla fine dello scorso settembre era passiva per 292,1 miliardi di euro, pari al 17,5 per cento del PIL. Il miglioramento di quasi due punti di prodotto rispetto al trimestre precedente è attribuibile per oltre la metà all'avanzo di conto corrente; in misura minore vi ha contribuito il saldo degli aggiustamenti di valutazione, soprattutto l'incremento del valore di mercato delle attività di portafoglio (in particolare i fondi esteri).

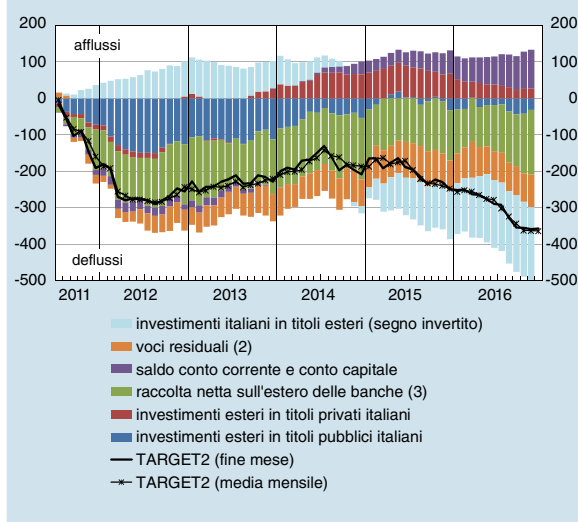
2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Nel trimestre estivo si sono stabilizzate le ore lavorate e gli occupati totali; è aumentata l'occupazione alle dipendenze, sia a tempo determinato sia a tempo indeterminato. Le indicazioni congiunturali più aggiornate sono coerenti con un'espansione contenuta dell'occupazione nei mesi finali del 2016. La crescita del costo del lavoro è stata nulla.

Nei mesi estivi l'input di lavoro è rimasto stabile...

Nel terzo trimestre dello scorso anno il numero di ore lavorate e quello delle persone occupate rilevati dai conti nazionali sono rimasti pressoché invariati rispetto al periodo precedente (fig. 28 e tav. 4)¹. L'occupazione è aumentata nell'industria in senso stretto e nei servizi privati; è diminuita nelle costruzioni e, in misura minore, nell'agricoltura. Sulla base dei dati preliminari della *Rilevazione*

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



(1) Utilizzando l'identità contabile della bilancia dei pagamenti, un miglioramento del saldo passivo della Banca d'Italia nei confronti della BCE sul sistema dei pagamenti TARGET2 può riflettere investimenti in Italia da parte dei non residenti (maggiori passività), disinvestimenti di attività estere da parte dei residenti (minori attività) o un saldo di conto corrente e conto capitale in attivo. Flussi cumulati a partire da luglio 2011. – (2) Investimenti diretti esteri, derivati, altri investimenti, errori e omissioni. – (3) Inclusa la raccolta intermedia da controparti centrali residenti.

¹ Cfr. anche la *Nota trimestrale sulle tendenze dell'occupazione*, redatta congiuntamente da Istat, Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, INPS e INAIL alla fine di dicembre.

sulle forze di lavoro, nel bimestre ottobre-novembre il numero degli occupati è rimasto costante rispetto ai due mesi precedenti.

...mentre il numero degli occupati dipendenti ha continuato a salire

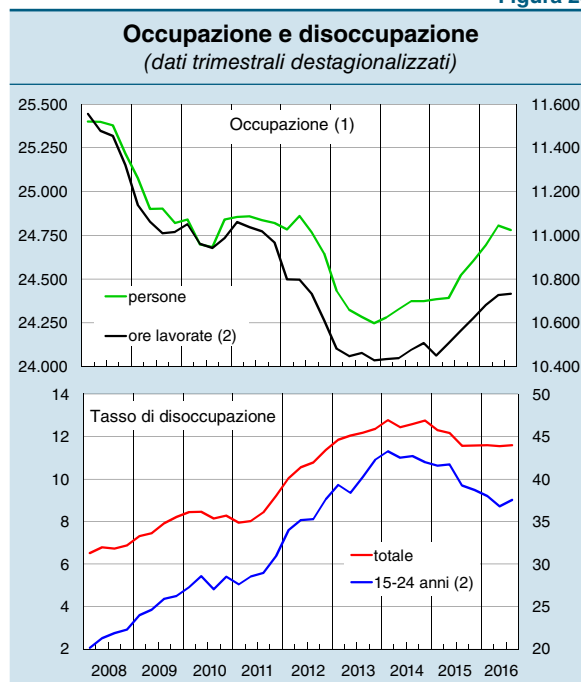
L'occupazione autonoma nel terzo trimestre si è contratta dello 0,6 per cento, mentre quella alle dipendenze ha continuato a crescere (0,1 per cento; 1,6 nel complesso dei primi nove mesi del 2016, rispetto al periodo corrispondente); secondo i dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro* sono aumentati gli assunti con contratti sia a tempo determinato sia a tempo indeterminato, nonostante questi ultimi siano stati interessati dal ridimensionamento della decontribuzione rispetto al 2015. In ottobre e in novembre il numero di dipendenti si è ridotto (-0,3 per cento) nel confronto con i due mesi precedenti, mentre è salito quello dei lavoratori autonomi (0,8 per cento).

Negli ultimi mesi del 2016 l'occupazione sarebbe aumentata

Negli ultimi mesi dell'anno la dinamica del numero di occupati potrebbe essere stata sostenuta dalla scelta

delle imprese di intensificare le assunzioni a tempo indeterminato prima della definitiva eliminazione, dal 1° gennaio del 2017, dello sgravio contributivo. Anche l'andamento delle assunzioni e delle cessazioni registrate dall'INPS nel settore privato esclusi i lavoratori domestici e gli operai agricoli (circa 500.000 nuovi contratti in più tra gennaio e ottobre dello scorso anno), che si riflettono con qualche ritardo sulla stima del numero di occupati prodotta dall'Istat, prefigura per l'ultima parte del 2016 un ulteriore aumento del numero di occupati alle dipendenze in quei comparti. Secondo l'indagine condotta in

Figura 28



Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali e Rilevazione sulle forze di lavoro*. (1) Migliaia di persone; milioni di ore. – (2) Scala di destra.

Tavola 4

Occupazione e ore lavorate

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

VOCI	Consistenze 3° trim. 2016	Variazioni			
		4° trim. 2015	1° trim. 2016	2° trim. 2016	3° trim. 2016
Totale occupati	24.780	0,3	0,4	0,5	-0,1
di cui: industria in senso stretto	4.188	0,6	0,3	-0,1	0,2
servizi privati (1)	10.805	0,3	0,6	1,0	0,2
Dipendenti	18.606	0,7	0,4	0,5	0,1
Autonomi	6.173	-0,6	0,1	0,5	-0,6
Ore lavorate	10.734	0,5	0,6	0,4	0,1
di cui: industria in senso stretto	1.846	1,1	0,7	0,5	0,3
servizi privati (1)	4.910	0,2	1,4	0,5	0,2
Dipendenti	7.362	0,8	0,1	0,9	0,2
Autonomi	3.372	-0,1	1,5	-0,7	-0,2

Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali*.
(1) Esclusi i servizi alle famiglie e agli individui.

dicembre dall'Istat le aspettative delle imprese circa il quadro occupazionale a tre mesi segnalano una crescita dell'occupazione nella manifattura e una diminuzione nei servizi.

Il tasso di disoccupazione è rimasto stabile

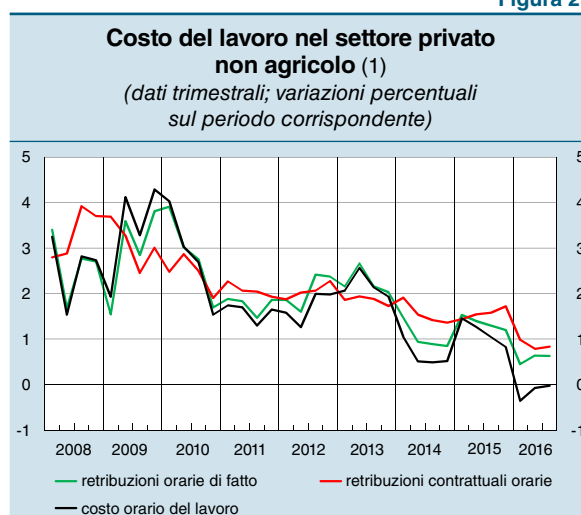
Il tasso di disoccupazione nel terzo trimestre si è mantenuto invariato all'11,6 per cento (fig. 28); anche il tasso di attività si è collocato sullo stesso livello del periodo precedente (64,9 per cento), interrompendo una tendenza alla crescita in atto da circa un anno e mezzo. Nei mesi di ottobre e di novembre, sulla base di dati preliminari, il tasso di disoccupazione sarebbe leggermente cresciuto rispetto al bimestre precedente (all'11,9 per cento), seguendo il contestuale aumento del tasso di attività.

La crescita del costo del lavoro è stata nulla

Nei mesi estivi il costo del lavoro nel settore privato non agricolo si è mantenuto

invariato su base annua (fig. 29). Alla flessione degli oneri sociali dovuta agli sgravi contributivi sulle nuove assunzioni si è contrapposta la crescita delle retribuzioni contrattuali e di quelle di fatto, benché con ritmi storicamente bassi (rispettivamente 0,8 e 0,6 per cento sul periodo corrispondente del 2015). I recenti rinnovi contrattuali nel settore privato prefigurano una ridotta dinamica delle retribuzioni anche nei prossimi mesi (cfr. il riquadro: *I rinnovi contrattuali nel settore privato durante il 2016*). Il costo del lavoro per unità di prodotto ha invece continuato a salire, risentendo del calo della produttività oraria (-1,1 per cento sullo stesso periodo del 2015).

Figura 29



Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali e Indagine sulle retribuzioni contrattuali*. (1) Dati destagionalizzati per il costo orario del lavoro e per le retribuzioni orarie di fatto.

I RINNOVI CONTRATTUALI NEL SETTORE PRIVATO DURANTE IL 2016

Nel corso del 2016 la dinamica delle retribuzioni del settore privato si è notevolmente ridotta, con un'accentuazione della tendenza in atto già nel biennio precedente (cfr. il riquadro: *Dinamica delle retribuzioni, disoccupazione e aspettative di inflazione*, in *Bollettino economico*, 2, 2016). Ciò ha riflesso soprattutto il rallentamento della componente contrattuale, in seguito ai ritardi nella stipula dei rinnovi e, nella gran parte dei casi in cui questa è avvenuta, alla mancata erogazione di aumenti retributivi per il 2016; nel settore del commercio, che incide per circa un quinto del monte retributivo del settore privato¹, è stato sospeso il pagamento di una tranches di aumento prevista dal contratto siglato nel 2015. Complessivamente il sostanziale congelamento delle retribuzioni contrattuali ha interessato circa la metà dei lavoratori dipendenti.

A determinare tale situazione hanno contribuito sia la volontà delle imprese di recuperare almeno una parte degli incrementi retributivi pagati nel triennio 2013-15 in eccesso rispetto all'inflazione realizzata (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*, nella *Relazione annuale* sul 2015), sia l'incertezza circa la dinamica futura dei prezzi e riguardo alla possibile riforma del modello di relazioni industriali.

I contratti stipulati di recente hanno introdotto alcuni importanti elementi di novità. L'accordo siglato alla fine di novembre per il comparto metalmeccanico – relativo a circa un quinto del monte

¹ Le quote sul monte retributivo del settore privato riportate nel testo sono basate su quelle utilizzate dall'Istat per il calcolo dell'indice delle retribuzioni contrattuali.

retributivo del settore privato – oltre a non contemplare incrementi sino alla prossima estate (prolungando così alla metà del 2017 la fase di marcata moderazione salariale), stabilisce che gli aumenti successivi siano determinati ex post, con frequenza annuale e in base alla dinamica realizzata dell'indice dei prezzi al consumo (al netto dei beni energetici importati). In tal modo si modifica la regola fissata dall'accordo interconfederale del 2009, che prevedeva aumenti definiti su un orizzonte triennale in funzione dell'andamento atteso dello stesso indice. Il nuovo contratto ha altresì introdotto la clausola di assorbimento, in base alla quale incrementi retributivi stabiliti a livello nazionale si applicheranno solo per la parte che eccede eventuali aumenti già erogati in sede aziendale.

Una clausola che lega gli incrementi retributivi all'inflazione passata è stata introdotta nel dicembre 2016 anche nel contratto per il settore del legno² ed è stata ripresa nella piattaforma presentata dalla parte datoriale del comparto tessile, dove è ancora in corso la trattativa. I contratti dei settori chimico e della gomma plastica, rinnovati nel 2015, prevedono la possibilità che le parti verifichino annualmente lo scarto tra l'inflazione effettiva dell'anno precedente e la previsione utilizzata in sede di rinnovo e, se necessario, adeguino l'ammontare delle tranche inizialmente concordate.

Rispetto al totale dei contratti, quelli che prevedono meccanismi di indicizzazione ex post (incluso il contratto del comparto tessile tuttora in fase di negoziazione) rappresentano al momento circa un terzo del monte retributivo del settore privato.

Il legame delle retribuzioni con l'inflazione passata, anziché con suoi valori previsti o programmati, può tradursi in una maggiore inerzia nell'andamento dell'inflazione stessa (come avveniva con la scala mobile abolita dal protocollo del 1993); nell'attuale fase ciclica potrebbe comportare una maggiore difficoltà nel ritorno verso valori coerenti con la stabilità dei prezzi.

² La clausola, che si applica agli aumenti del 2018 e del 2019, utilizza come riferimento l'indice generale dei prezzi al consumo (inclusi i beni energetici).

2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

L'inflazione al consumo è tornata positiva alla fine del 2016. La dinamica dei prezzi rimane tuttavia su valori ancora molto bassi; continua a risentire soprattutto della debolezza della componente di fondo. Le famiglie, le imprese e i principali analisti prefigurano una moderata risalita dei prezzi nel corso del 2017.

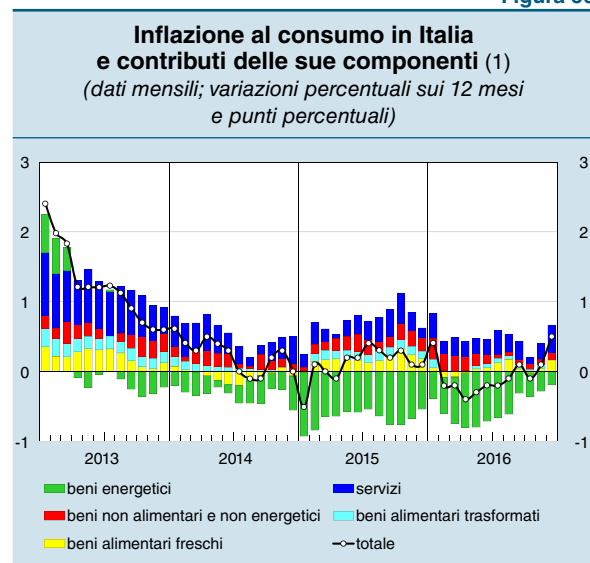
La dinamica dei prezzi è tornata positiva negli ultimi due mesi del 2016...

La variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), tornata appena positiva in novembre, è salita in dicembre allo 0,5 per cento (fig. 30). All'accelerazione dei prezzi dei beni alimentari freschi si è accompagnata l'attenuazione del calo della componente energetica.

...ma l'inflazione di fondo è ancora debole

L'inflazione di fondo, pur in lieve ripresa (0,7 per

Figura 30



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.
(1) IPCA.

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

PERIODO	IPCA (1)			IPC (2)		IPP (3)	
	Indice generale	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale a tassazione costante (4)	Indice generale a 1 mese (5)	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale	
2012	3,3	2,0	2,5	3,0	–	1,7	4,1
2013	1,2	1,2	1,1	1,2	–	1,1	-1,2
2014	0,2	0,7	-0,1	0,2	–	0,7	-1,8
2015	0,1	0,7	0,0	0,1	–	0,5	-3,4
2016	-0,1	0,5	-0,1	-0,1	–	0,5	....
2015 – gen.	-0,5	0,5	-0,6	-0,6	-0,4	0,3	-3,8
feb.	0,1	0,9	0,0	-0,1	0,3	0,5	-3,2
mar.	0,0	0,5	-0,1	-0,1	0,1	0,3	-3,0
apr.	-0,1	0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,3	-3,0
mag.	0,2	0,6	0,1	0,1	0,2	0,6	-2,6
giu.	0,2	0,7	0,1	0,2	0,0	0,6	-3,0
lug.	0,4	1,0	0,3	0,2	0,0	0,7	-3,0
ago.	0,3	1,0	0,2	0,2	-0,1	0,7	-3,5
set.	0,2	0,9	0,1	0,2	0,0	0,8	-3,9
ott.	0,3	1,0	0,2	0,3	0,2	0,9	-3,7
nov.	0,1	0,7	0,1	0,1	-0,1	0,6	-4,1
dic.	0,1	0,5	0,1	0,1	-0,1	0,4	-3,9
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	-0,3	0,5	-4,1
mar.	-0,2	0,8	-0,2	-0,2	0,3	0,7	-3,9
apr.	-0,4	0,6	-0,4	-0,5	-0,3	0,5	-4,5
mag.	-0,3	0,6	-0,3	-0,3	0,4	0,5	-4,1
giu.	-0,2	0,5	-0,2	-0,4	-0,1	0,4	-3,4
lug.	-0,2	0,5	-0,2	-0,1	0,3	0,6	-1,4
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	-0,8
ott.	-0,1	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,1	-0,6
nov.	0,1	0,4	0,1	0,1	0,2	0,4	-0,3
dic.	0,5	0,7	0,5	0,5	0,3	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.

cento in dicembre da 0,4 nel mese precedente, trainata dai servizi di trasporto aereo), rimane ancora su valori contenuti nel confronto storico (tav. 5), in connessione con il permanere di ampi margini di capacità produttiva inutilizzata e con la debolezza della dinamica salariale (cfr. il par. 2.5). In dicembre la quota di voci elementari che hanno riportato una variazione negativa dei prezzi è scesa rispetto a novembre (al 28 per cento, dal 35); è diminuita anche per le componenti dell'inflazione di fondo (al 25 per cento, dal 28).

Il calo dei prezzi alla produzione si attenua

In novembre è proseguita la flessione dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno (-0,3 per cento sui dodici mesi); tale tendenza però è in forte attenuazione dallo scorso luglio, principalmente a seguito dell'andamento della componente energetica; la variazione dei prezzi dei beni non alimentari destinati al consumo finale si è collocata su valori appena negativi.

Imprese e famiglie prevedono un'inflazione contenuta

Famiglie e imprese si attendono che la crescita dei prezzi continui ad attestarsi su livelli bassi nei prossimi mesi. Secondo l'indagine trimestrale condotta in dicembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, le aziende

incrementerebbero i propri listini di vendita dello 0,8 per cento nei prossimi dodici mesi (fig. 31). Sulla base delle rilevazioni dell'Istat, la percentuale di consumatori che si aspetta prezzi invariati o in calo nei prossimi dodici mesi è cresciuta rispetto all'estate (59,2 per cento, dal 57,9 nel terzo trimestre). Il saldo tra la quota di imprese manifatturiere che prevede un rialzo dei prezzi di vendita dei propri prodotti e quella che ne prefigura una riduzione è lievemente aumentato nella media del quarto trimestre rispetto al periodo precedente.

Secondo gli operatori professionali censiti in gennaio da Consensus Economics l'inflazione risalirebbe nella media del 2017 allo 0,9 per cento (da -0,1 nel 2016), al di sotto di quella attesa per il complesso dell'area dell'euro (cfr. il par. 1.2).

2.7 LE BANCHE

È proseguita nei mesi più recenti l'espansione del credito al settore privato non finanziario. La qualità del credito delle banche italiane continua a beneficiare gradualmente del miglioramento del quadro congiunturale. Il Governo ha autorizzato il finanziamento di eventuali interventi di concessione di garanzie o di rafforzamento patrimoniale a sostegno di banche o gruppi bancari italiani; procederà alla ricapitalizzazione precauzionale chiesta da Banca Monte dei Paschi di Siena, nel rispetto del quadro europeo in tema di risanamento e risoluzione delle crisi bancarie e di aiuti di Stato.

La crescita dei prestiti alle famiglie si rafforza...

Nei tre mesi terminanti in novembre la dinamica del credito al settore privato non finanziario si è lievemente rafforzata (1,1 per cento, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno; fig. 32.a). I finanziamenti alle famiglie hanno accelerato (2,1 per cento): prosegue, robusta, sia la crescita del credito al consumo (2,7 per cento), sostenuta dalla dinamica del reddito disponibile (cfr. il par. 2.3), sia quella dei mutui per l'acquisto di abitazioni (2,0 per cento), in linea con l'ulteriore rialzo delle compravendite (cfr. il par. 2.2).

...ma la dinamica di quelli alle imprese rimane differenziata per settore di attività economica

In novembre l'aumento dei prestiti alle imprese è stato marginalmente positivo sui tre mesi (0,3 per cento, correggendo per i fattori stagionali e in ragione d'anno) e nullo sui dodici mesi. Permangono differenze legate al settore di attività economica (fig. 32.b): il credito alle società dei servizi ha continuato a salire (2,3 per cento sui dodici mesi); i prestiti destinati alle aziende manifatturiere si sono lievemente ridotti (-0,5 per cento); la contrazione dei finanziamenti alle imprese edili si è di nuovo accentuata (-5,4 per cento). Il credito alle società con 20 e più addetti ha sostanzialmente ristagnato, mentre si è appena attenuata la flessione dei finanziamenti alle imprese di minore dimensione (0,4 e -3,2 per cento, rispettivamente).

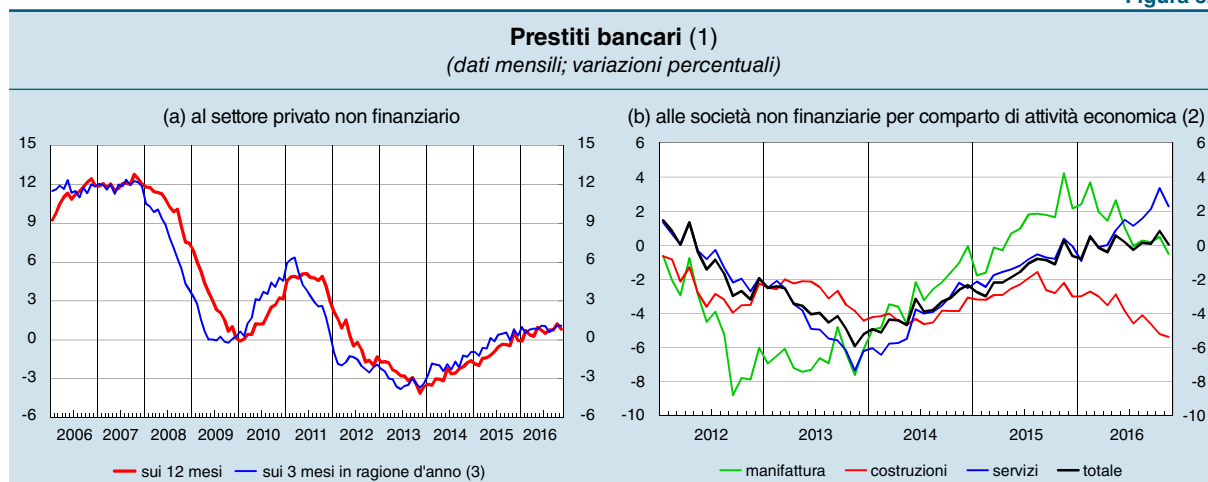
La raccolta si mantiene invariata

Tra agosto e novembre la raccolta complessiva delle banche italiane è rimasta sostanzialmente stabile (tav. 6); l'aumento dei depositi dei residenti e il maggiore ricorso alle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema hanno compensato

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. Banca d'Italia, Statistiche. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, 16 gennaio 2017).



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. I tassi di crescita dei prestiti sono stati ricalcolati a partire da giugno del 2015 per tenere conto di nuove informazioni statistiche disponibili sui prestiti cartolarizzati e ceduti e di alcune revisioni nei dati. – (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*.

Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)

VOCI	Consistenze di fine mese (2)		Variazioni percentuali sui 12 mesi (3)	
	Agosto 2016	Novembre 2016	Agosto 2016	Novembre 2016
Attività				
Prestiti a residenti in Italia (4)	1.800	1.801	-0,8	-1,1
di cui: a imprese (5)	784	786	0,1	0,0
a famiglie (6)	621	624	1,6	1,8
Attività verso controparti centrali (7)	92	89	2,2	-7,9
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (8)	521	508	-3,1	-2,8
di cui: titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	409	391	-2,0	-4,3
Attività verso l'Eurosistema (9)	32	48	28,7	135,5
Attività sull'estero (10)	328	343	-4,4	2,5
Altre attività (11)	1.148	1.130	0,5	-0,2
Totale attivo	3.921	3.918	-0,8	-0,2
Passività				
Depositi di residenti in Italia (4) (12) (13)	1.409	1.412	3,2	3,0
Depositi di non residenti (10)	306	306	-7,1	-4,5
Passività verso controparti centrali (7)	155	148	-2,4	2,6
Obbligazioni (13)	354	339	-16,3	-17,4
Passività verso l'Eurosistema (9)	174	185	10,2	19,9
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	118	116	-10,3	-4,9
Capitale e riserve	442	442	-0,7	-1,5
Altre passività (14)	964	970	2,2	1,4
Totale passivo	3.921	3.918	-0,8	-0,2

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di novembre 2016 sono provvisori. – (2) Miliardi 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. *Indicatori monetari e finanziari. Moneta e banche*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, tavv. 1.4a e 1.4b. – (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.

il calo delle obbligazioni detenute dalle famiglie. È proseguita la contrazione delle obbligazioni collocate presso intermediari e investitori istituzionali.

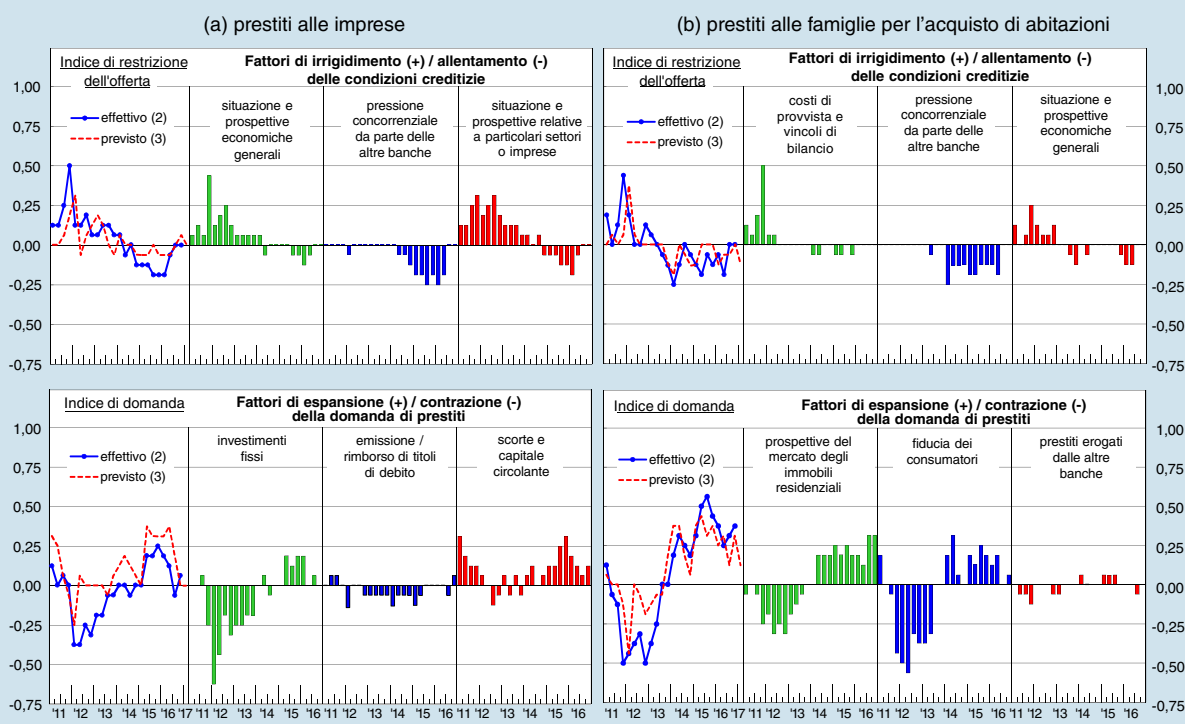
Le condizioni di offerta restano accomodanti Le banche intervistate nell'ambito dell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*) hanno segnalato politiche di offerta pressoché invariate nel quarto trimestre del 2016 (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*). Anche i sondaggi condotti in dicembre dall'Istat e dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* presso le aziende riportano condizioni di accesso al credito complessivamente stabili, pur con andamenti differenziati per imprese di diverse categorie.

L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO

Secondo le risposte delle banche italiane intervistate in dicembre nell'ambito dell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), nel quarto trimestre del 2016 le politiche di offerta del credito alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono rimaste invariate rispetto al trimestre precedente (figura A)¹. È proseguita, seppure con minore intensità, la riduzione dei margini applicati alla media dei prestiti a imprese e famiglie.

Figura A

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) Riferito al trimestre terminante al momento dell'indagine. – (3) Previsioni formulate nel trimestre precedente.

¹ All'indagine, terminata nell'ultima decade di dicembre, hanno partecipato otto 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.

La domanda di credito da parte delle aziende è rimasta sostanzialmente invariata. Si è rafforzata ulteriormente la richiesta di prestiti delle famiglie per l'acquisto di abitazioni e per finalità di consumo, sospinta dal livello contenuto dei tassi di interesse e dal miglioramento delle prospettive del mercato immobiliare.

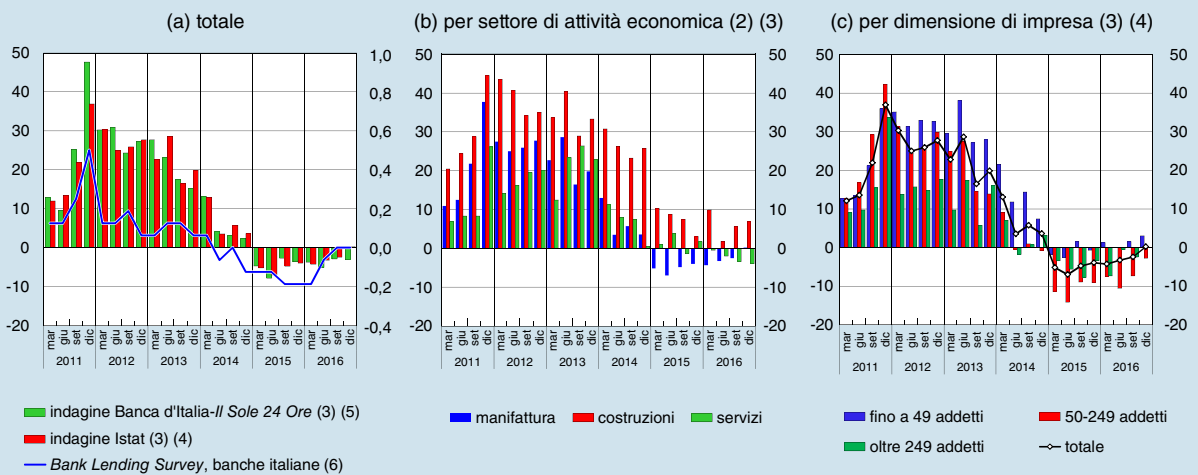
Sulla base delle valutazioni prospettiche delle banche, nel trimestre in corso i criteri di offerta di finanziamento alle imprese rimarrebbero invariati, mentre quelli alle famiglie registrerebbero un lieve allentamento.

Nell'indagine erano presenti quesiti specifici relativi all'impatto delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO2) sulle condizioni creditizie. Le banche hanno segnalato di avere fatto ricorso a tali operazioni principalmente per avvalersi delle condizioni di finanziamento molto favorevoli. La liquidità complessivamente ottenuta è stata utilizzata, e lo sarà anche in prospettiva, per sostituire altre operazioni di rifinanziamento in essere presso l'Eurosistema, per erogare prestiti a imprese e a famiglie e, in misura minore, per sostituire altro debito in scadenza. Le operazioni hanno avuto un impatto positivo sia sulle politiche di offerta sia sui termini e sulle condizioni dei finanziamenti praticati alla clientela.

I risultati dei sondaggi condotti in dicembre presso le imprese relativi all'ultimo trimestre del 2016 segnalano condizioni di accesso al credito sostanzialmente invariate, seppure ancora differenziate tra categorie di aziende e settori di attività economica (figura B). Sulla base dell'indagine sul clima di fiducia delle imprese condotta dall'Istat e dell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita realizzata dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, le condizioni di offerta applicate alle imprese manifatturiere di medio-grande dimensione e a quelle dei servizi avrebbero continuato a essere accomodanti, mentre sarebbero risultate ancora restrittive per le aziende di minore dimensione e per quelle operanti nel settore delle costruzioni.

Figura B

Condizioni di accesso al credito delle imprese (1)

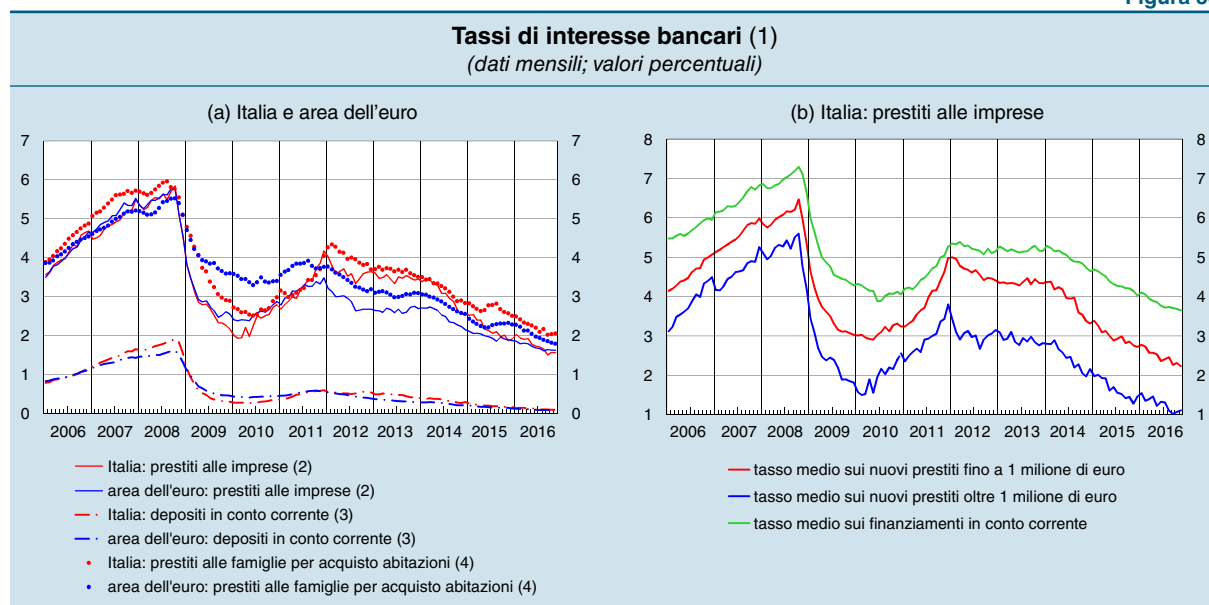


(1) L'indagine Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore* è condotta trimestralmente su un campione di imprese medio-grandi (con almeno 50 addetti) appartenenti ai settori dell'industria in senso stretto e dei servizi; le indagini Istat sulla fiducia delle imprese sono condotte su campioni di imprese appartenenti 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 del 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 nei *Supplementi al Bollettino Statistico* per i dati fino al 3° trimestre 2016 e nella collana *Statistiche* per quelli riferiti al 4° trimestre 2016. – (6) Scala di destra.

Il costo medio dei nuovi prestiti continua a diminuire

Il costo del credito si colloca su livelli minimi nel confronto storico. In novembre il tasso medio sui nuovi prestiti alle imprese si è ulteriormente ridotto di 10 punti base rispetto ad agosto (all'1,6 per cento; fig. 33). Il costo dei nuovi mutui è sceso di 15 punti base per le erogazioni a tasso fisso (al 2,2 per cento), di 10 per quelle a tasso variabile (all'1,7 per cento). Il differenziale con l'area dell'euro è rimasto pressoché nullo per i prestiti alle imprese e si è confermato su valori molto contenuti per quelli alle famiglie (a 25 punti base).

Figura 33



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

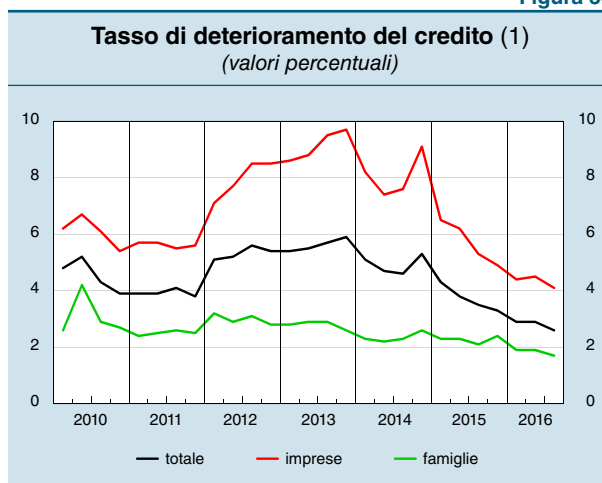
(1) Valori medi. I tassi sui prestiti e sui depositi si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. – (2) Tasso sui nuovi prestiti alle imprese. – (3) Tasso sui depositi in conto corrente di famiglie e imprese. – (4) Tasso sui nuovi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

Prosegue il miglioramento della qualità del credito

Il miglioramento delle prospettive dell'economia si riflette favorevolmente, anche se in maniera graduale, sulla qualità del credito delle banche italiane. Nel terzo trimestre del 2016 il flusso dei nuovi crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, è sceso di tre decimi di punto (al 2,6 per cento; fig. 34). L'indicatore è diminuito di quattro decimi per i prestiti alle imprese (al 4,1 per cento) e di due per quelli alle famiglie (all'1,7 per cento).

Per il complesso dei gruppi classificati come significativi ai fini della vigilanza, nel trimestre estivo l'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti è rimasta sostanzialmente stabile, sia al lordo sia al netto delle rettifiche di

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.

valore (17,9 e 10,5 per cento, rispettivamente). Il tasso di copertura (ossia il rapporto tra le rettifiche e la consistenza dei prestiti deteriorati) è aumentato al 47,3 per cento.

La redditività si è ridotta

Nei primi nove mesi del 2016 la redditività dei gruppi significativi è diminuita rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente: il rendimento annualizzato del capitale e delle riserve (ROE) è sceso all'1,4 per cento (dal 3,8). Si sono ridotti sia il margine di interesse sia gli altri ricavi (rispettivamente del 4,3 e dell'1,4 per cento). I costi operativi sono aumentati (del 6,1 per cento), prevalentemente per gli oneri straordinari connessi con i piani di incentivazione all'esodo di parte del personale e con le contribuzioni ai fondi di garanzia dei depositi e di risoluzione. Il risultato di gestione è diminuito di circa un quinto. Le rettifiche di valore su crediti sono cresciute del 20,6 per cento, a seguito del significativo incremento dei tassi di copertura delle esposizioni deteriorate da parte di alcuni intermediari.

I coefficienti patrimoniali sono aumentati

Nel terzo trimestre il grado di patrimonializzazione è lievemente migliorato. Il capitale di migliore qualità (CET1) dei gruppi significativi si è attestato, in media, all'11,9 per cento delle attività ponderate per il rischio, in aumento di circa dieci punti base rispetto al mese di giugno.

Il Governo ha approvato misure a sostegno della liquidità e del capitale delle banche

Alla fine di dicembre il Governo ha autorizzato il finanziamento di eventuali interventi, nella forma di concessione di garanzie su passività di nuova emissione o misure di rafforzamento patrimoniale, a sostegno di banche o gruppi bancari italiani fino a un massimo di 20 miliardi per il 2017; procederà alla ricapitalizzazione precauzionale chiesta da Banca Monte dei Paschi di Siena, nel rispetto del quadro normativo europeo in tema di risanamento e risoluzione delle crisi bancarie e di aiuti di Stato (cfr. il riquadro: *Le misure varate dal Governo a supporto della liquidità e della capitalizzazione delle banche*).

LE MISURE VARATE DAL GOVERNO A SUPPORTO DELLA LIQUIDITÀ E DELLA CAPITALIZZAZIONE DELLE BANCHE

Il 23 dicembre 2016 è stato emanato il DL 237/2016 contenente disposizioni urgenti per la tutela del risparmio nel settore creditizio, che mette a punto una cornice operativa per interventi di sostegno pubblico alle banche; il provvedimento contiene in particolare misure per fronteggiare eventuali tensioni di liquidità e disposizioni che consentono interventi di ricapitalizzazione precauzionale da parte dello Stato (per questi fini il Governo ha autorizzato lo stanziamento di risorse sino a un massimo di 20 miliardi per il 2017). Lo schema è compatibile con la disciplina europea sugli aiuti di Stato; gli interventi potranno essere realizzati senza che costituiscano motivo di risoluzione delle banche, in base a quanto previsto dall'art. 32 della direttiva UE/2014/59 sul risanamento e la risoluzione delle banche (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD) e dall'art. 18 del regolamento UE/2014/806 sul Meccanismo di risoluzione unico (Single Resolution Mechanism Regulation, SRMR)¹.

La garanzia statale sulle passività di nuova emissione. – Il Capo I del decreto legge prevede che il Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) possa rilasciare una garanzia statale sia sulle passività emesse da banche italiane dopo la data di entrata in vigore del decreto stesso, sia su erogazioni di liquidità di emergenza (*emergency liquidity assistance*, ELA). Possono accedere alla garanzia le banche che rispettano i requisiti patrimoniali minimi obbligatori (ossia di "primo

¹ Per maggiori dettagli, cfr. *Audizione sul decreto legge 23 dicembre 2016 n. 237. Disposizioni urgenti per la tutela del risparmio nel settore creditizio*, testimonianza del Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia C. Barbagallo, Commissioni riunite 6^a del Senato della Repubblica e VI della Camera dei deputati, Roma, 17 gennaio 2017.

pilastro”) e non registrano carenze di capitale sulla base di prove di stress condotte a livello nazionale o europeo. La garanzia può essere rilasciata anche a favore di banche in risoluzione, enti ponte e intermediari che abbiano mostrato carenze di capitale in prove di stress, purché presentino patrimonio netto positivo; in questi casi sono richieste la preventiva notifica individuale alla Commissione europea per l’approvazione ai sensi della disciplina sugli aiuti di Stato e la predisposizione di un piano di ristrutturazione. L’ammontare della garanzia è limitato a quanto strettamente necessario per ripristinare la capacità di finanziamento a medio e a lungo termine degli intermediari. Le banche che accedono alla garanzia sono tenute al pagamento di una commissione.

La ricapitalizzazione pubblica precauzionale. – Il Capo II è dedicato agli interventi di rafforzamento patrimoniale. Per evitare una grave perturbazione dell’economia o per porvi rimedio, e per preservare la stabilità finanziaria, il MEF è autorizzato a sottoscrivere azioni di banche che ne facciano richiesta per far fronte a esigenze di capitale emerse nello scenario avverso di prove di stress condotte a livello nazionale o europeo (ricapitalizzazione precauzionale). L’iniezione di capitale pubblico avviene al termine di un percorso che consente il rispetto del quadro normativo europeo in materia di aiuti di Stato. L’intervento è infatti previsto a favore di banche per le quali non ricorrano le condizioni che determinerebbero l’avvio di procedure di gestione delle crisi, tra cui la risoluzione. Ciò richiede innanzitutto che, prima della partecipazione dello Stato al capitale della banca, vengano applicate misure di condivisione degli oneri a carico dei privati (*burden sharing*). Il *burden sharing* consisterà nella conversione (in tutto o in parte, a seconda delle esigenze) delle passività ibride e subordinate in azioni.

La conversione avverrà nel rispetto della gerarchia concorsuale e del principio secondo cui nessun titolare di passività convertite riceva un trattamento peggiore di quello previsto in caso di liquidazione della banca (*no creditor worse off*), nell’ipotesi di assenza di supporto pubblico. La valutazione del rispetto di tale principio, da effettuare anche sulla base di ipotesi prospettiche, implica inevitabilmente diverse assunzioni tecniche; richiede di ricostruire, in uno scenario controfattuale, cosa accadrebbe all’intero bilancio di una banca se questa fosse posta in liquidazione. Per quantificare il numero di azioni da attribuire a fronte della conversione viene determinato il valore economico delle passività interessate, da utilizzare come base di calcolo. Sia la valutazione per il rispetto del principio del *no creditor worse off*, sia quella del valore economico delle passività da convertire (entrambe fornite dalla banca in sede di richiesta dell’intervento pubblico) devono essere asseverate da esperti indipendenti, nominati dalla Banca d’Italia a spese dell’intermediario che ha fatto richiesta di sostegno pubblico. Il prezzo unitario delle azioni di nuova emissione è determinato utilizzando il prezzo teorico ex diritto (*theoretical ex-rights price*, TERP), seguendo una tecnica di mercato generalmente applicata negli aumenti di capitale.

Gli interventi saranno effettuati dopo che l’autorità competente (la Banca centrale europea per le banche significative, la Banca d’Italia per le altre) avrà quantificato il fabbisogno di capitale e che la Commissione europea avrà dichiarato l’intervento compatibile con il quadro normativo sugli aiuti di Stato. La Commissione dovrà inoltre approvare un piano di ristrutturazione aziendale sottoposto dalla banca. Il MEF disporrà le misure di condivisione degli oneri su proposta della Banca d’Italia e l’intervento di ricapitalizzazione pubblica dopo avere acquisito il parere di quest’ultima.

Il meccanismo previsto dal decreto legge si colloca nel quadro della disciplina europea applicabile a interventi pubblici con finalità precauzionale; la ricapitalizzazione pubblica incide

sugli azionisti, che subiscono gli effetti della diluizione del valore della loro partecipazione, e sui detentori di passività ibride e subordinate, che per effetto del *burden sharing* vedono mutare il proprio investimento in partecipazione al capitale di rischio della banca. È peraltro previsto un meccanismo di ristoro degli investitori al dettaglio sottoposti alle misure di condivisione degli oneri; il meccanismo è limitato a coloro che abbiano sottoscritto gli strumenti finanziari per la cui emissione era richiesto un prospetto informativo o che li abbiano acquistati, in una fase successiva all'emissione, con l'intermediazione della banca o di una società del suo gruppo o da altri investitori al dettaglio. Il MEF potrà intervenire a sostegno di una transazione per prevenire o porre fine a controversie concernenti la commercializzazione inappropriata degli strumenti convertiti: l'investitore al dettaglio potrà scambiare le azioni ricevute a seguito della conversione con obbligazioni non subordinate della banca, per un valore nominale pari al prezzo di sottoscrizione delle azioni; i titoli derivanti dalla conversione saranno acquistati dal Ministero.

L'intervento su Banca Monte dei Paschi di Siena. – In seguito all'insuccesso del piano di rafforzamento patrimoniale basato su capitali privati (la cosiddetta soluzione di mercato), che prevedeva tra l'altro la contestuale cessione del portafoglio di sofferenze, il 23 dicembre 2016 Banca Monte dei Paschi di Siena ha annunciato l'intenzione di inoltrare istanza per richiedere una ricapitalizzazione precauzionale da parte dello Stato. Tale istanza è stata presentata al MEF, alla Banca d'Italia e alla Banca centrale europea; quest'ultima, in qualità di autorità competente, ha comunicato al Ministero il fabbisogno di capitale regolamentare di Banca Monte dei Paschi di Siena, pari a 8,8 miliardi. L'entità del fabbisogno è stata quantificata dalla Banca centrale europea (secondo obiettivi e metodi di calcolo diversi rispetto a quelli su cui si basava la soluzione di mercato) sulla base della prova di stress del 2016 coordinata dall'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA) considerando l'ammontare di capitale necessario per ristabilire – partendo dal livello di *common equity tier 1 ratio (CET1 ratio)* a regime (*fully-loaded*) registrato da Banca Monte dei Paschi di Siena nello scenario avverso (-2,44 per cento) – un *CET1 ratio* dell'8 per cento (soglia di riferimento utilizzata anche nel *comprehensive assessment* condotto nel 2015 sulle banche greche) e un *total capital ratio (TCR)* dell'11,5 per cento².

Il decreto legge, recependo valutazioni indipendenti fornite dalla banca, fissa il valore economico delle passività subordinate da convertire in azioni. Per quelle classificate come *tier 2* il valore economico è pari al 100 per cento del valore nominale; per le altre invece è pari, a seconda dei casi, al 18 o al 75 per cento.

Le contribuzioni al Fondo di risoluzione nazionale. – Il decreto legge ha inoltre chiarito che le contribuzioni addizionali al Fondo di risoluzione nazionale possono essere richieste anche per fronteggiare gli oneri connessi con le procedure di risoluzione avviate nel novembre 2015 nei confronti di quattro banche. Al fine di attenuare l'effetto delle contribuzioni addizionali sugli intermediari, è prevista la possibilità di diluire nel tempo l'impatto dei relativi versamenti.

² Questa seconda soglia si è resa necessaria per compensare il venire meno, per il *burden sharing*, dei titoli subordinati computati nel patrimonio complessivo (*total capital*). Per ulteriori dettagli sul meccanismo di determinazione del fabbisogno di 8,8 miliardi e sulle differenze rispetto alla soluzione di mercato, cfr. sul sito della Banca d'Italia l'approfondimento: *L'ammontare della "ricapitalizzazione precauzionale" del Monte dei Paschi di Siena* pubblicato il 29 dicembre 2016.

2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

La volatilità azionaria, misurata dai prezzi delle opzioni, ha registrato un picco in corrispondenza del referendum costituzionale, poi rientrato con il successivo dissiparsi dell'incertezza. I premi per il rischio sui titoli di Stato italiani sono tuttavia rimasti ampi. Nell'ultima parte dell'anno sono aumentati i corsi azionari; le misure governative varate nell'ultima decade di dicembre a supporto della liquidità e della patrimonializzazione delle banche, in parte attese dagli operatori, sono state precedute da un recupero delle quotazioni di borsa degli intermediari italiani.

I tassi di interesse e i premi per il rischio sovrano e quello privato sono saliti

Nel quarto trimestre del 2016 i rendimenti dei titoli di Stato italiani sono aumentati, in misura maggiore quelli sulle scadenze superiori a un anno. Hanno

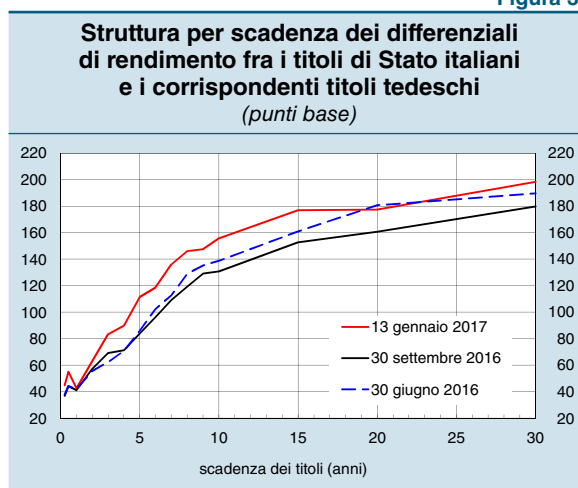
risentito dell'incremento dei corrispondenti rendimenti delle obbligazioni statunitensi e degli altri paesi europei, ma anche di un ampliamento del premio per il rischio sovrano: il differenziale di rendimento fra il titolo decennale italiano e quello tedesco è cresciuto di 25 punti base tra la fine di settembre e la prima decade di gennaio, portandosi a 156 (fig. 35). Nello stesso periodo gli spread sulle obbligazioni delle società non finanziarie italiane hanno registrato un lieve incremento (di 21 punti base).

I corsi azionari sono aumentati...

Dalla fine di settembre

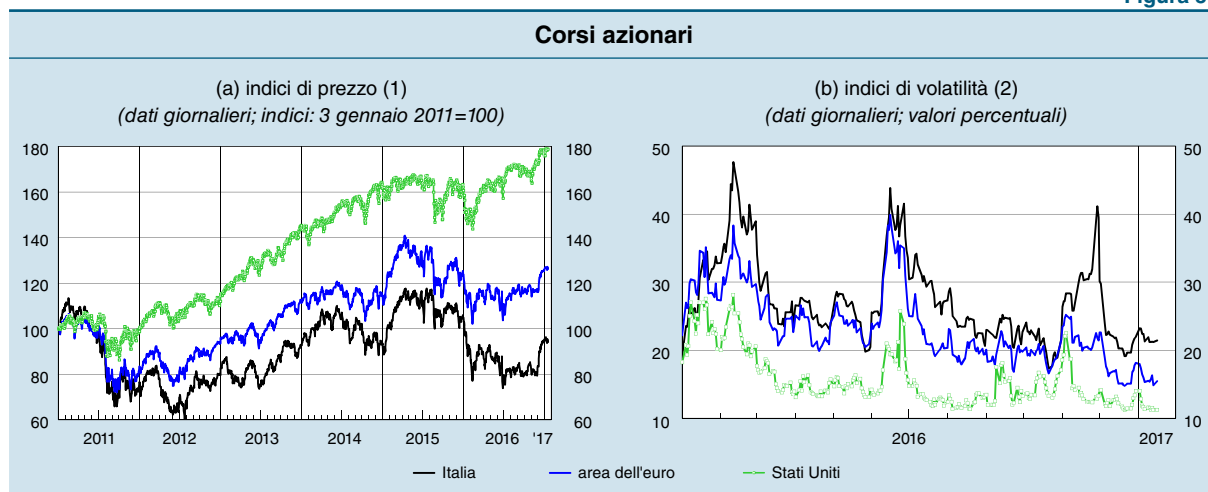
l'indice generale della borsa italiana è salito del 19 per cento, contro il 9 di quello delle principali società dell'area dell'euro (fig. 36.a). Rispetto al valore minimo registrato nella settimana successiva al referendum sulla Brexit della fine di giugno, i corsi azionari italiani sono cresciuti del 29 per cento, contro il 23 di quelli dell'area dell'euro. L'aumento delle quotazioni è

Figura 35



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Figura 36



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.

riconducibile principalmente a un calo del premio per il rischio richiesto dagli investitori, cui si è accompagnato un modesto miglioramento delle aspettative sugli utili societari. La volatilità attesa desunta dai prezzi delle opzioni sugli indici di borsa ha toccato un picco appena prima del referendum costituzionale nel nostro paese; con il diradarsi dell'incertezza è poi tornata sui livelli osservati alla fine di settembre (fig. 36.b).

...anche grazie al recupero del comparto bancario

Dopo avere raggiunto un minimo nei giorni precedenti la consultazione referendaria, con il diffondersi di aspettative di interventi di sostegno e di rafforzamento patrimoniale degli istituti in difficoltà (successivamente confermate; cfr. il riquadro: *Le misure varate dal Governo a supporto della liquidità e della capitalizzazione delle banche*), le quotazioni delle banche sono risalite; fra la fine di settembre e la prima decade di gennaio hanno registrato un incremento del 28 per cento, di gran lunga superiore a quello dell'indice generale di borsa. I corrispondenti premi sui credit default swap (CDS) sono scesi in media di 23 punti base, pur registrando ampie oscillazioni.

Aumentano le emissioni obbligazionarie delle imprese

Nei mesi estivi sono ulteriormente cresciute le emissioni nette di obbligazioni da parte delle società non finanziarie (a 2 e a 23 miliardi in Italia e nell'area dell'euro, rispettivamente; tav. 7), confermando gli effetti positivi dell'ampliamento del piano di acquisti dell'Eurosistema ai titoli delle imprese. Sono invece proseguiti i rimborsi netti di obbligazioni da parte delle banche, sia in Italia sia nell'area dell'euro (per 12 e 54 miliardi, rispettivamente).

La raccolta netta dei fondi comuni italiani è stata positiva

Secondo dati di fonte Assogestioni, nel terzo trimestre i fondi comuni aperti di diritto italiano ed estero hanno registrato afflussi netti di risparmio per 16 miliardi (contro deflussi netti per un miliardo nel periodo precedente), ascrivibili in larga misura ai comparti obbligazionario, flessibile, bilanciato e azionario; gli altri comparti sono stati invece interessati da lievi deflussi netti.

Emissioni nette di obbligazioni (1) (miliardi di euro)

PERIODO	Banche	Altre società finanziarie	Società non finanziarie	Totale
Italia (2)				
2014	-153,0	-17,2	3,9	-166,3
2015	-105,7	-16,4	-2,9	-124,9
2015 – 1° trim.	-42,0	-5,8	0,4	-47,4
2° trim.	-26,4	-5,2	-3,9	-35,5
3° trim.	-26,7	-0,4	1,3	-25,8
4° trim.	-10,6	-5,0	-0,7	-16,3
2016 – 1° trim.	-34,2	-5,1	-8,6	-47,9
2° trim.	-4,1	1,0	4,1	0,9
3° trim.	-12,3	2,6	2,5	-7,3
Area dell'euro				
2014	-395,6	20,3	56,6	-318,6
2015	-283,9	168,9	47,6	-67,3
2015 – 1° trim.	-69,0	61,7	17,5	10,3
2° trim.	-69,1	11,5	-1,1	-58,6
3° trim.	-61,8	33,0	13,7	-15,1
4° trim.	-84,0	62,8	17,4	-3,8
2016 – 1° trim.	-39,9	-125,4	-0,8	-166,2
2° trim.	-6,3	-37,4	28,5	-15,2
3° trim.	-53,7	77,2	22,7	46,2

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Obbligazioni con durata all'emissione superiore all'anno, valutate al valore nominale, emesse da società residenti in Italia (pannello superiore) o nell'area dell'euro (pannello inferiore) e appartenenti al settore indicato. Le emissioni nette sono pari alla differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati. – (2) I dati sulle emissioni nette di obbligazioni in Italia differiscono da quelli pubblicati fino a ottobre del 2014 per effetto dell'adozione dei nuovi standard contabili previsti dal SEC 2010.

2.9 LA FINANZA PUBBLICA

Stime basate su informazioni ancora preliminari suggeriscono che nel 2016 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche sarebbe diminuito rispetto al 2015 e che tale riduzione potrebbe risultare anche lievemente superiore a quella indicata dal Governo in settembre nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2016*; si può inoltre stimare che il rapporto fra debito e prodotto sarebbe lievemente cresciuto. Nelle valutazioni ufficiali la manovra di bilancio per il triennio 2017-19 accresce il

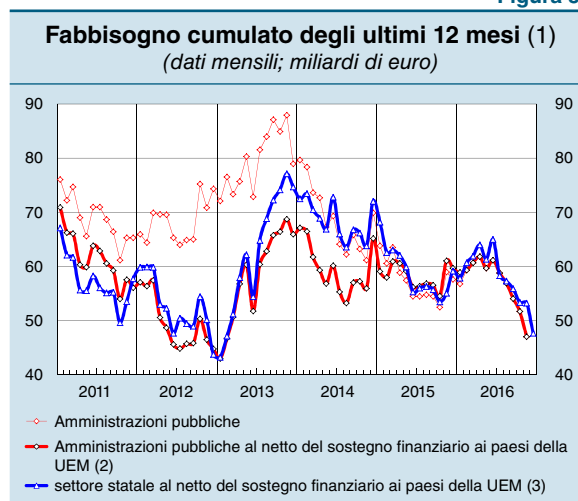
disavanzo di circa mezzo punto percentuale del PIL in media l'anno rispetto al quadro tendenziale.

I dati disponibili segnalano un miglioramento dei conti nel 2016

Nel 2016 il fabbisogno del settore statale è diminuito di circa 11 miliardi rispetto al 2015, portandosi a 47,7 miliardi (fig. 37). Nei primi undici mesi il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni mobiliari è stato pari a 53,3 miliardi, 10,5 in meno nel confronto con il corrispondente periodo del 2015.

Tenendo conto dei dati preliminari relativi al mese di dicembre, degli effetti delle principali operazioni finanziarie e delle differenze cassa-competenza, si può valutare che nel 2016 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche sia diminuito rispetto al 2015, collocandosi a un livello anche lievemente inferiore a quello previsto dal Governo nella *Nota di aggiornamento al Documento di economia e finanza 2016* (tav. 8).

Figura 37



Fonte: Ministero dell'Economia e delle finanze, per il settore statale.
 (1) Al netto delle dismissioni mobiliari. – (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.

Tavola 8

Consuntivi e obiettivi ufficiali dei principali aggregati delle Amministrazioni pubbliche (1)
(miliardi di euro e percentuali del PIL)

VOCI	2014	2015	2016	2017 (2)
Indebitamento netto	48,5	42,9	....	....
in % del PIL	3,0	2,6	2,4	2,3
Avanzo primario	25,9	25,3	....	....
in % del PIL	1,6	1,5	1,5	1,4
Spesa per interessi	74,3	68,2	....	....
in % del PIL	4,6	4,2	4,0	3,7
Debito	2.137,1	2.172,7		
in % del PIL	131,9	132,3	132,8	132,6

Fonte: Istat per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche del 2014-15; Ministero dell'Economia e delle finanze, *Documento programmatico di bilancio 2017*, ottobre 2016, per gli anni 2016-17.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti. – (2) I dati del *Documento programmatico di bilancio 2017* non tengono conto degli effetti finanziari degli eventuali interventi a sostegno delle banche italiane previsti dal DL 237/2016 (Disposizioni urgenti per la tutela del risparmio nel settore creditizio). Tali interventi accrescerebbero il fabbisogno (e, ceteris paribus, il debito) fino a un massimo di circa 20 miliardi; nelle valutazioni ufficiali essi comporterebbero un lieve aumento della spesa per interessi compensato da un maggiore avanzo primario: l'effetto sull'indebitamento netto sarebbe nullo.

In base alle stime diffuse dall'Istat, nei primi nove mesi dello scorso anno l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è stato pari al 2,3 per cento del prodotto, a fronte del 2,6 per cento del corrispondente periodo del 2015 (tav. 9). L'aumento della spesa primaria corrente (1,2 per cento), sospinto dalla crescita dei consumi intermedi (2,4 per cento) e delle prestazioni sociali in denaro (1,8 per cento), è stato più che compensato dalla dinamica positiva delle entrate (0,9 per cento), dalla minore spesa per interessi (-2,6 per cento) e dalla riduzione delle spese in conto capitale (-8,1). Tra queste ultime gli investimenti fissi lordi hanno registrato un calo contenuto (-0,5 per cento), mentre più marcata è stata la riduzione delle altre uscite in conto capitale (-19,1 per cento).

Nel 2016 il rapporto tra debito e PIL sarebbe cresciuto marginalmente

Alla fine di novembre il debito delle Amministrazioni pubbliche ammontava a 2.229,4 miliardi, in aumento di 56,7 miliardi rispetto alla fine del 2015. Considerando la riduzione delle disponibilità liquide del Tesoro (circa 3 miliardi) e il presumibile avanzo di cassa delle Amministrazioni pubbliche dello scorso mese di dicembre, si può stimare che il rapporto tra debito e prodotto nel 2016 avrebbe registrato un incremento inferiore a mezzo punto percentuale.

La manovra di bilancio per il prossimo triennio è espansiva

Lo scorso dicembre il Parlamento ha approvato la manovra di bilancio per il triennio 2017-19². Per il 2017 sono previsti interventi espansivi per quasi 26 miliardi, a fronte del reperimento di risorse per poco più di 13 miliardi (tav. 10). Il provvedimento di maggiore impatto sui conti pubblici è la cancellazione, limitata all'anno corrente, dell'inasprimento delle aliquote IVA che, a legislazione vigente, avrebbe determinato un gettito maggiore di oltre 15 miliardi. Ulteriori 11 miliardi circa sono impegnati quasi interamente per aumenti di spesa, finalizzati al rilancio degli investimenti e al sostegno del reddito di alcune fasce della popolazione; sono infine previsti interventi pluriennali di spesa per la gestione dell'emergenza sismica. Le coperture finanziarie derivano per metà dalle entrate attese da misure di contrasto all'evasione fiscale e di recupero di gettito, quali la riapertura dei termini della cosiddetta collaborazione volontaria e la definizione agevolata dei carichi pregressi della riscossione. Nelle valutazioni ufficiali la manovra porta l'indebitamento netto per l'anno in corso al 2,3 per cento del PIL, valore superiore di 0,7 punti percentuali rispetto al tendenziale.

Nelle stime del Governo il disavanzo nel biennio 2018-19 diminuirebbe più rapidamente che nel 2017, in larga parte per l'inasprimento delle imposte indirette previsto dalle clausole di salvaguardia, per i maggiori proventi permanenti derivanti dal contrasto dell'evasione e per il rinvio, disposto dalla manovra di bilancio, di alcune spese in conto capitale dal 2019 al 2020.

² La manovra di bilancio per il triennio 2017-19 è costituita dalla legge di bilancio e dalla legge di conversione del decreto legge fiscale (DL 193/2016, Disposizioni urgenti in materia fiscale e per il finanziamento di esigenze indifferibili). L'impianto della manovra non è significativamente cambiato rispetto al disegno di legge di bilancio e al decreto legge fiscale presentati dal Governo in ottobre. Su questi provvedimenti, cfr. *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2017-19*, testimonianza del Vice Direttore generale della Banca d'Italia L.F. Signorini, Camera dei deputati, Roma, 7 novembre 2016.

Tavola 9

Conto economico trimestrale delle Amministrazioni pubbliche				
<i>(milioni di euro; variazioni percentuali e percentuali del PIL)</i>				
VOCI	9 mesi			
	2015	2016	Variazioni sui primi 9 mesi dell'anno precedente	
			2015	2016
TOTALE SPESE	580.170	581.128	-0,1	0,2
Spese correnti al netto degli interessi	485.810	491.596	0,4	1,2
<i>di cui:</i> redditi da lavoro dipendente	111.440	112.098	-1,4	0,6
consumi intermedi	63.119	64.651	0,6	2,4
prestazioni sociali in denaro	232.995	237.081	2,0	1,8
Interessi passivi	50.587	49.284	-7,5	-2,6
Spese in c/capitale	43.773	40.248	3,6	-8,1
<i>di cui:</i> investimenti fissi lordi	25.965	25.846	-1,1	-0,5
TOTALE ENTRATE	548.182	553.318	1,1	0,9
Entrate correnti	546.002	549.381	1,2	0,6
<i>di cui:</i> imposte dirette	158.037	159.906	1,1	1,2
imposte indirette	184.376	186.260	0,7	1,0
contributi sociali	151.977	153.077	2,1	0,7
Entrate in c/capitale	2.180	3.937	-23,2	80,6
<i>di cui:</i> imposte in c/capitale	692	2.823	-24,0	307,9
INDEBITAMENTO NETTO	31.988	27.811		
in % del PIL	2,6	2,3		
Saldo primario	18.599	21.473		
in % del PIL	1,5	1,7		

Fonte: Istat, Conto economico trimestrale delle Amministrazioni pubbliche.

**Effetti sul conto economico delle Amministrazioni pubbliche
della manovra di bilancio per il triennio 2017-19 (1)**
(milioni di euro)

VOCI	2017	2018	2019
REPERIMENTO RISORSE	13.435	13.177	17.269
Maggiori entrate (A)	9.669	11.039	9.937
Misure di contrasto dell'evasione fiscale e di recupero del gettito	6.705	6.958	4.298
Modifica della disciplina ACE	1.706	1.527	1.423
Clausola IVA 2019	0	0	3.679
Regime impositivo di cassa per i contribuenti in contabilità semplificata	0	1.331	-553
Effetti riflessi degli interventi sul pubblico impiego	560	907	907
Rivalutazioni terreni, partecipazioni e beni di impresa (effetto netto)	380	160	157
Altro (inclusi effetti indotti da provvedimenti di spesa) (2)	318	156	26
Minori spese (B)	-3.766	-2.138	-7.332
Spese in conto corrente	-1.336	-2.108	-3.808
Sanità (effetto netto)	-68	-1.003	-2.993
Misure di contenimento della spesa dei Ministeri (3)	-591	-632	-626
Ridefinizione spese per salvaguardie pensionistiche in essere	-644	-407	-107
Altro	-33	-66	-83
Spese in conto capitale	-2.430	-31	-3.523
Revisioni diritti di uso delle frequenze di telecomunicazioni	-2.010	65	130
Misure di contenimento della spesa dei Ministeri (3)	-137	-78	-80
Altro (4)	-283	-17	-3.573
USO DELLE RISORSE	25.763	20.811	22.253
Minori entrate (C)	-16.300	-6.133	-6.719
Rimodulazione clausole di salvaguardia IVA	-15.133	0	0
Imposta sul reddito di impresa (effetto netto)	0	-1.986	-1.236
Maggiorazione ammortamenti (super ammortamento e iper ammortamento)	0	-1.131	-1.923
Modifica detrazioni per redditi di pensione	-213	-247	-246
Detassazione premi di produttività e welfare aziendale	-211	-392	-385
Detrazioni per ristrutturazione, acquisto mobili e riqualificazione energetica (effetto netto)	45	-450	-989
Detrazioni per interventi antisismici (effetto netto)	-16	-288	-557
Altro (inclusi effetti indotti da provvedimenti di spesa) (2)	-772	-1.639	-1.383
Maggiori spese (D)	9.464	14.678	15.534
Spese in conto corrente	7.105	8.803	8.343
Pensioni (effetto netto)	1.797	2.591	2.855
Pubblico impiego	1.642	2.356	2.356
Enti territoriali	1.090	1.055	1.052
Misure per la famiglia (effetto netto)	750	876	865
Università e ricerca (effetto netto)	108	386	393
Altro (4)	1.718	1.538	822
Spese in conto capitale	2.359	5.876	7.191
Fondo per gli investimenti e lo sviluppo infrastrutturale	629	1.968	3.500
Enti territoriali	774	1.115	1.106
Misure per l'emergenza sismica	600	800	950
Credito di imposta per ricerca e sviluppo	0	727	727
Altro	356	1.265	908
Variazione netta entrate (E=A+C)	-6.630	4.906	3.218
Variazione netta spese (F=B+D)	5.698	12.540	8.202
correnti	5.769	6.695	4.535
in conto capitale	-71	5.845	3.668
Variazione dell'indebitamento netto (G=F-E) (5)	12.329	7.634	4.984
in percentuale del PIL (6)	0,7	0,4	0,3
<i>Per memoria: effetti di retroazione sull'indebitamento netto</i>	-350	-1.050	-2.200

(1) Elaborazioni su valutazioni ufficiali relative alla L. 232/2016 (legge di bilancio per il 2017) e alla L. 225/2016 di conversione del DL 193/2016 (Disposizioni urgenti in materia fiscale e per il finanziamento di esigenze indifferibili). – (2) Include le misure previste nella Sezione II della legge di bilancio per il 2017. – (3) Include le misure di contenimento della spesa dei Ministeri previste nelle Sezioni I e II della legge di bilancio per il 2017. – (4) Include le misure previste nella Sezione II della legge di bilancio per il 2017 ad eccezione di quelle di contenimento della spesa dei Ministeri. – (5) Al lordo degli effetti di retroazione. – (6) PIL nominale programmatico riportato nel *Documento programmatico di bilancio 2017*.

Il 23 dicembre scorso il Governo ha approvato disposizioni urgenti per la tutela del risparmio nel settore creditizio (DL 237/2016), che autorizzano, tra l'altro, il finanziamento di eventuali interventi a sostegno delle banche italiane (cfr. il riquadro: *Le misure varate dal Governo a supporto della liquidità e della capitalizzazione delle banche*). Tali interventi potrebbero comportare un aumento del fabbisogno (e, ceteris paribus, del debito) nel 2017 fino a un massimo di circa 20 miliardi³; in base alle valutazioni ufficiali, non avranno invece effetti sull'indebitamento netto, in quanto il previsto lieve aumento della spesa per interessi sarà compensato da un maggiore avanzo primario.

La Commissione europea ha segnalato il rischio di non rispettare il Patto e valuta necessarie misure aggiuntive

La Commissione europea lo scorso novembre ha stimato per il 2017 un peggioramento del disavanzo strutturale di mezzo punto percentuale. Nelle sue valutazioni – che tengono tra l'altro conto di margini di flessibilità per circa 0,3 punti percentuali di PIL a fronte di spese eccezionali legate alla gestione dei flussi migratori e alla messa in sicurezza del territorio – tale peggioramento comporta il rischio di non rispettare il Patto di stabilità e crescita. L'Eurogruppo ha confermato tali considerazioni. Nella consueta interazione con il Governo e in coerenza con le valutazioni di novembre, lo scorso 17 gennaio la Commissione ha invitato l'Italia a prendere impegni dettagliati per una correzione strutturale dei conti del 2017 pari ad almeno 0,2 punti percentuali del PIL, valutata necessaria al fine di limitare la deviazione rispetto alle regole di bilancio europee. La Commissione – alla luce delle previsioni macroeconomiche aggiornate che diffonderà in febbraio, delle eventuali misure aggiuntive e dei cosiddetti fattori rilevanti – nelle prossime settimane renderà nota la sua valutazione sul rispetto della regola del debito.

2.10 LE PROSPETTIVE

Le proiezioni per l'economia italiana presentate in questo *Bollettino economico* aggiornano quelle predisposte nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema dello scorso dicembre sulla base degli andamenti osservati successivamente. Questi ultimi non modificano in modo significativo le prospettive per il prossimo triennio, con l'eccezione dell'inflazione al consumo, che nel 2017 sarebbe più elevata di quasi mezzo punto percentuale, soprattutto per effetto dei prezzi dei beni energetici importati.

Le fluttuazioni negli indici di borsa e nei rendimenti dei titoli di Stato sono risultate complessivamente contenute, nonostante il picco di volatilità osservato in novembre. L'accordo del 30 novembre sui tagli alla produzione del greggio, cui hanno aderito i paesi OPEC e alcuni paesi non OPEC, ha determinato un forte aumento delle quotazioni del petrolio. Le decisioni di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE dell'8 dicembre scorso, che hanno confermato il mantenimento di condizioni espansive, hanno avuto un impatto limitato sui tassi di interesse; il cambio dell'euro rispetto al dollaro, calcolato come media dei valori osservati nelle dieci giornate lavorative precedenti il 5 gennaio, si è invece deprezzato di circa il 4 per cento rispetto ai valori sottostanti allo scenario pubblicato in dicembre.

Lo scenario assume condizioni del credito distese

Il quadro previsivo per il triennio 2017-19 assume il mantenimento di condizioni monetarie molto espansive, riflesse nelle ipotesi sui tassi a lungo termine tedeschi (che rimarrebbero inferiori allo 0,5 per cento nell'anno in corso e crescerebbero solo moderatamente in seguito), pur incorporando l'aumento dello spread sovranitario italiano registrato negli ultimi mesi del 2016 (cfr. il riquadro: *Le ipotesi sottostanti allo scenario macroeconomico*). Il quadro è anche basato sull'ipotesi che vengano mantenute condizioni del credito complessivamente favorevoli: la differenza tra i tassi sugli impieghi bancari in Italia e nel resto dell'area dell'euro rimarrebbe contenuta, non superando i 30 punti base nel triennio 2017-19; le condizioni dell'offerta di credito, desunte dai sondaggi, si manterrebbero distese.

³ Il 21 dicembre le Camere, a maggioranza assoluta dei rispettivi componenti, avevano approvato la Relazione presentata dal Governo per chiedere l'autorizzazione a modificare gli obiettivi di finanza pubblica per il 2017 rispetto a quelli fissati in autunno.

LE IPOTESI SOTTOSTANTI ALLO SCENARIO MACROECONOMICO

Dal 2016 il quadro previsivo per l'economia italiana elaborato dagli esperti della Banca d'Italia nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema viene pubblicato sul sito internet dell'Istituto all'inizio dei mesi di giugno e di dicembre¹. Le proiezioni macroeconomiche per l'Italia qui presentate aggiornano quelle diffuse il 9 dicembre² sulla base di ipotesi tecniche sugli andamenti delle variabili esogene che tengono conto delle informazioni disponibili al 5 gennaio.

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

- gli scambi internazionali aumentano dell'1,7 per cento nel 2016, accelerano al 3,2 nel 2017 e al 4 in media nel 2018-19, un tasso di crescita significativamente inferiore a quello medio registrato tra il 1990 e il 2015 (5,7 per cento all'anno). Nel 2016 la domanda estera ponderata per i mercati di destinazione delle nostre esportazioni è cresciuta più della domanda mondiale (2,4 per cento), in virtù della quota relativamente elevata dell'export italiano verso l'area dell'euro (che ha registrato condizioni di domanda migliori in media rispetto al resto del mondo)³; nel triennio 2017-19 segue un profilo analogo a quello del commercio mondiale;
- il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro, pari a 1,11 nella media del 2016, scende a 1,04 nel triennio 2017-19⁴;
- il prezzo del greggio (qualità Brent), pari a 43,6 dollari al barile nella media dello scorso anno, raggiunge circa 58 dollari nel 2017, livello dal quale non si discosta in maniera significativa nel restante orizzonte di previsione;
- il tasso di interesse a tre mesi sul mercato interbancario (Euribor), pari a -0,3 per cento nel biennio 2016-17, risale gradualmente fino a -0,1 nella media del 2019;
- il tasso di interesse sui BTP a dieci anni, pari all'1,5 per cento nel 2016, aumenta al 2,1 per cento nel 2017, al 2,5 nel 2018 e raggiunge il 2,9 nel 2019, in linea con le aspettative dei mercati;
- lo scenario tiene conto delle misure contenute nella manovra di bilancio per il 2017. Si assume inoltre che non abbia luogo l'incremento delle aliquote IVA e delle accise previsto a legislazione vigente nel biennio 2018-19.

Tavola

Ipotesi sulle principali variabili esogene (variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)

VOCI	2016	2017	2018	2019
Commercio internazionale	1,7	3,2	3,9	4,0
Domanda estera potenziale	2,4	3,3	3,9	3,9
Dollaro/euro (1)	1,11	1,04	1,04	1,04
Cambio effettivo nominale (2)	0,3	1,8	0,0	0,0
Prezzo del greggio (1) (3)	43,6	57,7	57,8	57,4
Tasso Euribor a 3 mesi (1)	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1
Tasso BOT a 1 anno (1)	-0,1	-0,2	-0,1	0,0
Tasso BTP a 10 anni (1)	1,5	2,1	2,5	2,9

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

(1) Medie annue. – (2) Variazioni positive indicano un deprezzamento. – (3) Dollari per barile, qualità Brent.

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

² Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana (esercizio coordinato dell'Eurosistema)*, 9 dicembre 2016.

³ Le valutazioni sull'attività economica globale e sulle prospettive per la domanda estera sono coerenti con quelle sottostanti al quadro previsivo per l'area dell'euro concordato tra le banche centrali dell'Eurosistema e presentato dalla BCE nelle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2016*.

⁴ Le ipotesi tecniche su tassi di interesse, tasso di cambio e prezzo del petrolio sono calcolate sulla base delle quotazioni, a pronti e a termine, osservate sui mercati nelle dieci giornate lavorative precedenti il 5 gennaio.

Nel quadro macroeconomico per il prossimo triennio...

Il PIL aumenterebbe in media dell'1,0 per cento all'anno nel triennio 2017-19 (tav. 11 e fig. 38). L'attività economica verrebbe sospinta dalla domanda interna e dal progressivo rafforzamento di quella estera (fig. 39). Il livello del prodotto nel 2019 sarebbe inferiore di circa quattro punti percentuali rispetto al 2007.

...l'espansione degli investimenti beneficia delle misure di sostegno...

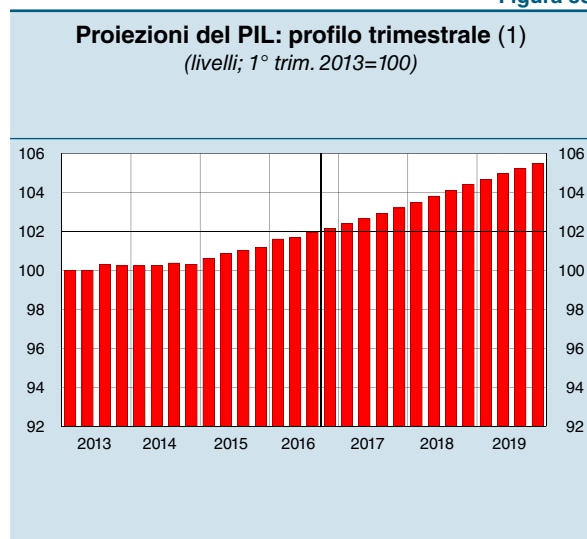
In presenza di condizioni finanziarie che si mantengono favorevoli, l'espansione degli investimenti in capitale produttivo contribuirebbe a sostenere l'attività economica; benché frenati dall'incertezza sulle prospettive di crescita, tali investimenti beneficerebbero sino alla prima metà del 2018 degli incentivi disposti dal Governo. Sulla base dei nostri sondaggi, le imprese forniscono nel complesso una valutazione positiva di queste misure, rinnovate e ampliate con la legge di bilancio per il 2017 (cfr. il riquadro: *La crescita e gli investimenti in Italia*, in *Bollettino economico*, 4, 2016). Secondo nostre stime, l'impulso fornito da tali agevolazioni, in larga misura riconducibile a un anticipo dei piani di spesa delle imprese, ammonterebbe complessivamente a circa 3,5 punti percentuali di maggiori investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto nel triennio

Tavola 11

Scenario macroeconomico (variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)					
VOCI	2016	2017	2018	2019	
PIL (1)	0,9	0,9	1,1	1,1	
Consumi delle famiglie	1,4	0,9	0,8	0,8	
Consumi collettivi	0,8	0,4	-0,1	-0,3	
Investimenti fissi lordi	2,1	2,8	2,7	0,8	
di cui: investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto	3,1	4,6	3,0	0,1	
Esportazioni totali	1,2	3,8	4,4	4,0	
Importazioni totali	1,8	4,9	3,9	2,4	
Variazione delle scorte (2)	-0,3	0,0	0,0	0,0	
Prezzi (IPCA)	-0,1	1,3	1,3	1,5	
IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici	0,5	0,8	1,4	1,6	
Occupazione (unità standard) (3)	1,0	0,8	0,9	1,0	
Tasso di disoccupazione (4)	11,6	11,6	11,3	10,9	
Competitività all'export (5)	-1,3	1,6	0,1	-0,5	
Saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti (6)	2,4	1,7	1,9	2,2	

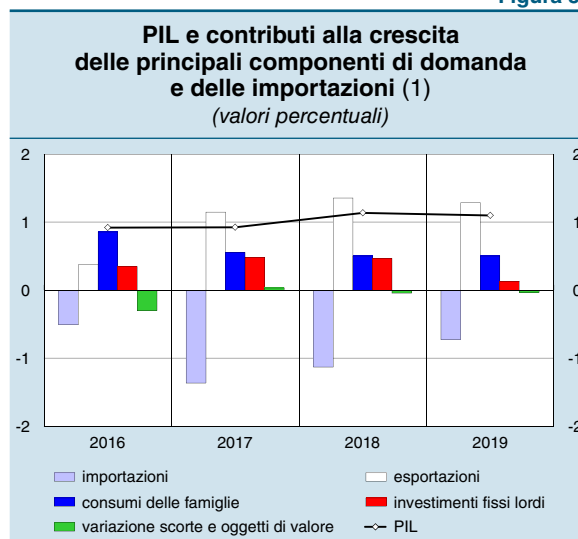
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
 (1) Per il PIL e le sue componenti: quantità a prezzi concatenati; variazioni stimate sulla base di dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. – (2) Include gli oggetti di valore. Contributi alla crescita del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

Figura 38



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
 (1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. Dati storici fino al 3° trimestre del 2016; proiezioni per i trimestri successivi.

Figura 39



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

2016-18. L'esaurirsi di questi effetti comporterebbe un deciso ma temporaneo rallentamento dell'accumulazione di capitale alla fine del periodo di previsione. Gli investimenti residenziali aumenterebbero a ritmi mediamente più contenuti.

La spesa in capitale produttivo in rapporto al PIL si riporterebbe nel 2018 in prossimità dei livelli medi registrati nel decennio pre-crisi (fig. 40), mentre quella in costruzioni rimarrebbe inferiore di oltre tre punti percentuali.

...la crescita dei consumi e dell'occupazione prosegue...

I consumi crescerebbero a ritmi prossimi a quelli del prodotto. Il rallentamento rispetto allo scorso biennio sarebbe attribuibile prevalentemente agli effetti dei recenti aumenti dei prezzi delle materie prime energetiche sulla capacità di spesa delle famiglie. Il tasso di risparmio salirebbe lievemente nel corso del triennio di previsione, mostrando il consueto andamento prociclico. L'occupazione continuerebbe a espandersi, pur se a ritmi temporaneamente inferiori rispetto all'ultimo anno, in seguito al venir meno degli sgravi contributivi a favore dei nuovi assunti a tempo indeterminato (cfr. il par. 2.5). Il tasso di disoccupazione scenderebbe solo gradualmente, portandosi al di sotto dell'11 per cento nel 2019 (dall'11,9 del 2015): a rallentarne il calo contribuirebbe l'incremento della partecipazione al mercato del lavoro, indotta dal miglioramento delle prospettive cicliche e da fattori strutturali, tra cui l'innalzamento dell'età di pensionamento.

...e il contributo delle esportazioni si rafforza

Le vendite all'estero aumenterebbero a un tasso maggiore di quello del commercio internazionale, beneficiando

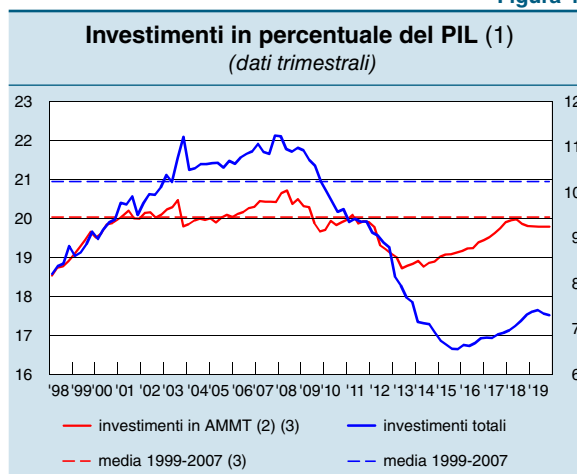
tra l'altro del deprezzamento del tasso di cambio dell'euro nei confronti delle principali valute. Anche le importazioni accelererebbero, sospinte dall'andamento delle componenti di domanda a maggiore contenuto di beni importati (investimenti produttivi ed esportazioni). Il saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti, che secondo nostre stime avrebbe raggiunto il 2,4 per cento nel 2016, si manterrebbe prossimo al 2 per cento nell'orizzonte di previsione (fig. 41).

L'inflazione sale nel 2017 risentendo dell'aumento delle quotazioni petrolifere

L'inflazione, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo, risalirebbe all'1,3 per cento nella media di quest'anno e del prossimo (da -0,1 del 2016) e all'1,5 per cento nel 2019

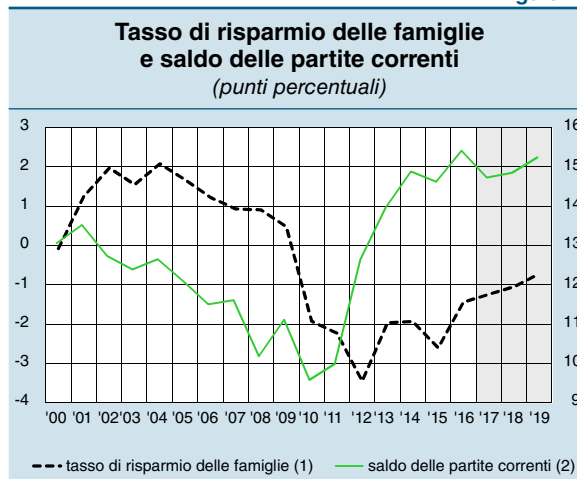
(fig. 42). Al significativo rialzo previsto per il 2017 concorrerebbero in primo luogo i più elevati prezzi dei beni energetici importati; al netto delle componenti più volatili l'indice aumenterebbe in maniera più graduale nel corso dell'orizzonte di previsione. La moderazione delle dinamiche retributive previste sulla base dei recenti rinnovi contrattuali (cfr. il riquadro: *I rinnovi contrattuali nel settore privato duran-*

Figura 40



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. – (2) Investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto (AMMT). – (3) Scala di destra.

Figura 41



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

te il 2016) contribuirebbe però a frenare la crescita dei prezzi. I margini di profitto del settore privato continuerebbero a espandersi in maniera contenuta, riflettendo il graduale miglioramento delle prospettive di crescita; alla fine dell'orizzonte previsto avrebbero recuperato poco più della metà della caduta registrata tra il 2008 e il 2012.

Le previsioni di crescita sono in linea con le valutazioni formulate in luglio...

Le previsioni di crescita del PIL sono in linea con la valutazione aggiornata formulata nel *Bollettino economico* di luglio. Le previsioni di inflazione sono più elevate di

0,4 punti percentuali quest'anno, per effetto soprattutto dell'aumento dei prezzi delle materie prime energetiche, e lievemente inferiori nel 2018, rispecchiando in larga misura la più moderata dinamica salariale risultante dagli ultimi rinnovi contrattuali.

...e con le stime più recenti degli altri previsori

Le nostre proiezioni di crescita sono nel complesso in linea con quelle più recenti diffuse dall'OCSE e

dalla Commissione europea (tav. 12). Il Fondo monetario internazionale e gli analisti privati censiti in gennaio da Consensus Economics prefigurano invece una dinamica più contenuta del prodotto sia per quest'anno sia per il prossimo.

Le stime di inflazione sono più elevate rispetto alla maggior parte dei previsori, riflettendo in larga misura i recenti andamenti delle quotazioni delle materie prime energetiche.

Il rafforzamento dell'attività economica presuppone politiche accomodanti e la prosecuzione delle riforme

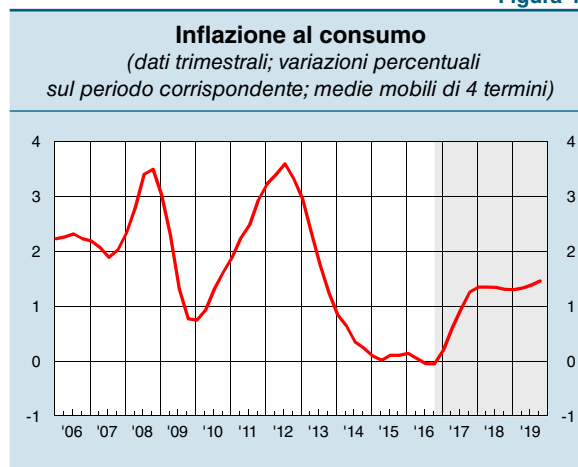
Nel complesso l'orientamento estremamente accomodante della politica monetaria e la prosecuzione di un graduale rafforzamento della dinamica del credito, coerentemente con le indicazioni provenienti dagli ultimi sondaggi disponibili (cfr. il par. 2.7 e il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*), continuano a costituire il presupposto del rafforzamento dell'attività economica. Il mantenimento di condizioni distese sui mercati finanziari, incorporate nelle attuali quotazioni di mercato, poggia inoltre sull'ipotesi che non venga

meno la determinazione nel portare a termine il processo di riforma avviato nel nostro paese. La politica di bilancio rimarrebbe moderatamente espansiva nel triennio 2017-19 (cfr. il par. 2.9).

I rischi per la crescita riguardano principalmente il ciclo globale...

Il principale rischio per la ripresa dell'economia globale è costituito dall'eventuale insorgere e dal successivo diffondersi di spinte protezionistiche, oltre che da possibili turbolenze nelle economie emergenti associate alla normalizzazione della politica monetaria negli Stati Uniti e dalla perdurante incertezza sulle

Figura 42



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

Tavola 12

Previsioni di altre organizzazioni
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

VOCI	PIL (1)			Inflazione (2)		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
FMI	0,7	0,8	....	0,5	0,8	1,0
OCSE	0,9	1,0	....	0,8	1,2	....
Commissione europea	0,9	1,0	....	1,2	1,4	....
Consensus Economics	0,7	0,9	....	0,9	1,1	....

Fonte: per il PIL, FMI, *World Economic Outlook, Update*, gennaio 2017; OCSE, *OECD Economic Outlook*, 100, novembre 2016; Commissione europea, *European Economic Forecast, Autumn 2016*, novembre 2016; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, 9 gennaio 2017. Per l'inflazione, FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2016; OCSE, *OECD Economic Outlook*, 100, novembre 2016; Commissione europea, *European Economic Forecast, Autumn 2016*, novembre 2016; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, 9 gennaio 2017.

(1) I tassi di crescita indicati nelle previsioni dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative, diversamente da quelli riportati dalla Commissione europea e dall'FMI. - (2) Misurata sull'IPCA.

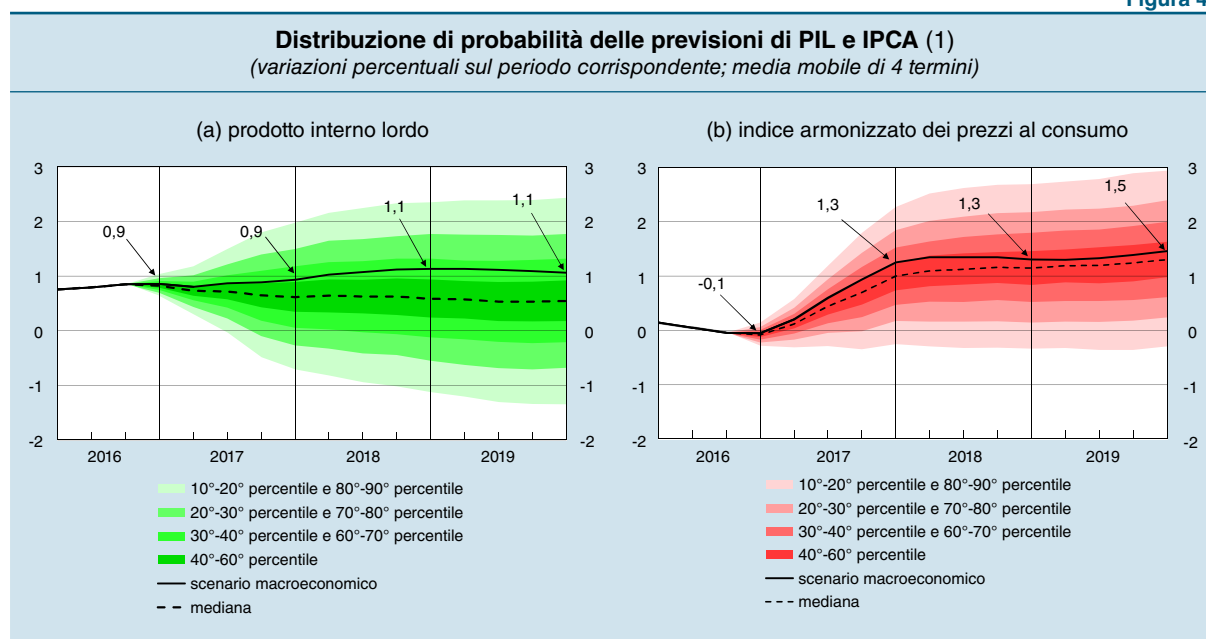
trattative che definiranno i nuovi rapporti commerciali tra Unione europea e Regno Unito (cfr. il riquadro: *Le possibili ripercussioni del referendum del Regno Unito sul quadro previsionale*, in *Bollettino economico*, 3, 2016). Un sostegno alla domanda mondiale potrebbe invece derivare, nel breve periodo, dall'adozione da parte della nuova amministrazione statunitense di politiche espansive, i cui effetti dipenderanno tuttavia dalle modalità di attuazione. Un'eventuale maggiore crescita statunitense potrebbe contribuire a un aumento più sostenuto dei prezzi delle materie prime e a un ulteriore deprezzamento del tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro, con pressioni al rialzo sui prezzi al consumo.

...mentre quelli per l'inflazione sono connessi anche con l'andamento dei salari

Rischi al ribasso sulle previsioni di inflazione sono connessi con gli effetti dei rinnovi dei contratti di lavoro nel settore privato (cfr. il riquadro: *I rinnovi contrattuali nel settore privato durante il 2016*), che in alcuni comparti implicano un'indicizzazione della dinamica salariale all'inflazione passata e rimuovono ogni legame con quella attesa, rendendo più inerziale la dinamica dei prezzi.

Nel complesso si valuta che i rischi relativi allo scenario dello scorso dicembre siano ancora orientati prevalentemente al ribasso per la crescita e siano sostanzialmente bilanciati per l'inflazione (fig. 43).

Figura 43



(1) La distribuzione di probabilità viene rappresentata graficamente, per classi di percentili, mediante le cosiddette fan charts, elaborate sulla base di simulazioni stocastiche effettuate con estrazioni casuali dalla distribuzione degli shock del modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia. Tale distribuzione tiene conto di shock asimmetrici alle equazioni che riflettono i principali fattori di rischio, secondo la procedura descritta in C. Miani e S. Siviero, *A non-parametric model-based approach to uncertainty and risk analysis of macroeconomic forecasts*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 758, 2010. La figura riporta variazioni percentuali sul periodo corrispondente di medie mobili di 4 termini. Il valore relativo al 4° trimestre di ciascun anno coincide con il tasso di variazione medio annuo.

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: area dell'euro	59
A2	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia	60
A3	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	61
A4	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	62
A5	Indici armonizzati dei prezzi al consumo: Italia e altri maggiori paesi dell'area dell'euro	63
A6	Produzione industriale e indicatori congiunturali: Italia	64
A7	Forze di lavoro, occupazione e disoccupazione: Italia	65
A8	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	66
A9	Prestiti bancari in Italia per area geografica e settore di attività economica	67
A10	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche: Italia	68
A11	Debito delle Amministrazioni pubbliche: Italia	69

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

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	PIL	Importazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Spesa per consumi delle famiglie residenti (2)	Spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche	Esportazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	Totale			
Quantità a prezzi concatenati									
2013	-0,3	1,4	0,2	-3,5	-1,4	-2,5	-0,6	0,3	2,1
2014	1,2	4,9	2,2	-0,9	3,9	1,4	0,8	0,6	4,5
2015	2,0	6,4	3,3	1,3	5,0	3,2	1,8	1,4	6,5
2016	....	....	....	....	....	....	....	....	....
2014 – 1° trim.	0,3	1,2	0,6	0,6	0,7	0,6	..	-0,1	0,9
2° trim.	0,2	1,3	0,5	-1,5	0,3	-0,6	0,3	0,2	1,1
3° trim.	0,4	1,5	0,7	-0,2	1,2	0,5	0,4	0,3	1,7
4° trim.	0,4	1,5	0,7	..	0,9	0,5	0,6	0,2	1,5
2015 – 1° trim.	0,8	2,4	1,3	1,5	2,0	1,8	0,5	0,4	2,7
2° trim.	0,4	0,8	0,5	-0,5	0,5	..	0,5	0,4	1,1
3° trim.	0,3	1,1	0,6	0,2	1,2	0,7	0,4	0,4	0,3
4° trim.	0,5	1,5	0,8	1,3	1,3	1,3	0,4	0,6	0,8
2016 – 1° trim.	0,5	-0,1	0,3	1,0	-0,3	0,4	0,7	0,6	0,2
2° trim.	0,3	1,2	0,6	-0,4	2,7	1,2	0,2	0,4	1,2
3° trim.	0,3	0,2	0,3	0,7	-0,4	0,2	0,3	0,5	0,1
4° trim.	....	....	....	....	....	....	....	....	....
Prezzi impliciti									
2013	1,3	-1,3	....	....	....	0,4	1,1	1,2	-0,4
2014	0,8	-1,7	....	....	....	0,5	0,5	0,8	-0,7
2015	1,2	-2,1	....	....	....	0,7	0,2	0,6	0,1
2016	....	....	....	....	....	....	....	....	....
2014 – 1° trim.	0,3	-0,3	....	....	....	-0,1	0,2	0,6	-0,4
2° trim.	0,1	-0,6	....	....	....	..	..	0,1	-0,2
3° trim.	0,2	..	....	....	....	0,4	..	0,3	0,1
4° trim.	0,3	-0,9	....	....	....	0,4	..	0,1	..
2015 – 1° trim.	0,3	-0,9	....	....	....	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1
2° trim.	0,3	1,1	....	....	....	0,3	0,5	0,3	0,8
3° trim.	0,3	-1,4	....	....	....	0,2	-0,1	0,2	-0,6
4° trim.	0,4	-1,0	....	....	....	0,6	0,1	0,2	-0,3
2016 – 1° trim.	0,1	-2,0	....	....	....	-0,2	-0,2	0,3	-1,5
2° trim.	0,2	0,2	....	....	....	0,2	0,2	0,2	-0,1
3° trim.	0,1	0,4	....	....	....	0,3	0,1	0,3	0,2
4° trim.	....	....	....	....	....	....	....	....	....

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.

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

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	PIL	Importazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Spesa per consumi delle famiglie residenti (2)	Spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche	Esportazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	Totale			
Quantità a prezzi concatenati									
2013	-1,7	-2,4	-1,9	-8,0	-5,1	-6,6	-2,5	-0,3	0,7
2014	0,1	3,3	0,8	-6,6	0,9	-3,0	0,4	-0,9	2,9
2015	0,7	6,0	1,8	-0,4	3,0	1,3	1,5	-0,6	4,3
2016	....	....	....	....	....	....	....	....	....
2014 – 1° trim.	..	0,6	0,1	-0,9	-0,9	-0,9	0,1	-0,3	0,5
2° trim.	0,1	1,3	0,3	-1,9	1,1	-0,4	0,1	-0,7	1,1
3° trim.	..	1,2	0,3	-2,2	0,2	-1,0	0,1	0,5	0,7
4° trim.	..	0,2	..	-1,0	1,4	0,2	0,4	..	1,6
2015 – 1° trim.	0,3	3,4	0,9	1,1	0,8	0,9	0,2	-0,8	1,6
2° trim.	0,3	1,3	0,5	-0,1	0,5	0,2	0,7	-0,2	1,2
3° trim.	0,1	..	0,1	0,5	0,4	0,4	0,6	0,4	-1,4
4° trim.	0,2	1,4	0,5	1,2	0,6	0,9	0,4	0,5	1,5
2016 – 1° trim.	0,4	-1,1	0,1	..	1,1	0,6	0,4	0,1	-1,2
2° trim.	0,1	1,3	0,3	-0,1	0,1	..	0,2	-0,3	2,1
3° trim.	0,3	0,7	0,3	-0,2	1,7	0,8	0,1	0,2	0,1
4° trim.	....	....	....	....	....	....	....	....	....
Prezzi impliciti									
2013	1,2	-1,8	0,6	0,1	..	0,1	1,2	0,3	-0,3
2014	0,9	-2,7	0,1	0,2	0,5	0,4	0,2	0,1	-0,2
2015	0,6	-2,6	-0,1	-0,2	0,7	0,2	..	..	-0,4
2016	....	....	....	....	....	....	....	....	....
2014 – 1° trim.	0,7	-0,8	0,4	-0,3	1,0	0,4	0,1	..	0,2
2° trim.	-0,3	-0,6	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	..	-0,3	-0,3
3° trim.	..	-0,3	-0,1	0,4	0,8	0,6	-0,1	..	0,3
4° trim.	0,7	-1,1	0,3	0,1	0,5	0,3	..	0,3	-0,2
2015 – 1° trim.	-0,1	-1,1	-0,3	-0,4	-0,6	-0,5	-0,1	-0,2	-0,3
2° trim.	0,1	1,1	0,3	-0,3	0,5	0,1	0,3	-0,1	0,3
3° trim.	0,4	-1,9	-0,1	0,3	0,3	0,3	-0,1	0,1	-0,4
4° trim.	0,4	-1,2	..	..	0,3	0,1	0,1	..	-0,3
2016 – 1° trim.	0,5	-2,3	-0,1	-0,3	0,5	0,1	-0,3	0,3	-0,9
2° trim.	-0,1	0,4	..	0,1	-0,3	-0,1	0,2	-0,3	0,1
3° trim.	-0,1	0,5	..	-0,1	1,1	0,5	0,2	-0,2	0,5
4° trim.	....	....	....	....	....	....	....	....	....

Fonte: Istat.

(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: 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					
2012	3,4	1,0	-1,3	-2,3	2,4
2013	2,8	0,8	-0,7	-1,5	2,0
2014	1,5	2,3	2,3	0,0	-0,8
2015	1,3	3,6	4,1	0,5	-2,2
2014 – 1° trim.	1,3	2,5	2,6	0,1	-1,1
2° trim.	1,7	2,7	2,4	-0,3	-0,9
3° trim.	1,4	2,4	2,3	-0,1	-1,0
4° trim.	1,7	1,9	2,2	0,3	-0,3
2015 – 1° trim.	1,8	3,4	3,4	-0,1	-1,6
2° trim.	1,7	3,3	3,6	0,4	-1,5
3° trim.	1,4	3,7	4,2	0,4	-2,2
4° trim.	1,5	3,7	3,8	0,1	-2,2
2016 – 1° trim.	1,0	0,7	1,6	0,9	0,3
2° trim.	0,6	0,2	1,2	1,0	0,4
3° trim.	....	0,3	0,9	0,6	....
Servizi					
2012	2,2	0,7	-0,2	-0,9	1,5
2013	2,1	1,2	0,2	-1,0	0,9
2014	1,1	0,2	1,0	0,9	1,0
2015	1,1	0,1	1,5	1,4	1,0
2014 – 1° trim.	1,1	0,4	1,1	0,7	0,7
2° trim.	1,2	0,2	0,8	0,7	1,1
3° trim.	1,1	0,0	1,0	0,9	1,0
4° trim.	1,2	0,0	1,2	1,2	1,2
2015 – 1° trim.	1,2	0,6	1,5	0,9	0,6
2° trim.	1,0	0,3	1,6	1,2	0,7
3° trim.	1,0	-0,2	1,3	1,6	1,2
4° trim.	1,3	-0,1	1,4	1,5	1,5
2016 – 1° trim.	1,1	-0,2	1,6	1,8	1,3
2° trim.	1,1	-0,2	1,7	1,9	1,2
3° trim.	....	0,4	1,7	1,3	....
Totale economia					
2012	2,6	0,9	-0,7	-1,6	1,7
2013	2,3	1,2	-0,1	-1,4	1,0
2014	1,2	0,6	1,2	0,5	0,5
2015	1,1	0,7	1,9	1,1	0,3
2014 – 1° trim.	1,3	1,0	1,4	0,4	0,3
2° trim.	1,3	0,8	1,1	0,3	0,5
3° trim.	1,1	0,6	1,1	0,5	0,5
4° trim.	1,2	0,3	1,2	0,8	0,9
2015 – 1° trim.	1,2	1,0	1,7	0,6	0,2
2° trim.	1,1	0,8	1,8	1,0	0,3
3° trim.	1,0	0,5	1,8	1,2	0,5
4° trim.	1,3	0,6	1,8	1,2	0,7
2016 – 1° trim.	1,1	0,0	1,5	1,5	1,1
2° trim.	1,1	0,0	1,6	1,5	1,0
3° trim.	1,4	0,5	1,6	1,1	0,9

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.

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					
2012	2,8	1,6	-2,6	-4,2	1,1
2013	2,6	0,6	-2,2	-2,8	2,0
2014	0,9	0,6	-0,6	-1,2	0,3
2015	1,6	1,2	1,3	0,2	0,5
2014 – 1° trim.	1,2	1,2	0,6	-0,6	0,0
2° trim.	0,5	1,2	-0,1	-1,2	-0,7
3° trim.	0,5	0,1	-0,8	-0,9	0,4
4° trim.	0,5	0,2	-0,7	-0,8	0,3
2015 – 1° trim.	2,2	1,7	0,0	-1,6	0,5
2° trim.	2,0	0,8	0,6	-0,2	1,2
3° trim.	1,8	1,5	1,4	-0,1	0,3
4° trim.	2,0	0,2	1,2	1,0	1,8
2016 – 1° trim.	-0,2	-1,0	1,9	3,0	0,8
2° trim.	0,2	-2,3	0,7	3,0	2,6
3° trim.	-0,1	-0,8	1,8	2,6	0,8
Servizi					
2012	0,2	-0,9	-2,1	-1,1	1,2
2013	1,2	0,8	-1,1	-1,9	0,4
2014	-0,1	0,4	0,8	0,4	-0,5
2015	-0,2	-0,7	0,4	1,0	0,5
2014 – 1° trim.	0,6	0,9	0,7	-0,3	-0,4
2° trim.	0,0	0,6	0,9	0,3	-0,6
3° trim.	-0,2	0,2	0,8	0,6	-0,5
4° trim.	-0,9	-0,4	0,8	1,2	-0,5
2015 – 1° trim.	-0,1	-0,1	0,5	0,6	0,0
2° trim.	0,1	-0,2	0,4	0,7	0,4
3° trim.	-0,1	-1,1	0,2	1,3	0,9
4° trim.	-0,6	-0,9	0,3	1,2	0,4
2016 – 1° trim.	-0,5	-1,5	0,7	2,1	1,0
2° trim.	-0,9	-1,6	0,7	2,4	0,8
3° trim.	-0,4	-0,9	0,8	1,6	0,4
Totale economia					
2012	1,1	0,1	-2,4	-2,5	1,0
2013	1,6	1,2	-1,5	-2,6	0,5
2014	0,2	0,2	0,1	-0,1	0,0
2015	0,3	-0,4	0,5	0,9	0,7
2014 – 1° trim.	0,7	0,8	0,4	-0,4	-0,1
2° trim.	0,1	0,5	0,4	-0,1	-0,3
3° trim.	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0
4° trim.	-0,5	-0,7	0,0	0,8	0,2
2015 – 1° trim.	0,5	0,0	0,2	0,2	0,5
2° trim.	0,6	-0,3	0,3	0,7	0,9
3° trim.	0,3	-0,4	0,4	0,8	0,8
4° trim.	0,0	-0,4	0,7	1,1	0,4
2016 – 1° trim.	-0,4	-1,3	0,9	2,2	0,9
2° trim.	-0,5	-1,3	0,8	2,1	0,8
3° trim.	-0,2	-0,7	0,9	1,6	0,4

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Sulla base delle ore effettivamente lavorate. Per i valori annuali, dati grezzi; per quelli trimestrali, dati destagionalizzati e corretti per il numero di giorni lavorativi. – (2) Valore aggiunto a prezzi base, valori concatenati. Anno di riferimento 2010.

Indici armonizzati dei prezzi al consumo: Italia e altri maggiori paesi dell'area dell'euro

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

PERIODO	Francia		Germania		Italia		Spagna		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	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici
2011	2,3	1,1	2,5	1,2	2,9	2,0	3,0	1,2	2,7	1,4
2012	2,2	1,5	2,1	1,3	3,3	2,0	2,4	1,3	2,5	1,5
2013	1,0	0,7	1,6	1,2	1,2	1,2	1,5	1,3	1,4	1,1
2014	0,6	1,0	0,8	1,1	0,2	0,7	-0,2	-0,1	0,4	0,8
2015	0,1	0,6	0,1	1,1	0,1	0,7	-0,6	0,3	0,0	0,8
2016	0,3	0,6	0,4	1,1	-0,1	0,5	-0,3	0,7	0,2	0,9
2015 – gen.	-0,4	0,4	-0,4	1,0	-0,5	0,5	-1,5	0,0	-0,6	0,6
feb.	-0,3	0,3	0,0	1,1	0,1	0,9	-1,2	0,0	-0,3	0,7
mar.	0,0	0,4	0,2	1,0	0,0	0,5	-0,8	0,0	-0,1	0,6
apr.	0,1	0,5	0,3	1,1	-0,1	0,3	-0,7	0,0	0,0	0,6
mag.	0,3	0,7	0,6	1,4	0,2	0,6	-0,3	0,3	0,3	0,9
giu.	0,3	0,7	0,2	0,8	0,2	0,7	0,0	0,4	0,2	0,8
lug.	0,2	0,8	0,1	0,9	0,4	1,0	0,0	0,5	0,2	1,0
ago.	0,1	0,6	0,1	1,1	0,3	1,0	-0,5	0,4	0,1	0,9
set.	0,1	0,7	-0,1	1,0	0,2	0,9	-1,1	0,4	-0,1	0,9
ott.	0,2	0,8	0,2	1,3	0,3	1,0	-0,9	0,6	0,1	1,1
nov.	0,1	0,7	0,2	1,2	0,1	0,7	-0,4	0,7	0,1	0,9
dic.	0,3	0,8	0,2	1,0	0,1	0,5	-0,1	0,6	0,2	0,9
2016 – gen.	0,3	0,9	0,4	1,1	0,4	0,9	-0,4	0,7	0,3	1,0
feb.	-0,1	0,7	-0,2	0,8	-0,2	0,5	-1,0	0,8	-0,2	0,8
mar.	-0,1	0,7	0,1	1,3	-0,2	0,8	-1,0	0,8	0,0	1,0
apr.	-0,1	0,6	-0,3	0,7	-0,4	0,6	-1,2	0,5	-0,2	0,7
mag.	0,1	0,6	0,0	1,1	-0,3	0,6	-1,1	0,5	-0,1	0,8
giu.	0,3	0,6	0,2	1,2	-0,2	0,5	-0,9	0,5	0,1	0,9
lug.	0,4	0,6	0,4	1,3	-0,2	0,5	-0,7	0,6	0,2	0,9
ago.	0,4	0,5	0,3	1,0	-0,1	0,4	-0,3	0,7	0,2	0,8
set.	0,5	0,7	0,5	1,1	0,1	0,4	0,0	0,7	0,4	0,8
ott.	0,5	0,6	0,7	1,1	-0,1	0,2	0,5	0,6	0,5	0,8
nov.	0,7	0,6	0,7	1,0	0,1	0,4	0,5	0,7	0,6	0,8
dic.	0,8	0,4	1,7	1,4	0,5	0,7	1,4	0,9	1,1	0,9

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

Produzione industriale e indicatori congiunturali: Italia (1)
(dati destagionalizzati)

PERIODO	Produzione industriale (2)					Indicatori congiunturali (3)				
	Indice generale	Beni di consumo	Beni strumentali	Prodotti intermedi	Energia	Livello degli ordini			Domanda attesa a 3 mesi	Scorte di prodotti finiti (scarto dal normale)
						Interno	Estero	Totale		
2009	93,5	97,9	89,9	91,7	97,6	-56,3	-59,3	-56,9	-6,1	2,5
2010	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	-29,8	-27,4	-27,0	12,3	-1,6
2011	100,4	97,7	104,1	100,5	97,9	-25,2	-15,0	-19,8	9,2	2,1
2012	94,4	93,5	98,0	91,7	95,4	-43,4	-27,5	-37,0	-3,1	3,3
2013	91,5	91,3	93,4	90,5	90,2	-44,4	-18,5	-32,1	4,1	1,5
2014	90,5	90,6	93,4	90,0	85,4	-33,1	-15,3	-19,3	8,9	2,1
2015	92,1	91,5	97,5	89,8	87,5	-21,7	-13,1	-12,8	12,5	3,1
2016	....	....	....	....	....	-18,7	-15,7	-13,7	11,1	3,8
2009 – 1° trim.	93,5	97,1	92,0	91,5	97,3	-63,7	-63,3	-61,7	-24,0	6,7
2° trim.	91,4	95,8	86,6	88,1	96,8	-61,0	-66,3	-62,0	-7,3	3,3
3° trim.	92,5	97,8	86,3	89,4	97,7	-54,0	-58,0	-56,3	2,0	1,7
4° trim.	94,9	99,6	90,9	94,4	98,7	-46,7	-49,3	-47,7	5,0	-1,7
2010 – 1° trim.	97,3	99,6	94,5	96,4	101,4	-39,0	-41,7	-38,7	8,3	-3,0
2° trim.	99,2	99,3	98,6	99,4	99,0	-32,7	-29,3	-30,0	12,0	-2,7
3° trim.	100,4	100,0	101,7	99,5	97,2	-25,7	-24,0	-22,3	13,0	-1,3
4° trim.	101,3	98,6	102,2	102,4	102,0	-21,7	-14,7	-17,0	15,7	0,7
2011 – 1° trim.	102,0	98,3	105,0	102,8	100,0	-20,3	-10,0	-14,0	15,0	0,3
2° trim.	102,0	99,7	105,3	102,4	97,7	-20,3	-12,0	-14,7	14,0	0,7
3° trim.	100,7	97,1	105,3	100,8	98,8	-26,7	-15,7	-22,3	7,3	4,0
4° trim.	98,7	96,0	102,3	98,3	95,6	-33,3	-22,3	-28,3	0,3	3,3
2012 – 1° trim.	96,2	93,7	99,8	94,2	98,1	-38,7	-26,0	-32,3	-1,3	3,0
2° trim.	94,9	93,9	97,7	92,9	95,2	-44,7	-27,7	-37,0	-2,7	5,0
3° trim.	94,9	94,3	99,1	91,7	96,8	-45,0	-26,3	-38,0	-4,0	3,7
4° trim.	92,3	91,8	96,7	88,5	91,0	-45,3	-30,0	-40,7	-4,3	1,7
2013 – 1° trim.	91,8	92,0	92,3	89,5	92,7	-46,0	-30,0	-39,3	-1,0	3,0
2° trim.	91,5	90,3	94,6	89,8	90,2	-49,0	-21,7	-39,0	-0,3	2,7
3° trim.	91,5	91,4	93,0	91,5	89,2	-43,3	-11,7	-28,7	7,3	0,7
4° trim.	92,0	91,4	93,5	92,3	88,7	-39,3	-10,7	-21,3	10,3	-0,3
2014 – 1° trim.	91,7	91,4	94,4	91,9	85,0	-36,7	-13,3	-19,7	9,7	-0,7
2° trim.	91,3	91,4	93,3	91,0	87,6	-31,3	-13,7	-17,7	10,7	1,3
3° trim.	90,6	90,7	93,1	90,0	85,7	-33,3	-15,7	-19,7	7,7	4,0
4° trim.	91,0	90,8	95,3	89,5	83,9	-31,0	-18,3	-20,3	7,7	3,7
2015 – 1° trim.	91,4	91,4	95,3	89,6	86,6	-26,7	-16,3	-16,0	10,7	3,3
2° trim.	92,2	91,4	98,1	89,5	88,0	-22,0	-12,3	-12,0	13,0	2,7
3° trim.	92,2	91,0	97,5	89,3	90,1	-20,3	-13,3	-12,3	13,0	3,0
4° trim.	92,2	90,9	97,9	90,2	85,0	-17,7	-10,3	-10,7	13,3	3,3
2016 – 1° trim.	92,9	91,0	101,2	90,9	85,1	-19,0	-16,0	-13,3	10,0	3,7
2° trim.	92,7	90,6	99,1	91,5	84,0	-19,0	-17,3	-14,0	10,7	3,3
3° trim.	93,9	91,4	102,4	92,2	86,6	-20,3	-15,7	-15,0	10,7	3,3
4° trim.	....	....	....	....	....	-16,3	-13,7	-12,3	13,0	5,0

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) I dati annuali di produzione industriale non sono rettificati per tener conto del numero delle giornate lavorative. – (2) Indici: 2010=100. – (3) Media dei saldi delle risposte all'*Indagine sulla fiducia delle imprese manifatturiere*.

Forze di lavoro, occupazione e disoccupazione: Italia*(dati non destagionalizzati; migliaia di persone; per il tasso disoccupazione e il tasso di attività, valori percentuali)*

PERIODO	Occupati						Totale	In cerca di occupazione	Forze di lavoro	Tasso di disoccupazione	Tasso di attività 15-64 anni
	Agricoltura	Industria in senso stretto	Costruzioni	Servizi	Centro e Nord	Sud e Isole					
2008	854	4.928	1.953	15.355	16.658	6.432	23.090	1.664	24.755	6,7	62,9
2009	838	4.720	1.917	15.224	16.449	6.250	22.699	1.907	24.605	7,7	62,3
2010	849	4.556	1.889	15.233	16.364	6.163	22.527	2.056	24.583	8,4	62,0
2011	832	4.602	1.791	15.374	16.419	6.179	22.598	2.061	24.660	8,4	62,1
2012	833	4.524	1.700	15.508	16.410	6.156	22.566	2.691	25.257	10,7	63,5
2013	799	4.449	1.553	15.390	16.289	5.901	22.191	3.069	25.259	12,1	63,4
2014	812	4.509	1.484	15.474	16.423	5.856	22.279	3.236	25.515	12,7	63,9
2015	843	4.507	1.468	15.646	16.514	5.950	22.465	3.033	25.498	11,9	64,0
2008 – 1° trim.	826	4.848	1.914	15.278	16.547	6.319	22.866	1.731	24.598	7,0	62,7
2° trim.	822	4.978	1.951	15.521	16.720	6.551	23.271	1.679	24.949	6,7	63,4
3° trim.	879	4.995	1.963	15.367	16.719	6.484	23.204	1.505	24.709	6,1	62,7
4° trim.	890	4.893	1.983	15.255	16.647	6.374	23.021	1.742	24.763	7,0	62,8
2009 – 1° trim.	802	4.784	1.929	15.139	16.429	6.224	22.653	1.946	24.599	7,9	62,3
2° trim.	814	4.782	1.888	15.402	16.585	6.302	22.887	1.804	24.691	7,3	62,5
3° trim.	860	4.692	1.885	15.241	16.384	6.294	22.678	1.777	24.455	7,3	61,9
4° trim.	875	4.623	1.964	15.115	16.399	6.178	22.577	2.099	24.676	8,5	62,4
2010 – 1° trim.	780	4.559	1.908	15.174	16.345	6.076	22.421	2.224	24.644	9,0	62,2
2° trim.	861	4.555	1.908	15.332	16.454	6.203	22.657	2.048	24.705	8,3	62,3
3° trim.	863	4.542	1.869	15.175	16.281	6.169	22.450	1.822	24.272	7,5	61,3
4° trim.	892	4.566	1.871	15.251	16.378	6.202	22.580	2.129	24.709	8,6	62,3
2011 – 1° trim.	790	4.620	1.808	15.319	16.430	6.107	22.536	2.105	24.642	8,5	62,0
2° trim.	820	4.577	1.861	15.455	16.479	6.234	22.713	1.904	24.617	7,7	61,9
3° trim.	873	4.567	1.775	15.357	16.376	6.196	22.572	1.862	24.434	7,6	61,5
4° trim.	844	4.643	1.721	15.363	16.392	6.179	22.571	2.374	24.945	9,5	62,8
2012 – 1° trim.	794	4.580	1.709	15.340	16.342	6.082	22.424	2.729	25.153	10,8	63,3
2° trim.	875	4.467	1.762	15.597	16.473	6.229	22.702	2.651	25.353	10,5	63,8
3° trim.	835	4.503	1.675	15.604	16.441	6.176	22.617	2.439	25.056	9,7	62,9
4° trim.	829	4.548	1.653	15.491	16.383	6.138	22.521	2.945	25.466	11,6	63,9
2013 – 1° trim.	766	4.482	1.535	15.341	16.174	5.951	22.125	3.221	25.346	12,7	63,6
2° trim.	787	4.381	1.552	15.499	16.312	5.906	22.218	3.029	25.248	12,0	63,3
3° trim.	833	4.411	1.563	15.393	16.328	5.872	22.201	2.812	25.012	11,2	62,7
4° trim.	810	4.521	1.563	15.325	16.343	5.876	22.219	3.212	25.431	12,6	63,8
2014 – 1° trim.	727	4.478	1.471	15.350	16.220	5.805	22.026	3.447	25.472	13,5	63,9
2° trim.	799	4.501	1.496	15.520	16.467	5.850	22.317	3.102	25.419	12,2	63,6
3° trim.	855	4.509	1.515	15.519	16.521	5.878	22.398	2.975	25.374	11,7	63,6
4° trim.	867	4.549	1.454	15.505	16.483	5.892	22.375	3.420	25.794	13,3	64,7
2015 – 1° trim.	772	4.436	1.454	15.497	16.306	5.852	22.158	3.302	25.460	13,0	63,9
2° trim.	815	4.504	1.530	15.648	16.526	5.970	22.497	3.101	25.598	12,1	64,2
3° trim.	890	4.550	1.481	15.724	16.631	6.014	22.645	2.677	25.322	10,6	63,6
4° trim.	895	4.539	1.408	15.716	16.594	5.964	22.559	3.053	25.612	11,9	64,5
2016 – 1° trim.	817	4.462	1.402	15.720	16.497	5.904	22.401	3.087	25.488	12,1	64,2
2° trim.	868	4.546	1.455	16.067	16.801	6.135	22.936	2.993	25.928	11,5	65,3
3° trim.	917	4.622	1.387	15.958	16.759	6.125	22.884	2.808	25.692	10,9	64,8

Fonte: Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*.

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
2010	-54.815	-21.730	-9.176	-3.907	-20.002	46	-75	121
2011	-49.302	-18.583	-6.173	-5.293	-19.253	1.032	-49	1.081
2012	-5.822	16.829	-123	-3.012	-19.516	3.959	1.835	2.124
2013	15.449	36.063	478	-3.035	-18.056	181	-3.142	3.322
2014	30.497	47.403	-1.019	-46	-15.841	3.386	-942	4.328
2015	26.650	52.263	-1.605	-9.193	-14.815	2.638	-1.098	3.736
2015 – 1° trim.	-1.620	9.439	-2.936	-1.052	-7.070	-294	-276	-18
2° trim.	4.390	12.441	1.336	-6.602	-2.786	-349	-587	238
3° trim.	10.843	13.669	1.848	-1.881	-2.794	-13	-211	198
4° trim.	13.037	16.714	-1.853	342	-2.165	3.294	-24	3.318
2016 – 1° trim.	2.657	11.110	-2.498	-55	-5.900	-289	-73	-216
2° trim.	11.600	16.372	627	-3.511	-1.889	-295	-118	-177
3° trim.	15.596	15.644	2.118	1.835	-4.001	-618	-774	156
2015 – gen.	-2.512	718	-841	-635	-1.754	-17	-29	12
feb.	297	4.153	-1.051	-511	-2.295	-23	-27	4
mar.	595	4.567	-1.045	94	-3.021	-254	-220	-35
apr.	2.436	4.306	-23	-832	-1.016	-176	-199	24
mag.	857	4.686	510	-3.689	-650	-174	-197	23
giu.	1.097	3.449	850	-2.081	-1.120	1	-191	192
lug.	8.063	8.427	1.129	-479	-1.014	18	-69	87
ago.	1.416	2.517	356	-537	-920	22	-58	80
set.	1.364	2.725	363	-865	-859	-52	-84	31
ott.	4.407	5.287	-243	-87	-551	1.303	-4	1.306
nov.	3.217	4.919	-927	-214	-561	1.160	6	1.154
dic.	5.414	6.508	-684	643	-1.054	831	-26	858
2016 – gen.	-1.729	624	-645	-238	-1.470	-77	45	-122
feb.	1.596	4.541	-916	-99	-1.930	7	40	-34
mar.	2.790	5.946	-937	282	-2.501	-219	-159	-60
apr.	4.291	5.318	-579	291	-739	-130	-73	-57
mag.	3.227	5.694	481	-2.670	-278	-129	-68	-61
giu.	4.081	5.360	724	-1.131	-871	-37	23	-59
lug.	8.604	8.202	1.179	654	-1.431	-173	-243	69
ago.	3.173	3.233	692	570	-1.322	-156	-220	63
set.	3.820	4.209	248	611	-1.247	-288	-312	24
ott.	(5.928)	(5.468)	(-97)	(1.358)	(-799)	(1.057)	(-225)	(1.282)
nov.	(4.640)	(5.508)	(-658)	(580)	(-790)	(1.067)	(-67)	(1.134)

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

Prestiti bancari in Italia per area geografica e settore di attività economica (1)
(variazioni percentuali sui 12 mesi)

PERIODO	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Imprese			Famiglie consumatrici	Istituzioni sociali senza scopo di lucro e unità non classificabili e non classificate	Totale	
			Totale	Medio-grandi	Piccole (2)				
					<i>di cui:</i> famiglie produttrici (3)				
Centro e Nord									
2014 – dic.	4,2	-0,4	-2,0	-1,9	-2,5	-1,5	-0,1	-1,6	-0,6
2015 – mar.	1,3	-0,8	-1,9	-1,8	-2,5	-1,4	0,1	-2,2	-0,9
giu.	3,5	-1,6	-1,4	-1,2	-2,5	-1,4	0,5	-0,7	-0,2
set.	2,7	-1,2	-0,8	-0,4	-2,5	-1,4	0,9	-1,8	0,1
dic.	0,5	-2,6	-0,7	-0,3	-2,7	-1,7	1,3	-1,9	-0,2
2016 – mar.	0,7	0,0	-0,5	0,1	-2,9	-1,5	1,5	-1,6	0,2
giu.	-3,8	0,4	-0,1	0,5	-2,6	-1,6	2,1	-3,6	-0,1
set.	-2,8	3,6	-0,2	0,4	-2,8	-1,8	2,3	-2,2	0,3
ott.	-2,5	0,5	0,7	1,2	-1,8	-1,0	2,3	-3,8	0,6
nov.	-3,4	-2,9	-0,1	0,4	-2,4	-1,3	2,4	-3,4	-0,2
Sud e Isole									
2014 – dic.	-4,0	-3,1	-1,6	-1,5	-1,8	-1,0	-0,6	-1,7	-1,4
2015 – mar.	-4,1	-5,2	-0,9	-0,6	-1,8	-1,0	-0,4	0,6	-1,1
giu.	-4,1	-4,6	-0,4	0,1	-1,6	-0,7	0,0	-0,7	-0,6
set.	-8,4	-2,2	-0,2	0,2	-1,2	-0,6	0,5	-2,7	-0,7
dic.	-4,3	-2,2	0,2	0,6	-0,9	-0,4	1,3	-3,2	0,2
2016 – mar.	-5,3	-0,1	0,1	0,3	-0,6	0,1	1,8	-3,7	0,3
giu.	-5,5	2,8	0,5	0,8	-0,2	0,4	2,3	-3,3	0,8
set.	-1,5	2,8	0,4	0,7	-0,4	0,2	2,6	-3,0	1,2
ott.	-2,6	1,5	0,6	0,8	0,1	0,5	2,7	-4,1	1,2
nov.	-4,0	1,7	0,3	0,6	-0,4	0,0	2,7	-3,8	1,0
Italia									
2014 – dic.	3,4	-0,5	-2,0	-1,9	-2,3	-1,4	-0,2	-1,6	-0,7
2015 – mar.	0,8	-1,0	-1,8	-1,6	-2,4	-1,3	-0,1	-1,9	-0,9
giu.	2,8	-1,7	-1,3	-1,0	-2,3	-1,2	0,4	-0,7	-0,3
set.	1,7	-1,2	-0,7	-0,3	-2,2	-1,2	0,8	-1,9	0,0
dic.	0,1	-2,6	-0,6	-0,1	-2,4	-1,4	1,3	-2,1	-0,2
2016 – mar.	0,1	0,0	-0,4	0,1	-2,4	-1,1	1,6	-1,8	0,2
giu.	-3,9	0,4	0,0	0,5	-2,1	-1,1	2,1	-3,6	0,0
set.	-2,7	3,6	-0,1	0,4	-2,3	-1,3	2,3	-2,3	0,5
ott.	-2,5	0,6	0,7	1,1	-1,4	-0,7	2,4	-3,9	0,7
nov.	-3,4	-2,8	-0,1	0,4	-2,0	-1,0	2,5	-3,4	0,0

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati dell'ultimo mese sono provvisori. 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, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. I tassi di crescita dei prestiti sono stati ricalcolati a partire dal 2015 per tenere conto di nuove informazioni statistiche disponibili sui prestiti cartolarizzati e ceduti e di alcune revisioni nei dati. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo con numero di addetti inferiore a 20, società semplici, società di fatto e imprese individuali con meno di 20 addetti. – (3) Società semplici, società di fatto e imprese individuali fino a 5 addetti.

Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche: Italia (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:</i> raccolta postale							<i>di cui:</i> impieghi della liquidità		<i>di cui:</i> connesso con sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)
2010	1,1	-4,8	-10,0	87,9	0,8	1,2	80,9	-11,5	0,0	69,4	3,9
2011	-3,6	-3,1	1,3	42,9	0,2	4,0	44,8	19,0	0,0	63,8	9,2
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	82,0	-4,3	-1,2	75,3	-8,8	-28,0	66,5	4,7
2015	5,1	-1,5	-9,5	44,2	1,7	-1,1	40,3	10,7	8,0	51,0	-2,1
2014 – gen.	4,2	-0,6	6,7	10,2	0,8	-0,3	21,6	-20,2	-4,4	1,4	0,0
feb.	-1,3	-0,1	-2,8	23,4	-0,5	-0,5	18,3	-6,8	0,6	11,4	0,0
mar.	3,3	0,3	-0,4	12,6	-0,1	-0,4	14,9	2,8	-2,7	17,7	0,0
apr.	-1,8	-0,1	-1,5	28,7	0,0	1,6	27,0	-15,5	2,5	11,5	4,3
mag.	1,1	-0,2	0,3	19,3	-0,1	-0,3	20,3	-14,9	-2,8	5,5	0,0
giu.	3,1	0,0	-0,4	2,5	-3,3	0,5	2,4	-13,0	-26,7	-10,6	0,0
lug.	-2,7	0,3	-1,6	7,5	0,3	-2,4	1,1	-4,5	-3,3	-3,4	0,2
ago.	-0,9	0,5	-2,1	-16,7	-0,4	-0,2	-20,3	27,3	-1,6	7,0	0,2
set.	-0,1	-0,4	-1,2	-11,4	0,1	0,1	-12,5	30,9	3,3	18,3	0,0
ott.	-1,5	-0,8	-3,0	30,8	-0,9	-0,3	25,1	-17,8	-1,1	7,3	0,0
nov.	3,1	-0,6	-1,7	0,2	0,2	0,2	2,1	3,2	-9,7	5,2	0,0
dic.	8,1	0,7	-8,2	-24,9	-0,5	0,8	-24,7	19,8	17,9	-4,9	0,0
2015 – gen.	1,3	-0,4	7,3	24,7	-1,1	-0,5	31,7	-36,4	-18,1	-4,7	0,0
feb.	-3,3	-0,8	-0,1	5,9	4,4	-2,4	4,5	3,6	-10,9	8,2	-2,1
mar.	0,4	0,3	-1,7	18,5	0,9	0,2	18,3	0,2	3,2	18,5	0,0
apr.	-0,9	-0,1	-1,0	12,1	1,2	-0,3	11,1	-4,2	6,2	6,9	0,0
mag.	1,7	-0,4	-0,1	20,1	0,6	-0,2	22,1	-17,8	1,2	4,2	0,0
giu.	4,3	0,1	-0,9	-16,4	-2,2	0,6	-14,6	0,0	-0,6	-14,6	0,0
lug.	-3,1	-0,2	0,0	0,3	-1,9	-0,4	-5,1	4,7	-0,2	-0,4	0,0
ago.	0,9	0,5	-2,3	-13,4	-0,2	-0,2	-15,2	22,5	-1,5	7,3	0,0
set.	-1,3	0,3	-2,1	11,2	-0,1	0,6	8,2	9,7	4,9	17,9	0,0
ott.	-0,6	-0,1	-1,4	22,8	-0,2	-0,6	20,0	-17,7	1,1	2,3	0,0
nov.	-0,7	-0,8	-0,4	0,9	4,3	0,3	4,4	7,3	1,7	11,7	0,0
dic.	6,3	0,1	-6,8	-42,6	-3,8	1,8	-45,0	38,7	21,0	-6,3	0,0
2016 – gen.	1,6	0,6	4,5	17,1	-0,3	-0,6	22,3	-27,8	-22,1	-5,5	0,0
feb.	-2,6	-1,0	-1,1	25,0	0,8	-0,3	21,9	-11,2	-0,5	10,7	0,0
mar.	-0,7	0,2	0,2	16,3	1,2	0,4	17,3	4,7	-2,1	22,0	0,0
apr.	-2,0	-0,3	0,2	4,9	0,2	-0,4	2,8	5,2	3,3	8,0	0,0
mag.	0,0	0,1	-0,1	9,5	0,8	-0,1	10,1	-8,0	4,8	2,1	0,0
giu.	-2,4	0,4	-0,8	14,3	-2,9	-0,5	7,8	-19,8	-9,5	-12,0	0,0
lug.	0,7	-0,6	-0,6	3,3	1,0	0,6	5,0	-8,5	9,5	-3,6	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	-10,2	25,3	13,9	15,2	0,0
ott.	1,1	0,0	-1,4	12,6	-1,4	0,6	11,4	-8,4	-3,5	3,0	0,0
nov.	-2,0	-0,2	-0,6	7,9	0,0	0,3	5,5	1,6	2,5	7,1	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*. – (2) Depositi del Tesoro presso la Banca d'Italia e operazioni di liquidità presso il sistema bancario. – (3) Include i prestiti in favore di paesi dalla UEM erogati sia bilateralmente sia attraverso lo European Financial Stability Facility (EFSF), e il contributo al capitale dello European Stability Mechanism (ESM).

Debito delle Amministrazioni pubbliche: Italia (1)
 (miliardi di euro)

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Altre passività	Debito delle Amministrazioni pubbliche	Per memoria:				
	<i>di cui:</i> raccolta postale							Disponibilità liquide del Tesoro (2)	Depositi presso IFM residenti al netto delle operazioni di liquidità	Sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)		
2010	156,9	25,2	129,9	1.418,6	132,8	13,4	0,0	1.851,5	43,2	....	35,7	3,9
2011	153,3	22,1	131,2	1.473,0	133,0	17,4	3,1	1.907,8	24,3	0,0	35,4	13,1
2012	160,3	20,8	151,6	1.502,6	134,3	41,2	26,9	1.989,9	34,4	0,0	27,2	42,7
2013	158,5	18,6	140,6	1.593,9	131,0	46,0	34,1	2.070,0	37,6	10,0	24,7	55,6
2014	173,2	17,5	124,5	1.667,8	126,8	44,9	36,0	2.137,1	46,4	38,0	25,7	60,3
2015	178,3	16,0	115,0	1.707,2	128,4	43,7	33,9	2.172,7	35,7	30,0	26,9	58,2
2014 – gen.	162,7	18,0	147,3	1.602,8	131,8	45,7	34,1	2.090,3	57,9	14,4	23,7	55,6
feb.	161,4	17,9	144,5	1.626,1	131,3	45,2	34,1	2.108,5	64,7	13,8	22,8	55,6
mar.	164,7	18,1	144,1	1.636,7	131,2	44,7	34,2	2.121,4	61,9	16,5	25,1	55,6
apr.	162,9	18,0	142,6	1.665,0	131,2	46,4	35,6	2.148,0	77,4	14,0	26,8	59,9
mag.	164,0	17,8	142,9	1.683,9	131,1	46,1	35,6	2.168,0	92,3	16,8	24,9	59,9
giu.	167,1	17,8	142,5	1.685,7	127,8	46,6	35,6	2.169,6	105,3	43,5	25,8	59,9
lug.	164,4	18,1	140,8	1.692,6	128,1	44,2	35,8	2.170,1	109,7	46,8	26,2	60,1
ago.	163,5	18,6	138,7	1.675,7	127,7	44,0	36,0	2.149,7	82,4	48,4	24,4	60,3
set.	163,4	18,2	137,5	1.662,7	127,8	44,2	36,0	2.135,6	51,6	45,1	24,9	60,3
ott.	161,9	17,4	134,5	1.692,6	127,0	43,9	36,0	2.159,8	69,4	46,2	24,1	60,3
nov.	165,1	16,8	132,7	1.693,1	127,2	44,1	36,0	2.162,2	66,2	55,9	23,2	60,3
dic.	173,2	17,5	124,5	1.667,8	126,8	44,9	36,0	2.137,1	46,4	38,0	25,7	60,3
2015 – gen.	174,5	17,2	131,9	1.691,8	125,6	44,3	36,0	2.168,1	82,8	56,1	21,0	60,3
feb.	171,2	16,4	131,7	1.696,5	130,0	41,9	33,9	2.171,4	79,1	67,0	20,2	58,2
mar.	171,6	16,7	130,0	1.712,0	130,9	42,2	33,9	2.186,7	78,9	63,8	23,2	58,2
apr.	170,7	16,6	129,0	1.723,5	132,1	41,9	33,9	2.197,2	83,1	57,6	23,6	58,2
mag.	172,4	16,2	128,9	1.744,9	132,7	41,7	33,9	2.220,6	100,9	56,4	25,2	58,2
giu.	176,7	16,3	128,0	1.728,5	130,5	42,3	33,9	2.206,0	100,9	57,0	25,5	58,2
lug.	173,6	16,0	128,0	1.729,6	128,5	41,9	33,9	2.201,6	96,2	57,2	26,6	58,2
ago.	174,5	16,5	125,7	1.716,2	128,3	41,7	33,9	2.186,4	73,7	58,7	27,0	58,2
set.	173,2	16,8	123,6	1.726,2	128,1	42,2	33,9	2.193,4	64,0	53,8	27,3	58,2
ott.	172,6	16,7	122,2	1.749,0	127,9	41,7	33,9	2.213,4	81,7	52,7	29,3	58,2
nov.	171,9	15,9	121,8	1.749,5	132,2	41,9	33,9	2.217,3	74,4	51,0	30,2	58,2
dic.	178,3	16,0	115,0	1.707,2	128,4	43,7	33,9	2.172,7	35,7	30,0	26,9	58,2
2016 – gen.	179,8	16,7	119,6	1.723,7	128,1	43,2	33,9	2.194,4	63,5	52,1	26,5	58,2
feb.	177,3	15,7	118,5	1.748,2	128,9	42,9	33,9	2.215,8	74,7	52,6	27,6	58,2
mar.	176,6	15,9	118,7	1.761,6	130,1	43,2	33,9	2.230,2	70,0	54,6	27,4	58,2
apr.	174,5	15,6	118,9	1.766,0	130,3	42,8	33,9	2.232,5	64,7	51,4	27,9	58,2
mag.	174,5	15,6	118,7	1.776,3	131,1	42,7	33,9	2.243,4	72,7	46,6	29,9	58,2
giu.	172,2	16,1	117,9	1.789,8	128,2	42,3	33,9	2.250,4	92,5	56,1	29,0	58,2
lug.	172,9	15,5	117,3	1.793,3	129,2	42,8	33,9	2.255,6	101,0	46,6	31,0	58,2
ago.	172,4	15,6	117,0	1.764,3	128,7	42,3	33,9	2.224,7	64,6	46,0	32,1	58,2
set.	171,2	15,5	116,3	1.754,1	129,2	41,8	33,9	2.212,6	39,3	32,1	31,2	58,2
ott.	172,3	15,5	114,9	1.766,5	127,8	42,4	33,9	2.223,8	47,7	35,6	31,7	58,2
nov.	170,3	15,2	114,2	1.774,5	127,8	42,6	33,9	2.229,4	46,1	33,1	33,5	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*. – (2) Depositi del Tesoro presso la Banca d'Italia e operazioni di liquidità presso il sistema bancario. – (3) Include i prestiti in favore di paesi dalla UEM erogati sia bilateralmente sia attraverso lo European Financial Stability Facility (EFSF), e il contributo al capitale dello European Stability Mechanism (ESM).

