



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

aprile 2017

2 | 2017



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 2 / 2017
Aprile

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

Relazione annuale

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

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

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

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

Queste pubblicazioni sono disponibili su internet all'indirizzo www.bancaditalia.it
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

Fabio Buseti e Emidio Coccozza (coordinamento), Alessandro Borin, Rita Cappariello, Antonio Maria Conti, Domenico Depalo, Lucia Esposito, Maria Lisa Rodano, Enrico Sette, Gabriele Zinna

Daniela Falcone, Valentina Memoli e Silvia Mussolin (aspetti editoriali), Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Alessio Anzuini, Valentina Aprigliano, Sara Cecchetti, Maria Cristina Fabbri, Elisa Guglielminetti, Alessandro Mistretta

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 7 aprile 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	7
1.2 L'area dell'euro	12
1.3 I mercati finanziari internazionali	15
2 L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	19
2.2 Le imprese	22
2.3 Le famiglie	26
2.4 La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	27
2.5 Il mercato del lavoro	29
2.6 La dinamica dei prezzi	31
2.7 Le banche	34
2.8 Il mercato finanziario	38
2.9 La finanza pubblica	40
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	45

INDICE DEI RIQUADRI

L'evoluzione dell'incertezza sulle politiche economiche e nei mercati finanziari dei paesi avanzati	9
Il rischio di bassa inflazione nell'area dell'euro	13
L'attività economica nel primo trimestre del 2017 sulla base degli indicatori congiunturali	20
Gli investimenti delle imprese italiane nell' <i>Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita</i>	23
L'offerta e la domanda di credito	35

AVVERTENZE

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

Segni convenzionali:

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

LA SINTESI

Gli scambi internazionali si rafforzano ma permangono rischi al ribasso

Le prospettive di ripresa globale si stanno consolidando, anche grazie alla spinta delle politiche espansive nelle principali aree; il commercio internazionale ha accelerato, beneficiando del rafforzamento degli investimenti in molte economie. Restano però elevati i rischi derivanti dalla perdurante incertezza sul futuro orientamento delle politiche economiche: non sono ancora delineate le caratteristiche del pacchetto di stimolo fiscale negli Stati Uniti e non si può escludere che le iniziative di protezione commerciale abbiano effetti negativi sugli scambi internazionali.

Sono aumentati sia l'ottimismo sui mercati azionari, sia l'incertezza sulle politiche economiche

Le condizioni dei mercati finanziari segnalano ottimismo sul rafforzamento della crescita internazionale; gli indici azionari sono aumentati in tutte le principali economie avanzate, anche nel comparto bancario. Sono ripresi gli afflussi netti di capitale verso i paesi emergenti, dove sono generalmente migliorate le condizioni finanziarie. Tuttavia gli indici che misurano l'incertezza sulle politiche economiche si collocano su livelli eccezionalmente elevati; potrebbero conseguire ripercussioni negative sulle valutazioni degli investitori e sulla volatilità dei mercati azionari, con rischi per le prospettive dell'economia.

Nell'area dell'euro sono saliti i rendimenti a lungo termine

I tassi di interesse a lungo termine sono aumentati nell'area dell'euro, sospinti da aspettative di rafforzamento delle condizioni cicliche, ma anche da un incremento dei premi per il rischio sovrano, che hanno risentito dell'acuirsi dell'incertezza.

Resta necessario un grado molto elevato di accomodamento monetario

Nell'area dell'euro la crescita si è consolidata. L'inflazione è risalita, portandosi all'1,7 per cento nella media dei primi tre mesi dell'anno. L'aumento è tuttavia attribuibile alle componenti più volatili (beni energetici e alimentari); non si è tradotto finora in un innalzamento delle previsioni di inflazione oltre l'anno in corso, a seguito delle ancora deboli prospettive sull'andamento dei salari in molti paesi. Il Consiglio direttivo della BCE ha confermato che un grado molto elevato di espansione monetaria resta necessario per il consolidamento del rialzo dell'inflazione nel medio termine e che i tassi ufficiali si manterranno a livelli uguali o inferiori a quelli attuali per un periodo prolungato, comunque ben oltre la conclusione degli acquisti netti di attività.

In Italia la crescita prosegue a ritmi moderati

Gli indicatori disponibili segnalano che nei primi tre mesi dell'anno l'economia italiana avrebbe continuato a espandersi in una misura valutabile attorno allo 0,2 per cento rispetto al trimestre precedente, pur con alcuni rischi al ribasso. La crescita dell'attività nel settore dei servizi avrebbe più che compensato l'indebolimento della manifattura, segnalato dai dati di produzione industriale del bimestre gennaio-febbraio e dalle informazioni più recenti provenienti dal trasporto merci e dai consumi elettrici. Nella rilevazione condotta in marzo dalla Banca d'Italia sono migliorati i giudizi espressi dalle imprese circa la situazione economica corrente. Le intenzioni di investimento sono nel complesso favorevoli: la quota di aziende che indica una crescita della spesa per investimenti nel 2017 è superiore di 14 punti percentuali a quella che ne prevede una diminuzione.

Le esportazioni sono cresciute, alimentando il surplus corrente

Gli scambi con l'estero dell'Italia hanno tratto beneficio dal miglioramento della congiuntura globale

ed europea. Le esportazioni sono cresciute, trainate soprattutto dall'espansione dei mercati della UE; secondo i sondaggi le prospettive relative agli ordini esteri sono favorevoli. Il surplus del conto corrente della bilancia dei pagamenti ha raggiunto nel 2016 il 2,6 per cento del PIL e sta contribuendo in misura rilevante al riassorbimento della posizione debitoria netta del Paese con l'estero, scesa al 14,9 per cento del prodotto (dal 25,3 della fine del 2013).

L'occupazione aumenta

Nel quarto trimestre del 2016 sono aumentati sia gli occupati totali, che avevano subito una battuta d'arresto nei tre mesi precedenti, sia le ore lavorate. Complessivamente il numero di occupati è cresciuto del 2,7 per cento nell'ultimo triennio, rimanendo tuttavia ancora inferiore dell'1,3 per cento rispetto all'avvio della crisi globale. Nello stesso periodo le ore lavorate sono salite del 3,4 per cento; erano scese marcatamente durante la recessione a causa del forte utilizzo della Cassa integrazione guadagni, del minor ricorso agli straordinari e della ricomposizione dell'occupazione verso impieghi a orario ridotto; rimangono ancora inferiori di circa il 5 per cento rispetto alla fine del 2008. Le indicazioni congiunturali più aggiornate sono coerenti con una prosecuzione della ripresa dell'occupazione nella prima parte del 2017. Nella media del primo bimestre dell'anno il tasso di disoccupazione è sceso all'11,7 per cento.

La crescita del costo del lavoro è bassa

Negli ultimi mesi del 2016 il costo del lavoro è aumentato in misura modesta per il complesso dell'economia; nell'industria in senso stretto è diminuito per il quarto trimestre consecutivo. Gli accordi stipulati in occasione dei più recenti rinnovi contrattuali, che incorporano in misura ridotta aggiustamenti per l'inflazione attesa e includono meccanismi di indicizzazione a quella realizzata, prefigurano in prospettiva dinamiche salariali ancora contenute.

La risalita dell'inflazione non si è finora estesa alle componenti di fondo

Come nell'area dell'euro, anche in Italia i prezzi al consumo hanno accelerato. Nel primo trimestre l'inflazione si è portata in media

all'1,3 per cento, toccando i livelli più elevati degli ultimi quattro anni. Tuttavia la dinamica dei prezzi misurata al netto delle componenti più volatili rimane modesta (intorno allo 0,5 per cento); essa riflette margini ancora ampi di forza lavoro e capacità produttiva inutilizzati, oltre che una perdurante moderazione salariale. Secondo i sondaggi le aspettative di inflazione delle famiglie e delle imprese sono state riviste al rialzo, ma restano nel complesso contenute.

Si consolida l'espansione del credito

La crescita del credito al settore privato è proseguita nei primi mesi dell'anno, rafforzandosi per le famiglie; rimane tuttavia ampiamente eterogenea tra i comparti di attività e le classi di imprese. I prestiti sono decisamente in aumento nei servizi, hanno una dinamica ancora lievemente negativa nella manifattura, continuano a contrarsi nelle costruzioni. Secondo le informazioni desumibili dai sondaggi le condizioni di offerta restano accomodanti. Prosegue il graduale miglioramento della qualità del credito, riflettendo il rafforzamento della congiuntura economica. I corsi delle azioni delle banche italiane hanno recuperato, beneficiando anche dell'esito molto positivo di operazioni di ricapitalizzazione.

Il Governo ha presentato il Documento di economia e finanza 2017

Nel 2016 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al prodotto è diminuito dal 2,7 per cento dell'anno precedente al 2,4; il rapporto tra debito e PIL è aumentato di circa mezzo punto percentuale, al 132,6 per cento. Con il Documento di economia e finanza 2017, approvato l'11 aprile, il Governo ha rivisto l'obiettivo per l'indebitamento netto dell'anno in corso dal 2,3 al 2,1 per cento del prodotto; tale risultato verrebbe conseguito grazie alle misure correttive aggiuntive definite alla luce dell'interazione con le autorità europee. Nel 2017 il rapporto tra debito e PIL rimarrebbe sostanzialmente stabile al livello dello scorso anno. Nelle prossime settimane la Commissione europea valuterà la posizione di bilancio dell'Italia.

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

Le indicazioni congiunturali favorevoli segnalano un graduale consolidamento delle prospettive di ripresa globale, anche grazie alla spinta delle politiche espansive; il commercio internazionale ha accelerato, beneficiando del rafforzamento degli investimenti in molte economie. Resta però un fattore di rischio la perdurante incertezza sulle prospettive delle politiche economiche, in particolare sulle caratteristiche del pacchetto di stimolo fiscale in preparazione negli Stati Uniti e sugli orientamenti delle politiche commerciali.

La ripresa si è rafforzata nelle economie avanzate

Nel quarto trimestre del 2016 la domanda interna degli Stati Uniti si è rafforzata, grazie alla tenuta dei consumi privati e alla crescita degli investimenti. Il rallentamento del PIL (aumentato del 2,1 per cento in ragione d'anno, dal 3,5 del periodo precedente) è riconducibile al calo delle esportazioni, che nel terzo trimestre avevano raggiunto livelli eccezionalmente elevati. I dati relativi ai primi mesi di quest'anno segnalano una prosecuzione dell'andamento positivo dell'attività economica; l'occupazione è aumentata oltre le attese, il clima di fiducia delle famiglie è migliorato sensibilmente, l'indice PMI è salito ai livelli più alti da oltre due anni (fig. 1).

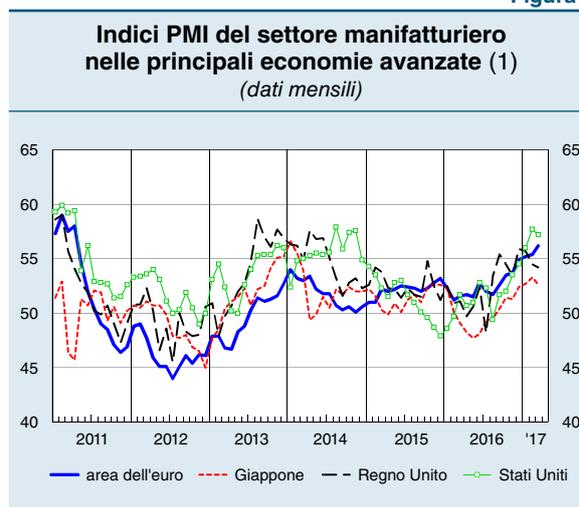
In Giappone la crescita del prodotto è rimasta invariata all'1,2 per cento. I dati relativi al primo trimestre del 2017 prefigurano un rafforzamento della domanda interna e del mercato del lavoro.

Nel Regno Unito la crescita ha accelerato al 2,7 per cento in ragione d'anno (dal 2,0 nel trimestre precedente), grazie al contributo netto positivo fornito dal commercio con l'estero: le esportazioni sono aumentate in misura marcata, anche grazie al deprezzamento della sterlina, mentre le importazioni si sono contratte. La produzione industriale e gli indici PMI segnalano un'espansione anche nel primo trimestre del 2017 (fig. 1). Sulle prospettive di medio periodo permane un'elevata incertezza, legata agli esiti della complessa procedura per l'uscita dall'Unione europea avviata dal governo britannico il 29 marzo con l'invio della notifica ufficiale (cfr. il riquadro: *Le conseguenze del referendum sui rapporti tra Regno Unito e Unione europea*, in *Bollettino economico*, 3, 2016).

La crescita si consolida in Cina e torna positiva in Russia

In Cina la crescita si è leggermente rafforzata nel quarto trimestre del 2016 (6,8 per cento rispetto al periodo corrispondente, da 6,7). La ripresa delle esportazioni e il protrarsi degli effetti dello stimolo fiscale e monetario sulla domanda interna avrebbero contribuito a sostenere la dinamica dell'attività economica anche nei

Figura 1



Fonte: Markit, ISM e Thomson Reuters Datastream.

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

primi mesi del 2017. In India il prodotto ha moderatamente decelerato nel quarto trimestre dello scorso anno (7,0 per cento sul periodo corrispondente, da 7,4). Nello stesso periodo il PIL della Russia è tornato a crescere (0,3 per cento sul periodo corrispondente), beneficiando della ripresa dei corsi petroliferi. In Brasile il prodotto è sceso dello 0,9 per cento in termini tendenziali (da -0,7 nel terzo trimestre); i primi dati del 2017 non indicano una ripresa.

L'inflazione risale nelle economie avanzate

Nelle economie avanzate l'inflazione al consumo è aumentata, soprattutto per effetto della risalita dei prezzi

dei beni energetici (fig. 2); la componente di fondo ha invece registrato variazioni molto contenute. In febbraio l'inflazione al consumo negli Stati Uniti si è portata al 2,7 per cento; al netto dei prodotti alimentari ed energetici è risultata pari al 2,2 per cento. In Giappone l'inflazione si mantiene su valori particolarmente bassi (0,3 per cento); la componente di fondo è tornata positiva (0,2 per cento in febbraio). Nel Regno Unito la dinamica dei prezzi al consumo è salita al 2,3 per cento.

In febbraio l'inflazione è scesa in tutte le principali economie emergenti, collocandosi allo 0,8 per cento in Cina, al 3,2 per cento in India, al 4,8 per cento in Brasile e al 4,6 per cento in Russia.

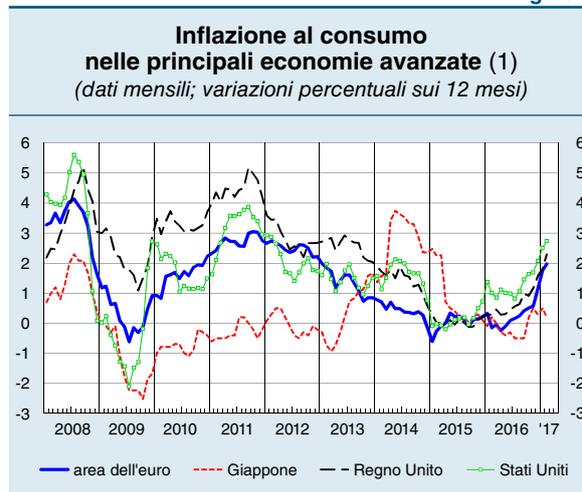
La ripresa globale dovrebbe gradualmente consolidarsi...

Secondo le previsioni dell'OCSE diffuse in marzo, la crescita mondiale aumenterebbe al 3,3 per cento nel 2017 (dal 3,0 nel 2016) e al

3,6 nel 2018 (tav. 1). Rispetto allo scorso novembre le stime per il 2017 sono state riviste leggermente al rialzo per quasi tutte le maggiori economie avanzate, mentre sono rimaste sostanzialmente invariate per quelle emergenti. La graduale ripresa stimata per il prossimo biennio riflette le indicazioni positive emerse dai più recenti dati congiunturali e la spinta prevista dalle politiche di bilancio espansive già in atto (ad esempio in Cina) o attese (come negli Stati Uniti).

Tra le economie emergenti la risalita dei prezzi delle materie prime agevolerebbe la ripresa in Brasile e in Russia e beneficerebbe gli altri paesi produttori. In Cina, dove ci si attende che il prodotto continui a rallentare gradualmente, proseguirebbe il ribilanciamento della domanda verso i consumi interni e quello dell'offerta verso i servizi; gli squilibri accumulatisi negli scorsi anni, come l'elevato livello di indebitamento delle imprese pubbliche e dei governi locali, continuano a costituire fattori di rischio.

Figura 2



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

Tavola 1

Scenari macroeconomici
(variazioni e punti percentuali)

VOCI	2016	Previsioni marzo 2017		Revisioni mar. 2017 su nov. 2016	
		2017	2018	2017	2018
PIL					
Mondo	3,0	3,3	3,6	0,0	0,0
Paesi avanzati					
di cui: area dell'euro	1,7	1,6	1,6	0,0	-0,1
Giappone	1,0	1,2	0,8	0,2	0,0
Regno Unito	1,8	1,6	1,0	0,4	0,0
Stati Uniti	1,6	2,4	2,8	0,1	-0,2
Paesi emergenti					
di cui: Brasile	-3,5	0,0	1,5	0,0	0,3
Cina	6,7	6,5	6,3	0,1	0,2
India (1)	7,0	7,3	7,7	-0,3	0,0

Fonte: OCSE, *Interim Economic Outlook*, marzo 2017.
(1) I dati si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile.

**...ma rimane
soggetta a numerosi
fattori di incertezza**

La ripresa dell'economia globale rimane soggetta a vari elementi di incertezza, derivanti tra l'altro dalla possibilità che le politiche economiche delle principali aree possano seguire andamenti divergenti, anche in relazione ai rischi associati alla normalizzazione della politica monetaria statunitense (cfr. il riquadro: *L'evoluzione dell'incertezza sulle politiche economiche e nei mercati finanziari dei paesi avanzati*). Negli Stati Uniti le misure di espansione fiscale che la nuova amministrazione intende adottare non sono state ancora delineate con chiarezza; vi è la possibilità che siano attuate politiche di protezionismo commerciale, con il rischio di ricadute negative sugli scambi e sull'attività globale. In Europa all'incertezza connessa con la Brexit si aggiunge quella relativa all'esito delle elezioni politiche in alcuni grandi paesi. Le economie emergenti finanziariamente più vulnerabili potrebbero risentire di eventuali rialzi improvvisi dei tassi di interesse esteri e di nuovi deprezzamenti delle valute rispetto al dollaro.

L'EVOLUZIONE DELL'INCERTEZZA SULLE POLITICHE ECONOMICHE E NEI MERCATI FINANZIARI DEI PAESI AVANZATI

L'evidenza empirica mostra che l'incertezza, sia che investa le prospettive delle politiche economiche sia che riguardi i mercati finanziari, può avere effetti negativi sull'attività economica¹.

A partire dal 2016 il quadro globale è stato caratterizzato da un andamento divergente degli indicatori di incertezza sulle politiche economiche, da un lato, e finanziaria, dall'altro. I primi sono fortemente peggiorati nelle principali economie: nel primo trimestre del 2017 l'indice di incertezza sulle politiche economiche (*economic policy uncertainty index, EPU index*)² ha toccato il valore massimo dal gennaio 1997, data a partire dalla quale viene calcolato, sia a livello globale (figura A) sia per l'area dell'euro (figura B); l'indice per gli Stati Uniti, anch'esso in aumento, si è portato sul livello massimo degli ultimi quattro anni (figura C)³. Sull'evoluzione dell'*EPU index* negli Stati Uniti hanno verosimilmente pesato i dettagli non ancora definiti riguardo alle decisioni di politica economica della nuova amministrazione; nell'area dell'euro l'indice è sospinto dalle componenti relative a Francia e Germania, ove incide l'approssimarsi delle scadenze elettorali.

È invece diminuita l'incertezza sui mercati finanziari, misurata dalla volatilità implicita dei prezzi delle opzioni: negli Stati Uniti l'indice VIX è attualmente inferiore ai valori osservati prima della crisi finanziaria, mentre nell'area dell'euro il VSTOXX ha toccato i livelli più bassi misurati dalla primavera del 2014.

L'andamento divergente delle due misure, che si osserva dalla metà del 2016 negli Stati Uniti e dal primo trimestre del medesimo anno nell'area dell'euro, è atipico nel confronto storico: in passato le loro dinamiche sono state in genere correlate positivamente. Con riferimento agli Stati Uniti alcuni lavori empirici hanno concluso che entrambi gli indicatori hanno un impatto negativo sull'attività economica, tuttavia gli effetti derivanti dall'incertezza politica sono più contenuti⁴.

L'attuale divergenza fra i due indicatori rappresenta un fattore di rischio per le prospettive della ripresa economica globale in corso. L'aumento dell'incertezza sulle politiche economiche dei principali

¹ Per una rassegna della letteratura in materia cfr. BCE, *Bollettino economico*, 8, 2016.

² L'indice è presentato in S.R. Baker, N. Bloom e S.J. Davis, *Measuring economic policy uncertainty*, "The Quarterly Journal of Economics", 131, 4, 2016, pp. 1593-1636.

³ L'indice di incertezza politica per gli Stati Uniti è ricavato come media ponderata di tre componenti: a) la frequenza con cui i media riportano la parola "incertezza politica"; b) il numero di leggi fiscali in scadenza nel prossimo futuro; c) la dispersione delle previsioni su inflazione e spesa pubblica per l'acquisto di beni e servizi. L'indice globale e quelli di Germania, Francia, Italia e Spagna si basano solo sulla prima componente. Per una descrizione accurata degli indici cfr. <http://www.policyuncertainty.com/>. L'indice per l'area dell'euro è calcolato come media trimestrale degli indici per Germania, Francia, Italia e Spagna, ponderata per il PIL dei rispettivi paesi nel 2015.

⁴ Cfr. S.R. Baker, N. Bloom e S.J. Davis, 2016, op. cit.

Figura A

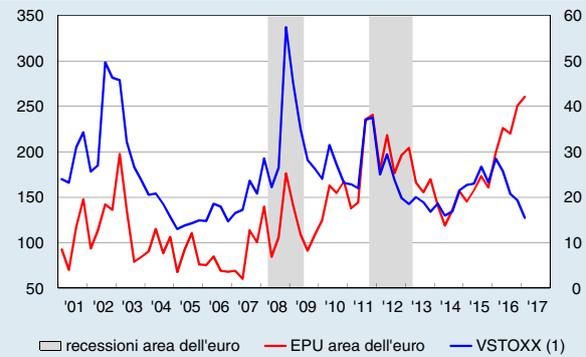
Indice di incertezza globale
(numero indice)



Fonte: EPU index e nostre elaborazioni.

Figura B

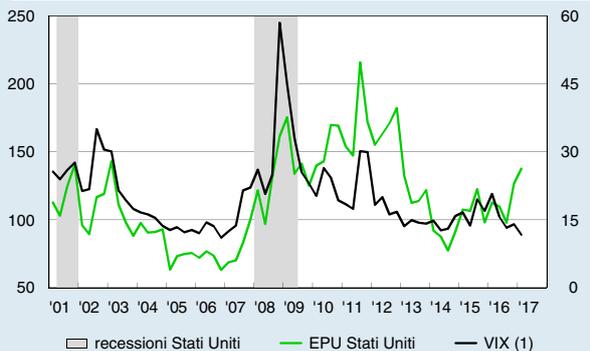
Indice di incertezza area euro e VSTOXX
(numero indice e punti percentuali)



Fonte: EPU index, Thomson Reuters Datastream e nostre elaborazioni.
(1) Scala di destra.

Figura C

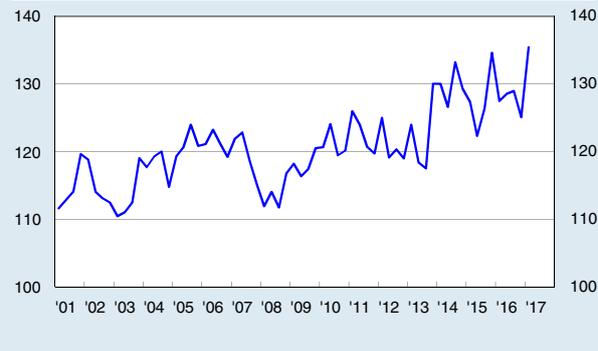
Indice di incertezza Stati Uniti e VIX
(numero indice e punti percentuali)



Fonte: EPU index, Thomson Reuters Datastream e nostre elaborazioni.
(1) Scala di destra.

Figura D

CBOE skew (1)
(numero indice)



Fonte: Thomson Reuters Datastream.
(1) Un valore pari a 100 indica assenza di asimmetria. Valori superiori a tale soglia indicano probabilità crescenti di forti correzioni negative dell'indice azionario S&P500.

paesi si potrebbe riassorbire nei prossimi mesi senza ricadute negative di rilievo sulle decisioni di spesa delle famiglie e sui piani di investimento delle imprese, per le quali gli indici di fiducia hanno finora continuato a migliorare. Se tuttavia tale aumento non si rivelasse transitorio, potrebbe trasmettersi alle valutazioni degli operatori economici e alla volatilità dei mercati finanziari.

Alcuni indicatori suggeriscono la presenza di rischi al ribasso; in particolare l'indice di asimmetria dei rendimenti dello Standard&Poor's 500 calcolato dal Chicago Board Options Exchange (*CBOE skew index*)⁵, che fornisce indicazioni sulla possibilità di rendimenti fortemente negativi e storicamente si associa a rischi al ribasso per il mercato azionario, nella media del primo trimestre del 2017 ha raggiunto il valore massimo da quando viene calcolato (figura D).

⁵ Per una descrizione dell'indice cfr. <https://www.cboe.com/products/vix-index-volatility/volatility-indicators/skew>.

**Migliorano
le prospettive del
commercio mondiale**

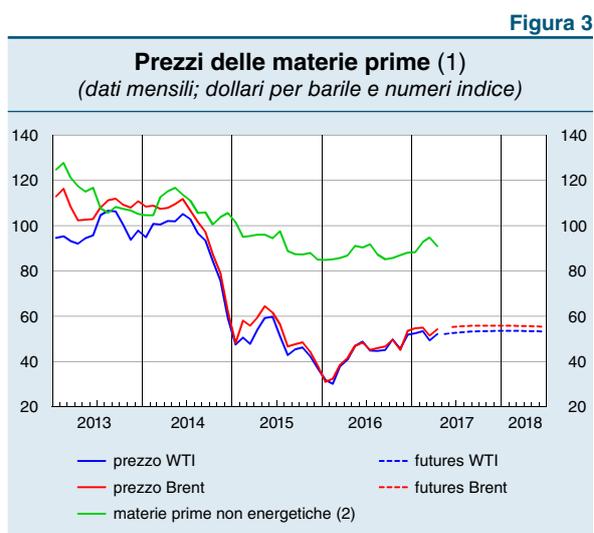
Si valuta che nella media del 2017 il commercio mondiale torni a espandersi a ritmi simili a quelli previsti per il prodotto. Nel complesso del 2016 gli scambi internazionali hanno segnato una crescita molto contenuta, intorno al 2 per cento.

Nel quarto trimestre si è tuttavia osservata un'accelerazione, più accentuata nelle regioni dell'Asia. I dati di inizio anno sembrano confermare la ripresa del commercio, che appare connessa con il rafforzamento degli investimenti in molte economie, una delle componenti di domanda che maggiormente attiva gli scambi internazionali. Rischi al ribasso potrebbero derivare in particolare dal manifestarsi di spinte protezionistiche.

Resta incerta l'evoluzione dei prezzi del petrolio

Dopo la risalita seguita all'accordo raggiunto alla fine di novembre tra i paesi dell'OPEC e alcuni paesi

non OPEC, i corsi petroliferi sono rimasti pressoché stabili intorno ai 55 dollari al barile fino all'inizio di marzo; successivamente l'aumento della produzione negli Stati Uniti e il conseguente accumularsi delle scorte hanno indotto una temporanea correzione al ribasso dei prezzi (fig. 3).

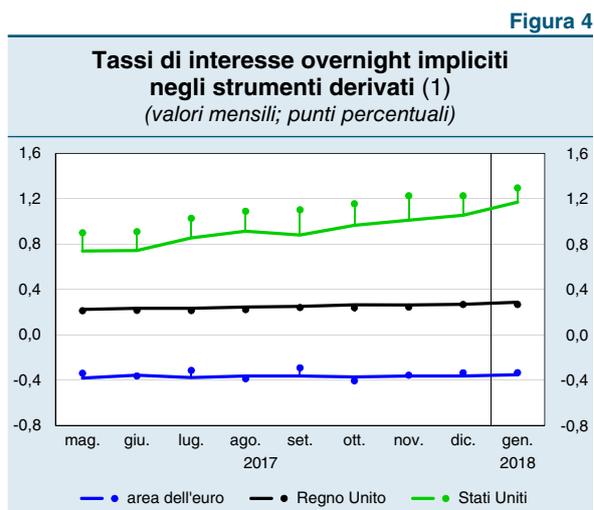


Nei primi tre mesi di operatività dell'accordo la riduzione della produzione è stata superiore al 90 per cento dell'obiettivo concordato. Permangono tuttavia dubbi sulla proroga del taglio della produzione dopo la verifica prevista dell'accordo stesso per il prossimo maggio. Negli Stati Uniti la produzione e le nuove trivellazioni sono aumentate stabilmente dalla scorsa estate, ponendo ulteriori rischi al ribasso sui corsi petroliferi. Spinte in direzione opposta potrebbero derivare dal rafforzamento della domanda di greggio; le previsioni per il 2017 sono state riviste al rialzo dall'International Energy Agency. Il miglioramento delle condizioni congiunturali ha sostenuto i prezzi delle materie prime non energetiche; i corsi dei metalli industriali hanno beneficiato della ripresa della domanda in Cina.

La Riserva federale ha aumentato i tassi di riferimento

Confermando le attese, nella riunione del 15 marzo la Riserva federale ha innalzato di 25 punti base l'intervallo obiettivo per il tasso sui federal funds (a 0,75-1,00

per cento), sottolineando il miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro e i segnali di ripresa degli investimenti. I membri del Federal Open Market Committee (FOMC) hanno lasciato pressoché invariate le loro proiezioni sull'evoluzione dei tassi di interesse nel prossimo triennio, confermando la previsione di due ulteriori aumenti nel corso del 2017 (valutazione mediana) per complessivi 50 punti base. Le aspettative di mercato implicite nelle quotazioni dei futures sui tassi sui federal funds sono salite, avvicinandosi a quelle formulate dai membri del FOMC (fig. 4). In febbraio la Banca d'Inghilterra ha confermato l'orientamento espansivo adottato dall'agosto scorso. La Banca del Giappone non ha modificato il proprio indirizzo di politica monetaria, mantenendo i tassi decennali su livelli prossimi allo zero.



In Cina la Banca centrale ha reso leggermente meno accomodanti le condizioni monetarie, aumentando di 20 punti base i tassi ufficiali sulle operazioni di rifinanziamento e sulle proprie *standing facilities*. In India le autorità monetarie hanno lasciato i tassi invariati, dopo averli ridotti lo scorso autunno. In risposta all'attenuarsi delle pressioni inflazionistiche, nei primi mesi dell'anno la Banca centrale del Brasile ha diminuito ulteriormente il tasso di riferimento per complessivi 150 punti base (al 12,25 per cento) e quella russa ha ridotto il tasso ufficiale di 25 punti base (al 9,75 per cento).

1.2 L'AREA DELL'EURO

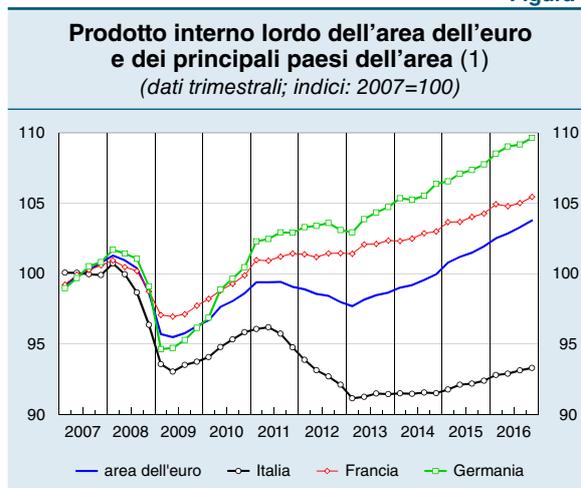
Nell'area dell'euro l'espansione dell'attività economica si consolida, sospinta dalla domanda interna. L'inflazione è risalita, ma la componente di fondo rimane modesta, trattenuta anche dall'elevata disoccupazione e dal protrarsi della moderazione salariale in molte economie dell'area. Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha confermato che per riportare in modo durevole l'inflazione a livelli in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi serve ancora un grado molto elevato di accomodamento monetario.

L'espansione del PIL è proseguita nella parte finale del 2016... Nel quarto trimestre del 2016 il PIL dell'area dell'euro è aumentato dello 0,5 per cento su base congiunturale,

da 0,4 nel periodo precedente (fig. 5). L'attività ha beneficiato dell'accelerazione della spesa per consumi delle famiglie (0,5 per cento, da 0,3 nel terzo trimestre) e del forte recupero degli investimenti (3,3 per cento, da -0,2). Il contributo dell'interscambio con l'estero è stato decisamente negativo, con un forte rialzo delle importazioni che ha più che compensato quello delle esportazioni. Fra i maggiori paesi dell'area il PIL è cresciuto dello 0,4 per cento in Germania e in Francia (da 0,1 e 0,2, rispettivamente) e dello 0,2 in Italia (da 0,3).

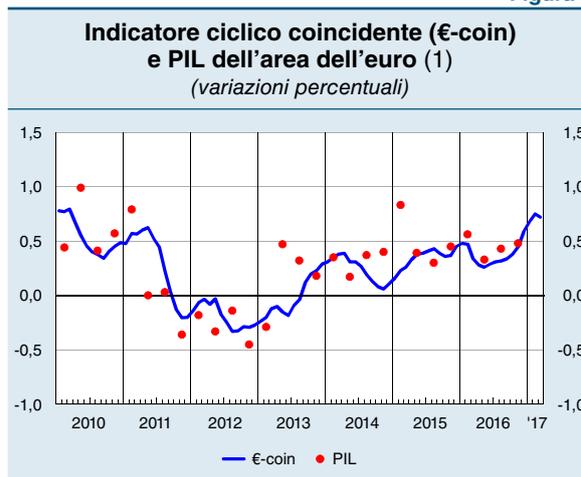
...e si sarebbe consolidata all'inizio di quest'anno Sulla base delle informazioni più recenti, nel primo trimestre del 2017 la crescita dell'attività economica nell'area sarebbe stata in linea con quella del periodo precedente. L'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che stima la dinamica di fondo del PIL dell'area, ha segnato un incremento nei mesi primaverili, attestandosi a 0,72 in marzo (da 0,59 in dicembre; fig. 6). Anche gli indici dei responsabili degli acquisti delle imprese (PMI) segnalano la prosecuzione dell'espansione del prodotto; in marzo il

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 della Banca d'Italia: *€-coin: marzo 2017*. 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.

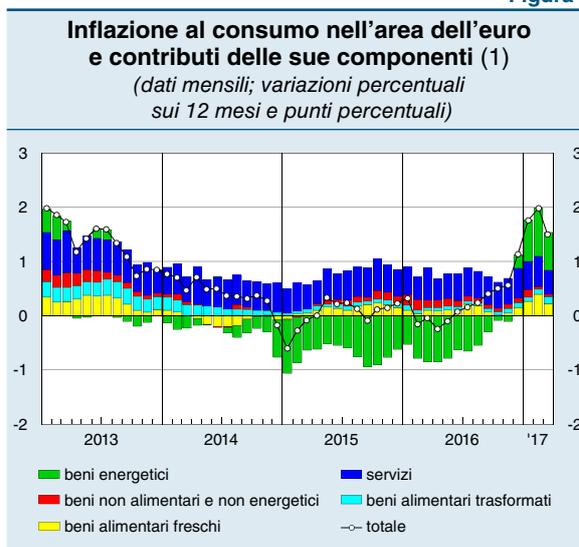
clima di fiducia dei consumatori ha recuperato il calo del mese precedente, durante il quale aveva risentito di valutazioni più pessimistiche sulla propria situazione finanziaria. Secondo le proiezioni elaborate dagli esperti della BCE diffuse in marzo, nel complesso del 2017 il PIL crescerebbe dell'1,8 per cento.

L'inflazione è risalita nella media dei primi mesi del 2017...

L'inflazione ha continuato a risalire all'inizio dell'anno. I rischi di deflazione si sono fortemente ridotti, ma la dinamica di fondo dei

prezzi rimane moderata (cfr. il riquadro: *Il rischio di bassa inflazione nell'area dell'euro*). Secondo la stima preliminare, in marzo la crescita dei prezzi al consumo si è collocata all'1,5 per cento (dal 2,0 in febbraio; fig. 7); l'aumento di 0,4 punti percentuali rispetto alla fine del 2016 è interamente attribuibile all'accelerazione dei prezzi dei beni alimentari freschi e di quelli energetici.

Figura 7



IL RISCHIO DI BASSA INFLAZIONE NELL'AREA DELL'EURO

Nella media dei primi tre mesi dell'anno l'inflazione armonizzata nell'area dell'euro ha raggiunto l'1,7 per cento, dallo 0,2 nella media del 2016. Il rialzo dell'inflazione, superiore alle attese di fine 2016, è prevalentemente riconducibile all'accelerazione dei prezzi delle componenti più volatili; la dinamica delle componenti di fondo è rimasta invece pressoché invariata su valori molto contenuti.

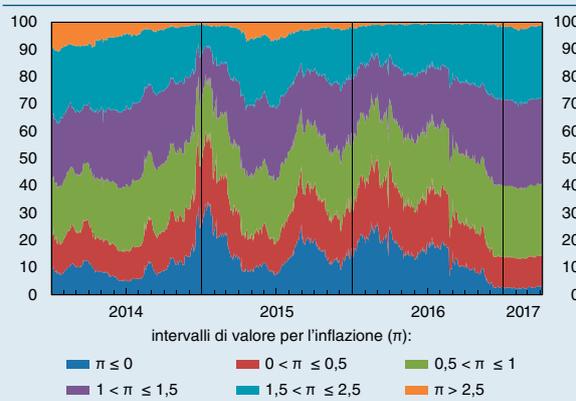
I prezzi dei contratti derivati sull'inflazione indicano che le politiche monetarie della Banca centrale europea (BCE) hanno contribuito a ridurre marcatamente il rischio di deflazione; la probabilità di un'inflazione significativamente inferiore all'obiettivo definito dalla BCE rimane tuttavia elevata, anche dopo la recente accelerazione dell'indice dei prezzi al consumo.

Nel corso dell'ultimo anno l'andamento dell'intera distribuzione di probabilità dell'inflazione implicita nei prezzi delle opzioni (figura) mostra che successivamente all'estensione del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema, nel marzo 2016, la probabilità di deflazione, che aveva toccato il 34 per cento all'inizio del 2015, si è ridotta fino quasi ad annullarsi; è invece rimasta pressoché nulla la probabilità che l'inflazione si collochi su livelli superiori al 2,5 per cento.

Figura

Distribuzione di probabilità dell'inflazione media su un orizzonte di 5 anni implicita nei prezzi delle opzioni (1)

(dati giornalieri; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Probabilità neutrale al rischio (*risk-neutral*) dell'inflazione a 5 anni nell'area dell'euro, implicita nei prezzi delle opzioni. Per la metodologia utilizzata, cfr. S. Cecchetti, F. Natoli e L. Sigalotti, *Tail comovement in option-implied inflation expectations as an indicator of anchoring*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1025, 2015. Le probabilità *risk-neutral* riflettono sia l'inflazione attesa sia i premi per il rischio. La figura mostra l'evoluzione delle probabilità che l'inflazione, nei prossimi 5 anni, si collochi in diversi intervalli di valore. Probabilità di valori inferiori o uguali a zero sono rappresentati in blu, nella parte bassa della figura.

La probabilità che l'inflazione sia positiva ma molto bassa (inferiore o uguale all'1,0 per cento) si mantiene elevata, attorno al 40 per cento.

Ulteriori evidenze suggeriscono che gli operatori di mercato giudicano per lo più temporanea la recente ripresa dell'inflazione: in particolare le aspettative a medio-lungo termine desumibili dalle quotazioni dei contratti swap sull'inflazione non hanno registrato sostanziali rialzi nell'ultimo trimestre (cfr. il par. 1.2).

...ma le pressioni di fondo restano modeste

Al netto delle componenti più volatili l'inflazione è rimasta molto contenuta (0,7 per cento), risentendo

anche della modesta dinamica salariale. Nel quarto trimestre l'incremento delle retribuzioni contrattuali dell'area si è mantenuto stabile all'1,4 per cento sul periodo corrispondente, in linea con i valori registrati negli ultimi sette trimestri; in Germania la variazione è stata pari al 2,3 per cento, in Francia si è attestata poco al di sopra dell'1,0 per cento, mentre in Italia è stata inferiore al mezzo punto percentuale per il totale dell'economia.

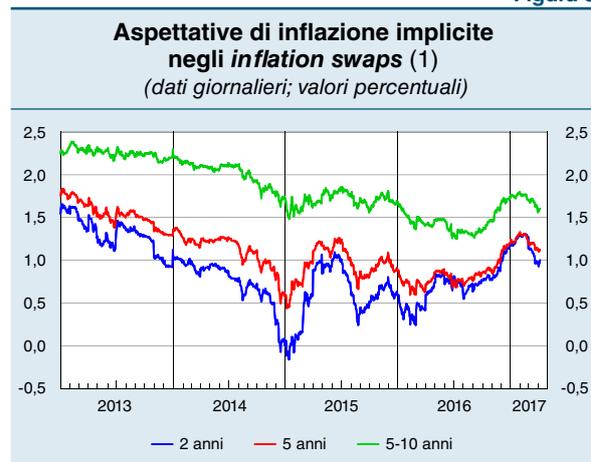
Secondo le proiezioni di marzo elaborate dallo staff della BCE l'inflazione nel 2017 sarebbe pari all'1,7 per cento (dallo 0,2 nel 2016), in linea con le attese degli analisti censiti da Consensus Economics. Le aspettative di inflazione a breve e a medio termine desunte dai rendimenti degli *inflation swaps* si attestano ancora su valori storicamente contenuti (1,0 per cento sull'orizzonte a due anni, 1,6 tra cinque e dieci anni in avanti; fig. 8).

Permane la necessità di condizioni monetarie molto accomodanti

Il Consiglio direttivo della BCE si attende che i tassi ufficiali rimangano su livelli pari o inferiori a quelli attuali (fig. 9) per

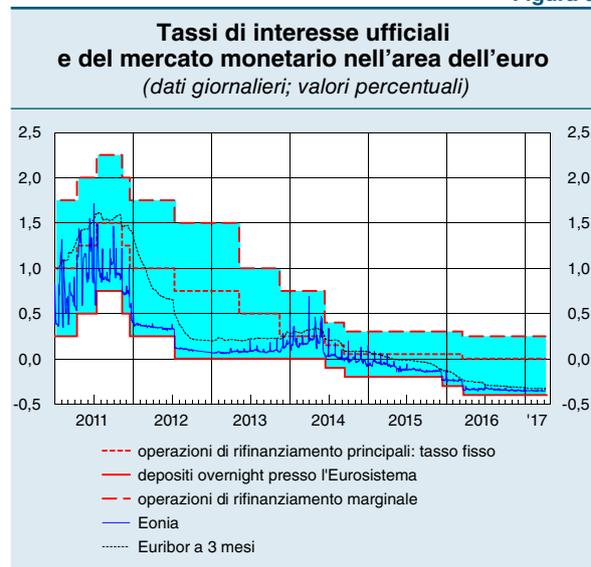
un periodo di tempo prolungato, e comunque ben oltre la conclusione degli acquisti netti di attività; ha confermato che continuerà a condurre gli acquisti di attività nell'ambito dell'*Expanded Asset Purchase Programme* (APP) sino alla fine di dicembre del 2017 o anche oltre se necessario, e in ogni caso finché non risconterà un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi, coerente con il proprio obiettivo di inflazione. Un grado sostanziale di espansione monetaria resta necessario per il consolidamento delle spinte al rialzo dell'inflazione nel medio termine.

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.

Figura 9



Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.

Gli acquisti di titoli da parte dell'Eurosistema sono proseguiti con regolarità. Al 7 aprile il valore in bilancio dei titoli pubblici acquistati ammontava a 1.474 miliardi, quello delle obbligazioni bancarie garantite a 215, quelli delle *asset-backed securities* e delle obbligazioni societarie a 24 e 78, rispettivamente. Alla fine di marzo l'Eurosistema aveva acquistato titoli pubblici italiani per un ammontare di circa 245 miliardi (di cui 221 da parte della Banca d'Italia).

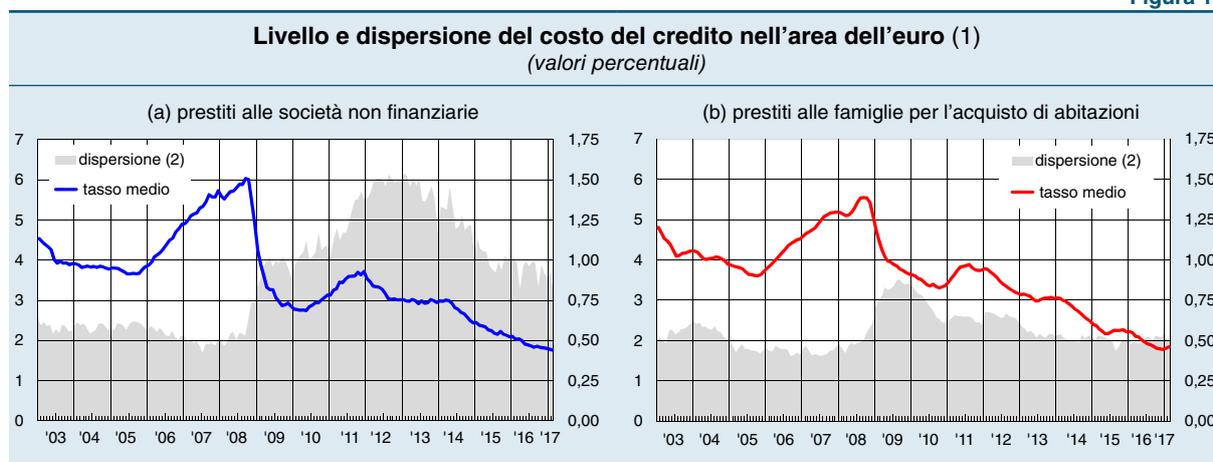
È stata condotta la quarta delle nuove operazioni mirate di rifinanziamento

Il 29 marzo è stata regolata l'ultima delle quattro nuove operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO2). Vi hanno partecipato 474 intermediari dell'area, che hanno ottenuto fondi per circa 233 miliardi di euro (217 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 quattro operazioni è pari a 740 miliardi (331 netti). Alle controparti della Banca d'Italia sono stati assegnati poco più di 67 miliardi (circa 65 netti) nell'ultima operazione, per un totale di 241 miliardi nelle quattro operazioni (128 netti).

La crescita dei prestiti al settore privato non finanziario si è rafforzata

L'espansione del credito si è accentuata. Sulla base dei dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni, nei tre mesi terminanti in febbraio hanno accelerato sia i prestiti alle imprese sia quelli alle famiglie (2,4 e 2,9 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 si è stabilizzato sui valori minimi osservati dall'avvio dell'Unione monetaria (1,8 per cento per entrambi); la dispersione tra i paesi è diminuita per le imprese e si è mantenuta sui valori dei mesi precedenti per le famiglie (fig. 10).

Figura 10



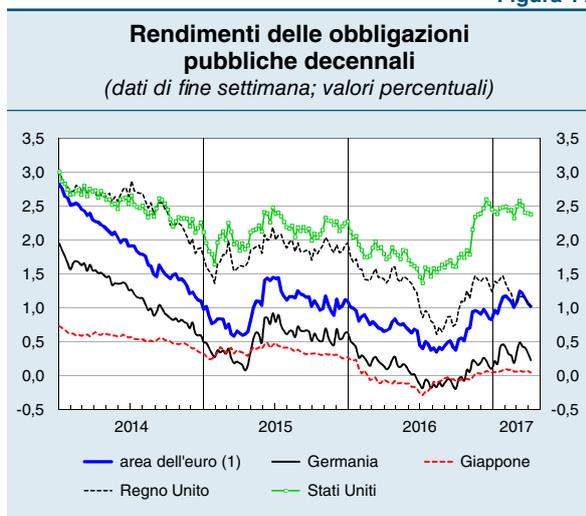
Fonte: BCE.

(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

Nei primi tre mesi dell'anno le condizioni nei mercati finanziari sono rimaste distese; è proseguito il rialzo degli indici azionari. Nell'area dell'euro i tassi di interesse a lungo termine sono aumentati, riflettendo principalmente il miglioramento delle condizioni congiunturali, ma anche un incremento dei premi per il rischio sovrano. Gli afflussi netti di capitale verso le economie emergenti sono tornati positivi; le valute di questi paesi hanno mostrato un generalizzato apprezzamento.

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.

I rendimenti dei titoli decennali sono risaliti nell'area dell'euro

Negli Stati Uniti i tassi di interesse a lungo termine, che avevano registrato un netto rialzo successivamente alle elezioni presidenziali, si sono stabilizzati. Nell'area dell'euro i rendimenti decennali sono saliti, principalmente per effetto del miglioramento delle condizioni congiunturali (fig. 11). Rispetto alla fine di dicembre il rendimento decennale dei titoli tedeschi è salito di 12 punti base (allo 0,2 per cento); quello dei titoli statunitensi è sceso di 7 punti base (2,4 per cento circa). I rendimenti giapponesi sono rimasti pressoché invariati, in seguito agli interventi della Banca centrale, il cui obiettivo operativo prevede il mantenimento dei tassi di lungo periodo su valori prossimi allo zero (cfr. il par. 1.1). Nel Regno Unito i tassi decennali sono diminuiti di 22 punti base (all'1,0 per cento).

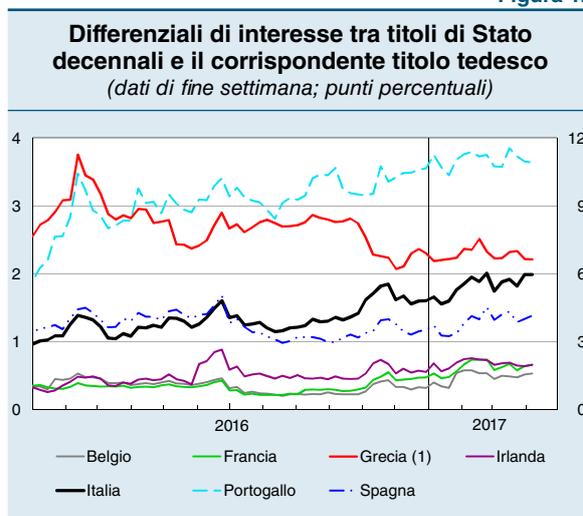
Aumentano i premi per il rischio sovrano nell'area dell'euro

Nel primo trimestre l'acuirsi dell'incertezza, connessa anche con l'approssimarsi di scadenze elettorali in vari paesi, ha determinato un incremento generalizzato dei premi per il rischio sovrano nell'area dell'euro, in parte riassorbito dopo le elezioni olandesi. I differenziali di rendimento fra i titoli di Stato decennali e i corrispondenti titoli tedeschi hanno registrato forti oscillazioni (fig. 12). I rialzi più marcati si sono osservati in Italia, Belgio, Francia e Spagna; l'aumento del differenziale dell'Italia è in parte riconducibile a fattori tecnici legati al cambio di benchmark (cfr. il par. 2.8). Lo spread della Grecia, pur registrando ampie fluttuazioni dovute all'incertezza circa l'esito dei negoziati con i creditori internazionali per la seconda revisione del terzo programma di aiuti internazionali, è leggermente diminuito.

I corsi azionari sono saliti

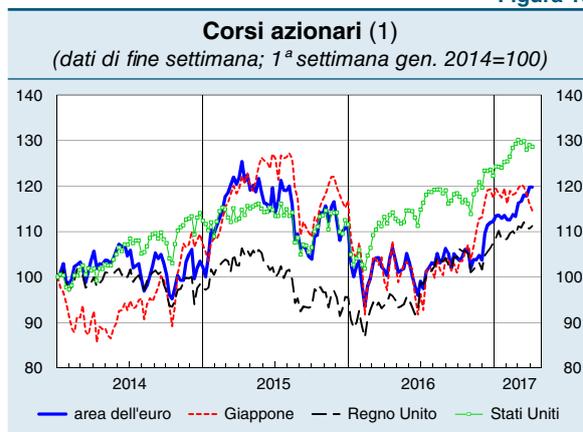
La tendenza all'aumento degli indici azionari nelle economie avanzate è proseguita anche nei primi mesi dell'anno (fig. 13).

Figura 12



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

Figura 13



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.

Rispetto alla fine di dicembre gli indici di borsa sono saliti del 5,2 per cento negli Stati Uniti, del 6,7 nell'area dell'euro, del 3,5 nel Regno Unito; in Giappone i corsi azionari sono invece scesi a partire dalla metà di marzo (-2,4 per cento rispetto alla fine del 2016). La volatilità implicita dei prezzi delle opzioni si mantiene su livelli contenuti nei mercati azionari, anche se è cresciuta in quelli europei nell'ultima settimana di marzo (cfr. il riquadro: *L'evoluzione dell'incertezza sulle politiche economiche e nei mercati finanziari dei paesi avanzati*); è scesa la volatilità sui mercati obbligazionari statunitensi, mentre è salita leggermente quella relativa ai titoli di Stato dell'area dell'euro (fig. 14).

Prosegue il calo degli spread sulle obbligazioni high yield

Dalla fine di dicembre gli spread sulle obbligazioni delle imprese denominate in dollari sono diminuiti sia nel comparto *investment grade*, sia, in misura più marcata, in quello *high yield* (di 4 e 36 punti base, rispettivamente; fig. 15); tuttavia nelle prime settimane di marzo gli spread sull'indice *high yield*, all'interno del quale gli emittenti del settore energetico hanno un peso significativo, hanno registrato un rialzo in connessione con i temporanei ribassi del prezzo del greggio. Gli spread dei titoli denominati in euro sono rimasti stabili nel comparto *investment grade*, mentre sono diminuiti in quello *high yield* (di 17 punti base), sospinti dal miglioramento delle condizioni congiunturali e dalla preferenza degli investitori per alcune tipologie di titoli emessi dal settore privato dell'area dell'euro con rendimento elevato. I premi sui credit default swap (CDS) a cinque anni delle maggiori banche si sono ridotti in tutte le principali economie (di 15 punti base nel Regno Unito e nell'area dell'euro, di 6 negli Stati Uniti).

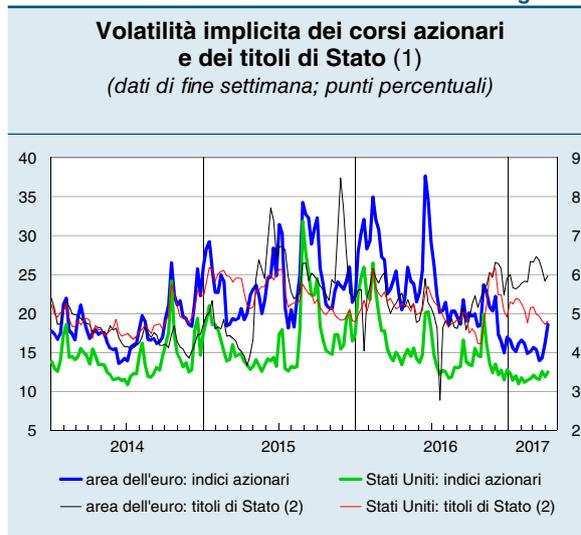
Le condizioni finanziarie nei mercati emergenti sono migliorate

Le condizioni sui mercati finanziari dei paesi emergenti, dopo il periodo di turbolenza seguito alle elezioni statunitensi, si sono mantenute distese sino alla fine di febbraio. Le valute si sono apprezzate, spesso recuperando completamente le perdite dello scorso novembre; il renminbi è rimasto stabile. Gli spread sovrani sono diminuiti ovunque e le quotazioni azionarie sono salite. La raccolta dei fondi comuni di investimento specializzati sui mercati di questi paesi si è mantenuta positiva sia nel comparto obbligazionario sia in quello azionario. Tra la fine

Dalla fine di dicembre gli spread sulle obbligazioni delle imprese denominate in dollari sono diminuiti sia nel comparto *investment grade*, sia, in misura più marcata, in quello *high yield* (di 4 e 36 punti base, rispettivamente; fig. 15); tuttavia nelle prime settimane di marzo gli spread sull'indice *high yield*, all'interno del quale gli emittenti del settore energetico hanno un peso significativo, hanno registrato un rialzo in connessione con i temporanei ribassi del prezzo del greggio. Gli spread dei titoli denominati in euro sono rimasti stabili nel comparto *investment grade*, mentre sono diminuiti in quello *high yield* (di 17 punti base), sospinti dal miglioramento delle condizioni congiunturali e dalla preferenza degli investitori per alcune tipologie di titoli emessi dal settore privato dell'area dell'euro con rendimento elevato. I premi sui credit default swap (CDS) a cinque anni delle maggiori banche si sono ridotti in tutte le principali economie (di 15 punti base nel Regno Unito e nell'area dell'euro, di 6 negli Stati Uniti).

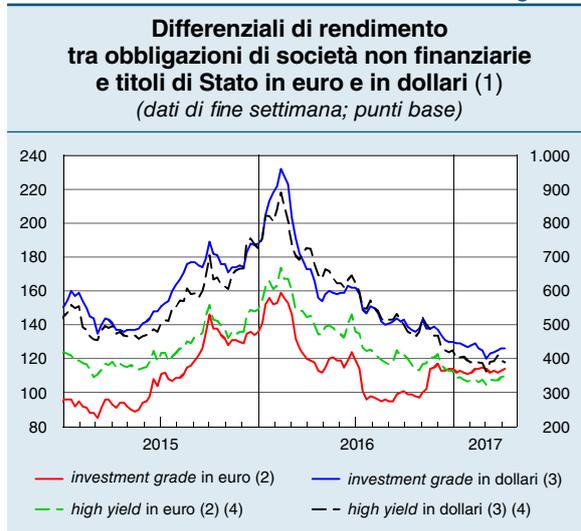
Le condizioni sui mercati finanziari dei paesi emergenti, dopo il periodo di turbolenza seguito alle elezioni statunitensi, si sono mantenute distese sino alla fine di febbraio. Le valute si sono apprezzate, spesso recuperando completamente le perdite dello scorso novembre; il renminbi è rimasto stabile. Gli spread sovrani sono diminuiti ovunque e le quotazioni azionarie sono salite. La raccolta dei fondi comuni di investimento specializzati sui mercati di questi paesi si è mantenuta positiva sia nel comparto obbligazionario sia in quello azionario. Tra la fine

Figura 14



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 15



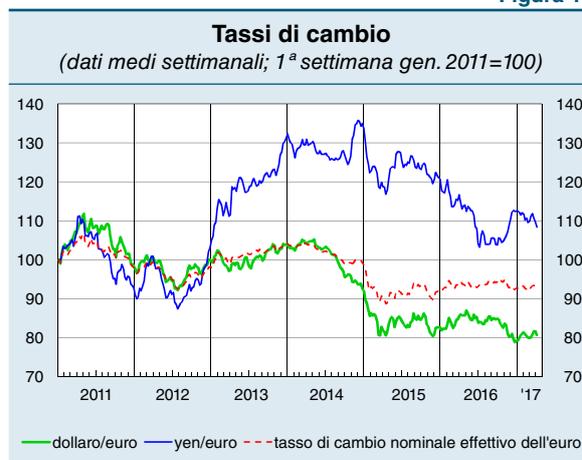
Fonte: Bank of America Merrill Lynch. (1) Le obbligazioni *investment grade* sono quelle emesse da imprese con elevato merito di credito (rating non inferiore a BBB- o Baa3); le obbligazioni *high yield* sono quelle emesse da imprese con rating inferiore a BBB- o Baa3. - (2) Obbligazioni a tasso fisso 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.

di febbraio e l'inizio di marzo si è registrata una parziale inversione di tendenza sul mercato dei cambi, in risposta al consolidarsi delle attese di rialzo dei tassi di interesse negli Stati Uniti.

L'euro ha registrato variazioni contenute in termini effettivi

Nei primi mesi del 2017 i tassi di cambio delle principali economie avanzate hanno registrato fluttuazioni modeste. Dall'inizio dell'anno l'euro si è apprezzato leggermente sul dollaro (0,8 per cento), mentre si è indebolito rispetto allo yen (-4,7 per cento) ed è rimasto pressochè invariato sulla sterlina. In termini effettivi la valuta comune si è lievemente indebolita rispetto alla fine dello scorso anno (-0,8 per cento; fig. 16).

Figura 16



Fonte: BCE.

2 L'ECONOMIA ITALIANA

2.1 LA FASE CICLICA

La ripresa dell'economia italiana è proseguita in autunno, beneficiando soprattutto della spinta proveniente dalla spesa per investimenti. Secondo i conti annuali nel complesso del 2016 l'attività è cresciuta dello 0,9 per cento (0,8 nel 2015); è stata inoltre rivista significativamente al rialzo la dinamica dell'accumulazione in beni strumentali. Gli indicatori congiunturali segnalano che nei primi tre mesi del 2017 il prodotto avrebbe continuato a crescere a un tasso simile a quello dell'ultimo trimestre dell'anno scorso (0,2 per cento sul periodo precedente).

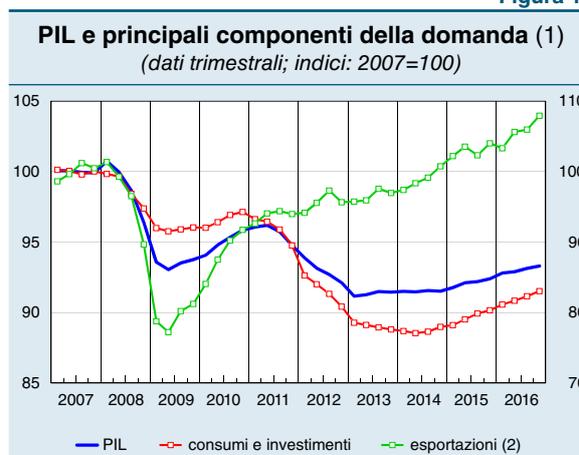
In autunno la domanda interna ha sostenuto l'espansione del PIL

Nel quarto trimestre del 2016 il PIL è aumentato dello 0,2 per cento rispetto al periodo precedente (fig. 17).

La domanda nazionale, valutata al netto delle scorte, ha sostenuto il prodotto per 0,4 punti percentuali. L'aumento dell'accumulazione di capitale (1,3 per cento rispetto al trimestre precedente) è stato particolarmente accentuato per la componente dei mezzi di trasporto (13,6 per cento), più modesto per gli investimenti in macchinari e attrezzature e per quelli in costruzioni. La spesa delle famiglie e delle istituzioni sociali senza scopo di lucro ha lievemente rallentato (0,1 per cento, da 0,2), risentendo della flessione degli acquisti di beni semidurevoli e della stazionarietà per quelli non durevoli. Importazioni ed esportazioni sono salite in misura marcata (2,2 e 1,9 per cento, rispettivamente; tav. 2); il contributo dell'interscambio con l'estero alla crescita del prodotto è stato pressoché nullo. Il valore aggiunto è aumentato nell'industria in senso stretto (0,9 per cento) e nel settore edilizio (0,6 per cento); è rimasto stazionario nei servizi, penalizzato dalla contrazione nei comparti dell'intermediazione finanziaria e assicurativa e dei servizi professionali; è diminuito nell'agricoltura (-3,7 per cento).

La domanda nazionale, valutata al netto delle scorte, ha sostenuto il prodotto per 0,4 punti percentuali. L'aumento dell'accumulazione di capitale (1,3 per cento rispetto al trimestre precedente) è stato particolarmente accentuato per la componente dei mezzi di trasporto (13,6 per cento), più modesto per gli investimenti in macchinari e attrezzature e per quelli in costruzioni. La spesa delle famiglie e delle istituzioni sociali senza scopo di lucro ha lievemente rallentato (0,1 per cento, da 0,2), risentendo della flessione degli acquisti di beni semidurevoli e della stazionarietà per quelli non durevoli. Importazioni ed esportazioni sono salite in misura marcata (2,2 e 1,9 per cento, rispettivamente; tav. 2); il contributo dell'interscambio con l'estero alla crescita del prodotto è stato pressoché nullo. Il valore aggiunto è aumentato nell'industria in senso stretto (0,9 per cento) e nel settore edilizio (0,6 per cento); è rimasto stazionario nei servizi, penalizzato dalla contrazione nei comparti dell'intermediazione finanziaria e assicurativa e dei servizi professionali; è diminuito nell'agricoltura (-3,7 per cento).

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

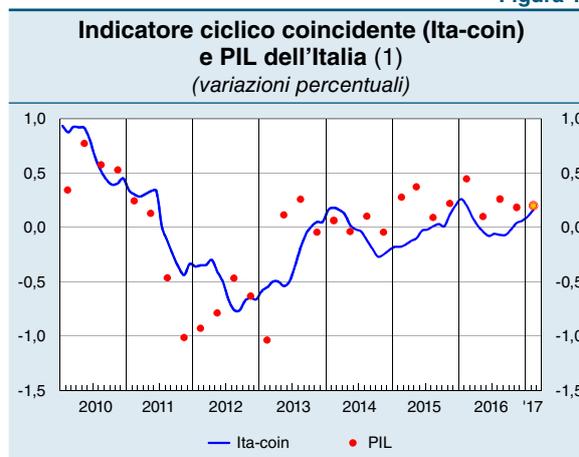
La crescita sarebbe proseguita all'inizio di quest'anno

Secondo gli indicatori più recenti, nei primi tre mesi del 2017 il PIL avrebbe continuato ad aumentare come nel trimestre precedente (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel primo trimestre del 2017 sulla base degli indicatori congiunturali*). Dopo cinque incrementi consecutivi l'indicatore Ita-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che traccia la dinamica di fondo dell'economia italiana, è rimasto stabile in marzo, a 0,16, un livello superiore alla media degli ultimi trimestri (fig. 18). Segnali favorevoli emergono dagli indicatori qualitativi tratti dalle interviste ai responsabili degli acquisti delle aziende (PMI), dalle inchieste Istat sul clima di fiducia delle imprese e dall'indagine trimestrale condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* (cfr. il par. 2.2).

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), ha raggiunto nel primo trimestre dell'anno i livelli più elevati dal 2013; in marzo si è attestata all'1,3 per cento secondo la stima preliminare. La ripresa degli ultimi mesi ha riflesso prevalentemente la dinamica delle componenti più volatili, in particolare l'accelerazione dei prezzi dei beni alimentari freschi e di quelli dei prodotti energetici (cfr. il par. 2.6); la componente di fondo dell'inflazione, seppure in lieve aumento rispetto allo scorso trimestre, rimane debole, allo 0,5 per cento in marzo (da 0,7 in febbraio).

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 della Banca d'Italia: *Indicatore ciclico coincidente (Ita-coin)*. Per il PIL, dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente. Il cerchio ombreggiato rappresenta la previsione del tasso di crescita del PIL nel primo trimestre basata sui modelli *bridge*. Per Ita-coin, stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche.

L'ATTIVITÀ ECONOMICA NEL PRIMO TRIMESTRE DEL 2017 SULLA BASE DEGLI INDICATORI CONGIUNTURALI

Una valutazione dell'andamento del PIL in anticipo rispetto al dato ufficiale, diffuso dall'Istat in via preliminare circa 45 giorni dopo la fine del trimestre di riferimento, può essere basata su un'ampia gamma di informazioni che nel complesso forniscono una rappresentazione solitamente abbastanza affidabile dello stato attuale dell'economia. Si tratta di dati parziali desunti da fonti differenti (quali i consumi elettrici, il traffico commerciale, la produzione industriale), da sondaggi presso le imprese e da altre valutazioni di tipo qualitativo, che possono essere combinate sulla base di diversi modelli statistici, di cui la Banca d'Italia si avvale ai fini degli esercizi previsivi di breve periodo¹.

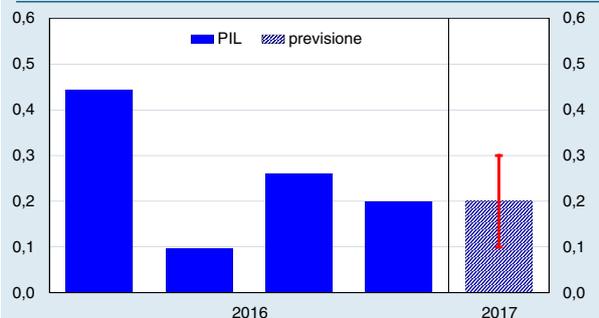
Tenendo conto di questi indicatori, i nostri modelli segnalano che nel primo trimestre del 2017 il PIL sarebbe cresciuto dello 0,2 per cento rispetto al periodo precedente, come negli ultimi tre mesi dello scorso anno (figura A). L'incertezza delle stime è valutabile in un intervallo di 0,1 punti percentuali al di sopra e al di sotto della valutazione centrale; nel primo trimestre potrebbero prevalere i rischi al ribasso.

Alla crescita del prodotto nei primi tre mesi dell'anno contribuisce soprattutto la stima di un andamento favorevole del settore dei servizi, dopo il temporaneo ristagno registrato nell'ultima parte del 2016; segnali di ripresa in questo settore provengono dal miglioramento dell'indice dei responsabili

¹ Cfr. il riquadro: *L'attività economica nel quarto trimestre del 2016 sulla base degli indicatori congiunturali coincidenti*, in *Bollettino economico*, 1, 2017 e i riferimenti contenuti sul sito della Banca d'Italia: *Modelli macroeconomici*.

Figura A

PIL e previsione nel primo trimestre (1)
(variazioni percentuali)

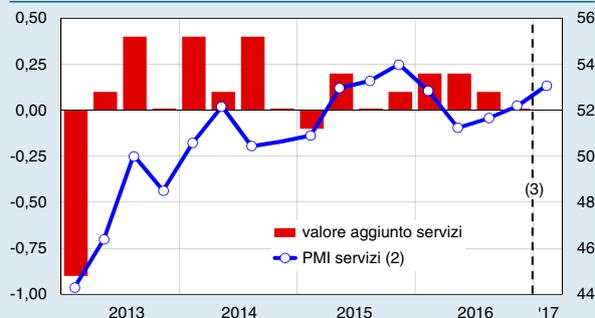


Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Figura B

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



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Markit.

(1) Indice PMI: livello medio nel trimestre di riferimento. Valore aggiunto nel terziario: variazione percentuale sul periodo precedente e dati destagionalizzati. - (2) Scala di destra. - (3) Il dato del valore aggiunto dei servizi nel primo trimestre del 2017 non è ancora disponibile.

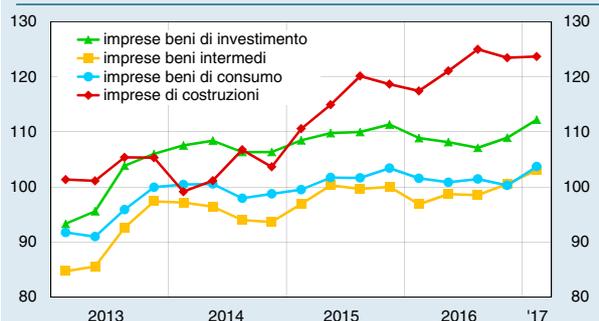
degli acquisti (PMI) del comparto, che è cresciuto nei primi tre mesi dell'anno da 52,2 a 53,1 e ha raggiunto livelli tra i più elevati dall'avvio della crisi dei debiti sovrani (figura B).

Nel settore delle costruzioni i segnali di ripresa della domanda sono più diffusi nel comparto residenziale, come emerge dalle indagini della Banca d'Italia²; un'indicazione favorevole proviene anche dal clima di fiducia delle imprese edili, aumentato considerevolmente nell'ultimo anno (figura C); il quadro del comparto più attivo nelle infrastrutture rimane incerto.

Nel trimestre sarebbe invece stato negativo l'apporto dell'industria in senso stretto. Secondo nostre stime nei primi tre mesi del 2017 la produzione industriale sarebbe diminuita nell'ordine del mezzo

Figura C

Indici di fiducia delle imprese (1)
(livelli)

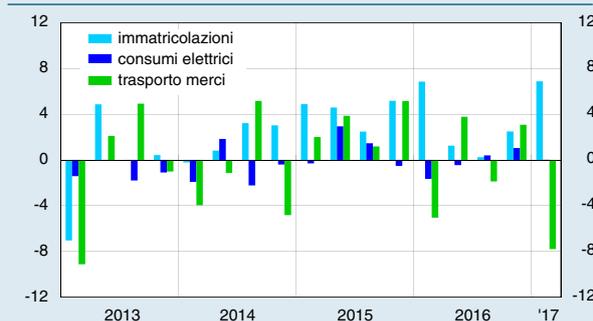


Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Livello medio nel trimestre di riferimento.

Figura D

Indicatori congiunturali (1)
(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat, Terna, Autostrade per l'Italia e Ferrovie dello Stato.

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

² Cfr. il par. 2.2 e Banca d'Italia, Statistiche. *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*, 23 febbraio 2017.

punto percentuale rispetto al periodo precedente, a seguito soprattutto della forte caduta registrata in gennaio, solo in parte recuperata nei mesi successivi. A questa valutazione contribuiscono le informazioni sfavorevoli desumibili dall'andamento nella media del trimestre dei flussi di trasporto merci su gomma e ferrovia e dal ristagno dei consumi elettrici. È invece un segnale decisamente positivo la crescita delle immatricolazioni di autoveicoli (6,9 per cento sul periodo precedente; figura D).

L'andamento dell'indicatore Ita-coin, che si è attestato in marzo a 0,16 (cfr. il par. 2.1), è coerente con queste indicazioni e conferma la prosecuzione del moderato recupero dell'attività economica.

2.2 LE IMPRESE

Dopo la crescita osservata nella seconda metà dello scorso anno, l'attività industriale si è indebolita nel primo trimestre del 2017, soprattutto a seguito del calo registrato in gennaio. I segnali congiunturali provenienti dai servizi e dal mercato delle abitazioni sono invece in graduale miglioramento. L'accumulazione di capitale rimane ben al di sotto dei livelli precedenti la crisi, ma si è ulteriormente rafforzata nella seconda metà del 2016. Gli indicatori di fiducia rimangono su valori elevati nel comparto manifatturiero e nel terziario.

La produzione industriale sarebbe diminuita nel primo trimestre

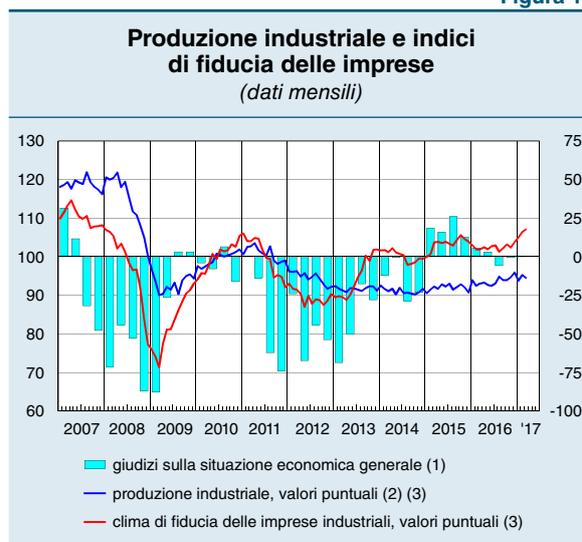
In febbraio la produzione industriale è salita dell'1,0 per cento in termini congiunturali, recuperando solo in parte il forte calo di gennaio (-2,3 per cento); secondo nostre stime nel complesso del primo trimestre del 2017 l'attività sarebbe diminuita nell'ordine di mezzo punto percentuale, dopo due trimestri consecutivi di espansione (fig. 19).

La fiducia delle imprese rimane elevata

Nei primi mesi dell'anno il clima di fiducia delle imprese è migliorato rispetto al quarto trimestre del 2016. Si è confermata la tendenza favorevole nella manifattura e nel commercio al dettaglio, sospinta rispettivamente dai giudizi sugli ordini, attesi e correnti, e sulle vendite; il clima di fiducia è inoltre tornato a salire nei servizi di mercato, mentre è rimasto pressoché stabile nel settore delle costruzioni. Gli indicatori PMI si attestano su valori elevati sia nella manifattura sia nei servizi.

Indicazioni coerenti emergono dall'indagine trimestrale condotta in marzo dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, che segnala un miglioramento nei giudizi sulla situazione economica generale nel primo trimestre dell'anno in corso rispetto alla fine del 2016 e una prosecuzione delle valutazioni favorevoli sulla dinamica della domanda e sulle condizioni per investire (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese italiane nell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita). La quota di imprese che si attende un'espansione della domanda dei propri prodotti nel breve termine risulta in aumento nel confronto con la precedente indagine, in particolare per le aziende più attive sui mercati esteri; l'incertezza imputabile a fattori economici e politici si conferma il principale ostacolo all'espansione dell'attività.

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*, 10 aprile 2017). –
 (2) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi; il dato per marzo è stimato. – (3) Indici: 2010=100.

Prosegue la ripresa degli investimenti

Nei nuovi conti nazionali, rivisti in settembre, il quadro dell'accumulazione di capitale risulta più favorevole, soprattutto per le componenti diverse dalle costruzioni, cresciute dell'11,0 per cento nel complesso dell'ultimo triennio. Nel quarto trimestre del 2016 gli investimenti sono aumentati a un passo relativamente sostenuto (1,3 per cento sul periodo precedente), sospinti prevalentemente dalla spesa in beni strumentali (2,0 per cento; 13,6 per i soli mezzi di trasporto), in presenza di un rialzo più contenuto di quella in costruzioni (0,5 per cento). Secondo l'indagine Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore* le imprese industriali e dei servizi programmano un aumento della spesa per investimenti nella prima metà del 2017 rispetto alla seconda metà del 2016, più accentuato per quelle della manifattura. Vi influirebbero anche le misure di incentivo agli investimenti (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese italiane nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*). Le aspettative di inflazione delle aziende sono state riviste al rialzo (cfr. il par. 2.6), fattore che potrebbe contribuire alla propensione a espandere la capacità produttiva (cfr. il riquadro: *Attese di inflazione molto bassa e piani di investimento delle imprese italiane*, in *Bollettino economico*, 1, 2017).

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

Nel mese di marzo la Banca d'Italia ha condotto, in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, l'indagine trimestrale su un campione di circa 1.000 imprese con almeno 50 addetti dell'industria in senso stretto, dei servizi e delle costruzioni (cfr. Banca d'Italia, Statistiche. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, 10 aprile 2017).

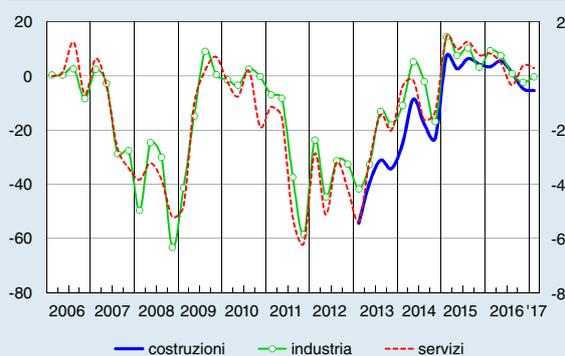
Rispetto alla rilevazione di dicembre, le aziende si dichiarano nel complesso più ottimiste circa la situazione economica generale corrente; le attese sul medio termine si sono invece stabilizzate su livelli elevati. Le imprese industriali e dei servizi indicano che l'attività nei prossimi mesi sarà sostenuta soprattutto dal consolidamento della domanda, in particolare di quella estera; anche le più favorevoli condizioni di accesso al credito continueranno a fornire un impulso positivo, seppure in lieve misura.

I giudizi sulle condizioni per investire rimangono in linea con quelli del trimestre precedente: al miglioramento registrato nell'industria in senso stretto, diffuso soprattutto tra le imprese medio-grandi, si è contrapposto il peggioramento nelle costruzioni e nei servizi (dove però il saldo tra risposte favorevoli e sfavorevoli rimane positivo; figura). Nel settore delle costruzioni prevalgono ancora valutazioni negative tra le aziende più attive nelle strutture non residenziali, mentre il saldo rimane di poco positivo tra quelle operanti anche nel comparto abitativo. Nella manifattura il miglioramento delle condizioni per investire si accompagna a quello dei giudizi sull'accesso al credito e sulle attese relative alla liquidità.

La quota di imprese che indica una crescita della spesa per investimenti nel primo semestre del 2017 rispetto alla seconda metà del 2016 si conferma ampiamente superiore alla percentuale di quelle che ne prevede una diminuzione (tavola); la riduzione del saldo positivo rispetto alla rilevazione precedente (da 14,7 a 8,1 punti percentuali) è presumibilmente riconducibile

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*, 10 aprile 2017).

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	32,5	23,8	14,4	27,5
Praticamente uguale	47,7	57,4	65,7	53,2
Più bassa	19,8	18,8	19,9	19,4
Spesa per investimenti programmata per il 2017 rispetto a quella effettuata nel 2016				
Più alta	37,4	30,2	18,1	33,1
Praticamente uguale	43,8	51,2	62,1	48,2
Più bassa	18,8	18,5	19,8	18,7

(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*, 10 aprile 2017). Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

alla forte accumulazione registrata nel secondo semestre dello scorso anno, superiore alle attese. Per il complesso del 2017 le intenzioni delle aziende rimangono largamente favorevoli, in linea con la precedente rilevazione, pur con eterogeneità tra i principali comparti: il divario positivo si è ampliato nell'industria, è diminuito significativamente nei servizi, mentre è divenuto marginalmente negativo tra le imprese edili.

Le aziende confermano infine le proprie valutazioni in merito alle misure di 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): il provvedimento è ritenuto rilevante da circa un quinto delle imprese dell'industria e dei servizi; la quota sale a oltre un terzo se si considerano le sole aziende che dichiarano piani di espansione dei propri investimenti nell'anno in corso.

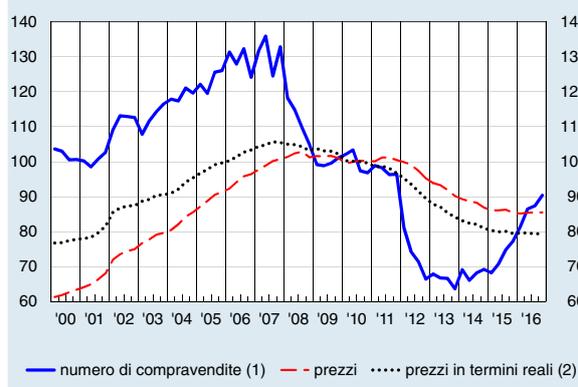
Si consolida il recupero delle compravendite di abitazioni

Nel primo trimestre dell'anno si sono intensificati i segnali di miglioramento provenienti dal mercato delle abitazioni. La fiducia delle imprese di costruzione ha recuperato il calo di fine 2016, attestandosi su livelli ciclicamente elevati. Il *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* condotto tra dicembre e gennaio indica un progressivo miglioramento delle condizioni della domanda. Le attese degli agenti immobiliari sulle tendenze di breve periodo del proprio mercato di riferimento e di quello nazionale sono improntate all'ottimismo. Nel quarto trimestre del 2016 il numero delle compravendite di abitazioni, in crescita dalla primavera del 2015, è decisamente aumentato riportandosi sui livelli di fine 2011 (3,5 per cento, da 1,1 nel terzo trimestre; fig. 20); nel complesso

Nel primo trimestre dell'anno si sono intensificati i segnali di miglioramento provenienti dal mercato delle abitazioni. La fiducia

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.

del 2016 le transazioni sono cresciute di circa il 19 per cento rispetto al 2015. I prezzi delle abitazioni sono rimasti invariati negli ultimi tre mesi del 2016, proseguendo la tendenza alla stabilità in atto dalla seconda metà del 2015. Nell'ambito del sondaggio Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore* le imprese di costruzione che realizzano una quota significativa di fatturato nel comparto residenziale hanno espresso valutazioni di cauto miglioramento, soprattutto prospettico, in termini di domanda e di occupazione.

Migliora la competitività di prezzo...

Secondo nostre stime la competitività di prezzo, valutata sulla base dei prezzi alla produzione dei beni manufatti, avrebbe continuato a migliorare nel primo trimestre di quest'anno, di circa lo 0,6 per cento sul periodo precedente (fig. 21).

Dalla fine del 2014 le imprese italiane avrebbero accumulato un guadagno di competitività di poco superiore al 3 per cento, favorite sia dal deprezzamento dell'euro sia dalla debole dinamica dei prezzi interni. Il recupero è stato di poco inferiore a quello osservato per le imprese francesi, mentre è stato più forte di quello registrato dalle aziende tedesche e, in misura più accentuata, da quelle spagnole.

...così come la redditività delle imprese

Sulla base dei dati diffusi dall'Istat e di nostre stime, nel 2016 è proseguito il miglioramento del rapporto tra margine operativo lordo (MOL) e valore aggiunto. La capacità di autofinanziamento (calcolata come differenza tra MOL e oneri complessivi) continua a beneficiare del calo progressivo degli oneri finanziari netti. La spesa per investimenti in rapporto al valore aggiunto è rimasta pressoché stabile, mentre il fabbisogno finanziario si è ulteriormente ridotto.

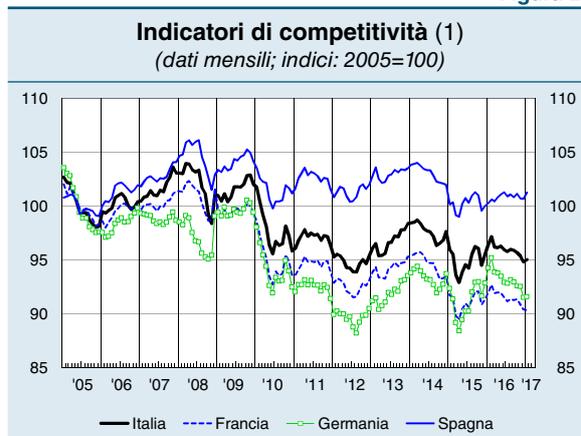
La dinamica creditizia resta differenziata tra i vari settori di attività

Nel quarto trimestre il debito complessivo delle imprese in percentuale del PIL è sceso lievemente al 75 per cento (dal 76; fig. 22). L'andamento del credito resta differenziato tra i vari settori di attività. I finanziamenti sono in aumento nei servizi, presentano una dinamica ancora lievemente negativa nella manifattura e continuano a contrarsi nelle costruzioni (cfr. il par. 2.7).

La raccolta obbligazionaria netta delle imprese è pressoché nulla

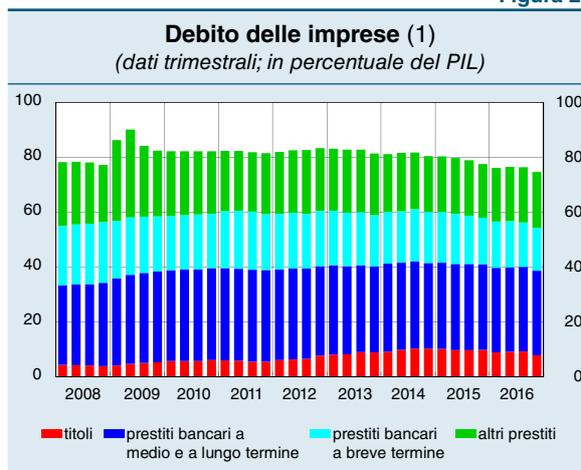
Nel quarto trimestre la raccolta obbligazionaria netta delle imprese italiane è stata pari a -0,2 miliardi di euro (cfr. tav. 7); le emissioni lorde di azioni da parte di

Figura 21



Fonte: elaborazioni su dati BCE, CEPIL, 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 gennaio 2017. 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. I dati dell'ultimo periodo sono provvisori.

società non finanziarie residenti in Italia sono state pari a 1,3 miliardi, contro i 77 milioni nel periodo precedente. Sulla base di dati preliminari di fonte Dealogic nel primo trimestre le emissioni nette delle aziende del nostro paese sarebbero state positive (per 4,0 miliardi).

2.3 LE FAMIGLIE

La spesa per consumi avrebbe continuato a espandersi a un ritmo modesto nei primi mesi di quest'anno, sospinta soprattutto dalla componente dei beni durevoli. Rimane complessivamente stabile la propensione al risparmio, che si colloca su valori molto inferiori a quelli del decennio pre-crisi. Gli indici della fiducia dei consumatori sono lievemente scesi nella media del primo trimestre del 2017, dopo l'aumento osservato alla fine dell'anno precedente.

La spesa delle famiglie cresce soprattutto per i beni durevoli

Nel quarto trimestre del 2016 la spesa delle famiglie, al netto delle oscillazioni particolarmente accentuate degli acquisti delle istituzioni sociali senza scopo di lucro, è cresciuta dello 0,2 per cento, in linea con i trimestri precedenti. All'accelerazione degli acquisti di beni durevoli (1,1 per cento) e, in misura più contenuta, di quelli di servizi (0,3 per cento) si sono contrapposte la flessione

della spesa in beni semidurevoli (-0,8 per cento) e la sostanziale stazionarietà per quelli non durevoli (0,1 per cento).

Il reddito disponibile è aumentato nel 2016

Nonostante la flessione dell'ultimo trimestre, il reddito disponibile delle famiglie, valutato in termini reali, è aumentato

dell'1,6 per cento nel complesso del 2016 (0,8 nel 2015; fig. 23). La propensione al risparmio rimane stabile, su valori significativamente inferiori a quelli del decennio pre-crisi (8,6 per cento in media d'anno e 8,0 nell'ultimo trimestre; fig. 24).

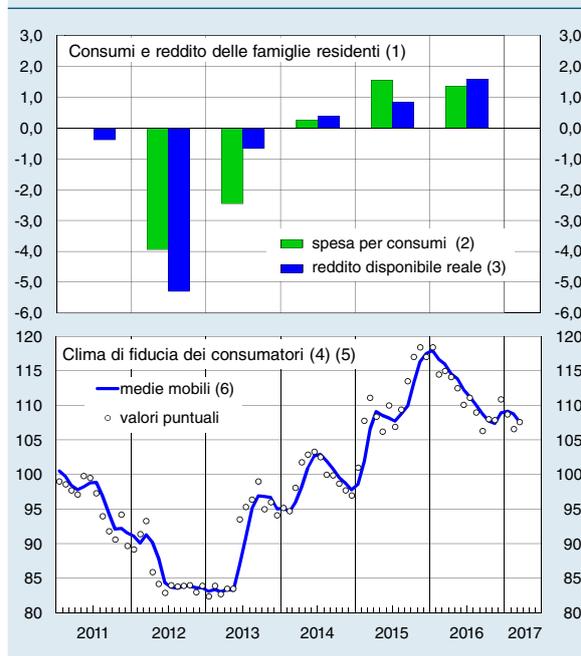
La moderata crescita dei consumi prosegue all'inizio del 2017

Le informazioni congiunturali più recenti sono coerenti con una moderata crescita dei consumi anche

nel primo trimestre di quest'anno. In marzo l'indice del clima di fiducia dei consumatori è lievemente aumentato; nella media del primo trimestre è lievemente sceso rispetto al periodo precedente, soprattutto a seguito del peggioramento dei giudizi sulle attese relative alla situazione economica del Paese; sono invece migliorate le valutazioni sull'opportunità attuale di risparmio. Nei primi tre mesi del 2017 si è rafforzata la crescita delle immatricolazioni di autoveicoli, salite del 6,9 per cento su base congiunturale dopo aver registrato un incremento del 15,4 per cento nel complesso del 2016; le vendite al dettaglio hanno invece segnato un lieve calo nei tre mesi terminanti in febbraio.

Figura 23

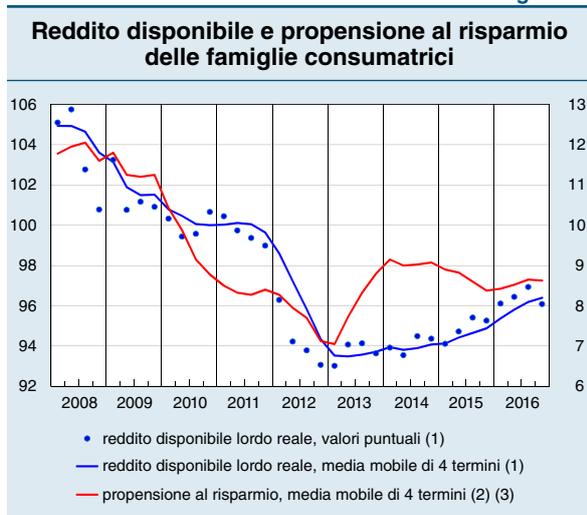
Consumi, reddito e clima di fiducia dei consumatori in Italia (variazioni percentuali e numeri indice)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

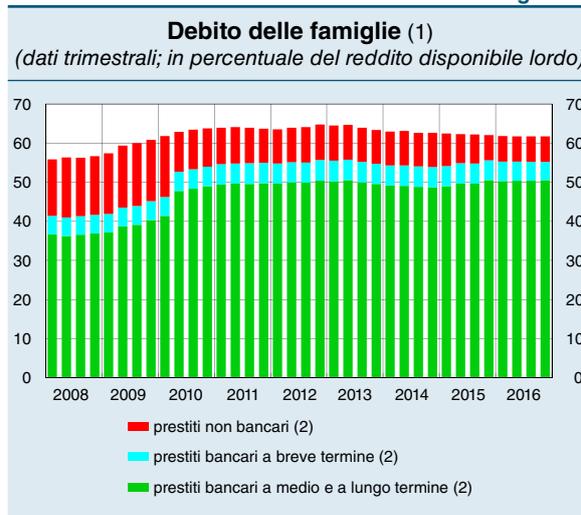
(1) Variazioni percentuali sull'anno precedente. – (2) Quantità a prezzi concatenati. – (3) Deflazionato con il deflatore della spesa per consumi delle famiglie (valori concatenati con anno di riferimento 2010). – (4) Dati mensili destagionalizzati. Indici: 2010=100. – (5) Nel giugno 2013 sono state 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. Indici: 2010=100. – (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 stabile

Nel quarto trimestre del 2016 il debito delle famiglie italiane in rapporto al reddito disponibile è rimasto pressoché invariato, al 61,7 per cento (fig. 25), mantenendosi ben al di sotto di quello medio dell'area dell'euro (95,0 per cento circa alla fine di settembre). Nello stesso periodo i tassi di interesse sui nuovi mutui sono rimasti stabili su livelli minimi nel confronto storico (cfr. il par. 2.7).

2.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Gli scambi con l'estero dell'Italia hanno tratto beneficio dal rafforzamento della congiuntura globale. Nell'ultimo trimestre del 2016 le esportazioni di beni e servizi sono tornate a crescere a ritmi sostenuti, trainate soprattutto dall'espansione sui mercati dell'Unione europea; le prospettive relative agli ordini esteri continuano a essere positive. Il surplus di conto corrente è ulteriormente migliorato, raggiungendo nel complesso del 2016 il 2,6 per cento del PIL (dall'1,4 nel 2015).

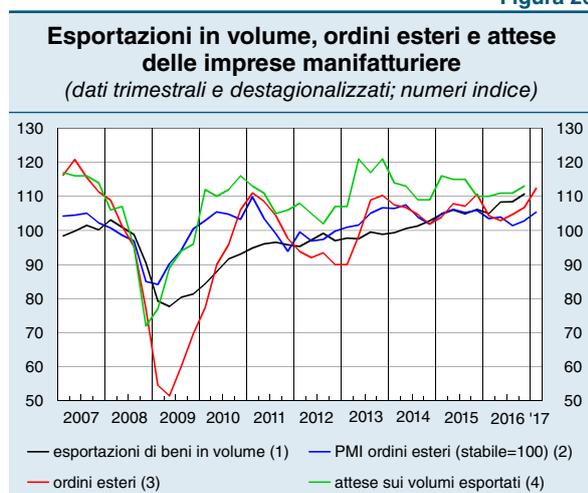
Sono cresciute sia le esportazioni...

Nel quarto trimestre del 2016 le esportazioni sono cresciute dell'1,9 per cento rispetto al terzo (2,1 per cento per la componente dei soli beni), dopo la battuta d'arresto del periodo precedente. Il contributo maggiore alla crescita delle esportazioni di merci è derivato dalle vendite nei paesi della UE (soprattutto Germania e Spagna); tra i mercati extra UE le vendite sono state particolarmente elevate nei paesi OPEC e negli Stati Uniti. L'andamento delle esportazioni è stato trainato dal comparto della meccanica, della chimica e dei prodotti petroliferi raffinati; le vendite di mezzi di trasporto si sono invece contratte, dopo un prolungato periodo di forte espansione.

...sia le importazioni

Anche le importazioni sono aumentate nel quarto trimestre (2,2 per cento in volume): al calo della componente dei servizi (-0,3 per cento) si è contrapposta la forte crescita di quella dei beni (2,8 per cento), principalmente dai paesi della UE (anche in questo caso soprattutto da Germania e Spagna). Tra i mercati extra UE si è registrata una ripresa degli acquisti da Russia e Turchia, mentre è proseguita la contrazione di quelli dalla Cina.

Figura 26



Fonte: Istat, Markit e Thomson Reuters Datastream.
(1) Indice: 2007=100 (dati di contabilità nazionale). – (2) Media trimestrale dell'indicatore PMI, alla quale viene sommato il valore 50. – (3) Media trimestrale basata sull'inchiesta congiunturale mensile dell'Istat presso le imprese; saldo percentuale delle risposte "in aumento" e "in diminuzione", al quale viene sottratta la media e viene sommato il valore 100. – (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.

Le prospettive sugli ordini esteri rimangono positive

I dati relativi ai primi mesi dell'anno in corso segnalano una moderata crescita delle esportazioni di beni, anche tenendo conto della diminuzione registrata in febbraio per le vendite verso i mercati extra UE. Segnali favorevoli riguardo alle prospettive della domanda estera provengono dall'indice PMI relativo agli ordini esteri delle imprese manifatturiere e dall'analogo indicatore Istat, entrambi in rialzo, i cui attuali livelli risultano compatibili con una più marcata espansione delle vendite (fig. 26).

L'avanzo di conto corrente è ulteriormente migliorato

Il surplus di conto corrente ha continuato a migliorare, portandosi a 43,1 miliardi nel complesso del 2016 (2,6 per cento del PIL), da 23,7 del 2015 (tav. 3). L'incremento è stato determinato soprattutto dal saldo dei redditi primari, tornato in surplus anche per via della riduzione degli esborsi sulle passività di portafoglio, e dal crescente avanzo commerciale, che ha beneficiato della flessione della spesa in materie prime energetiche (fig. 27).

Aumentano gli investimenti in titoli esteri degli italiani

Nel 2016 i residenti hanno continuato a investire in titoli esteri di portafoglio (78,7 miliardi nel complesso

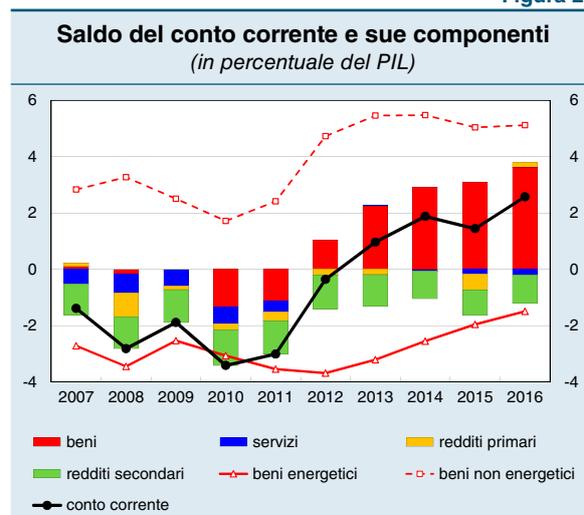
Tavola 3

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

VOCI	2015	2016	gen. 2016	gen. 2017
Conto corrente	23,7	43,1	-1,6	-1,9
per memoria: in % del PIL	1,4	2,6	–	–
Merci	50,7	60,7	0,8	0,3
prodotti non energetici (2)	82,9	85,6	2,7	2,5
prodotti energetici (2)	-32,2	-25,0	-1,9	-2,2
Servizi	-2,7	-3,6	-0,8	-1,1
Redditi primari	-9,2	2,8	-0,1	0,4
Redditi secondari	-15,0	-16,8	-1,5	-1,5
Conto capitale	2,6	-2,1	..	-0,2
Conto finanziario	27,4	63,4	1,0	-3,8
Investimenti diretti	2,7	-5,6	-1,0	-2,3
Investimenti di portafoglio	89,5	153,9	20,3	-3,0
Derivati	3,4	3,2	1,8	-0,1
Altri investimenti (3)	-68,6	-87,0	-20,0	1,5
Variazione riserve ufficiali	0,5	-1,2	-0,1	0,1
Errori e omissioni	1,1	22,4	2,7	-1,7

(1) Secondo gli standard internazionali pubblicati in FMI, *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6 ed., 2009 (BPM6). Per gennaio 2017, dati provvisori. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat. – (3) Include la variazione del saldo TARGET2.

Figura 27



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

dell'anno); gli acquisti, che hanno riguardato principalmente quote di fondi comuni esteri (49,0 miliardi), riflettono la graduale ricomposizione del portafoglio delle famiglie italiane indotta anche dal programma di acquisti dell'Eurosistema, con una riduzione del peso dei titoli pubblici e delle obbligazioni bancarie a favore dei prodotti assicurativi e del risparmio gestito, caratterizzati da una maggiore diversificazione internazionale (cfr. il riquadro: *Gli investimenti di portafoglio all'estero dell'Italia*, in *Bollettino economico*, 1, 2017).

Dal lato delle passività, gli investitori esteri hanno ridotto le loro consistenze di titoli di portafoglio italiani per 75,2 miliardi nel complesso del 2016. I disinvestimenti hanno riguardato principalmente obbligazioni bancarie (28,7 miliardi), a seguito del mancato rinnovo dei titoli venuti a scadenza da parte delle banche che hanno fatto ampio ricorso ai finanziamenti offerti dall'Eurosistema; si è inoltre ridotta (di 24,6 miliardi) la detenzione di titoli pubblici italiani da parte dei non residenti. Anche in altri paesi dell'area gli investitori non residenti hanno mostrato un minore interesse verso i titoli pubblici.

Il saldo passivo TARGET2 si è ampliato

A seguito di questi andamenti la posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2 si è attestata a 420 miliardi alla fine di marzo (da 357 alla fine di dicembre; fig. 28). Tra ottobre e gennaio (ultimo mese per il quale sono disponibili i dati della bilancia dei pagamenti) l'incremento del saldo passivo ha riflesso soprattutto il calo della raccolta bancaria sui mercati internazionali, avvenuto in parallelo alla creazione di liquidità attraverso i programmi dell'Eurosistema; questo effetto è stato parzialmente compensato dal surplus di conto corrente. L'ampliamento nel mese di marzo è riconducibile anche agli effetti della creazione di liquidità derivante dalla quarta operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO2).

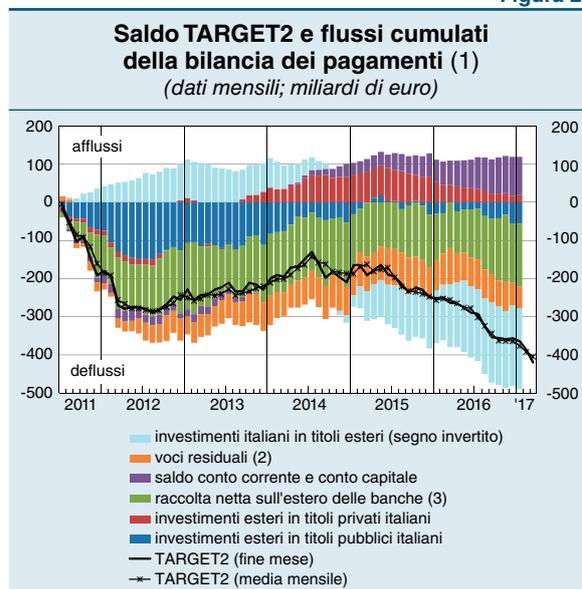
Il miglioramento del saldo passivo della Banca d'Italia nei confronti della BCE sul sistema dei pagamenti TARGET2 può riflettere investimenti in Italia da parte dei non residenti (maggiori passività), disinvestimenti di attività estere da parte dei residenti (minori attività) o un saldo di conto corrente 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.

Il surplus corrente sta riassorbendo il passivo con l'estero del Paese

Alla fine del quarto trimestre la posizione patrimoniale netta sull'estero dell'Italia era passiva per 249,6 miliardi di euro, pari al 14,9 per cento del PIL. Il miglioramento di oltre due punti di prodotto rispetto al trimestre precedente è attribuibile all'avanzo di conto corrente e conto capitale, oltre che ad aggiustamenti di valutazione, soprattutto la riduzione del valore di mercato delle passività di portafoglio (in particolare dei titoli di Stato). Dal 2013 la posizione netta debitoria con l'estero si è ridotta di oltre dieci punti percentuali di prodotto; di questi circa sette sono attribuibili all'avanzo di conto corrente e conto capitale.

Allo stesso tempo, la posizione netta debitoria con l'estero si è ridotta di oltre dieci punti percentuali di prodotto; di questi circa sette sono attribuibili all'avanzo di conto corrente e conto capitale.

Figura 28



(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.

2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Nel quarto trimestre del 2016 sono cresciuti sia gli occupati totali sia le ore lavorate. L'occupazione alle dipendenze è aumentata nella componente a termine, mentre si è stabilizzata quella a tempo indeterminato. Secondo le indicazioni congiunturali più recenti, nei primi mesi del 2017 l'occupazione ha continuato a

espandersi, nonostante il venir meno degli sgravi contributivi alla fine del 2016. La dinamica del costo del lavoro rimane molto contenuta.

Nel quarto trimestre l'input di lavoro è aumentato

Dopo la battuta d'arresto nei mesi estivi, nel quarto trimestre del 2016 il numero di occupati e le ore lavorate rilevati dai conti nazionali hanno ripreso a salire (rispettivamente 0,3 e 0,4 per cento sul periodo precedente; fig. 29 e tav. 4); in media d'anno l'occupazione è cresciuta dell'1,3 per cento, aumentando nei servizi, contraendosi nelle costruzioni e risultando stabile nella manifattura. Le ore lavorate per addetto, in recupero dal mese di luglio, si collocavano a fine anno su livelli ancora inferiori di circa il 4 per cento rispetto a quelli dell'inizio della crisi.

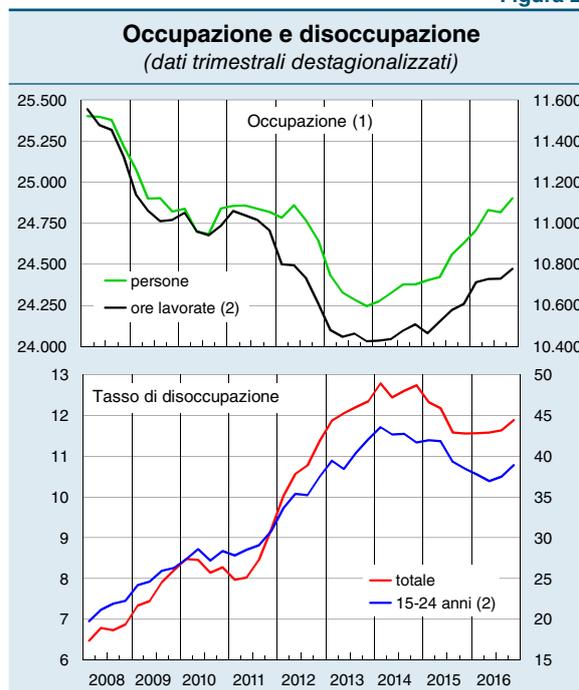
Il numero di occupati dipendenti ha continuato a espandersi

Nel quarto trimestre si è arrestata la diminuzione del numero di lavoratori autonomi, mentre l'occupazione alle dipendenze ha continuato a espandersi nella componente a termine (0,9 per cento nel trimestre e 2,1 per cento in media d'anno, secondo i dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro*). Il numero di occupati con contratti a tempo indeterminato è rimasto pressoché invariato, dopo essere aumentato per sei trimestri consecutivi (1,8 per cento nella media del 2016).

L'andamento dell'occupazione è rimasto positivo nei primi mesi del 2017

Sulla base dei dati preliminari della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, nei mesi di gennaio e febbraio il numero degli occupati è cresciuto dello 0,1 per cento rispetto al bimestre precedente. Anche i dati dell'INPS sulle assunzioni e sulle cessazioni di rapporti di lavoro in dicembre e in gennaio, che si riflettono con qualche ritardo

Figura 29



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

Tavola 4

VOCI	Occupazione e ore lavorate				
	Consistenze	Variazioni			
		4° trim. 2016	1° trim. 2016	2° trim. 2016	3° trim. 2016	4° trim. 2016
Totale occupati	24.902	0,3	0,5	-0,1	0,3
di cui: industria in senso stretto	4.184	0,1	-0,1	0,1	..
servizi privati (1)	10.892	0,4	1,2	0,1	0,4
Dipendenti	18.740	0,5	0,5	0,1	0,5
Autonomi	6.162	-0,1	0,7	-0,6	..
Ore lavorate	10.779	1,0	0,1	..	0,4
di cui: industria in senso stretto	1.853	1,8	-0,1	-0,1	0,6
servizi privati (1)	4.941	1,1	0,7	0,2	0,4
Dipendenti	7.442	0,9	0,4	0,1	0,7
Autonomi	3.336	1,2	-0,4	-0,2	..

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

sull'andamento dell'occupazione registrato dalle stime dell'Istat, indicano un'espansione del numero di occupati alle dipendenze nella prima parte del 2017. Le aspettative delle imprese, rilevate dalle indagini condotte dall'Istat e dall'Eurostat, e l'indice PMI sono coerenti con un quadro occupazionale positivo, in particolare nella manifattura.

Il tasso di disoccupazione resta elevato

Nel quarto trimestre il tasso di disoccupazione è cresciuto di tre decimi di punto all'11,9 per cento, risentendo dell'incremento della partecipazione al mercato del lavoro; nella classe di età compresa tra 15 e 24 anni ha toccato il 38,9 per cento (che in quella fascia di età rappresenta circa il 10 per cento della popolazione). Secondo i dati preliminari dell'Istat, nella media del bimestre gennaio-febbraio il tasso di disoccupazione complessivo è tuttavia diminuito all'11,7 per cento, quello giovanile al 36,1.

La crescita del costo del lavoro è stata quasi nulla

Nell'ultimo trimestre dello scorso anno il costo del lavoro nel settore privato non agricolo è cresciuto dello 0,2 per cento su base annua (fig. 30), riflettendo il calo degli oneri sociali, la dinamica modesta delle retribuzioni contrattuali (0,6 per cento nella media del trimestre) e quella pressoché nulla delle componenti extracontrattuali (0,1 per cento); nell'industria in senso stretto il costo del lavoro è diminuito per il quarto trimestre consecutivo.

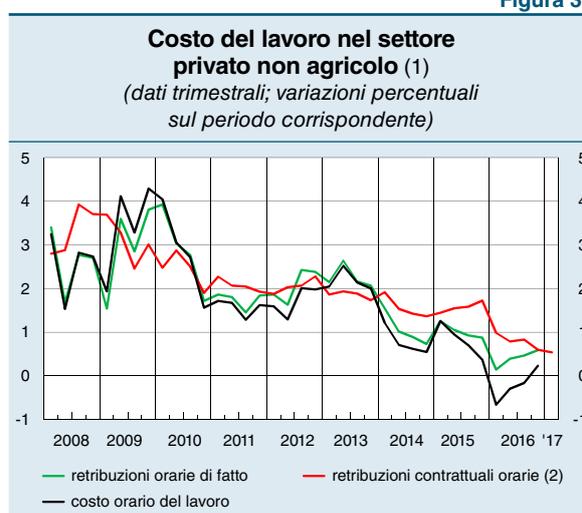
Secondo i dati preliminari dell'Istat, nella media del bimestre gennaio-febbraio, le retribuzioni contrattuali nel settore privato non agricolo sono aumentate dello 0,5 per cento su base annua. I numerosi rinnovi contrattuali siglati tra la fine del 2016 e il primo bimestre del 2017 (tra cui quelli dei lavoratori metalmeccanici, tessili e del legno) prefigurano in prospettiva dinamiche salariali ancora contenute; si sono diffusi meccanismi di indicizzazione degli incrementi retributivi all'inflazione passata, calcolata al netto delle componenti energetiche (cfr. il riquadro: *I rinnovi contrattuali nel settore privato durante il 2016*, in *Bollettino economico*, 1, 2017).

Il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nel settore privato non agricolo è aumentato, risentendo del calo della produttività oraria (-0,9 per cento sullo stesso periodo del 2015); l'andamento è interamente dovuto al settore dei servizi. Nell'industria in senso stretto il CLUP è invece diminuito (-0,9 per cento), anche per effetto del recupero della produttività (0,3 per cento).

2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

L'inflazione al consumo, sostenuta dall'evoluzione delle componenti più volatili (beni energetici e alimentari freschi), è risalita dallo scorso autunno, attestandosi nel primo trimestre del 2017 sui valori più elevati dall'inizio del 2013; l'inflazione di fondo rimane tuttavia su livelli ancora contenuti nel confronto storico. Le famiglie, le imprese e i principali analisti hanno rivisto al rialzo le attese sui prezzi nella media del 2017.

Figura 30



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. - (2) Dato di marzo stimato.

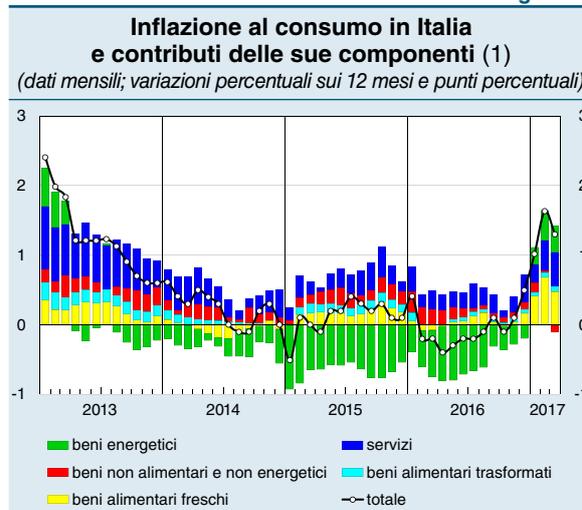
Le voci più volatili hanno portato l'inflazione sui valori più elevati dal 2013...

La variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) è salita in misura significativa nei primi mesi dell'anno, spinta dalla brusca accelerazione dei prezzi dei beni alimentari freschi e di quelli dei prodotti energetici. Nella media del primo trimestre l'inflazione si è portata sui valori più elevati dall'inizio del 2013, nonostante il calo segnato in marzo in base alla stima preliminare (1,3 per cento, da 1,6 in febbraio; fig. 31).

...ma la componente di fondo rimane debole

L'inflazione di fondo, pur in lieve ripresa rispetto all'ultimo trimestre del 2016, resta debole e continua ad attestarsi su valori contenuti nel confronto storico (0,5 per cento in marzo, da 0,7 in febbraio; tav. 5), a fronte di

Figura 31



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.
(1) IPCA; per marzo 2017 dati preliminari.

Tavola 5

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	0,0	—	0,5	-3,4
2016	-0,1	0,5	-0,1	-0,1	—	0,5	-2,2
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	0,0	0,3	-3,0
mag.	0,2	0,6	0,1	0,1	0,1	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	-0,1	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	-0,1	0,5	-4,1
mar.	-0,2	0,8	-0,2	-0,2	0,1	0,7	-3,9
apr.	-0,4	0,6	-0,4	-0,5	-0,2	0,5	-4,5
mag.	-0,3	0,6	-0,3	-0,3	0,2	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	0,1	0,6	-1,4
ago.	-0,1	0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,5	-1,0
set.	0,1	0,4	0,0	0,1	0,1	0,4	-0,8
ott.	-0,1	0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,1	-0,6
nov.	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1	0,4	-0,3
dic.	0,5	0,7	0,5	0,5	0,2	0,6	0,9
2017 – gen.	1,0	0,5	1,0	1,0	0,3	0,5	2,9
feb.	1,6	0,7	1,5	1,6	....	0,6	3,7
mar.	(1,3)	(0,5)	....	(1,4)	....	(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.

marginari ancora ampi di capacità produttiva inutilizzata e di una dinamica salariale che rimane improntata alla moderazione (cfr. il par. 2.5). In febbraio, ultimo mese per il quale sono disponibili informazioni di dettaglio, la quota di voci elementari che hanno riportato una variazione negativa dei prezzi è scesa rispetto a gennaio (dal 30 al 26 per cento); è diminuita anche per le componenti di fondo, pur mantenendosi su livelli elevati (al 25 per cento, dal 28).

Prosegue l'accelerazione dei prezzi alla produzione

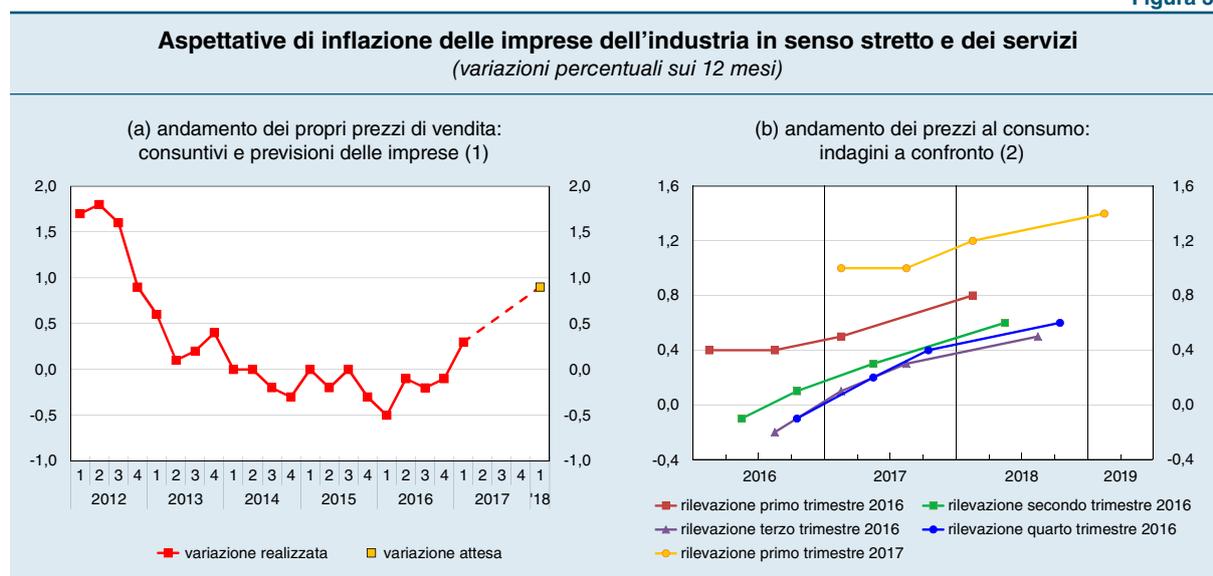
In febbraio è proseguita l'accelerazione dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno (3,7 per cento sui dodici mesi, da 2,9 in gennaio), guidata prevalentemente dall'andamento della componente energetica e degli altri beni intermedi. La variazione dei prezzi dei beni non alimentari destinati al consumo finale si è collocata da settembre su valori lievemente negativi (-0,3 per cento in febbraio).

Imprese e famiglie rivedono al rialzo le attese di inflazione

Secondo l'indagine trimestrale condotta in marzo dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, le aziende hanno intenzione di rivedere al rialzo i propri listini di vendita dello 0,9 per cento nei prossimi dodici mesi (fig. 32.a), come conseguenza del più elevato costo degli input di energia: il profilo delle aspettative delle imprese sull'andamento dei prezzi al consumo è tornato a salire, riportandosi al di sopra di quello di un anno prima (fig. 32.b); resta tuttavia al di sotto dell'1,5 per cento annuo. Sulla base delle rilevazioni dell'Istat, nella media del primo trimestre di quest'anno la percentuale di consumatori che si attende prezzi invariati o in calo nei prossimi dodici mesi è scesa rispetto all'autunno (52,6 per cento, dal 59,2); il saldo tra la quota di imprese manifatturiere che prevede un rialzo dei prezzi di vendita dei propri prodotti e quella che ne anticipa una riduzione è aumentato in misura pressoché analoga rispetto al periodo precedente.

Secondo gli operatori professionali censiti in marzo da Consensus Economics l'inflazione risalirebbe nella media del 2017 all'1,3 per cento (da -0,1 nel 2016), ancora al di sotto di quella attesa per il complesso dell'area dell'euro (cfr. il par. 1.2).

Figura 32



(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*, 10 aprile 2017). – (2) Il primo punto di ciascuna curva è il dato definitivo disponibile al momento della realizzazione dell'indagine, fornito agli intervistati nel questionario come riferimento per la formulazione delle loro aspettative; il secondo punto rappresenta la media delle previsioni per i successivi 6 mesi; il terzo punto la media delle previsioni per i successivi 12 mesi; il quarto punto la media delle previsioni per i successivi 24 mesi.

2.7 LE BANCHE

Il credito al settore privato è sostenuto sia dal basso livello dei tassi di interesse sia dalle più favorevoli prospettive dell'economia; la dinamica dei prestiti alle imprese e le politiche di offerta restano tuttavia differenziate tra settori di attività economica e classe dimensionale. La qualità del credito delle banche italiane continua a beneficiare del miglioramento del quadro congiunturale.

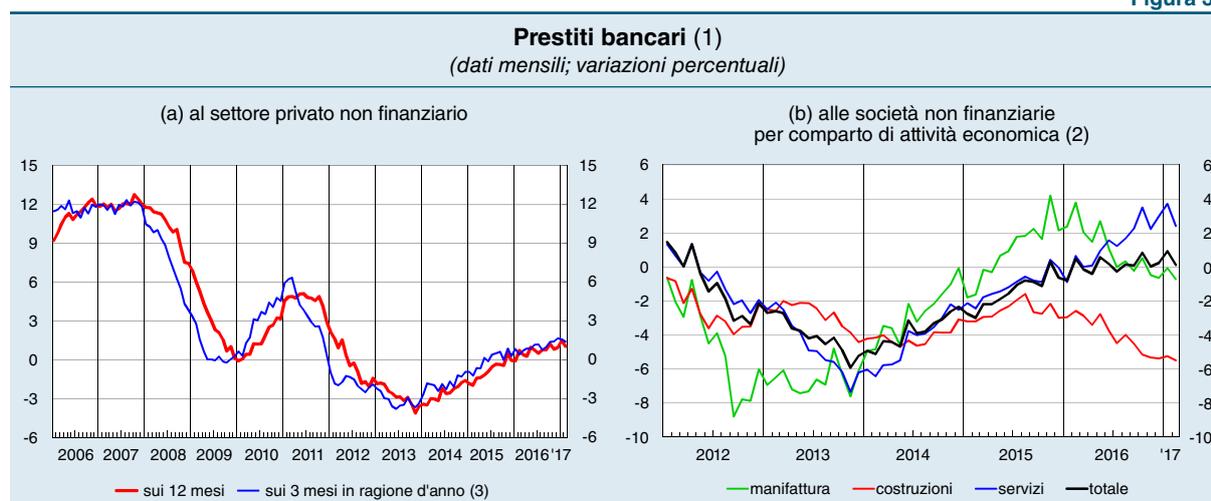
La crescita dei prestiti alle famiglie si è rafforzata...

Nei tre mesi terminanti in febbraio la dinamica del credito al settore privato non finanziario si è lievemente rafforzata (1,4 per cento; fig. 33.a). I finanziamenti alle famiglie hanno accelerato (2,7 per cento, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno), sostenuti anche dalla crescita dei mutui per l'acquisto di abitazioni (2,9 per cento).

...ed è positiva quella dei prestiti alle imprese

In febbraio i prestiti alle imprese sono cresciuti sui tre mesi (0,4 per cento, correggendo per i fattori stagionali e in ragione d'anno) e hanno ristagnato sui dodici mesi. La dinamica del credito è eterogenea tra i diversi settori di attività economica (fig. 33.b): il tasso di crescita dei finanziamenti erogati alle società dei servizi si è attestato al 2,4 per cento sui dodici mesi, mentre i prestiti destinati alle aziende manifatturiere e alle imprese edili hanno continuato a contrarsi (-0,7 e -5,5 per cento, rispettivamente). È proseguita l'espansione del credito alle società con 20 e più addetti (0,4 per cento) e si è attenuata la flessione dei prestiti alle imprese di minore dimensione (-2,8 per cento).

Figura 33



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. – (2) Variazioni sui 12 mesi; per i comparti i dati non sono corretti per le variazioni del cambio e, fino a dicembre del 2013, per gli aggiustamenti di valore. – (3) I dati sono depurati dalla componente stagionale. Conformemente alle linee guida del sistema statistico europeo, i modelli utilizzati per la destagionalizzazione vengono rivisti ogni anno per garantire la loro capacità di rappresentare correttamente la dinamica delle serie storiche. Ciò comporta che l'andamento della serie riportata nel grafico potrebbe non essere direttamente confrontabile con quelle presentate nei precedenti numeri del *Bollettino economico*.

La raccolta si è mantenuta stabile

Tra novembre e febbraio la raccolta complessiva delle banche italiane è rimasta pressoché invariata (tav. 6); l'aumento dei depositi dei residenti e il maggiore ricorso alle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema hanno compensato il lieve calo della raccolta all'ingrosso.

Le condizioni di offerta restano nel complesso accomodanti

In marzo i sondaggi condotti presso le aziende dall'Istat e dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* riportano condizioni di accesso al credito nel complesso favorevoli, pur con andamenti differenziati per imprese di diverse

Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)

VOCI	Consistenze di fine mese (2)		Variazioni percentuali sui 12 mesi (3)	
	Novembre 2016	Febbraio 2017	Novembre 2016	Febbraio 2017
Attività				
Prestiti a residenti in Italia (4)	1.801	1.801	-1,1	-0,5
di cui: a imprese (5)	786	779	0,0	0,1
a famiglie (6)	624	626	1,8	2,2
Attività verso controparti centrali (7)	89	71	-7,9	-30,6
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (8)	510	509	-2,6	-1,5
di cui: titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	391	391	-4,3	-4,2
Attività verso l'Eurosistema (9)	48	55	135,5	185,4
Attività sull'estero (10)	343	358	2,1	6,6
Altre attività (11)	1.129	1.101	-0,1	-4,9
Totale attivo	3.919	3.895	-0,2	-1,2
Passività				
Depositi di residenti in Italia (4) (12) (13)	1.412	1.428	3,0	2,9
Depositi di non residenti (10)	306	303	-4,8	-6,8
Passività verso controparti centrali (7)	148	139	2,6	-21,2
Obbligazioni (13)	339	334	-17,4	-14,6
Passività verso l'Eurosistema (9)	185	200	19,9	31,7
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	118	117	-3,7	-0,4
Capitale e riserve	443	462	-1,3	2,7
Altre passività (14)	968	913	1,5	-3,4
Totale passivo	3.919	3.895	-0,2	-1,2

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di febbraio 2017 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. Banca d'Italia. Statistiche. *Banche e moneta: serie nazionali*, tavv. 3.3a e 3.3b. – (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.

categorie e settori di attività economica. Le banche intervistate nell'ambito dell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*) hanno segnalato politiche di offerta invariate nel quarto trimestre del 2016 (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*).

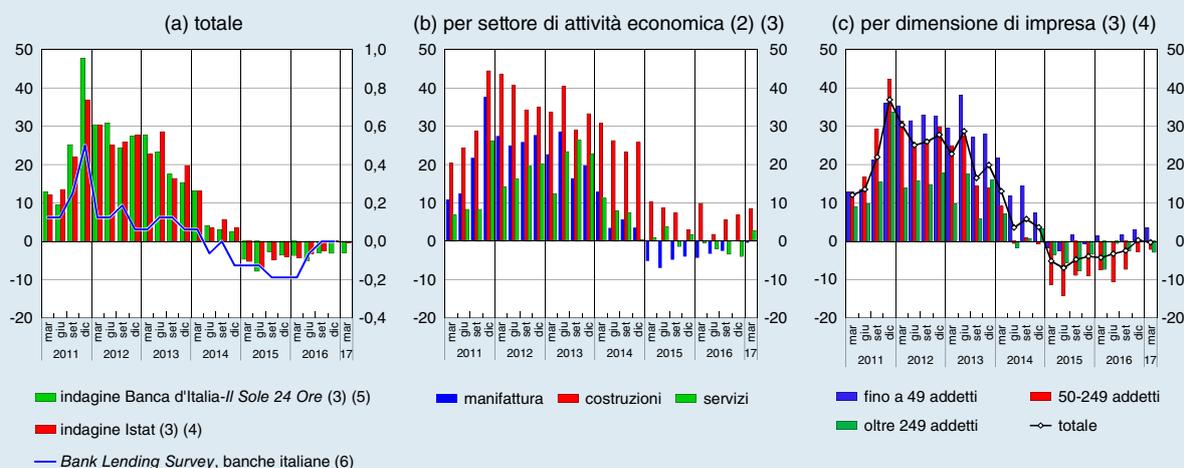
L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO

Le banche intervistate lo scorso dicembre nell'ambito dell'Indagine sul credito bancario dell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*) avevano segnalato, per il quarto trimestre 2016, politiche di offerta del credito invariate per famiglie e imprese. Secondo la medesima indagine anche la domanda di prestiti era rimasta pressoché immutata per le imprese, mentre si era ulteriormente rafforzata la richiesta di prestiti delle famiglie per l'acquisto di abitazioni e per finalità di consumo (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2017).

I sondaggi condotti in marzo presso le aziende hanno confermato che anche nel primo trimestre dell'anno le condizioni di accesso al credito delle imprese sono state differenziate tra categorie di aziende e settori di attività economica (figura).

Sulla base dell'indagine sulla fiducia delle imprese condotta dall'Istat, le aziende manifatturiere di medio-grande dimensione continuerebbero a beneficiare di condizioni di erogazione del credito accomodanti. Nel confronto tra settori le politiche di offerta avrebbero registrato variazioni di entità trascurabile per le aziende dei servizi e manifatturiere, mentre permarrebbero difficoltà di accesso ai finanziamenti per le imprese edili.

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 aziende 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, nel riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*, in *Bollettino economico*, 1, 2017. – (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 dal 4° trimestre 2016. – (6) Scala di destra.

Anche l'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* realizzata dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* (condotta su un campione di imprese di medio-grande dimensione) mostrerebbe il protrarsi di un irrigidimento nel settore delle costruzioni, pur con condizioni di accesso al credito nel complesso accomodanti.

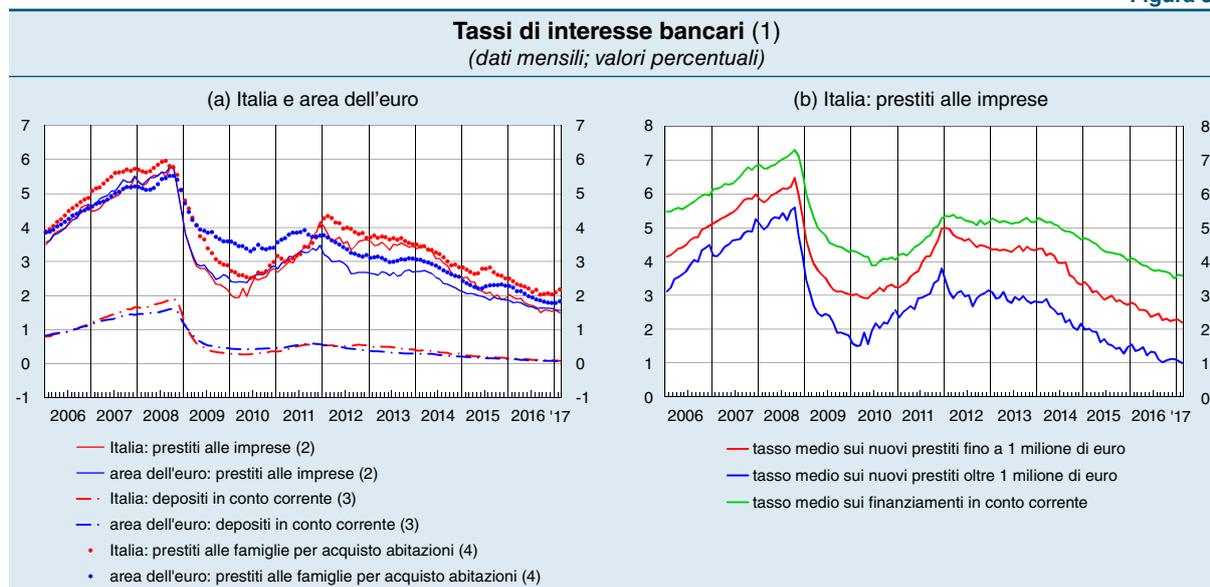
Il costo medio dei nuovi prestiti è basso

Il costo del credito è rimasto stabile, su livelli minimi nel confronto storico. In febbraio il tasso medio sui nuovi prestiti alle imprese si è attestato all'1,5 per cento (fig. 34). Il costo dei nuovi mutui per le erogazioni a tasso variabile si è mantenuto invariato all'1,8 per cento ed è salito di circa un decimo per quelle a tasso fisso (al 2,3 per cento). Il differenziale con l'area dell'euro è rimasto nullo per i prestiti alle imprese e si è confermato su valori molto contenuti per quelli alle famiglie (26 punti base).

Prosegue il miglioramento della qualità del credito

Il miglioramento delle prospettive dell'economia si riflette favorevolmente, anche se con gradualità, sulla qualità del credito delle banche italiane. Nel quarto 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 2,3 per cento; fig. 35). L'indicatore è diminuito di cinque decimi per i prestiti alle imprese (al 3,6 per cento) e di due per quelli alle famiglie (all'1,5 per cento).

Per il complesso dei gruppi classificati come significativi ai fini di vigilanza, nel quarto trimestre l'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti è diminuita rispetto al trimestre precedente, sia al lordo sia al netto delle rettifiche di valore (al 17,6 e 9,4 per cento, rispettivamente, dal 18,0 e 10,4). Il tasso di copertura (ossia il rapporto tra le rettifiche e la consistenza dei prestiti deteriorati) ha registrato un aumento marcato, dal 47,3 al 51,7 per cento, anche per effetto di rettifiche di valore straordinarie contabilizzate dal gruppo UniCredit.



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'Eurosystema. – (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.

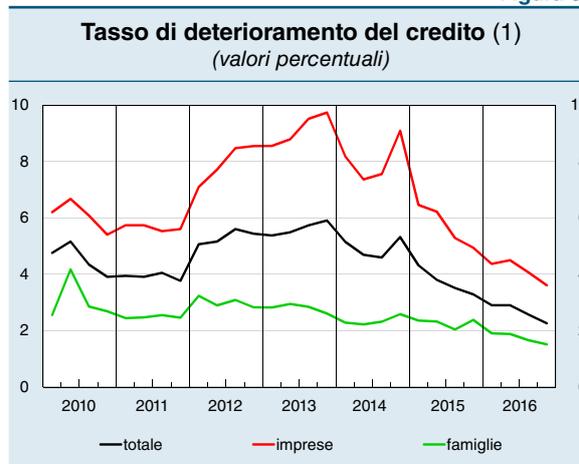
Sono aumentati i tassi di copertura dei crediti deteriorati

Nel 2016 l'azione delle banche volta ad accrescere i tassi di copertura dei crediti deteriorati ha influito

sulla redditività. Il rendimento del capitale e delle riserve (ROE) dei gruppi significativi è sceso a -9,9 per cento (3,5 per cento nel 2015). Il risultato è in parte riconducibile alle rettifiche straordinarie su crediti di UniCredit. Il margine di intermediazione è diminuito del 7,2 per cento, principalmente a seguito della riduzione del margine di interesse (-7,1 per cento) e, tra gli altri ricavi, degli utili derivanti dalla cessione di attività finanziarie disponibili per la vendita. I costi operativi sono aumentati del 3,7 per cento; sono rimasti pressoché stabili se valutati al netto dei contributi straordinari versati dalle banche al Fondo nazionale di risoluzione e dei maggiori oneri connessi con i piani di incentivazione all'esodo di parte del personale.

Per effetto del calo della redditività il livello di patrimonializzazione ha subito una riduzione nell'ultimo trimestre del 2016 che dovrebbe tuttavia rientrare nel trimestre in corso. Alla fine di dicembre il capitale di migliore qualità (*common equity tier 1*, CET1) dei gruppi significativi si è attestato, in media, al 10,4 per cento delle attività ponderate per il rischio, in riduzione di 1,5 punti percentuali rispetto a settembre. Tenendo conto dell'operazione di aumento di capitale di UniCredit – finalizzata nei primi mesi di quest'anno – il rapporto medio tra CET1 e le attività ponderate per i rischi (*CET1 ratio*) si collocherebbe tuttavia all'11,6 per cento, in linea con il dato di settembre.

Figura 35



Fonte: Centrale dei rischi.

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

2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

Nei primi mesi dell'anno il rialzo generalizzato degli spread sovrani ha interessato anche i titoli di Stato italiani. I corsi azionari delle banche hanno beneficiato dell'esito molto positivo di alcune operazioni di ricapitalizzazione.

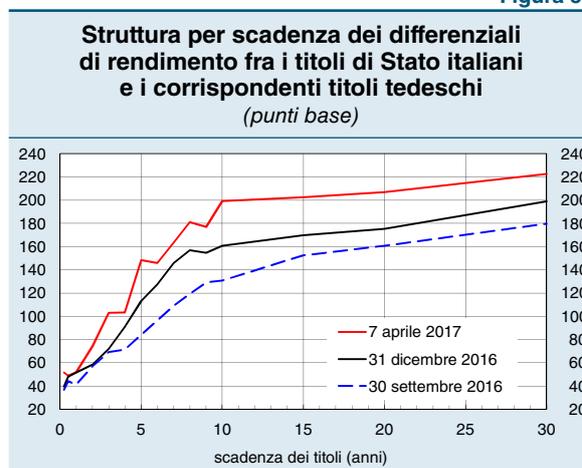
I tassi di interesse e i premi per il rischio sovrano sono saliti

Dall'inizio del 2017 i rendimenti dei titoli di Stato italiani hanno registrato aumenti sulle scadenze superiori a un anno (di circa 35 punti base in media), dovuti sia all'incremento dei corrispondenti rendimenti delle obbligazioni tedesche (cfr. il par. 1.3) sia all'ulteriore ampliamento dei premi per il rischio sovrano. Sulla scadenza decennale il differenziale di rendimento fra il titolo italiano e quello tedesco è cresciuto di 39 punti base, portandosi a 199 punti (fig. 36). A tale incremento ha tuttavia contribuito, per 17 punti base, il fattore tecnico connesso con il cambio del benchmark utilizzato dagli operatori di mercato a partire da fine marzo per il calcolo del rendimento decennale. Gli spread sulle obbligazioni delle società non finanziarie italiane sono rimasti pressoché invariati dall'inizio dell'anno.

I corsi azionari sono aumentati...

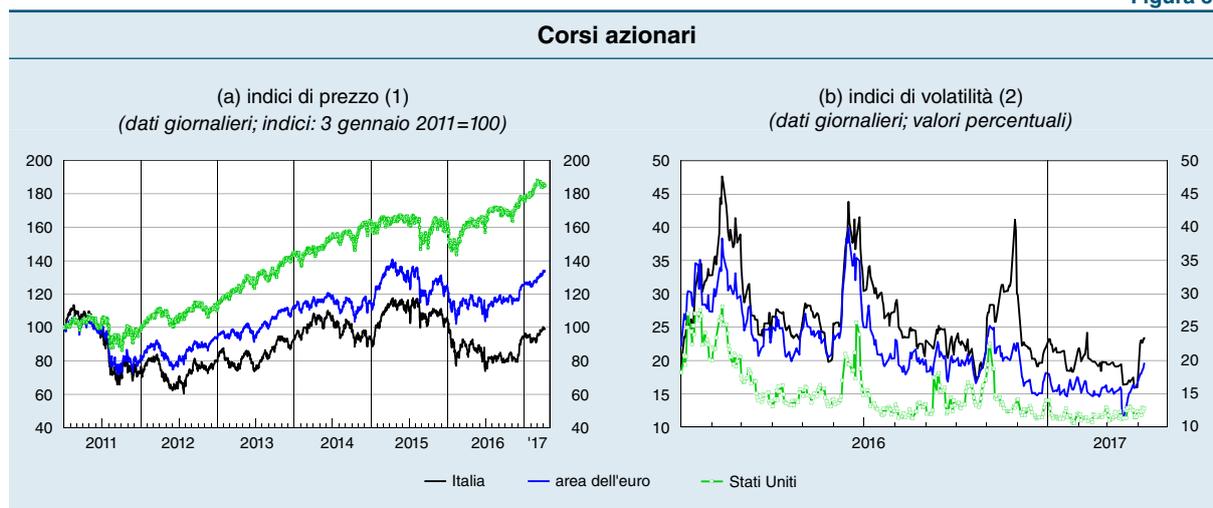
Dalla fine di dicembre l'indice generale della borsa italiana è salito del 6 per cento, a fronte di una variazione del 7 dell'indice delle principali società dell'area dell'euro (fig. 37). L'aumento delle quotazioni registrato nel primo trimestre è riconducibile al miglioramento delle aspettative sugli utili societari e in parte alla riduzione del premio per il rischio richiesto dagli investitori; è stato invece frenato dai rialzi del tasso di interesse a lungo termine. La volatilità attesa desunta dai prezzi delle

Figura 36



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Figura 37



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

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

opzioni sull'indice di borsa continua a collocarsi su valori prossimi a quelli medi di lungo periodo; non ha quindi risentito significativamente dell'acuirsi dell'incertezza politica nell'area dell'euro (cfr. il riquadro: *L'evoluzione dell'incertezza sulle politiche economiche e nei mercati finanziari dei paesi avanzati* del capitolo 1).

...anche nel settore bancario

Rispetto alla fine dello scorso anno i corsi azionari delle banche sono aumentati (del 5 per cento), pur con ampie oscillazioni; se da un lato hanno risentito negativamente dell'acuirsi dell'incertezza nell'area dell'euro, a partire dalla fine di febbraio hanno più che recuperato i precedenti cali, beneficiando anche dell'esito molto positivo di alcune operazioni di ricapitalizzazione. I premi sui credit default swap (CDS) sono in media scesi di 11 punti base. Il 13 gennaio 2017 l'agenzia di rating DBRS aveva rivisto al ribasso il proprio giudizio sul merito di credito dell'Italia, a BBB (*high*), attribuendo tale decisione alla bassa crescita economica, alle tensioni sulle banche e al rischio che l'incertezza politica possa compromettere le riforme strutturali. Il declassamento ha comportato un aumento degli scarti di garanzia (*haircuts*) praticati sui titoli di Stato italiani utilizzati nelle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema. Tale decisione ha avuto un effetto limitato sulla capacità delle banche italiane di rifinanziarsi, determinando una lieve variazione della composizione delle attività utilizzate a garanzia.

Migliorano le emissioni obbligazionarie nette delle imprese

Nel quarto trimestre del 2016 le emissioni nette di obbligazioni da parte delle società non finanziarie sono state pressoché nulle in Italia (-1,7 miliardi nel trimestre corrispondente del 2015), mentre nell'area dell'euro si sono portate a circa 27 miliardi (contro 16,5 di un anno prima; tav. 7). Sono invece proseguiti i rimborsi netti di obbligazioni da parte delle banche in Italia e nell'area dell'euro (per 16 e 48 miliardi, rispettivamente). Nel primo trimestre del 2017, sulla base di dati preliminari di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, i collocamenti effettuati dalle banche italiane sarebbero diminuiti (a 9 miliardi, da 10 nel trimestre precedente).

Nell'ultimo trimestre dell'anno la raccolta netta dei fondi comuni italiani è diminuita

Secondo dati di fonte Assogestioni, nel quarto trimestre del 2016 in Italia i fondi comuni aperti di diritto italiano ed estero hanno registrato un afflusso netto di risparmio più contenuto rispetto al trimestre precedente (7 miliardi, da 16). Le preferenze dei risparmiatori si sono in larga misura indirizzate verso i comparti obbligazionario, flessibile e bilanciato, mentre nei comparti azionario, monetario e speculativo si sono osservati lievi deflussi netti.

Tavola 7

Emissioni nette di obbligazioni (1) (miliardi di euro)				
PERIODO	Banche	Altre società finanziarie	Società non finanziarie	Totale
Italia				
2015	-105,7	-16,4	-3,8	-125,9
2016	-66,9	0,8	-2,4	-68,5
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	-1,7	-17,3
2016 – 1° trim.	-34,2	-5,1	-8,6	-47,9
2° trim.	-4,1	1,0	3,9	0,8
3° trim.	-12,3	2,5	2,5	-7,3
4° trim.	-16,3	2,5	-0,2	-14,0
Area dell'euro				
2015	-287,7	177,9	46,7	-63,1
2016	-146,2	-73,9	78,1	-142,0
2015 – 1° trim.	-70,6	62,4	17,5	9,3
2° trim.	-70,4	11,4	-1,0	-60,0
3° trim.	-62,7	32,9	13,7	-16,1
4° trim.	-84,0	71,2	16,5	3,6
2016 – 1° trim.	-38,7	-126,8	-0,7	-166,2
2° trim.	-5,1	-33,5	28,4	-10,2
3° trim.	-54,2	51,9	23,3	21,0
4° trim.	-48,3	34,6	27,2	13,4

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.

2.9 LA FINANZA PUBBLICA

Rispetto all'anno precedente nel 2016 il rapporto tra l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche e il PIL è diminuito al 2,4 per cento (dal 2,7 registrato nel 2015), un valore in linea con le stime del Governo dello scorso autunno. Il rapporto tra debito e prodotto è aumentato di circa mezzo punto percentuale, portandosi al 132,6 per cento. Con il *Documento di economia e finanza 2017* (DEF), approvato l'11 aprile, il Governo ha rivisto l'obiettivo per l'indebitamento netto dell'anno in corso dal 2,3 al 2,1 per cento del PIL; tale risultato verrebbe conseguito grazie alle misure correttive aggiuntive definite alla luce dell'interazione con le autorità europee. Per gli anni successivi il Governo ha

Tavola 8

Principali aggregati dei conti delle Amministrazioni pubbliche (1)				
(miliardi di euro e percentuali del PIL)				
VOCI	2013	2014	2015	2016
Indebitamento netto	46,9	49,0	44,2	40,8
in % del PIL	2,9	3,0	2,7	2,4
Avanzo primario	30,7	25,4	23,9	25,5
in % del PIL	1,9	1,6	1,5	1,5
Spesa per interessi	77,6	74,4	68,1	66,3
in % del PIL	4,8	4,6	4,1	4,0
Fabbisogno	77,0	66,6	50,3	42,1
in % del PIL	4,8	4,1	3,1	2,5
Fabbisogno netto (2)	78,9	69,9	56,9	43,0
in % del PIL	4,9	4,3	3,5	2,6
Debito	2.070,2	2.137,2	2.172,9	2.217,9
in % del PIL	129,0	131,8	132,1	132,6

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

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

confermato il percorso di riduzione del disavanzo fino al raggiungimento del pareggio di bilancio. Nel 2017 il rapporto tra debito e prodotto rimarrebbe sostanzialmente stabile al livello dello scorso anno; nel triennio successivo diminuirebbe di circa sette punti percentuali. Nelle prossime settimane la Commissione europea valuterà la posizione di bilancio dell'Italia.

Nel 2016 il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche è diminuito Nel 2016 l'indebitamento netto è diminuito dal 2,7 per cento del prodotto registrato nell'anno precedente al 2,4 (tav. 8), risultando in linea con le stime indicate dal Governo lo scorso autunno (tav. 9). Al miglioramento hanno contribuito sia la riduzione della spesa per interessi (-1,8 miliardi) sia l'aumento dell'avanzo primario (1,6 miliardi). Secondo le stime della Commissione europea l'avanzo primario dell'Italia, pari all'1,5 per cento del PIL, si conferma superiore a quello

Tavola 9

Obiettivi e stime dei conti pubblici del 2016

(percentuali del PIL)

VOCI	Amministrazioni pubbliche			Per memoria: crescita del PIL reale (%)
	indebitamento netto	avanzo primario	debito	
Obiettivi				
Aprile 2015 (1)	1,8	2,4	130,9	1,4
Settembre 2015 (2)	2,2	2,0	131,4	1,6
Aprile 2016 (3)	2,3	1,7	132,4	1,2
Settembre 2016 (4)	2,4	1,5	132,8	0,8
Stime tendenziali				
Aprile 2016 (3)	2,3	1,7	132,4	1,2
Settembre 2016 (4)	2,4	1,5	132,8	0,8
Consuntivo (5)	2,4	1,5	132,6	0,9

(1) Documento di economia e finanza 2015. – (2) Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2015. – (3) Documento di economia e finanza 2016. – (4) Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2016. – (5) Per indebitamento netto, avanzo primario e crescita del PIL, elaborazioni su dati Istat.

medio degli altri paesi dell'area dell'euro per oltre un punto percentuale del prodotto.

Le spese complessive sono rimaste pressoché stabili

Lo scorso anno le uscite complessive delle Amministrazioni pubbliche sono rimaste sostanzialmente stabili rispetto al 2015 (-0,1 per cento; tav. 10). Il calo delle uscite in conto capitale (-16,0 per cento) e della spesa per interessi sul debito (-2,6 per cento) è stato sostanzialmente compensato dall'aumento della spesa primaria corrente (1,7 per cento). Tra le uscite in conto capitale, gli investimenti fissi lordi sono diminuiti per il settimo anno consecutivo (-4,5 per cento), a fronte di una crescita di circa l'1 per cento attesa dal Governo; si sono inoltre più che dimezzate le altre uscite in conto capitale, che nel 2015 erano sensibilmente cresciute a causa degli arretrati pagati ai pensionati per effetto della sentenza 70/2015 della Corte costituzionale e delle risorse erogate dal Fondo di risoluzione nazionale alle quattro banche sottoposte a risoluzione. Nell'ambito delle spese primarie correnti, i redditi da lavoro dipendente sono aumentati dell'1,3 per cento, riflettendo in parte discontinuità statistiche. Le prestazioni sociali in denaro sono cresciute dell'1,4 per cento, trainate soprattutto da quelle di tipo assistenziale.

La pressione fiscale si è ridotta

Nel 2016 le entrate delle Amministrazioni pubbliche sono aumentate dello 0,3 per cento rispetto al 2015. Quelle correnti hanno registrato una crescita dello 0,2 per cento: l'incremento dei contributi sociali (1,1 per cento) e delle imposte dirette (2,3 per cento, in parte riconducibile a discontinuità statistiche) è stato quasi interamente compensato dalla riduzione delle imposte indirette (-3,1 per cento), dovuta principalmente al calo di gettito dell'IRAP (per effetto della nuova disciplina sulla deducibilità del costo del lavoro dalla base imponibile) e della Tasi (sostanzialmente abolita per le abitazioni di residenza). La pressione fiscale è diminuita di circa mezzo punto percentuale rispetto al 2015, al 42,9 per cento. Al netto della variazione del gettito delle imposte in conto capitale, più che quadruplicato per effetto della cosiddetta collaborazione volontaria (*voluntary disclosure*), la riduzione sarebbe stata pari a 0,7 punti percentuali.

Tavola 10

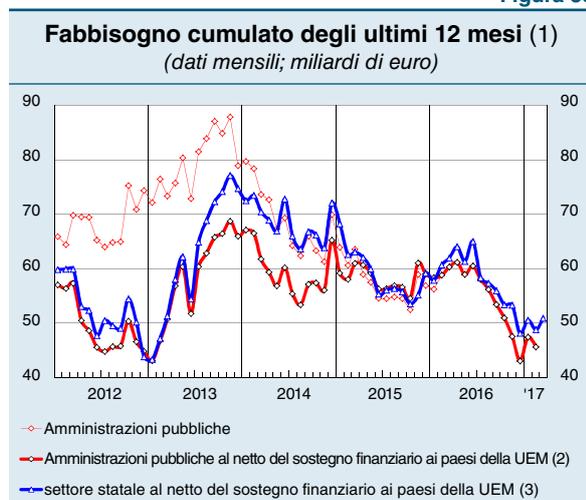
Spese ed entrate delle Amministrazioni pubbliche (1)
(miliardi di euro e variazioni percentuali)

VOCI	2015	2016	Variazioni percentuali	
			2015	2016
SPESE				
Spesa per consumi finali	311,6	316,0	-0,5	1,4
<i>di cui:</i>				
redditi da lavoro	162,0	164,1	-0,9	1,3
consumi intermedi	90,1	91,1	1,4	1,1
prestazioni sociali in natura	43,8	44,5	-1,0	1,7
Prestazioni sociali in denaro	332,8	337,5	1,8	1,4
Interessi passivi	68,1	66,3	-8,5	-2,6
Altre spese	65,2	68,5	-3,6	5,2
Spese correnti	761,9	772,0	-0,5	1,3
in % del PIL	46,3	46,2		
Spese correnti al netto degli interessi	693,8	705,7	0,4	1,7
in % del PIL	42,2	42,2		
Investimenti (2)	36,7	35,0	-0,3	-4,5
Contributi agli investimenti	15,8	15,9	20,6	0,7
Altre spese in conto capitale	15,8	6,4	54,6	-59,4
Spese in c/capitale	68,2	57,3	13,6	-16,0
Totale spese al netto degli interessi	762,1	763,0	1,5	0,1
in % del PIL	46,3	45,6		
TOTALE SPESE	830,1	829,3	0,6	-0,1
in % del PIL	50,5	49,6		
ENTRATE				
Imposte dirette	243,0	248,5	2,2	2,3
Imposte indirette	249,9	242,2	0,4	-3,1
Contributi sociali	219,1	221,4	2,2	1,1
Produzione vendibile e per uso proprio	38,4	38,0	3,1	-0,9
Altre entrate correnti	30,2	31,8	-4,3	5,1
Entrate correnti	780,5	781,9	1,4	0,2
in % del PIL	47,4	46,7		
Entrate in c/capitale	5,4	6,6	-18,2	21,9
<i>di cui:</i>				
imposte	1,2	5,2	-23,1	327,2
TOTALE ENTRATE	785,9	788,5	1,2	0,3
in % del PIL	47,8	47,1		
<i>di cui:</i>				
pressione fiscale	43,3	42,9		
INDEBITAMENTO NETTO	44,2	40,8		
in % del PIL	2,7	2,4		
Saldo primario	23,9	25,5		
in % del PIL	1,5	1,5		
<i>Per memoria:</i>				
PIL	1.645,4	1.672,4		1,6

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Alcune voci delle entrate e delle spese presentano discontinuità tra il 2015 e il 2016 dovute principalmente all'inclusione della RAI nel perimetro delle Amministrazioni pubbliche; gli effetti sui saldi sono invece trascurabili. - (2) In questa voce sono contabilizzati con segno negativo i proventi relativi alle vendite di immobili.

Figura 38



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

Il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche è diminuito

Il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni mobiliari si è attestato a 43,0 miliardi, in diminuzione di 13,9 miliardi rispetto al 2015 (fig. 38). La riduzione, oltre al calo dell'indebitamento netto, riflette le differenze cassa-competenza legate principalmente ai rapporti finanziari con l'Unione europea.

Il rapporto tra il debito e il PIL è aumentato di circa mezzo punto percentuale

Il debito delle Amministrazioni pubbliche è cresciuto di 45,1 miliardi nel 2016 (tav. 11 e fig. 39) riflettendo, oltre al fabbisogno, l'aumento delle disponibilità liquide del Tesoro (per 7,4 miliardi, a 43,1); l'effetto complessivo degli scarti e dei premi, nonché della variazione del tasso di cambio, ha contenuto il debito per 4,4 miliardi. Il rapporto tra debito e prodotto è aumentato dal 132,1 al 132,6 per cento; al netto dell'incremento delle disponibilità liquide del Tesoro sarebbe rimasto sostanzialmente costante.

Nel primo trimestre il fabbisogno del settore statale è stato superiore rispetto all'anno precedente

Nel primo trimestre del 2017 il fabbisogno del settore statale è stato pari a 29 miliardi, in aumento di 2,6 rispetto al corrispondente periodo del 2016. Il peggioramento è in parte connesso con lo slittamento all'anno in corso di alcuni pagamenti relativi al 2016.

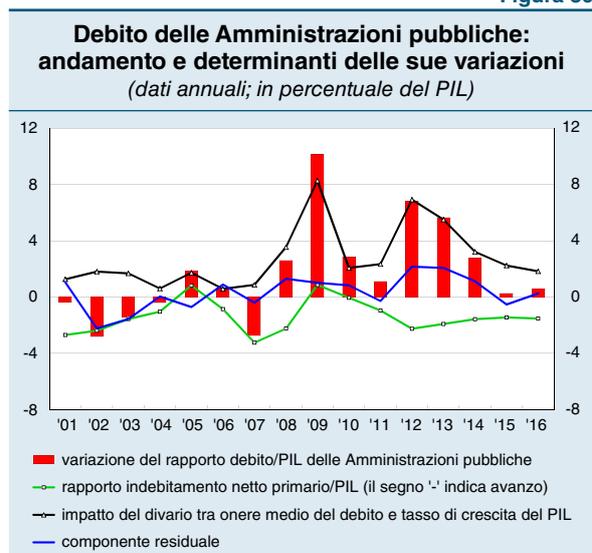
Tavola 11

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

VOCI	2013	2014	2015	2016
Variazione del debito = (a)+(b)+(c)+(d)	80,1	67,1	35,6	45,1
(a) Fabbisogno complessivo	77,0	66,6	50,3	42,1
di cui:				
sostegno ai paesi UEM	13,0	4,7	-2,1	0,0
(b) Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro	3,2	8,8	-10,7	7,4
(c) Scarti e premi di emissione/rimborso (1)	-0,1	-8,8	-4,4	-4,5
(d) Controvalore in euro di passività in valuta	-0,1	0,5	0,4	0,0

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

Figura 39



**Il Governo
ha approvato
il Documento
di economia
e finanza 2017**

Lo scorso 11 aprile il Governo ha approvato il DEF. L'obiettivo per l'indebitamento netto per l'anno in corso è stato rivisto dal 2,3 al 2,1 per cento del PIL. Tale risultato verrebbe conseguito grazie alle misure correttive aggiuntive definite alla luce dell'interazione con le autorità europee. Per gli anni successivi il Governo ha confermato il percorso di riduzione del disavanzo fino al raggiungimento del pareggio di bilancio. Nel 2017 il rapporto tra debito e prodotto rimarrebbe sostanzialmente stabile al livello dello scorso anno; nel triennio successivo diminuirebbe di circa sette punti percentuali. Nelle prossime settimane la Commissione europea valuterà la posizione di bilancio dell'Italia sulla base dei dati di consuntivo relativi al 2016, delle misure aggiuntive per l'anno in corso e delle sue previsioni economiche di primavera.

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	49
A2	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia	50
A3	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	51
A4	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	52
A5	Indici armonizzati dei prezzi al consumo: Italia e altri maggiori paesi dell'area dell'euro	53
A6	Produzione industriale e indicatori congiunturali: Italia	54
A7	Forze di lavoro, occupazione e disoccupazione: Italia	55
A8	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	56
A9	Prestiti bancari in Italia per area geografica e settore di attività economica	57
A10	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche: Italia	58
A11	Debito delle Amministrazioni pubbliche: Italia	59

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	4,1	1,5	0,8	0,6	4,4
2015	2,0	6,5	3,3	1,4	5,0	3,2	1,8	1,3	6,5
2016	1,8	4,0	2,4	2,4	5,1	3,7	2,0	1,9	2,9
2014 – 1° trim.	0,4	1,1	0,6	0,4	1,0	0,7	..	-0,1	0,9
2° trim.	0,2	1,3	0,5	-1,6	0,3	-0,6	0,3	0,1	1,1
3° trim.	0,4	1,6	0,7	0,2	1,2	0,7	0,4	0,4	1,7
4° trim.	0,4	1,3	0,7	..	0,6	0,3	0,5	0,2	1,5
2015 – 1° trim.	0,8	2,4	1,3	1,3	2,5	1,9	0,5	0,3	2,7
2° trim.	0,4	0,9	0,5	-0,6	0,4	-0,1	0,5	0,3	1,2
3° trim.	0,3	1,2	0,6	0,9	1,4	1,1	0,4	0,5	0,2
4° trim.	0,4	1,4	0,7	0,8	0,6	0,7	0,4	0,5	0,7
2016 – 1° trim.	0,6	-0,1	0,4	0,9	0,6	0,8	0,7	0,7	0,3
2° trim.	0,3	1,5	0,7	-0,6	2,9	1,1	0,4	0,3	1,3
3° trim.	0,4	0,1	0,3	1,5	-1,8	-0,2	0,3	0,1	0,4
4° trim.	0,5	3,9	1,5	0,1	6,5	3,3	0,5	0,5	1,8
Prezzi impliciti									
2013	1,2	-1,3	....	....	....	0,4	1,1	1,2	-0,5
2014	0,9	-1,5	....	....	....	0,6	0,5	0,9	-0,7
2015	1,1	-1,9	....	....	....	0,7	0,1	0,5	0,1
2016	0,9	-2,5	....	....	....	0,8	0,3	0,8	-1,4
2014 – 1° trim.	0,3	-0,3	....	....	....	-0,1	0,2	0,5	-0,4
2° trim.	0,1	-0,5	....	....	....	0,1	0,1	0,1	-0,2
3° trim.	0,2	0,1	....	....	....	0,4	..	0,4	0,2
4° trim.	0,3	-1,0	....	....	....	0,3	..	0,1	-0,1
2015 – 1° trim.	0,3	-0,9	....	....	....	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1
2° trim.	0,3	1,1	....	....	....	0,4	0,5	0,2	0,8
3° trim.	0,2	-1,4	....	....	....	0,2	-0,1	0,2	-0,6
4° trim.	0,4	-1,2	....	....	....	0,4	0,1	0,2	-0,5
2016 – 1° trim.	0,1	-1,8	....	....	....	-0,3	-0,2	0,1	-1,3
2° trim.	0,1	0,3	....	....	....	0,3	0,2	0,1	..
3° trim.	0,2	0,6	....	....	....	0,4	0,2	0,3	0,4
4° trim.	0,4	1,1	....	....	....	0,8	0,6	0,2	1,0

Fonte: Eurostat.

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

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 varie 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	3,2	0,8	-6,6	2,4	-2,3	0,3	-0,7	2,7
2015	0,8	6,8	2,0	-0,4	3,5	1,6	1,6	-0,7	4,4
2016	0,9	2,9	1,3	1,1	4,7	2,9	1,4	0,6	2,4
2014 – 1° trim.	0,1	0,5	0,2	-1,2	0,3	-0,5	..	-0,2	0,4
2° trim.	..	1,3	0,2	-2,3	1,1	-0,6	0,1	-0,7	1,0
3° trim.	0,1	1,3	0,4	-1,4	0,5	-0,4	0,1	0,5	0,8
4° trim.	..	0,3	..	0,1	1,4	0,7	0,4	0,1	1,6
2015 – 1° trim.	0,3	4,0	1,1	0,1	0,9	0,6	0,3	-0,7	1,4
2° trim.	0,4	1,3	0,6	0,1	0,8	0,4	0,7	-0,2	1,3
3° trim.	0,1	..	0,1	0,1	0,7	0,4	0,6	0,1	-1,2
4° trim.	0,2	1,6	0,5	0,9	0,1	0,5	0,3	-0,1	1,7
2016 – 1° trim.	0,4	-1,1	0,1	0,2	1,8	1,0	0,2	0,9	-0,7
2° trim.	0,1	2,2	0,5	..	0,7	0,4	0,5	-0,3	2,2
3° trim.	0,3	1,0	0,4	0,7	2,2	1,5	0,2	-0,2	0,3
4° trim.	0,2	2,2	0,6	0,5	2,0	1,3	0,1	0,6	1,9
Prezzi impliciti									
2013	1,2	-1,8	0,6	0,1	..	0,1	1,2	0,3	-0,3
2014	1,0	-2,7	0,2	0,1	0,7	0,4	0,3	..	-0,1
2015	0,7	-2,7	-0,1	-0,1	0,6	0,2	..	0,2	-0,4
2016	0,8	-3,4	-0,1	..	-0,2	-0,1	..	0,7	-0,9
2014 – 1° trim.	0,7	-0,7	0,4	-0,3	1,2	0,5	0,2	..	0,2
2° trim.	-0,3	-0,5	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	..	-0,3	-0,2
3° trim.	..	-0,3	..	0,4	0,8	0,6	-0,1	0,1	0,4
4° trim.	0,7	-1,2	0,3	0,1	0,6	0,4	..	0,5	-0,3
2015 – 1° trim.	..	-1,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3
2° trim.	..	1,1	0,3	-0,3	0,3	..	0,3	..	0,4
3° trim.	0,3	-1,9	-0,2	0,4	-0,1	0,1	-0,1	0,2	-0,4
4° trim.	0,3	-1,3	-0,1	-0,1	-0,4	-0,3	0,1	-0,1	-0,4
2016 – 1° trim.	0,5	-2,4	-0,1	-0,3	-0,4	-0,3	-0,2	0,6	-1,0
2° trim.	-0,4	0,1	-0,3	0,1	-1,0	-0,5	-0,1	-0,2	0,1
3° trim.	0,1	0,6	0,2	-0,1	1,7	0,8	0,1	0,3	0,5
4° trim.	0,4	0,9	0,5	0,4	1,9	1,2	0,4	0,3	0,6

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

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	1,0	0,9	-0,3	-1,2	0,1
2015	0,9	1,9	2,4	0,5	-1,0
2016	-0,8	-0,8	1,3	2,1	0,0
2014 – 1° trim.	1,4	1,7	1,0	-0,8	-0,3
2° trim.	0,7	1,5	0,2	-1,3	-0,8
3° trim.	0,6	0,4	-0,5	-1,0	0,2
4° trim.	0,4	0,2	-0,4	-0,6	0,2
2015 – 1° trim.	1,8	1,6	0,7	-0,9	0,2
2° trim.	1,4	1,4	1,8	0,5	0,0
3° trim.	1,0	2,3	2,6	0,3	-1,3
4° trim.	0,8	1,7	2,2	0,5	-0,8
2016 – 1° trim.	-1,5	-0,6	2,4	3,0	-0,9
2° trim.	-1,1	-1,7	0,7	2,5	0,6
3° trim.	-1,2	-0,5	1,5	1,9	-0,7
4° trim.	-0,6	0,3	2,5	2,2	-0,9
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	0,5	0,8	0,4	-0,5
2015	-0,1	-0,8	0,3	1,1	0,7
2016	0,2	-1,4	0,6	2,0	1,6
2014 – 1° trim.	0,6	1,1	0,9	-0,3	-0,5
2° trim.	0,1	0,6	0,9	0,3	-0,5
3° trim.	-0,2	0,3	0,9	0,6	-0,4
4° trim.	-0,8	-0,4	0,8	1,2	-0,4
2015 – 1° trim.	-0,2	-0,3	0,3	0,6	0,1
2° trim.	0,1	-0,3	0,4	0,7	0,4
3° trim.	-0,1	-1,3	0,0	1,3	1,2
4° trim.	-0,3	-1,0	0,2	1,2	0,7
2016 – 1° trim.	-0,3	-1,8	0,6	2,4	1,6
2° trim.	0,1	-1,8	0,6	2,4	1,9
3° trim.	0,5	-1,0	0,7	1,7	1,5
4° trim.	0,8	-1,2	0,6	1,8	2,0
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	0,3	0,3	0,2	-0,1	0,0
2015	0,1	-0,3	0,7	1,0	0,4
2016	0,0	-1,0	0,7	1,7	1,0
2014 – 1° trim.	0,8	1,1	0,6	-0,5	-0,2
2° trim.	0,3	0,4	0,3	-0,1	-0,2
3° trim.	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0
4° trim.	-0,5	-0,6	0,2	0,8	0,2
2015 – 1° trim.	0,4	-0,1	0,2	0,3	0,5
2° trim.	0,4	-0,2	0,6	0,8	0,6
3° trim.	0,2	-0,4	0,6	1,0	0,6
4° trim.	-0,1	-0,1	0,8	0,9	0,0
2016 – 1° trim.	-0,7	-1,4	0,9	2,4	0,8
2° trim.	-0,2	-1,3	0,6	2,0	1,1
3° trim.	0,2	-0,7	0,8	1,4	0,8
4° trim.	0,5	-0,9	0,8	1,6	1,4

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Sulla base delle ore effettivamente lavorate. Per i valori annuali, dati grezzi; per quelli trimestrali, dati destagionalizzati e corretti per il numero di giorni lavorativi. – (2) Valore aggiunto a prezzi base, valori concatenati. Anno di riferimento 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
2017 – gen.	1,6	0,7	1,9	1,1	1,0	0,5	2,9	1,2	1,8	0,9
feb.	1,4	0,3	2,2	1,1	1,6	0,7	3,0	1,3	2,0	0,9
mar.	(1,4)	....	(1,5)	....	(1,3)	(0,5)	(2,1)	....	(1,5)	(0,7)

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	-59,2	-57,0	-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	-25,3	-15,0	-19,8	9,2	2,1
2012	94,4	93,5	98,0	91,7	95,4	-43,4	-27,4	-36,9	-3,2	3,3
2013	91,5	91,3	93,4	90,5	90,2	-44,5	-18,3	-32,0	4,1	1,5
2014	90,5	90,6	93,3	90,0	85,4	-33,1	-15,2	-19,3	8,9	2,1
2015	92,1	91,5	97,7	89,8	87,5	-21,7	-13,1	-12,7	12,5	3,1
2016	93,2	91,0	100,4	91,3	87,2	-18,6	-15,7	-13,7	11,0	3,7
2009 – 1° trim.	93,5	97,1	92,1	91,4	97,4	-63,7	-63,3	-61,7	-24,0	6,7
2° trim.	91,4	95,8	86,6	88,1	96,9	-61,0	-66,3	-62,3	-7,3	3,3
3° trim.	92,5	97,8	86,3	89,3	97,7	-54,0	-58,0	-56,3	2,0	1,7
4° trim.	95,0	99,6	90,9	94,4	98,7	-46,7	-49,0	-47,7	5,0	-1,7
2010 – 1° trim.	97,3	99,6	94,5	96,4	101,5	-39,3	-41,7	-38,7	8,3	-3,0
2° trim.	99,2	99,3	98,7	99,4	99,0	-32,7	-29,7	-30,0	12,0	-2,7
3° trim.	100,3	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	-14,3	-17,0	15,7	0,7
2011 – 1° trim.	102,0	98,4	105,0	102,8	100,0	-20,3	-9,7	-14,0	15,0	0,3
2° trim.	102,0	99,7	105,3	102,4	97,8	-20,7	-12,0	-14,7	14,0	0,7
3° trim.	100,7	97,2	105,3	100,8	98,8	-26,7	-16,0	-22,3	7,3	4,0
4° trim.	98,6	96,0	102,2	98,2	95,6	-33,3	-22,3	-28,3	0,3	3,3
2012 – 1° trim.	96,1	93,6	99,8	94,2	97,9	-38,7	-26,0	-32,3	-1,3	3,3
2° trim.	94,9	93,9	97,6	92,9	95,3	-44,7	-27,7	-37,0	-3,0	5,0
3° trim.	94,9	94,3	99,2	91,7	96,8	-45,0	-26,3	-38,0	-4,0	3,7
4° trim.	92,3	91,8	96,7	88,4	91,0	-45,3	-29,7	-40,3	-4,3	1,3
2013 – 1° trim.	91,8	92,1	92,4	89,5	92,7	-46,3	-29,7	-39,3	-1,0	3,0
2° trim.	91,5	90,3	94,6	89,8	90,3	-49,0	-21,7	-39,0	-0,3	2,7
3° trim.	91,5	91,5	93,0	91,5	89,2	-43,3	-11,7	-28,7	7,3	0,7
4° trim.	92,0	91,3	93,4	92,3	88,7	-39,3	-10,3	-21,0	10,3	-0,3
2014 – 1° trim.	91,7	91,4	94,5	92,0	85,0	-36,7	-13,0	-20,0	9,7	-0,7
2° trim.	91,3	91,4	93,3	90,9	87,7	-31,7	-13,7	-17,7	10,7	1,3
3° trim.	90,5	90,7	92,9	90,0	85,7	-33,3	-15,7	-19,7	7,7	4,0
4° trim.	90,9	90,8	94,9	89,3	83,8	-30,7	-18,3	-19,7	7,7	3,7
2015 – 1° trim.	91,5	91,7	95,9	89,7	86,6	-26,7	-16,3	-15,7	10,7	3,3
2° trim.	92,3	91,3	98,3	89,6	88,1	-22,0	-12,7	-12,0	13,0	2,7
3° trim.	92,3	90,8	97,6	89,4	90,2	-20,3	-13,3	-12,3	13,0	3,0
4° trim.	91,9	90,5	97,5	90,0	84,9	-17,7	-10,0	-10,7	13,3	3,3
2016 – 1° trim.	93,2	91,0	102,1	91,1	85,0	-18,7	-16,0	-13,7	10,0	3,7
2° trim.	92,9	90,6	99,4	91,5	84,1	-19,0	-17,3	-14,0	10,3	3,3
3° trim.	94,0	91,6	102,5	92,3	86,6	-20,3	-15,7	-15,3	10,7	3,0
4° trim.	94,9	91,4	101,8	92,9	92,7	-16,3	-13,7	-11,7	13,0	4,7
2017 – 1° trim.	....	....	....	....	....	-13,3	-8,3	-7,0	15,3	3,7

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					
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
2016	884	4.541	1.404	15.929	16.707	6.051	22.758	3.012	25.770	11,7	64,9
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
4° trim.	935	4.535	1.371	15.970	16.770	6.041	22.811	3.161	25.972	12,2	65,5

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
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	15.451	36.099	443	-3.035	-18.056	181	-3.142	3.322
2014	30.502	47.407	-1.017	-46	-15.841	3.386	-942	4.328
2015	23.734	50.728	-2.750	-9.217	-15.028	2.629	-1.183	3.812
2016	43.085	60.662	-3.589	2.772	-16.761	-2.117	-1.776	-341
2016 – 1° trim.	2.785	11.534	-2.884	131	-5.996	-289	-73	-216
2° trim.	11.444	16.636	192	-3.395	-1.988	-279	-103	-176
3° trim.	15.629	16.204	1.537	2.177	-4.289	-608	-766	157
4° trim.	13.226	16.289	-2.433	3.858	-4.488	-941	-834	-106
2016 – gen.	-1.644	760	-765	-123	-1.516	-10	39	-49
feb.	1.632	4.682	-1.040	-52	-1.957	-26	39	-65
mar.	2.796	6.093	-1.080	306	-2.523	-252	-151	-102
apr.	4.237	5.408	-713	300	-758	-120	-64	-56
mag.	3.203	5.794	330	-2.579	-341	-116	-56	-60
giu.	4.005	5.434	575	-1.116	-889	-42	17	-59
lug.	8.681	8.422	964	747	-1.453	-171	-241	70
ago.	3.215	3.375	514	714	-1.389	-154	-217	63
set.	3.733	4.406	59	716	-1.448	-284	-308	24
ott.	4.806	4.986	-550	1.594	-1.224	-224	-213	-11
nov.	3.541	4.905	-1.090	953	-1.227	-222	-203	-20
dic.	4.879	6.398	-794	1.312	-2.037	-494	-419	-75
2017 – gen.	(-1.913)	(273)	(-1.141)	(442)	(-1.487)	(-193)	(-141)	(-52)

(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 – giu.	3,5	-1,6	-1,4	-1,2	-2,6	-1,4	0,5	-1,4	-0,3
set.	2,7	-1,2	-0,8	-0,5	-2,6	-1,5	0,9	-2,6	0,1
dic.	0,5	-2,8	-0,7	-0,3	-2,7	-1,6	1,2	-1,9	-0,3
2016 – mar.	0,6	-0,1	-0,4	0,1	-2,8	-1,4	1,5	-2,7	0,2
giu.	-3,8	0,2	0,0	0,5	-2,5	-1,4	2,0	-4,4	-0,1
set.	-2,9	3,3	-0,1	0,5	-2,6	-1,5	2,2	-3,0	0,3
dic.	-3,8	2,2	0,1	0,7	-2,6	-1,3	2,4	-4,0	0,2
2017 – gen.	-3,3	-1,7	0,8	1,3	-1,3	-0,4	2,6	-1,8	0,4
feb.	-3,4	-1,3	-0,1	0,3	-2,0	-0,9	2,7	-3,7	0,0
Sud e Isole									
2014 – dic.	-4,0	-3,1	-1,6	-1,5	-1,8	-1,0	-0,6	-1,7	-1,4
2015 – giu.	-4,1	-4,6	-0,4	0,0	-1,7	-0,8	-0,1	-0,7	-0,6
set.	-8,4	-2,2	-0,3	0,1	-1,4	-0,8	0,4	-2,7	-0,7
dic.	-4,4	-2,2	0,2	0,6	-0,8	-0,3	1,2	-3,1	0,2
2016 – mar.	-5,6	-0,1	0,2	0,4	-0,3	0,4	1,8	-3,7	0,4
giu.	-5,7	2,9	0,7	0,9	0,2	0,8	2,2	-3,2	0,8
set.	-1,8	2,8	0,6	0,8	0,0	0,6	2,5	-2,9	1,2
dic.	-3,2	3,1	0,5	0,7	-0,3	0,0	2,7	-3,4	1,2
2017 – gen.	-4,3	3,4	0,8	1,0	0,4	0,5	2,8	-3,4	1,3
feb.	-3,2	3,2	0,8	1,1	0,0	0,3	2,9	-2,3	1,4
Italia									
2014 – dic.	3,4	-0,5	-2,0	-1,9	-2,3	-1,4	-0,2	-1,6	-0,7
2015 – giu.	2,8	-1,6	-1,3	-1,0	-2,4	-1,3	0,4	-1,4	-0,3
set.	1,7	-1,2	-0,8	-0,4	-2,3	-1,3	0,8	-2,6	-0,1
dic.	0,0	-2,8	-0,6	-0,2	-2,3	-1,3	1,2	-2,1	-0,2
2016 – mar.	0,1	-0,1	-0,3	0,2	-2,2	-0,9	1,6	-2,8	0,3
giu.	-4,0	0,3	0,1	0,6	-1,9	-0,9	2,0	-4,2	0,0
set.	-2,8	3,3	0,0	0,5	-2,1	-1,0	2,3	-3,0	0,5
dic.	-3,7	2,2	0,2	0,7	-2,1	-1,0	2,5	-3,9	0,4
2017 – gen.	-3,4	-1,5	0,8	1,2	-0,9	-0,2	2,6	-2,0	0,5
feb.	-3,4	-1,2	0,1	0,4	-1,6	-0,6	2,7	-3,5	0,2

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 differiscono lievemente da quelli pubblicati nello scorso Bollettino per il recepimento di alcune revisioni nelle segnalazioni effettuate dalle banche. – (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)
2011	-3,6	-3,1	1,3	42,9	0,2	3,9	44,7	19,0	0,0	63,7	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	82,1	-4,3	-1,2	75,3	-8,8	-28,0	66,6	4,7
2015	5,1	-1,5	-9,5	43,5	1,7	-1,1	39,6	10,7	8,0	50,3	-2,1
2016	-4,9	0,1	-8,0	62,7	1,1	-1,4	49,5	-7,4	-3,0	42,1	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	11,0	-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	-43,4	-3,8	1,9	-45,7	38,7	21,0	-6,9	0,0
2016 – gen.	1,6	0,6	4,5	17,1	-0,2	-0,6	22,4	-27,8	-22,1	-5,4	0,0
feb.	-2,6	-1,0	-1,1	25,0	0,9	-0,3	21,9	-11,2	-0,5	10,8	0,0
mar.	-0,7	0,2	0,2	16,3	1,3	0,4	17,5	4,7	-2,1	22,2	0,0
apr.	-2,0	-0,3	0,2	4,9	-0,1	-0,5	2,5	5,2	3,3	7,7	0,0
mag.	0,0	0,1	-0,1	9,5	0,8	-0,1	10,0	-8,0	4,8	2,1	0,0
giu.	-2,4	0,4	-0,8	14,3	-2,9	-0,4	7,8	-19,8	-9,5	-12,0	0,0
lug.	0,7	-0,6	-0,6	3,3	1,0	0,5	4,9	-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	-10,1	25,3	13,9	15,2	0,0
ott.	1,1	0,0	-1,4	12,6	-1,4	0,5	11,3	-8,4	-3,5	2,9	0,0
nov.	-2,0	-0,2	-0,6	7,9	1,2	0,3	6,7	1,6	2,5	8,3	0,0
dic.	3,1	0,9	-7,2	-10,6	0,7	-0,3	-14,4	3,0	0,1	-11,4	0,0
2017 – gen.	2,3	-1,4	7,3	24,1	-1,4	0,9	33,3	-34,3	-2,9	-1,0	0,0
feb.	-1,9	0,5	0,2	-10,9	1,1	-0,2	-11,7	20,7	-0,1	9,0	0,0

(1) Per maggiori informazioni cfr. la sezione Appendice metodologica in *Indicatori monetari e finanziari. Finanza pubblica, fabbisogno e debito*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, per i dati fino a dicembre del 2016, e, per i mesi successivi, in *Statistiche. Finanza pubblica: fabbisogno e debito*. – (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	<i>di cui:</i> impieghi della liquidità	residenti al netto delle operazioni di liquidità	sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)
2011	153,3	22,1	131,2	1.473,0	133,0	17,5	3,1	1.907,9	24,3	0,0	35,4	13,1
2012	160,3	20,8	151,6	1.502,6	134,3	41,3	26,9	1.990,0	34,4	0,0	27,2	42,7
2013	158,5	18,6	140,6	1.593,9	131,0	46,2	34,1	2.070,2	37,6	10,0	24,7	55,6
2014	173,2	17,5	124,5	1.667,7	126,8	45,0	36,0	2.137,2	46,4	38,0	25,7	60,3
2016	178,3	16,0	115,0	1.707,2	128,5	43,9	33,9	2.172,9	35,7	30,0	26,9	58,2
2015	173,4	16,2	107,0	1.765,3	129,7	42,5	33,9	2.217,9	43,1	33,0	29,9	58,2
2015 – gen.	174,5	17,2	131,9	1.691,7	125,6	44,5	36,0	2.168,2	82,8	56,1	21,0	60,3
feb.	171,2	16,4	131,7	1.696,5	130,0	42,1	33,9	2.171,5	79,1	67,0	20,2	58,2
mar.	171,6	16,7	130,0	1.711,8	130,9	42,3	33,9	2.186,7	78,9	63,8	23,2	58,2
apr.	170,7	16,6	129,0	1.723,4	132,1	42,0	33,9	2.197,2	83,1	57,6	23,6	58,2
mag.	172,4	16,2	128,9	1.744,8	132,7	41,8	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	42,5	33,9	2.206,1	100,9	57,0	25,5	58,2
lug.	173,6	16,0	128,0	1.729,6	128,5	42,0	33,9	2.201,7	96,2	57,2	26,6	58,2
ago.	174,5	16,5	125,7	1.716,2	128,3	41,8	33,9	2.186,6	73,7	58,7	27,0	58,2
set.	173,2	16,8	123,6	1.726,2	128,2	42,4	33,9	2.193,5	64,0	53,8	27,3	58,2
ott.	172,6	16,7	122,2	1.749,0	127,9	41,7	33,9	2.213,5	81,7	52,7	29,3	58,2
nov.	171,9	15,9	121,8	1.749,4	132,2	42,0	33,9	2.217,4	74,4	51,0	30,2	58,2
dic.	178,3	16,0	115,0	1.707,2	128,5	43,9	33,9	2.172,9	35,7	30,0	26,9	58,2
2016 – gen.	179,8	16,7	119,6	1.724,0	128,4	43,3	33,9	2.195,1	63,5	52,1	26,5	58,2
feb.	177,3	15,7	118,5	1.748,6	129,2	43,0	33,9	2.216,6	74,7	52,6	27,6	58,2
mar.	176,6	15,9	118,7	1.762,0	130,5	43,4	33,9	2.231,2	70,0	54,6	27,4	58,2
apr.	174,5	15,6	118,9	1.766,4	130,5	42,9	33,9	2.233,2	64,7	51,4	27,9	58,2
mag.	174,5	15,6	118,7	1.776,7	131,2	42,9	33,9	2.244,1	72,7	46,6	29,9	58,2
giu.	172,2	16,1	117,9	1.790,2	128,3	42,4	33,9	2.251,0	92,5	56,1	29,0	58,2
lug.	172,9	15,5	117,3	1.793,7	129,3	43,0	33,9	2.256,2	101,0	46,6	31,0	58,2
ago.	172,4	15,6	117,0	1.764,6	128,8	42,4	33,9	2.225,3	64,6	46,0	32,1	58,2
set.	171,2	15,5	116,3	1.754,4	129,3	42,0	33,9	2.213,2	39,3	32,1	31,2	58,2
ott.	172,3	15,5	114,9	1.766,8	127,9	42,5	33,9	2.224,3	47,7	35,6	31,7	58,2
nov.	170,3	15,2	114,2	1.774,8	129,0	42,8	33,9	2.231,1	46,1	33,1	33,5	58,2
dic.	173,4	16,2	107,0	1.765,3	129,7	42,5	33,9	2.217,9	43,1	33,0	29,9	58,2
2017 – gen.	175,7	14,8	114,3	1.789,1	128,3	43,4	33,9	2.250,8	77,4	35,9	29,9	58,2
feb.	173,8	15,2	114,5	1.779,2	129,5	43,2	33,9	2.240,1	56,8	36,0	31,4	58,2

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