



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

ottobre 2017

4 | 2017



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 4 / 2017
Ottobre

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

Relazione annuale

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

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

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

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

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

Emidio Coccozza e Marco Taboga (coordinamento), Andrea Alivernini, Francesca Carta, Sara Cecchetti, Ilaria De Angelis, Davide Fantino, Claudia Maurini, Alessandro Mistretta, Federico Maria Signoretti

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

Riquadri: Guido Bulligan, Simone Emiliozzi, Ginette Eramo, Andrea Nobili, Concetta Rondinelli

Indirizzo

Via Nazionale 91, 00184 Roma - Italia

Telefono

+39 0647921

Sito internet

<http://www.bancaditalia.it>

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte

ISSN 0393-2400 (stampa)

ISSN 2280-7632 (online)

Aggiornato con i dati disponibili al 13 ottobre 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	9
1.3 I mercati finanziari internazionali	15
2 L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	18
2.2 Le imprese	20
2.3 Le famiglie	24
2.4 La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	26
2.5 Il mercato del lavoro	28
2.6 La dinamica dei prezzi	29
2.7 Le banche	31
2.8 Il mercato finanziario	37
2.9 La finanza pubblica	39
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	43

INDICE DEI RIQUADRI

Salari e misure della disoccupazione nell'area dell'euro	10
La dispersione del costo del credito alle imprese nell'area dell'euro e le sue determinanti	13
L'attività economica nel terzo trimestre sulla base degli indicatori congiunturali	19
Le prospettive degli investimenti sulla base delle inchieste presso le imprese	21
L'offerta e la domanda di credito	33

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

L'economia globale si consolida

Le prospettive di crescita a breve termine dell'economia mondiale sono favorevoli; gli scambi commerciali internazionali, in ripresa, tornerebbero a crescere nell'anno più del prodotto. I rischi per l'economia globale derivano dall'eventualità di un brusco rialzo della volatilità sui mercati finanziari, attualmente ai minimi storici, e dal possibile acuirsi di tensioni geopolitiche. È aumentata l'incertezza sull'inflazione negli Stati Uniti, risultata inferiore alle attese nel corso dell'estate.

Nell'area dell'euro si rafforza l'attività economica, ma non l'inflazione

Nell'area dell'euro la crescita si è rafforzata. L'inflazione è tuttavia rimasta all'1,5 per cento in settembre (all'1,1 al netto delle componenti più volatili); le pressioni di fondo sono frenate dalla dinamica salariale, che in molte economie dell'area è ancora moderata e si accompagna a margini di sottoutilizzo del lavoro tuttora ampi. Il Consiglio direttivo della BCE ritiene necessario mantenere un elevato grado di accomodamento monetario; deciderà riguardo alla calibrazione degli strumenti di politica monetaria oltre la fine dell'anno tenendo conto delle condizioni necessarie a un ritorno stabile dell'inflazione verso valori inferiori ma prossimi al 2 per cento.

Nostre stime indicano il proseguimento della crescita in Italia...

Secondo nostre stime basate sull'andamento favorevole di molti indicatori (quali la produzione industriale, il traffico commerciale e i consumi elettrici) e sulle informazioni tratte dai sondaggi, nei mesi estivi sarebbe proseguita la crescita dell'economia italiana: il PIL sarebbe aumentato a un ritmo superiore a quello del secondo trimestre e in linea con la tendenza di fondo emersa dalla fine dello scorso anno. La crescita appare diffusa: vi avrebbe contribuito l'incremento del valore aggiunto sia nei servizi sia nell'industria in senso stretto.

...sostenuta dalla domanda interna

Gli indicatori disponibili suggeriscono che l'espansione produttiva continua a essere sostenuta dalla domanda interna. Una crescita dei consumi nel terzo trimestre, a un ritmo lievemente superiore rispetto a quello del periodo precedente, è indicata dal clima di fiducia delle famiglie e dalle immatricolazioni di autoveicoli. Nostri sondaggi presso le imprese, condotti nel mese di settembre, suggeriscono condizioni di investimento favorevoli e in ulteriore miglioramento, unitamente a un'accelerazione della spesa in beni capitali nella seconda metà del 2017.

L'attivo di conto corrente contribuisce alla riduzione del passivo con l'estero

L'avanzo di conto corrente ha raggiunto nei dodici mesi terminanti in agosto il 2,7 per cento del prodotto e sta contribuendo a una rapida riduzione della posizione debitoria netta del Paese verso l'estero. Nei primi otto mesi dell'anno è ripreso l'interesse degli investitori esteri per i titoli italiani.

Prosegue l'aumento dell'occupazione, ma resta ampio il sottoutilizzo del lavoro

Secondo le indicazioni congiunturali più recenti, l'incremento dell'occupazione registrato nel secondo trimestre è proseguito nei mesi estivi. Il numero degli occupati è tornato su livelli prossimi a quelli precedenti l'avvio della crisi globale; le ore lavorate sono però oltre il 5 per cento al di sotto del livello pre-crisi, segnalando un sottoutilizzo ancora ampio del fattore lavoro. Nella prima metà dell'anno le retribuzioni contrattuali e di fatto nel settore privato non agricolo sono cresciute in misura contenuta (rispettivamente dello 0,5 e dello 0,7 sul corrispondente periodo del 2016).

L'inflazione al consumo rimane debole, anche in prospettiva

L'inflazione in Italia ha recuperato rispetto ai livelli minimi raggiunti negli anni precedenti, ma resta bassa;

si è collocata all'1,3 per cento in settembre, all'1,1 per la componente di fondo. I nostri sondaggi segnalano che famiglie, imprese e operatori professionali non se ne attendono un rafforzamento significativo nei prossimi dodici mesi.

Crescono i prestiti a famiglie e imprese, ad eccezione del settore delle costruzioni

Sono aumentati sia i prestiti erogati alle famiglie sia quelli alle imprese industriali e dei servizi; continuano invece a contrarsi i finanziamenti al comparto delle costruzioni, caratterizzato da attività ancora debole e da maggiore rischiosità. Nel complesso il credito al settore privato non finanziario è cresciuto di circa l'1 per cento in ragione d'anno in agosto. I sondaggi presso le banche e quelli presso le imprese indicano che le condizioni di accesso al credito sono accomodanti.

Con il consolidarsi della ripresa migliora la qualità del credito...

Il miglioramento delle condizioni macroeconomiche si riflette positivamente sulla qualità del credito delle banche italiane. Con il consolidamento della crescita il tasso di deterioramento del credito è tornato in linea con i valori precedenti l'avvio della crisi finanziaria. Si è al contempo accentuata la riduzione dell'incidenza dello stock di crediti deteriorati sul totale dei prestiti (scesa all'8,2 per cento, al netto delle rettifiche di valore, nel secondo trimestre), anche per effetto dell'esito della liquidazione di due istituti condotta in giugno. Le operazioni di cessione in corso di conclusione forniranno nei prossimi mesi un ulteriore significativo contributo al calo dei crediti deteriorati.

...e hanno recuperato le quotazioni delle banche italiane

Le condizioni dei mercati finanziari italiani sono migliorate, grazie ai segnali

favorevoli sulla crescita, al buon andamento degli utili e alla marcata attenuazione delle tensioni nel settore bancario. Nel corso degli ultimi dodici mesi le quotazioni delle banche italiane sono cresciute del 51 per cento, più di quelle della borsa italiana e delle altre banche europee. In ottobre, a seguito del comunicato del Consiglio di vigilanza della BCE relativo alla consultazione su una possibile integrazione alle nuove linee guida sulla gestione dei crediti deteriorati, i corsi dei titoli bancari italiani si sono tuttavia indeboliti.

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

Nella Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2017 il Governo stima per l'anno in corso un indebitamento netto pari al 2,1 per cento del PIL, in linea con l'obiettivo indicato lo scorso aprile, e una diminuzione del rapporto tra il debito e il prodotto di 0,4 punti percentuali rispetto al 2016 (al 131,6 per cento), più pronunciata di quanto stimato in primavera.

...e prevede un aggiustamento più graduale nel prossimo triennio

Nei programmi dell'Esecutivo l'aggiustamento dei conti pubblici sarebbe nel prossimo triennio più graduale di quanto prefigurato in aprile. Il sostanziale pareggio di bilancio verrebbe raggiunto nel 2020; nello stesso anno il rapporto tra debito pubblico e PIL scenderebbe al 123,9 per cento. Nostri esercizi di simulazione confermano che nel medio periodo una rilevante riduzione del rapporto tra debito e prodotto è possibile, sotto ipotesi realistiche circa l'evoluzione futura dell'economia italiana e delle condizioni finanziarie e in presenza di adeguati avanzi primari.

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

La ripresa dell'attività economica in atto nelle principali economie avanzate ed emergenti si sta consolidando. Le prospettive di espansione a breve termine sono favorevoli; rimangono tuttavia rilevanti fattori di rischio, associati al perdurare dell'incertezza sulle politiche economiche e al riacutizzarsi delle tensioni in alcune aree del mondo. È aumentata l'incertezza anche sull'evoluzione dell'inflazione negli Stati Uniti, risultata inferiore alle attese nel corso dell'estate.

La crescita dell'economia mondiale si consolida

L'attività economica dei principali paesi avanzati ha accelerato nel secondo trimestre; il quadro congiunturale si è mantenuto favorevole nei mesi successivi (tav. 1). Negli Stati Uniti i dati più recenti indicano un'espansione sostenuta, ancora guidata dai consumi e dagli investimenti. Nel Regno Unito, dove continua a pesare la debolezza dei consumi, gli indici ricavati dai sondaggi presso i responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers index*, PMI) e quelli della produzione industriale suggeriscono per il terzo trimestre un ritmo di crescita pressoché invariato rispetto al precedente (fig. 1). In Giappone gli indicatori congiunturali segnalano la prosecuzione della moderata espansione dell'attività economica registrata dall'inizio dell'anno.

Nel complesso dei paesi emergenti la crescita nella prima metà del 2017 ha superato le attese. I dati più recenti tuttavia segnalano un'attenuazione della dinamica del PIL in Cina, per effetto del rallentamento degli investimenti pubblici in infrastrutture.

Il commercio internazionale, dopo la forte accelerazione osservata all'inizio dell'anno, ha mostrato segnali di moderazione, riconducibili soprattutto agli scambi dell'Asia emergente.

L'inflazione ha sorpreso al ribasso

L'inflazione al consumo stenta a risalire nelle principali economie avanzate (fig. 2): negli Stati Uniti si è attestata in settembre al 2,2 per cento, sospinta da un brusco rialzo dei prezzi dei carburanti, ma la componente di fondo ha continuato a collocarsi al di sotto delle aspettative; rimane modesta in Giappone. Fa eccezione il

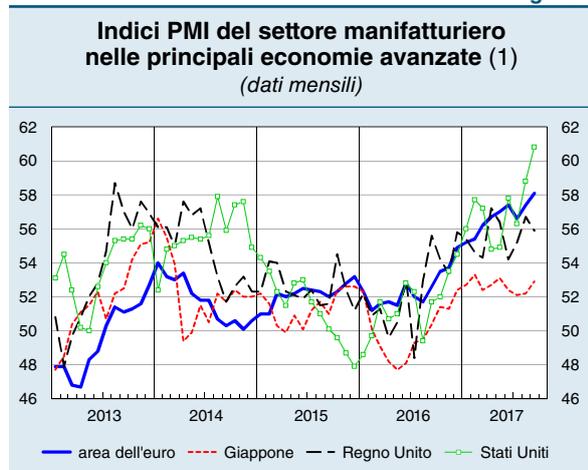
Tavola 1

VOCI	Crescita del PIL e inflazione (punti percentuali)			
	Crescita del PIL			Inflazione (1)
	2016	2017 1° trim.	2017 2° trim.	settembre 2017
Paesi avanzati (2)				
Giappone (3)	1,0	1,2	2,5	0,7
Regno Unito	1,8	1,0	1,2	3,0
Stati Uniti	1,5	1,2	3,1	2,2
Paesi emergenti (4)				
Brasile	-3,6	-0,4	0,3	2,5
Cina	6,7	6,9	6,9	1,6
India	7,9	6,1	5,7	3,3
Russia	-0,2	0,5	2,5	3,0
<i>per memoria:</i>				
Commercio mondiale (5)	2,3	7,9	2,8	

Fonte: Thomson Reuters Datastream, elaborazioni su statistiche di commercio nazionali e FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2017.

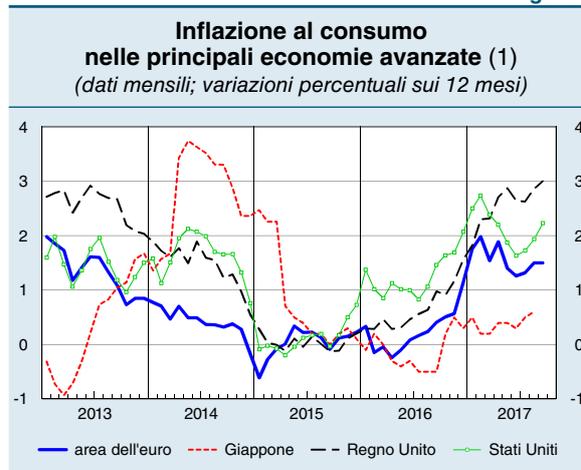
(1) Dati mensili; indice dei prezzi al consumo. – (2) Dati destagionalizzati; variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno. – (3) Il dato dell'inflazione si riferisce ad agosto 2017. – (4) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente. – (5) Dato annuale di fonte FMI; dati trimestrali stimati, variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno.

Figura 1



Fonte: Markit, ISM e Thomson Reuters Datastream.
 (1) Indici di diffusione desumibili dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti (PMI) e relativi all'attività economica nel settore manifatturiero.

Figura 2



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

Regno Unito, dove la dinamica dei prezzi risente del deprezzamento della sterlina (pari al 12 per cento in termini effettivi nominali dal referendum di giugno del 2016). L'inflazione resta moderata in quasi tutte le principali economie emergenti.

Le prospettive dell'economia mondiale migliorano ancora...

Secondo le previsioni di ottobre del Fondo monetario internazionale (FMI), la crescita dell'economia mondiale nel 2017-18, rivista leggermente al rialzo rispetto a luglio (di 0,1 punti percentuali), supererebbe il 3,5 per cento annuo, con un miglioramento di quasi mezzo punto sul 2016 (tav. 2). Vi contribuirebbe l'espansione della domanda interna nei paesi avanzati e in Cina, in particolare quella per investimenti. L'FMI ha rivisto al rialzo le proprie previsioni per l'anno in corso sugli scambi commerciali internazionali, che dopo un biennio tornerebbero a espandersi a un ritmo superiore rispetto al prodotto.

...ma permangono rischi

Permangono rischi che il riemergere di volatilità sui mercati finanziari, in connessione con l'incertezza sulle politiche economiche e con l'acuirsi di tensioni geopolitiche, possa avere ripercussioni negative sulla fiducia di famiglie e imprese e riflettersi sulle decisioni di spesa e di investimento. Restano ancora elevate sia l'incertezza sulle misure di espansione fiscale e di revisione della regolamentazione finanziaria prospettate dall'amministrazione statunitense, sia quella relativa agli esiti del nego-

Tavola 2

Scenari macroeconomici (variazioni e punti percentuali)					
VOCI	2016	Previsioni ottobre 2017		Revisioni rispetto a luglio 2017	
		2017	2018	2017	2018
PIL					
Mondo	3,2	3,6	3,7	0,1	0,1
Paesi avanzati					
di cui: area dell'euro	1,8	2,1	1,9	0,2	0,2
Giappone	1,0	1,8	0,7	0,5	0,1
Regno Unito	1,8	1,7	1,5	0,0	0,0
Stati Uniti	1,5	2,2	2,3	0,1	0,2
Paesi emergenti					
di cui: Brasile	-3,6	0,7	1,5	0,4	0,2
Cina	6,7	6,8	6,5	0,1	0,1
India (1)	7,1	6,7	7,4	-0,5	-0,3
Russia	-0,2	1,8	1,6	0,4	0,2
Commercio mondiale	2,3	4,2	3,9	0,2	0,0

Fonte: Thomson Reuters Datastream e FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2017.
 (1) I dati si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile.

ziato di uscita del Regno Unito dall'Unione europea.

I futures prefigurano prezzi del petrolio stabili

Sulla base dei più recenti contratti futures i corsi petroliferi dovrebbero restare attorno ai livelli correnti, dopo essere risaliti dalla fine di giugno per effetto della riduzione delle scorte dei paesi dell'OCSE e dell'interruzione della produzione in alcune regioni (fig. 3). Gli andamenti dei prezzi delle due principali qualità negli ultimi mesi sono stati difforni: le quotazioni del Brent sono salite fino a 57 dollari al barile, mentre quelle del WTI sono cresciute in misura minore, intorno ai 51 dollari al barile, portando il differenziale tra le due qualità al di sopra della media degli ultimi tre anni. Sulle quotazioni del WTI hanno pesato, oltre all'aumento della produzione di greggio statunitense, gli effetti dell'uragano Harvey che, alla fine di agosto, ha provocato una temporanea diminuzione della domanda a causa del fermo delle raffinerie nel Golfo del Messico.

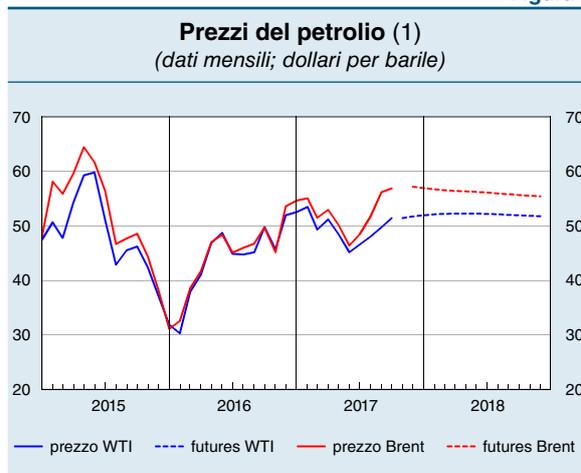
La Riserva federale avvia il processo di riduzione del bilancio

Nella riunione del 20 settembre la Riserva federale non ha modificato i tassi di interesse e ha annunciato l'avvio in ottobre del processo di graduale ridimensionamento della consistenza dei titoli detenuti in portafoglio, tra cui quelli del tesoro statunitense e le *mortgage-backed securities*, secondo le linee guida annunciate nel giugno scorso (cfr. *Bollettino economico*, 3, 2017). I mercati, in linea con le previsioni dei membri del Federal Open Market Committee, continuano ad attendersi un ulteriore rialzo dei tassi nella riunione di dicembre (fig. 4). La Banca del Giappone non ha modificato il proprio orientamento di politica monetaria. In Cina la Banca centrale ha mantenuto un indirizzo moderatamente restrittivo, favorendo il permanere su livelli elevati dei tassi interbancari e dei rendimenti obbligazionari.

1.2 L'AREA DELL'EURO

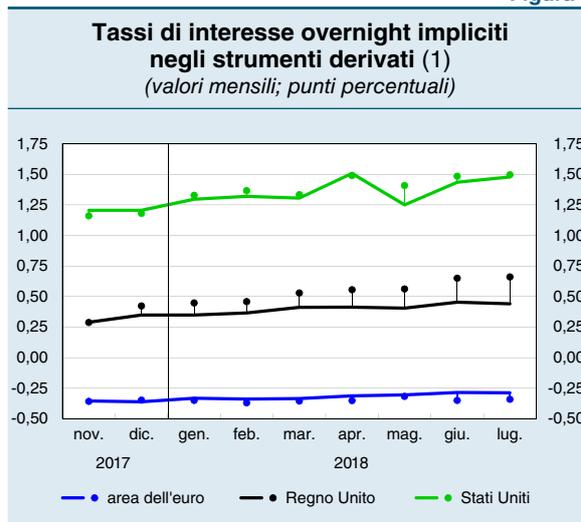
Nell'area dell'euro la crescita si è rafforzata, sostenuta soprattutto dalla domanda interna. L'inflazione è rimasta debole e le pressioni di fondo si mantengono contenute, frenate dalla dinamica salariale ancora moderata in molte economie dell'area. Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) continua a ritenere necessario un grado molto elevato di accomodamento monetario per assicurare un ritorno durevole dell'inflazione su livelli in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi.

Figura 3



Fonte: Thomson Reuters Datastream.
(1) Per i prezzi a pronti, dati medi mensili fino a settembre 2017; l'ultimo dato si riferisce al 13 ottobre.

Figura 4



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.
(1) Tasso di interesse atteso implicito nelle quotazioni degli *overnight indexed swaps* (OIS). La linea continua indica i tassi previsti il 7 luglio 2017, i punti segnalano quelli previsti il 13 ottobre 2017.

Tavola 3

PAESI	Crescita del PIL			Inflazione
	2016	2017 1° trim. (1)	2017 2° trim. (1)	Settembre 2017 (2)
Francia	1,2	0,5	0,5	1,1
Germania	1,9	0,7	0,6	1,8
Italia	0,9	0,5	0,3	1,3
Spagna	3,3	0,8	0,9	1,8
Area dell'euro (3)	1,8	0,5	0,6	1,5

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

Si rafforza la crescita del PIL dell'area dell'euro

Nel secondo trimestre il PIL dell'area dell'euro è cresciuto dello 0,6 per cento sul periodo precedente (tav. 3), in lieve accelerazione rispetto ai primi tre mesi dell'anno. L'attività economica avrebbe continuato a crescere a ritmi analoghi nel terzo trimestre. L'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che stima la dinamica di fondo del PIL dell'area, in settembre si è portato a 0,71 (da 0,67 in agosto; fig. 5). Gli indici PMI, disponibili fino a settembre, confermano che l'espansione dell'attività rimane robusta sia nella manifattura sia nei servizi.

L'inflazione si è mantenuta debole...

In settembre l'inflazione si è collocata all'1,5 per cento (fig. 6); nella media del terzo trimestre è rimasta stabile all'1,5, frenata dal rallentamento dei prezzi dei prodotti energetici.

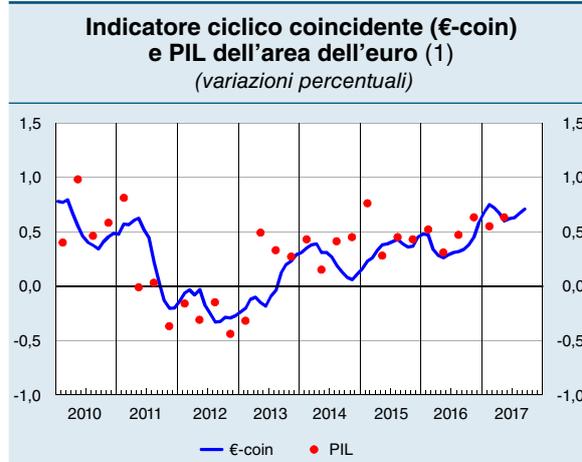
...e le pressioni di fondo rimangono modeste

La dinamica di fondo dei prezzi si mantiene contenuta, riflettendo anche la crescita salariale ancora moderata in molte economie dell'area (cfr. il riquadro: *Salari e misure della disoccupazione nell'area dell'euro*). Al netto delle componenti più volatili, l'inflazione in settembre si è attestata all'1,1 per cento (da 1,2 del mese precedente).

SALARI E MISURE DELLA DISOCCUPAZIONE NELL'AREA DELL'EURO

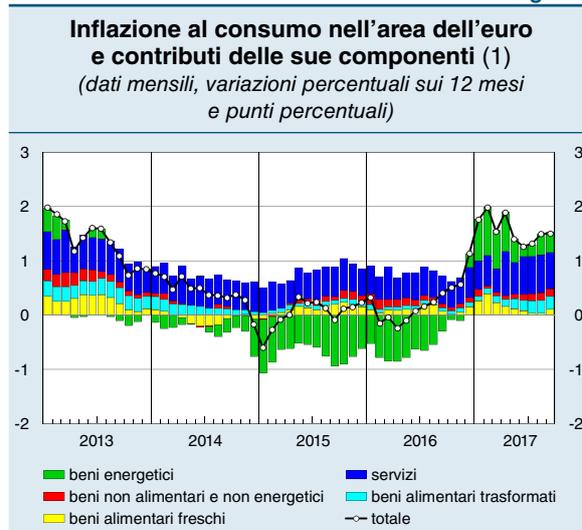
Dal 2013, con l'avvio della fase di espansione ciclica, la crescita media annua nominale delle retribuzioni per occupato nell'area dell'euro è stata modesta (pari all'1,3 per cento, un ritmo ben inferiore a quello

Figura 5



Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.
 (1) Per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. il riquadro: *€-coin e la congiuntura dell'area dell'euro*, in *Bollettino economico*, 57, 2009. Dettagli sull'indicatore sono disponibili sul sito della Banca d'Italia: *Indicatore €-coin: settembre 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.

Figura 6



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

registrato prima della crisi; figura, pannello a); quella corretta per la dinamica dei prezzi, rilevante per le scelte di consumo, di risparmio e per l'offerta di lavoro, è stata pressoché nulla. Tutto ciò si è verificato nonostante l'occupazione sia aumentata di circa il 5 per cento, il tasso di disoccupazione si sia ridotto di circa tre punti percentuali e in alcuni paesi dell'area indicazioni di tipo qualitativo segnalino che le imprese incontrano difficoltà a realizzare gli incrementi occupazionali pianificati.

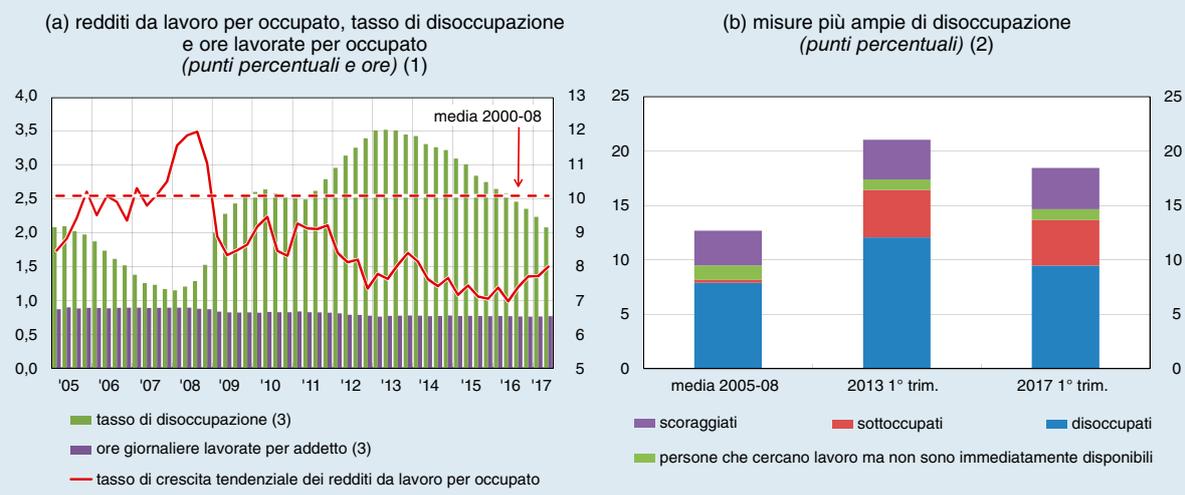
La modesta crescita dei salari a fronte delle migliori condizioni del mercato del lavoro potrebbe derivare principalmente da due fattori: (a) basse pressioni inflazionistiche correnti e attese, che si riflettono sulla dinamica dei salari nominali attraverso i meccanismi di adeguamento delle retribuzioni contrattuali; (b) margini effettivi di inutilizzo del fattore lavoro più rilevanti di quelli segnalati dal tasso di disoccupazione. Vi è in particolare evidenza che quest'ultimo colga solo parzialmente l'effettivo grado di inutilizzo del fattore lavoro, il quale risulta in realtà più ampio e quindi in grado di rendere conto della modesta dinamica salariale sinora osservata.

A fronte di un tasso di disoccupazione (che considera i lavoratori che si dichiarano in cerca di occupazione) attorno al 9 per cento, se nella stima del margine di inutilizzo del fattore lavoro si tiene conto anche delle risorse non pienamente impiegate¹, si ottengono nell'area dell'euro livelli prossimi al 18 per cento. Tale valore è solo di poco inferiore rispetto a quello registrato nel 2013 alla fine della recessione (20 per cento; figura, pannello b)².

L'ipotesi che l'effettivo grado di utilizzo delle risorse lavorative si collochi al di sotto di quanto indicato dal tasso di disoccupazione è ulteriormente sostenuta dall'osservazione che il numero di ore lavorate per occupato rimane inferiore del 4 per cento al valore medio pre-crisi e stenta a

Figura

Indicatori del mercato del lavoro per l'area dell'euro



(1) Ore lavorate medie giornaliere per occupato (livello). – (2) In percentuale delle persone attive, di quelle disponibili a lavorare, ma che hanno smesso di cercare attivamente, e di quelle che cercano lavoro ma non sono immediatamente disponibili. – (3) Scala di destra.

¹ Nella stima sono quindi inclusi, oltre alle persone in cerca di un'occupazione, anche gli occupati a tempo parziale disponibili a lavorare più ore, le persone in cerca di lavoro ma non immediatamente disponibili e coloro che pur essendo disponibili a lavorare hanno smesso di cercare attivamente (scoraggiati).

² Cfr. il riquadro: *Valutare l'eccesso di offerta nei mercati del lavoro*, in BCE, *Bollettino economico*, 3, 2017.

risalire. Analisi econometriche mostrano che l'evoluzione ciclica delle ore lavorate per occupato anticipa di circa un anno quella della dinamica salariale. La relazione tra quest'ultima e il tasso di disoccupazione risulta inoltre di tipo non lineare: in un contesto caratterizzato da un numero di ore lavorate relativamente basso, le variazioni del tasso di disoccupazione hanno effetti più contenuti sull'andamento dei salari.

Le aspettative di inflazione desunte dai rendimenti degli *inflation swaps* sono aumentate sull'orizzonte a due anni (all'1,3 per cento); sono rimaste sostanzialmente invariate tra cinque e dieci anni in avanti (all'1,6; fig. 7).

Resta necessario un elevato grado di accomodamento monetario

Il Consiglio direttivo della BCE continua a ritenere necessario un elevato grado di accomodamento monetario; si attende che i tassi

ufficiali si mantengano su livelli pari a quelli attuali (fig. 8) per un prolungato periodo di tempo e ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività. Il Consiglio deciderà nel corso dell'autunno riguardo alla calibrazione degli strumenti di politica monetaria oltre la fine dell'anno tenendo conto delle prospettive per l'inflazione e delle condizioni finanziarie necessarie per un suo ritorno stabile verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento.

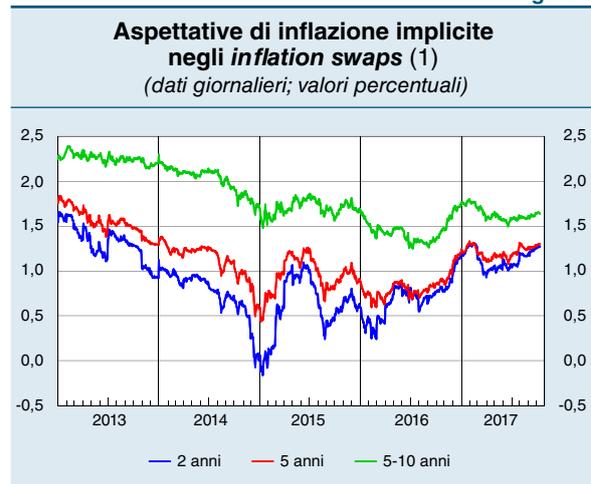
Gli acquisti di titoli da parte dell'Eurosistema sono proseguiti con regolarità. Al 13 ottobre il valore in bilancio dei titoli pubblici acquistati era pari a 1.774 miliardi, quello delle obbligazioni bancarie garantite a 234, quello delle *asset-backed securities* e delle obbligazioni societarie a 25 e 118, rispettivamente. Alla fine di settembre l'Eurosistema aveva acquistato titoli pubblici italiani per un ammontare di 301 miliardi (di cui 271 da parte della Banca d'Italia).

Le condizioni monetarie si riflettono su quelle del credito

Sulla base dei dati stagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni, nei tre mesi terminanti in agosto

i prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie sono aumentati (del 2,0 e del 2,6 per cento, rispettivamente, in ragione d'anno); fra i principali paesi l'espansione è risultata robusta in Francia e in Germania, mentre il credito si è contratto in Spagna. Il costo medio dei nuovi finanziamenti alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasto sui valori minimi

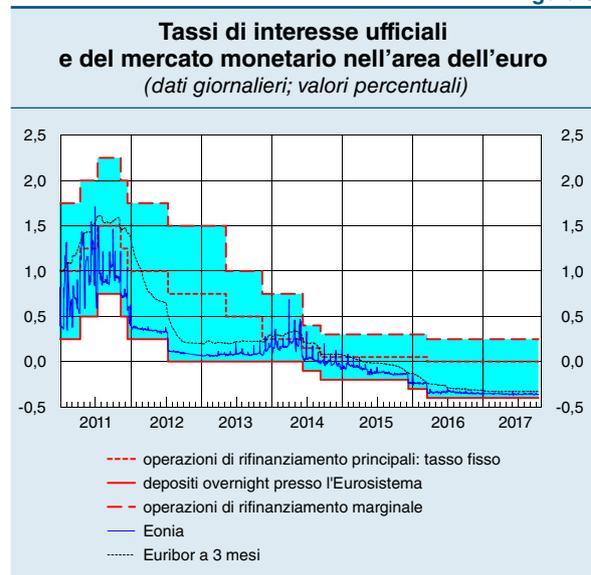
Figura 7



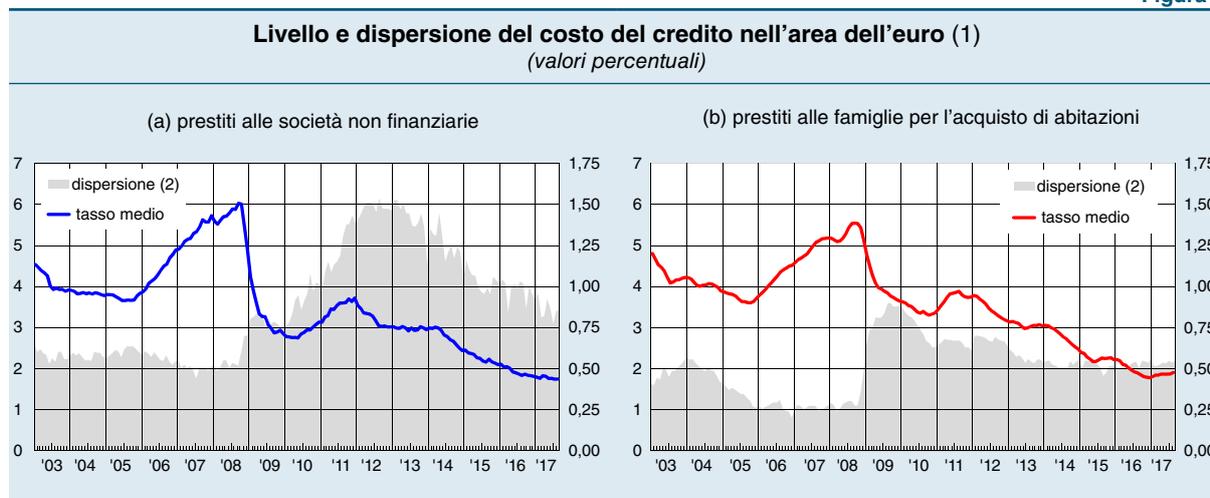
Fonte: Bloomberg.

(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 8



Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.



Fonte: BCE.

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

osservati dall'avvio dell'Unione monetaria (1,6 e 1,9 per cento in agosto, rispettivamente). La dispersione dei tassi di interesse tra i paesi si è mantenuta su livelli contenuti (fig. 9); per il costo del credito alle imprese la riduzione della dispersione osservata dall'estate del 2014 ha rispecchiato la politica monetaria accomodante e, dal 2016, anche il miglioramento del quadro macroeconomico (cfr. il riquadro: *La dispersione del costo del credito alle imprese nell'area dell'euro e le sue determinanti*).

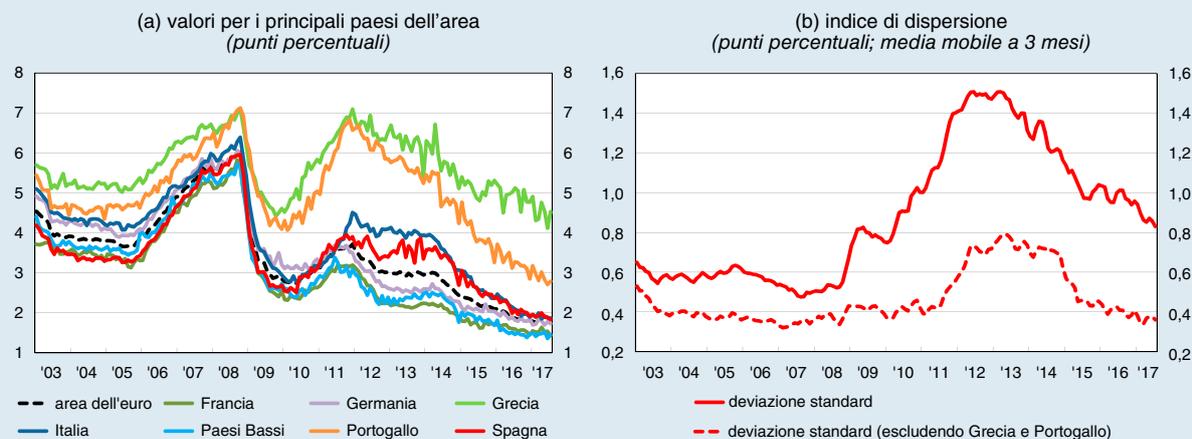
LA DISPERSIONE DEL COSTO DEL CREDITO ALLE IMPRESE NELL'AREA DELL'EURO E LE SUE DETERMINANTI

La dispersione dei tassi di interesse sui prestiti alle imprese tra i paesi dell'area, dopo essere rimasta sostanzialmente stabile nel quinquennio precedente la crisi finanziaria globale, è fortemente aumentata tra la fine del 2008 e il primo semestre del 2012, a seguito della frammentazione dei mercati finanziari lungo i confini nazionali (figura A). La dispersione si è poi ridotta a partire dalla metà del 2013 ed è tornata in linea con i valori precedenti il 2008 non considerando i tassi di interesse praticati in Grecia e Portogallo, ancora decisamente superiori alla media dell'area.

Per valutare i fattori alla base della dispersione è stato utilizzato un modello econometrico che considera le principali determinanti del costo del credito alle imprese nei diversi paesi: (a) il tasso del mercato monetario Eonia, che riflette in larga parte l'andamento dei tassi ufficiali; (b) una misura del tasso ombra (*shadow rate*)¹, che coglie gli effetti delle politiche monetarie non convenzionali sulla struttura per scadenza dei rendimenti; (c) il differenziale di rendimento tra i titoli governativi a dieci anni di ciascun paese e quello tedesco di pari scadenza, che coglie le forti tensioni sui titoli di Stato durante la crisi dei debiti sovrani e la loro successiva attenuazione; (d) due indicatori del ciclo economico per

¹ Il tasso ombra è un indicatore stimato sulla base della struttura a termine dei tassi di interesse ed è interpretabile come una misura sintetica dell'orientamento della politica monetaria quando i tassi ufficiali hanno raggiunto il loro limite inferiore effettivo. Diversi lavori empirici hanno mostrato che le sue variazioni sono fortemente connesse con l'annuncio o con l'attuazione delle politiche monetarie non convenzionali. Cfr. M. Pericoli e M. Taboga, *Understanding policy rates at the zero lower bound: insights from a Bayesian shadow rate model*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1023, 2015, e J.C. Wu e F.D. Xia, *Time-varying lower bound of interest rates in Europe*, Chicago Booth Working Paper, 17-06, 2017.

Indicatore composito del costo del credito per le imprese nell'area dell'euro (1)



Fonte: elaborazioni su dati BCE, Statistical Data Warehouse.

(1) L'indicatore composito del costo del credito alle imprese è calcolato, per ciascun paese considerato, come media ponderata dei tassi sulle nuove erogazioni e sui finanziamenti in conto corrente, con pesi pari alle medie mobili di 24 mesi dei corrispondenti volumi di credito. L'indice di dispersione è calcolato come deviazione standard degli indicatori compositi del costo del credito per i seguenti paesi: Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna.

ciascun paese (*l'economic sentiment indicator*² e il tasso di disoccupazione), verosimilmente correlati sia con la domanda di credito sia con la rischiosità dei prenditori di fondi nelle diverse economie.

Sulla base delle relazioni stimate sono stati condotti esercizi per confrontare i valori effettivi del costo del credito in un determinato orizzonte temporale con quelli che si sarebbero osservati in una serie di scenari controfattuali, nei quali le diverse determinanti vengono alternativamente mantenute invariate per tutto l'orizzonte di analisi³.

Le indicazioni così ottenute suggeriscono che l'incremento della dispersione verificatosi durante la crisi finanziaria globale sarebbe stato indotto soprattutto dalla divergenza delle condizioni cicliche tra i paesi (figura B, pannello a), mentre quello osservato durante la fase più acuta della crisi dei debiti sovrani avrebbe riflesso anche, in misura maggiore, l'aumento degli spread sui titoli pubblici (figura B, pannello b).

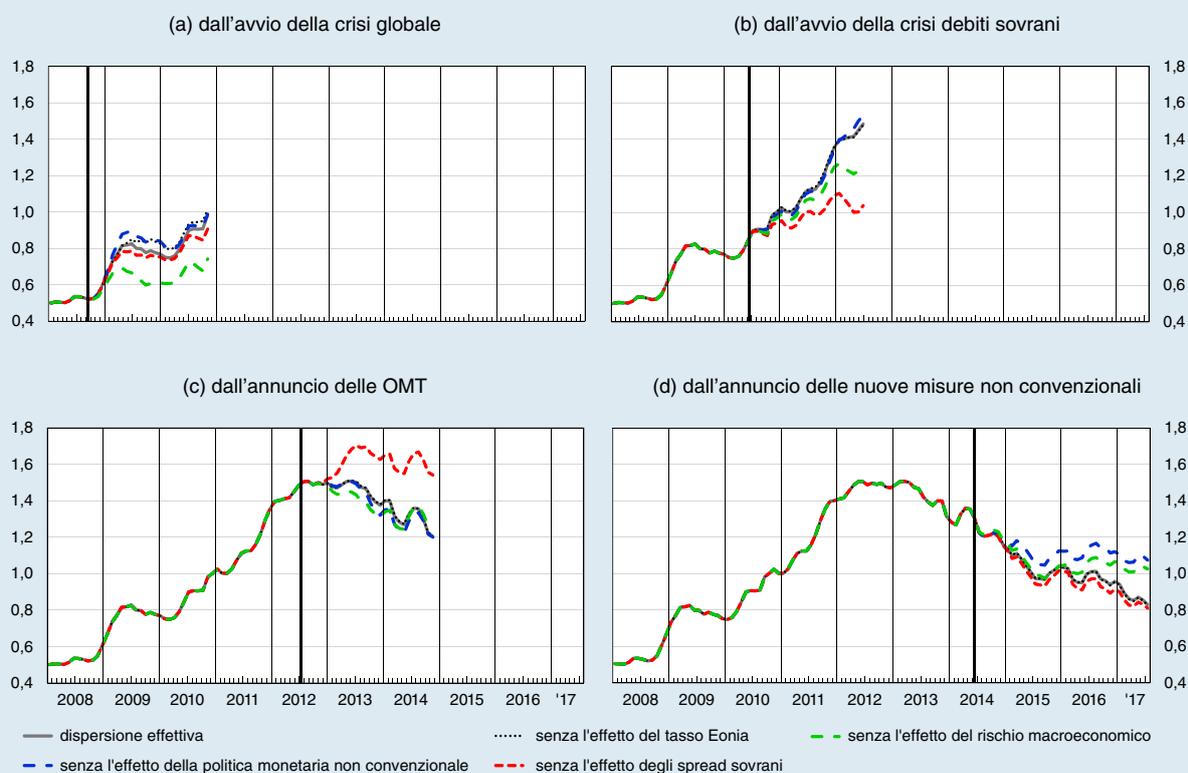
A partire dall'estate del 2012 la riduzione della dispersione avrebbe contribuito soprattutto il forte calo dei differenziali sui titoli di Stato dei paesi più vulnerabili, in seguito all'annuncio delle operazioni monetarie definitive (*Outright Monetary Transactions*, OMT) da parte del Consiglio direttivo della Banca centrale europea (figura B, pannello c; senza il calo degli spread sovrani, la frammentazione non si sarebbe ridotta). Dalla metà del 2014 la dispersione sarebbe ancora scesa per effetto del progressivo allentamento delle condizioni monetarie, attuato sia attraverso interventi sui tassi ufficiali sia mediante nuove misure non convenzionali, quali le operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine e il programma di acquisto di titoli (figura B, pannello d; la dispersione non sarebbe scesa se il differenziale tra il tasso ombra e il tasso Eonia non si fosse ridotto). La ripresa economica in

² *L'economic sentiment indicator* è un indicatore composito del clima di fiducia nell'economia elaborato dalla Commissione europea sulla base di sondaggi presso i consumatori e le imprese.

³ Tanto maggiore è la differenza tra l'indicatore di dispersione calcolato sui valori controfattuali dei tassi bancari e quello effettivamente osservato, tanto più rilevante è il contributo della variabile che è rimasta stabile.

Dispersione del costo del credito alle imprese: dinamiche controfattuali (1)

(punti percentuali; medie mobili a 3 mesi)



(1) Le linee tratteggiate mostrano i valori controfattuali della dispersione del costo del credito, cioè i valori che si sarebbero osservati se ciascuna delle determinanti fosse rimasta invariata per tutto il periodo di riferimento. Lo scostamento fra la dispersione controfattuale e quella effettiva rappresenta una misura dell'importanza del fattore considerato nello spiegare la variazione della dispersione stessa. I dati utilizzati nel modello econometrico sono mensili e il periodo campionario è compreso tra gennaio 2003 e luglio 2017.

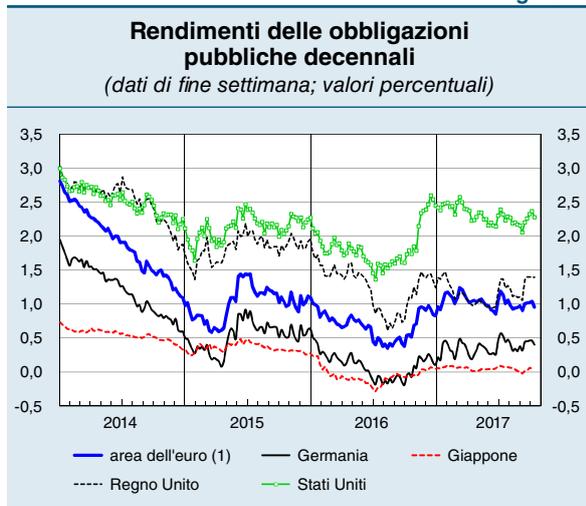
diversi paesi, che a sua volta ha beneficiato anche dell'intonazione fortemente espansiva della politica monetaria, avrebbe contribuito alla riduzione della dispersione dal 2016.

Nel complesso l'analisi indica che la riduzione dei tassi ufficiali e le misure non convenzionali adottate dalla Banca centrale europea – sia quelle volte a ripristinare il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, sia gli interventi indirizzati al sostegno della domanda aggregata e dei flussi di credito all'economia – hanno contribuito in misura determinante a ridurre la dispersione del costo dei prestiti alle imprese.

1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

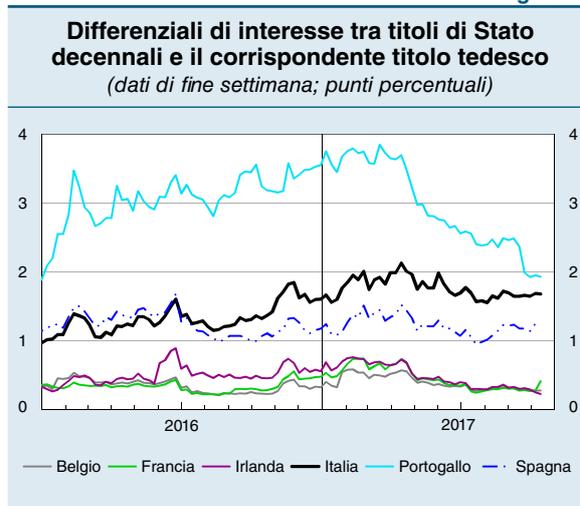
I tassi di interesse a lungo termine sui mercati internazionali sono rimasti su livelli contenuti, riflettendo le diffuse aspettative che il processo di normalizzazione delle politiche monetarie nelle principali economie avanzate prosegua gradualmente; nell'area dell'euro i premi per il rischio sovrano sono lievemente scesi. Gli indici azionari sono aumentati, in un contesto di volatilità molto bassa. L'euro si è rafforzato nei confronti delle principali valute.

Figura 10



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

Figura 11



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.

Negli Stati Uniti i rendimenti a lungo termine sono rimasti contenuti

Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli decennali si sono mantenuti pressoché invariati rispetto ai livelli di fine giugno (2,3 per cento; fig. 10). Dopo un calo nei mesi estivi dovuto all'inflazione al di sotto delle attese, nelle ultime settimane i tassi hanno registrato una risalita, cui ha contribuito la diffusione da parte dell'amministrazione di una proposta di riforma fiscale.

I premi per il rischio sovrano nell'area dell'euro si sono ridotti

Dalla metà dell'anno i tassi di interesse dei titoli decennali tedeschi sono diminuiti di 6 punti base, allo 0,40 per cento. I premi per il rischio sovrano nell'area dell'euro hanno beneficiato del buon andamento dell'economia. Dalla fine di giugno i differenziali di rendimento fra i titoli di Stato decennali e i corrispondenti titoli tedeschi sono scesi in Portogallo, Irlanda, Belgio e Italia (di

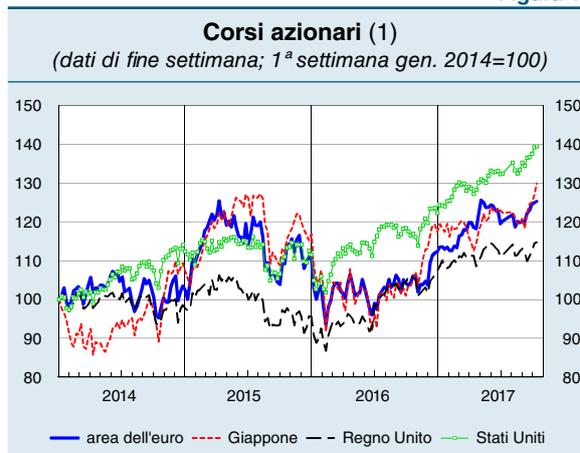
63, 20, 6 e 1 punti base, rispettivamente; fig. 11); sono invece saliti di 14 punti base in Spagna, dove si sono registrati incrementi successivamente all'attentato terroristico di Barcellona di metà agosto e in concomitanza con le tensioni politiche di inizio ottobre in Catalogna. L'aumento di 7 punti base registrato in Francia è invece dovuto al fattore tecnico connesso con il cambio del benchmark utilizzato dagli operatori di mercato per il calcolo del rendimento decennale, avvenuto alla fine della prima decade di ottobre.

La volatilità dei corsi azionari è molto bassa

I corsi azionari sono saliti nell'area dell'euro e negli Stati Uniti (fig. 12). In entrambi i mercati la

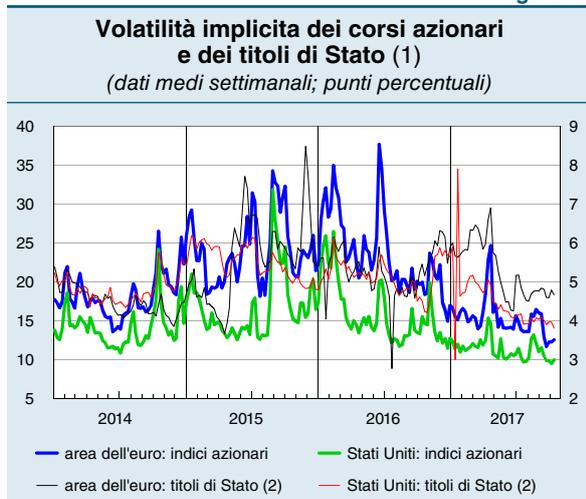
volatilità implicita continua a collocarsi su livelli molto bassi, nonostante il riacutizzarsi delle tensioni internazionali collegate con la situazione

Figura 12



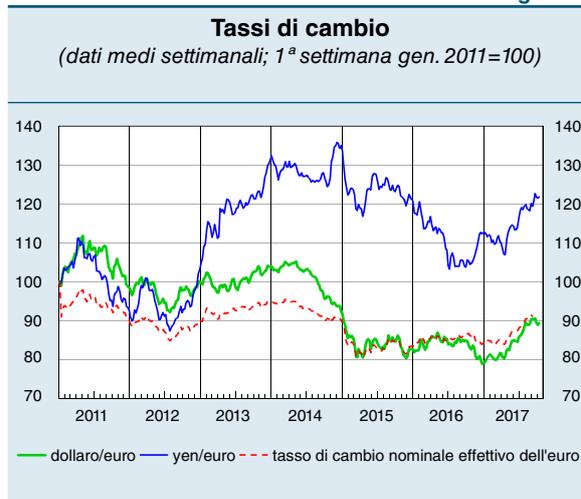
Fonte: Thomson Reuters Datastream.
(1) Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Nikkei 225 per il Giappone, FTSE All Share per il Regno Unito e Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti.

Figura 13



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

Figura 14



Fonte: BCE.

della Corea del Nord (fig. 13). Le condizioni dei mercati finanziari dei paesi emergenti sono rimaste nel complesso distese.

L'euro si è apprezzato

Dalla fine di giugno l'euro si è apprezzato del 4,2 per cento nei confronti del dollaro, del 4,5 rispetto allo yen e dell'1,6 verso la sterlina. Il rafforzamento dell'euro ha riflesso una modifica generalizzata dell'orientamento degli operatori di mercato, evidenziata dal prevalere di posizioni che segnalano attese di ulteriori apprezzamenti della moneta unica. Vi hanno contribuito le prospettive di normalizzazione monetaria graduale negli Stati Uniti e di revisione della calibrazione degli strumenti monetari nell'area dell'euro, nonché le tensioni internazionali, che hanno generato afflussi verso l'area. In termini effettivi nominali l'euro si è apprezzato del 2,8 per cento (7,6 dall'inizio dell'anno; fig. 14).

2 L'ECONOMIA ITALIANA

2.1 LA FASE CICLICA

Le indicazioni congiunturali più recenti suggeriscono per l'economia italiana una dinamica del prodotto robusta anche nel terzo trimestre, con una crescita valutabile attorno allo 0,5 per cento. Dal lato dell'offerta l'attività ha continuato a espandersi nei servizi e nell'industria in senso stretto.

Il PIL nel secondo trimestre è stato sostenuto dalla domanda nazionale

Nel secondo trimestre del 2017, sulla base dell'ultima revisione dei conti da parte dell'Istat, il prodotto è aumentato dello 0,3 per cento in termini congiunturali, dopo l'accelerazione registrata nel primo (tav. 4). L'attività è stata sostenuta dalla domanda nazionale, sospinta dalle scorte e, in misura più contenuta, dagli investimenti in beni strumentali; la spesa delle famiglie ha continuato a crescere, pur rallentando. La

domanda estera netta ha frenato la dinamica del PIL, soprattutto a causa del venir meno del contributo delle esportazioni. Il valore aggiunto è aumentato nei servizi e in particolare nell'industria in senso stretto; nelle costruzioni l'attività si è moderatamente ridotta, pur rimanendo superiore ai livelli di un anno prima.

Si stima che la crescita si sia rafforzata nei mesi estivi

Secondo nostre stime nel terzo trimestre il PIL avrebbe accelerato rispetto al periodo precedente (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel terzo trimestre sulla base degli indicatori congiunturali*). In settembre l'indicatore Ita-coin elaborato dalla Banca d'Italia ha registrato un forte incremento, riportandosi sui valori della primavera del 2011 (fig. 15). Le indagini presso le imprese segnalano un consolidamento della

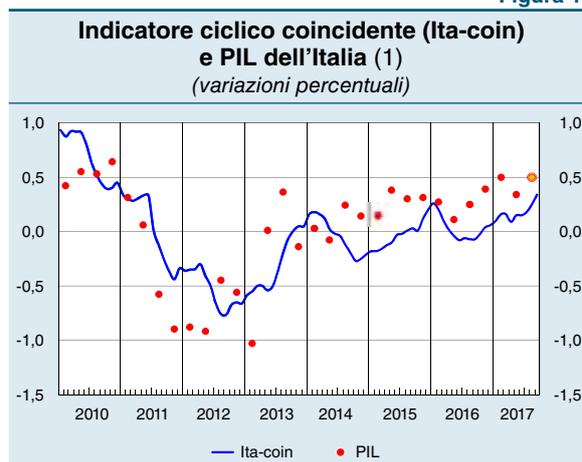
Tavola 4

VOCI	PIL e principali componenti (1) (variazioni percentuali sul periodo precedente)				
	2016		2017		2016
	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	
PIL	0,3	0,4	0,5	0,3	0,9
Importazioni totali	1,3	2,5	0,8	1,2	3,1
Domanda nazionale (2)	0,3	0,5	0,2	0,7	1,1
Consumi nazionali	0,2	0,3	0,6	0,2	1,3
spesa delle famiglie (3)	0,3	0,2	0,6	0,2	1,5
altre spese (4)	-0,2	0,6	0,4	0,0	0,5
Investimenti fissi lordi	2,4	2,5	-2,0	0,9	2,8
costruzioni	0,5	0,4	0,7	-0,4	1,1
altri beni	4,1	4,3	-4,3	2,0	4,4
Variazione delle scorte (5) (6)	-0,3	-0,2	0,1	0,4	-0,4
Esportazioni totali	1,0	2,1	1,7	0,0	2,4
Esportazioni nette (6)	0,0	-0,1	0,3	-0,3	-0,1

Fonte: Istat.

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

Figura 15



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 3° trimestre basata sui modelli *bridge*. Per Ita-coin, stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche.

fiducia su livelli ciclicamente elevati; quelle presso le famiglie indicano la prosecuzione del recupero avviatosi in maggio (cfr. il par. 2.2). Sulla base di queste informazioni la crescita del PIL nell'anno in corso potrebbe essere leggermente superiore all'1,4 per cento prefigurato nel precedente quadro previsionale (cfr. *Bollettino economico*, 3, 2017).

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

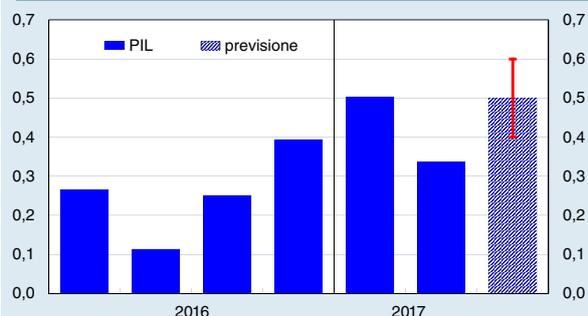
Secondo le informazioni congiunturali più recenti, elaborate utilizzando i modelli statistici della Banca d'Italia¹, nel terzo trimestre del 2017 il PIL italiano avrebbe continuato a crescere a un ritmo sostenuto, pari allo 0,5 per cento sul periodo precedente, segnando un'accelerazione rispetto ai mesi primaverili (figura A). L'incertezza relativa a tale stima è quantificabile in un intervallo di 0,1 punti percentuali al di sopra o al di sotto della proiezione centrale.

Nel corso dei mesi estivi il prodotto avrebbe continuato a beneficiare dell'espansione del valore aggiunto nei servizi e nell'industria in senso stretto, in rafforzamento rispetto al secondo trimestre in entrambi i comparti.

Segnali positivi per le attività terziarie provengono dagli indici dei responsabili degli acquisti (*purchasing managers index*, PMI), che si confermano su livelli elevati sia nella componente corrente sia, in misura più contenuta, in quella prospettica (figura B); si è inoltre attenuato il freno derivante dall'evoluzione della demografia di impresa. Indicazioni favorevoli emergono anche dal nuovo incremento dei flussi turistici dall'estero.

Figura A

Stime del PIL nel terzo trimestre (1)
(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Figura B

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



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Markit.

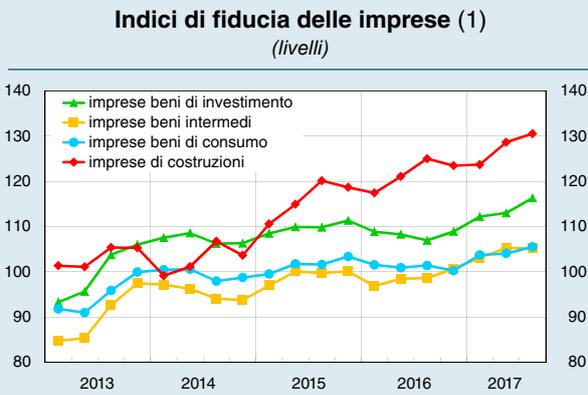
(1) Indice PMI: livello medio nel trimestre di riferimento. Valore aggiunto nel terziario: variazione percentuale sul periodo precedente e dati destagionalizzati. – (2) Scala di destra. – (3) Il dato del valore aggiunto nel terzo trimestre del 2017 non è ancora disponibile.

Nostre valutazioni, basate sui dati di luglio e agosto e su un'ampia gamma di informazioni congiunturali per il mese di settembre, indicano che nella media del terzo trimestre la produzione industriale

¹ La 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, si basa su un'ampia gamma di informazioni parziali (quali i consumi elettrici, il traffico merci, la produzione industriale), su sondaggi presso le imprese e su altre valutazioni di tipo qualitativo, che possono essere combinati sulla base di modelli statistici. Per una panoramica riguardante i modelli di previsione a breve termine cfr. il riquadro: *L'attività economica nel quarto trimestre del 2016 sulla base degli indicatori congiunturali coincidenti*, in *Bollettino economico*, 1, 2017. Cfr. inoltre sul sito della Banca d'Italia: *Modelli macroeconomici*.

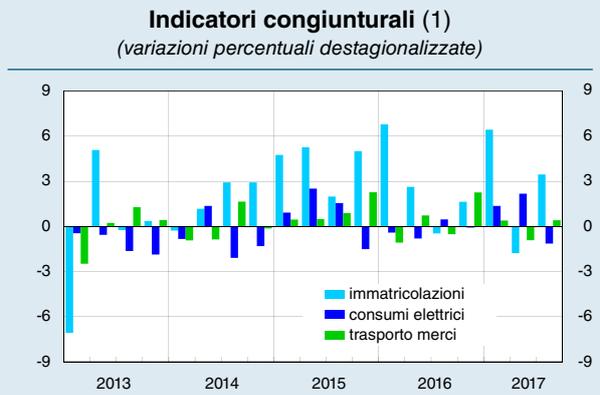
avrebbe registrato un deciso rialzo, di quasi due punti percentuali. Il clima di fiducia delle imprese rilevato dall'Istat ha continuato a migliorare, in particolare nel comparto dei beni strumentali (figura C). Segnali positivi provengono anche dall'accelerazione delle immatricolazioni e dei flussi di trasporto merci; per contro i consumi elettrici hanno subito una lieve riduzione (figura D).

Figura C



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

Figura D



Fonte: elaborazioni su dati Istat, Terna, Autostrade per l'Italia e Ferrovie dello Stato.
(1) Variazione media nel trimestre di riferimento. 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.

Il contributo del valore aggiunto dell'edilizia alla crescita del prodotto, appena negativo nel secondo trimestre, sarebbe stato nullo nel terzo. La produzione nel comparto delle costruzioni avrebbe sostanzialmente ristagnato in estate, ma emergono segnali favorevoli dall'indicatore di fiducia delle imprese del settore, che ha recuperato i valori registrati alla fine del 2007, prima dell'avvio della crisi. Sulla base dei giudizi delle aziende intervistate nell'ambito delle indagini della Banca d'Italia, nel comparto si stanno consolidando le prospettive della domanda, favorendo la propensione a investire (cfr. *Indagini sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 16 ottobre 2017).

2.2 LE IMPRESE

Nel terzo trimestre si stima che l'attività manifatturiera abbia accelerato rispetto al periodo precedente. Anche nel settore edile le condizioni cicliche sarebbero migliorate, pur rimanendo ampiamente al di sotto dei livelli precedenti la crisi. La fiducia delle imprese resta su valori storicamente elevati in quasi tutti i principali comparti di attività; secondo le nostre indagini le valutazioni delle aziende sulle prospettive della domanda si confermano positive e le condizioni per investire registrano un ulteriore miglioramento.

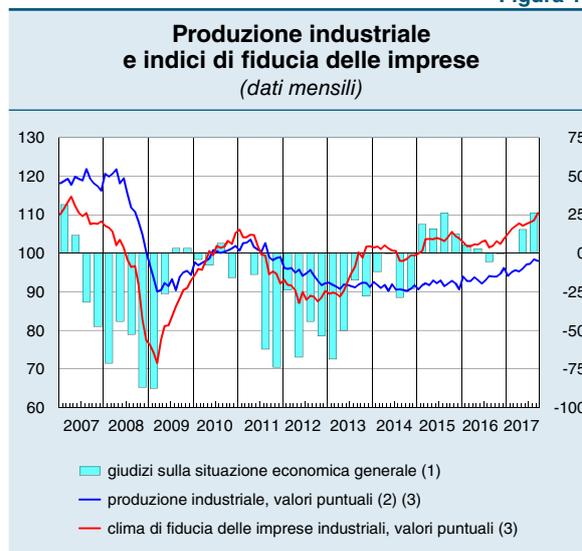
La produzione industriale accelera nel periodo estivo

In agosto la produzione industriale è aumentata in termini congiunturali dell'1,2 per cento. Nostre stime indicano che nel terzo trimestre l'attività manifatturiera avrebbe accelerato rispetto al periodo precedente (fig. 16; cfr. il riquadro: *L'attività economica nel terzo trimestre sulla base degli indicatori congiunturali*).

Gli indicatori di fiducia sono migliorati...

Nel corso dei mesi estivi l'indice di fiducia delle imprese ha raggiunto livelli elevati, recuperando i valori osservati prima dell'avvio della crisi globale nell'estate del 2007. Gli incrementi più significativi si sono verificati nella manifattura, nelle costruzioni

Figura 16



Fonte: elaborazioni su dati Istat, Terna e Banca d'Italia.
 (1) Scala di destra. Saldo in punti percentuali tra le risposte "migliori" e "peggiori" al quesito sulle condizioni economiche generali (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 16 ottobre 2017). – (2) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi; il dato per settembre 2017 è stimato. – (3) Indice: 2010=100.

e, tra le attività terziarie, nel turismo, per il quale anche l'*Indagine sul turismo internazionale* svolta dalla Banca d'Italia fornisce segnali di espansione dell'attività durante il periodo estivo. Secondo l'indagine trimestrale condotta in settembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, i giudizi sulla situazione economica generale sono nuovamente migliorati rispetto al periodo precedente, rafforzando una tendenza in atto dalla fine dello scorso anno; le attese sulla domanda sono rimaste positive e le valutazioni sulle condizioni di investimento sono diventate più favorevoli, con un deciso recupero nell'edilizia. Indicazioni coerenti emergono anche dagli indici ricavati dai sondaggi presso i responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers index*, PMI), stabilizzatisi su valori elevati sia nella manifattura sia nei servizi.

...e le imprese prefigurano un'espansione degli investimenti

Nel secondo trimestre gli investimenti sono tornati a salire, sospinti dagli acquisti di macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto,

dopo la temporanea contrazione dei primi tre mesi dell'anno; tale calo rifletteva presumibilmente un anticipo degli acquisti alla fine del 2016, a fronte dell'incertezza sulla proroga degli incentivi fiscali allora in scadenza. L'indagine Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore* prefigura un'apprezzabile accelerazione della spesa per investimenti nella seconda metà del 2017, in particolare nell'industria in senso stretto e per le aziende di grande dimensione. Anche il consueto sondaggio autunnale sullo stato della congiuntura, svolto presso un campione di imprese con almeno 20 addetti dell'industria in senso stretto e dei servizi privati non finanziari (cfr. *Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi*, Banca d'Italia, Statistiche, di prossima pubblicazione) segnala, per il complesso del 2017, un'ulteriore espansione dei piani di investimento (cfr. il riquadro: *Le prospettive degli investimenti sulla base delle inchieste presso le imprese*).

LE PROSPETTIVE DEGLI INVESTIMENTI SULLA BASE DELLE INCHIESTE PRESSO LE IMPRESE

L'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita, condotta in settembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* su un campione di circa 1.000 imprese con almeno 50 addetti dell'industria in senso stretto, dei servizi e delle costruzioni (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 16 ottobre 2017), segnala un nuovo, diffuso miglioramento dei giudizi sul quadro economico generale, corrente e atteso. Si sono rafforzate anche le aspettative a breve termine delle aziende sulle proprie condizioni operative, soprattutto le attese sull'evoluzione della domanda.

Secondo le imprese le condizioni per investire sono divenute ancora più favorevoli: il saldo tra i giudizi di miglioramento e di peggioramento ha continuato a salire per l'insieme delle aziende (a 14,4 punti percentuali, da 8,6 nella rilevazione di giugno; figura). Nell'edilizia, sebbene le valutazioni restino più caute nel confronto con gli altri settori, l'incremento della propensione a investire è stato marcato e si è associato a giudizi meno sfavorevoli sulle condizioni attuali di accesso al credito e su quelle di liquidità attese per il prossimo trimestre.

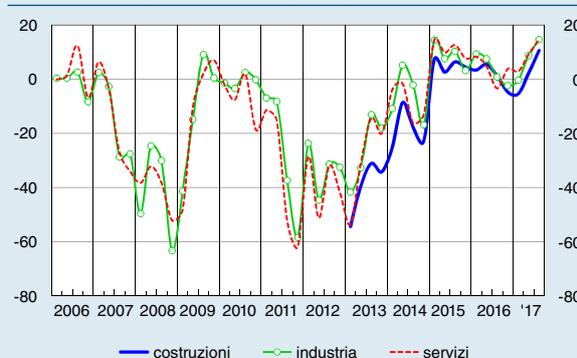
I piani di investimento per il complesso del 2017 si confermano in espansione, con segnali positivi in tutti i principali settori: la quota di imprese che prefigura un rialzo dell'accumulazione continua a superare quella delle aziende che ne pianificano una riduzione (di 22,3 punti percentuali per il totale delle imprese, a fronte di 21,0 in giugno; tavola). Il prevalere di valutazioni favorevoli è particolarmente accentuato nell'industria in senso stretto (dove il divario è di 28,1 punti); è ancora molto ridotto nelle costruzioni, pur avendo segnato un aumento di circa 7 punti (a 13,2).

Fra le aziende della manifattura e dei servizi, quelle che ritengono di avere ormai superato la fase più difficile della congiuntura sono salite a quasi i due terzi del totale, da meno del 50 per cento nella prima metà del 2016; fra queste il saldo tra quante intendono accrescere la spesa per investimenti e quelle che prevedono di ridurla è positivo per 34,2 punti percentuali, risulta pari a soli 2,5 punti tra le rimanenti imprese.

Tra settembre e ottobre del 2017 le Filiali della Banca d'Italia hanno svolto anche la consueta indagine autunnale sullo stato della congiuntura su un campione di aziende attive nell'industria in senso stretto e nei servizi privati non finanziari con almeno 20 addetti e di imprese delle costruzioni con almeno 10 addetti (cfr. *Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi*, Banca d'Italia, Statistiche, di prossima pubblicazione). La rilevazione ha confermato i segnali di rafforzamento della ripresa ciclica. Per i primi nove mesi del 2017 quasi la metà delle imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi ha riportato un aumento del fatturato rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, contro il 19,3 per cento che ne ha indicato una flessione. In presenza di attese di stabilità della domanda nei prossimi sei mesi per poco più della metà delle imprese (56,9 per cento nell'indagine del 2016), la quota di coloro che esprimono aspettative di miglioramento è salita al 40,3 per cento (da 33,2).

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

Tavola

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

RISPOSTE	Industria in senso stretto	Servizi	Costruzioni	Totale economia
Spesa per investimenti programmata per il secondo semestre del 2017 rispetto al primo				
Più alta	31,5	28,0	26,3	29,6
Praticamente uguale	54,7	58,0	64,4	56,8
Più bassa	13,8	14,0	9,3	13,7
Spesa per investimenti programmata per il 2017 rispetto a quella effettuata nel 2016				
Più alta	42,0	34,7	29,9	37,9
Praticamente uguale	44,1	48,2	53,3	46,5
Più bassa	13,9	17,1	16,7	15,6

(1) Stime ponderate tenendo conto del rapporto tra il numero di imprese rilevate e il numero di quelle presenti nell'universo di riferimento nell'indagine condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* presso le imprese italiane con almeno 50 addetti (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 16 ottobre 2017). Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

Questa indagine fornisce informazioni dettagliate sui piani di investimento, che risultano in espansione per il complesso del 2017. Il 35,7 per cento delle imprese ha usufruito (oppure intende farlo) degli incentivi agli investimenti legati al piano nazionale Industria 4.0 (iper ammortamento); tra queste il 38,1 per cento segnala che oltre un terzo degli investimenti totali pianificato per l'anno in corso beneficia di tali agevolazioni. La ripresa dell'accumulazione proseguirebbe a un tasso sostenuto anche nel 2018, grazie al rafforzamento della domanda e degli incentivi fiscali.

Nel triennio 2015-17 il 40,4 per cento delle imprese ha stabilito come priorità strategica degli investimenti la sostituzione di fabbricati, macchinari e attrezzature senza modificare nel complesso la propria capacità produttiva. L'ampliamento di quest'ultima rientra nelle intenzioni del 36,1 per cento delle aziende, percentuale che salirebbe al 42,4 nei prossimi tre anni.

Le condizioni operative del settore delle costruzioni risultano più favorevoli: la percentuale di imprese che segnalano nel complesso del 2017 una produzione in aumento (37,3 per cento) supera di 9,0 punti percentuali quella delle aziende che ne rilevano un peggioramento; il saldo tra le due modalità di risposta è divenuto positivo e pari a 6,2 punti per la prima volta dal 2007 (anno di inizio della rilevazione) per le imprese che realizzano opere pubbliche. Le valutazioni sulle prospettive per il prossimo anno sono più ottimistiche, sebbene ancora il 43,8 per cento delle aziende edili prefiguri una produzione stabile.

Le compravendite immobiliari sono in lento recupero

Nel secondo trimestre il numero delle compravendite di abitazioni è salito (dell'1,7 per cento; fig. 17), proseguendo una tendenza in atto sin dall'inizio del 2014; si colloca tuttavia su livelli ampiamente inferiori a quelli precedenti la crisi economica e finanziaria. I prezzi hanno segnato un modesto rialzo, dello 0,3 per cento sul primo trimestre, dopo essere rimasti invariati dall'inizio dello scorso anno. Secondo il *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* condotto in luglio, le condizioni della domanda mostrano segnali di stabilizzazione e le valutazioni sulle tendenze di breve periodo migliorano rispetto al trimestre precedente. Per le imprese edili intervistate in settembre nell'ambito dell'indagine Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore* sia le condizioni per investire sia le attese sulla domanda sono migliorate.

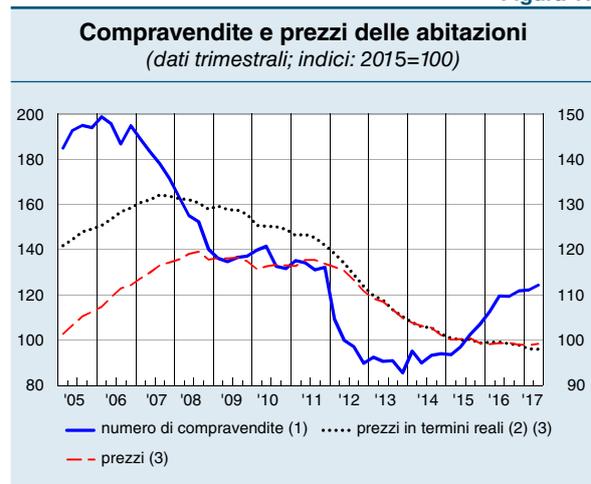
L'apprezzamento nominale dell'euro si è riflesso in un peggioramento della competitività

Nostre stime segnalano che dalla fine dello scorso anno l'apprezzamento nominale dell'euro nei confronti delle principali valute (cfr. il par. 1.3) ha comportato in Italia una perdita di competitività di prezzo – valutata sulla base dei prezzi alla produzione dei beni manufatti e tenendo conto della struttura commerciale del nostro paese – di circa due punti percentuali (fig. 18). La competitività sarebbe peggiorata in misura lievemente più accentuata in Germania, più contenuta in Francia.

La redditività delle imprese è stabile, migliora l'autofinanziamento

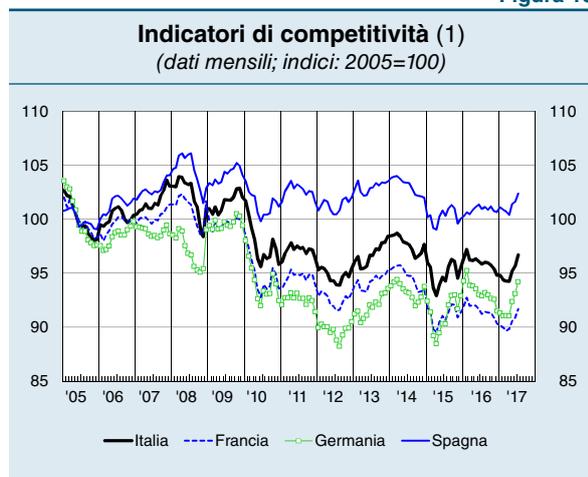
Sulla base dei dati diffusi dall'Istat e di nostre stime, nel secondo trimestre del 2017 il rapporto tra margine operativo lordo (MOL) e valore aggiunto è rimasto pressoché invariato nel confronto con il periodo precedente. La capacità di autofinanziamento (calcolata come differenza tra MOL e oneri complessivi) è

Figura 17



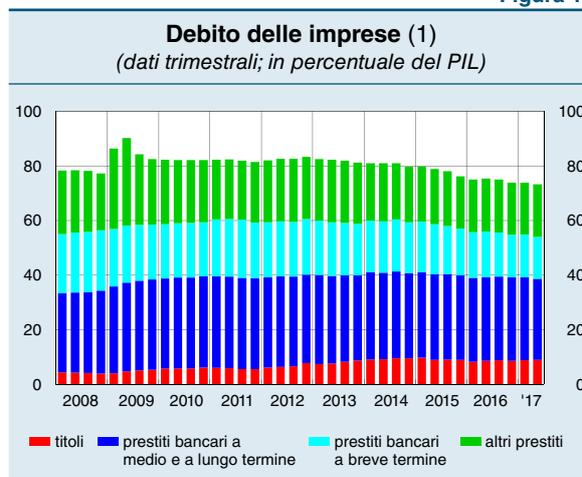
Fonte: elaborazioni su dati OMI, Banca d'Italia, Istat e *Consulente immobiliare*.
(1) Valori corretti per la stagionalità e per gli effetti di calendario. – (2) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo. – (3) Scala di destra.

Figura 18



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 luglio 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 19



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.

migliorata, continuando a beneficiare del calo degli oneri finanziari netti. A fronte di una spesa per investimenti in rapporto al valore aggiunto sostanzialmente stabile, il fabbisogno finanziario delle imprese si è ridotto.

La dinamica del credito alle imprese resta differenziata tra i vari settori di attività

Nel secondo trimestre il debito complessivo delle imprese in percentuale del PIL è lievemente diminuito al 73 per cento (dal 74; fig. 19). La dinamica del credito bancario rimane eterogenea tra settori di attività economica e dimensione di impresa (cfr. il par. 2.7).

2.3 LE FAMIGLIE

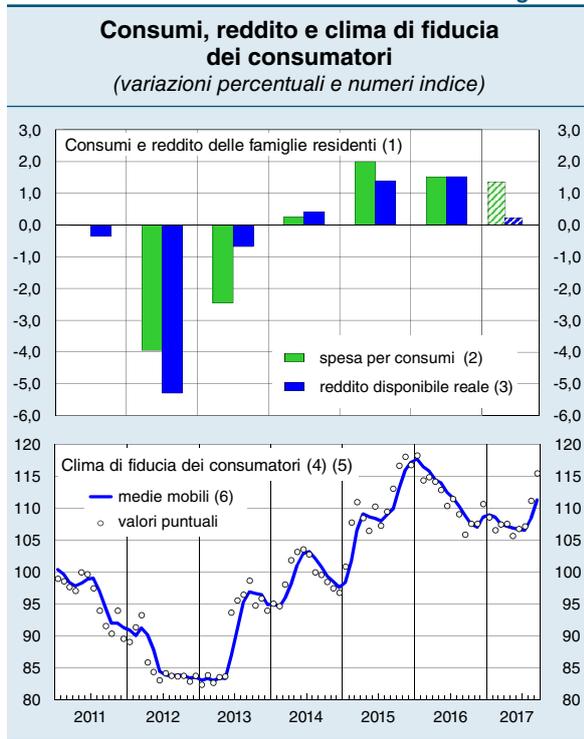
La spesa delle famiglie ha continuato ad aumentare, in particolare gli acquisti di servizi; la propensione al risparmio è diminuita. Il deciso miglioramento del clima di fiducia dei consumatori e il significativo rialzo degli acquisti di autoveicoli nei mesi estivi prefigurano una prosecuzione dell'espansione dei consumi anche nel terzo trimestre.

Prosegue la crescita dei consumi delle famiglie

Nei mesi primaverili è proseguito l'aumento dei consumi delle famiglie (0,2 per cento nel confronto con il primo trimestre), seppure in rallentamento; la crescita della spesa per servizi ha più che bilanciato la contrazione degli acquisti di beni, che ha riguardato soprattutto quelli durevoli e semidurevoli.

Le informazioni congiunturali più recenti sono coerenti con una prosecuzione dell'espansione dei consumi nei mesi estivi a un ritmo lievemente superiore rispetto a quello del trimestre precedente. Le immatricolazioni di autoveicoli sono tornate a crescere, al 3,5 per cento, dopo il calo dell'1,8 registrato in primavera; l'indice del clima di fiducia dei consumatori è nettamente migliorato nella media del terzo trimestre, grazie soprattutto all'andamento della componente relativa alla situazione economica e alle attese future.

Figura 20



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Variazioni percentuali sull'anno precedente. Fino al 2016 dati annuali; per il 2017 variazioni percentuali dei primi 6 mesi sullo stesso periodo del 2016. – (2) Valori 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.

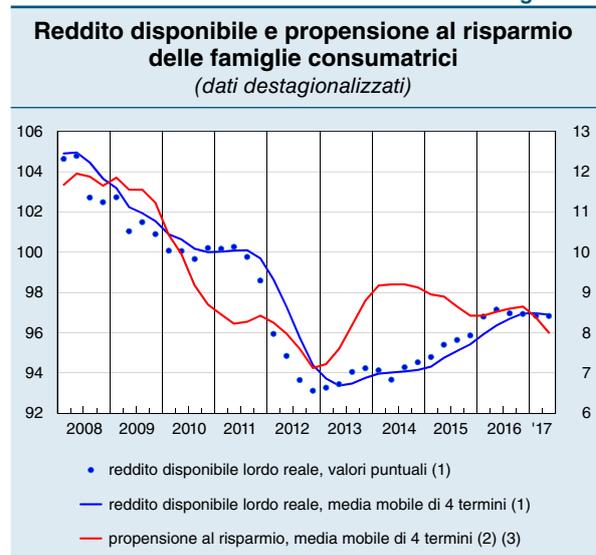
La dinamica positiva dei consumi, che a seguito della revisione dei conti nazionali risulta nel complesso dell'ultimo triennio più intensa di quanto precedentemente stimato, è stata più accentuata rispetto al recupero del reddito disponibile (fig. 20), che nei periodi recenti ha beneficiato soprattutto del buon andamento del mercato del lavoro (cfr. il par. 2.5). La propensione al risparmio è diminuita di 0,4 punti percentuali nel secondo trimestre, all'8 per cento (fig. 21).

Il grado di indebitamento delle famiglie si è ridotto

Nei mesi primaverili del 2017 il debito delle famiglie italiane in rapporto al reddito disponibile è diminuito al

61,3 per cento (dal 61,5 di marzo; fig. 22), un livello ben al di sotto di quello medio dell'area dell'euro (94,3 per cento); in rapporto al PIL il debito è stato pari al 41,4 per cento (58,2 nell'area dell'euro). L'incidenza sul reddito disponibile degli oneri sostenuti per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale) è stata pari al 10 per cento circa. Nello stesso periodo i tassi di interesse sui nuovi mutui hanno continuato a collocarsi su valori minimi nel confronto storico (cfr. il par. 2.7).

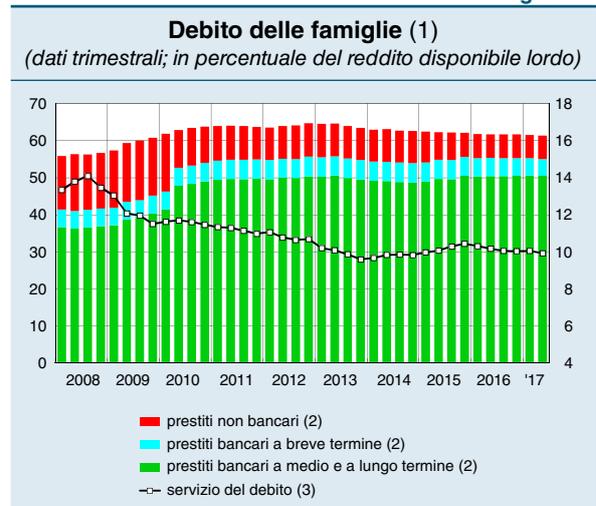
Figura 21



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Figura 22



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

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

2.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Dopo una protratta fase di crescita, nel secondo trimestre del 2017 le esportazioni sono rimaste stazionarie, ma sono aumentate quelle di beni; le prospettive delineate dagli indicatori congiunturali restano nel complesso favorevoli. L'elevato avanzo di conto corrente sta contribuendo a ridurre la posizione debitoria del Paese nei confronti dell'estero; è ripreso l'interesse degli investitori stranieri per i titoli italiani.

Le esportazioni di beni sono cresciute... Nel secondo trimestre i volumi esportati hanno ristagnato rispetto al periodo precedente, risentendo del calo della componente dei servizi. Le vendite di beni, cresciute dello 0,4 per cento, sono state trainate dagli scambi con l'Unione europea (UE), in particolare con l'area dell'euro, mentre sono diminuite al suo esterno. L'incremento delle esportazioni è stato diffuso fra i principali settori industriali, ad eccezione di quelli dei mezzi di trasporto e dei prodotti petroliferi raffinati che hanno invece registrato una contrazione delle vendite.

Le importazioni sono aumentate, soprattutto nella componente dei beni (1,3 per cento in volume) che ha beneficiato in particolare degli acquisti dai paesi della UE.

...e migliorano le attese I dati più recenti mostrano ampia volatilità nel periodo estivo: dopo un calo in luglio, che ha riguardato le destinazioni interne ed esterne alla UE, le esportazioni di beni a prezzi correnti corrette per gli effetti della stagionalità sono tornate a crescere in agosto (4,2 per cento). Nei giudizi degli esportatori rilevati dall'Istat sono ancora migliorati gli indicatori sugli ordini esteri e sulle attese di vendita, mentre l'indice PMI sugli ordini esteri delle imprese manifatturiere è rimasto sopra la soglia compatibile con un'espansione delle vendite (fig. 23).

Si è ampliato l'avanzo di conto corrente L'avanzo di conto corrente si è ulteriormente ampliato nei primi otto mesi del 2017. Il saldo dei redditi primari è divenuto positivo, più che compensando la flessione dell'avanzo mercantile determinata dalla maggiore spesa per le materie prime energetiche. Resta sostanzialmente invariato il deficit nei saldi dei servizi (nonostante il buon andamento dei viaggi) e dei redditi secondari (tav. 5). Il saldo di conto

Figura 23



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.

Tavola 5

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

VOCI	2015	2016	gen.-ago. 2016	gen.-ago. 2017
Conto corrente	25,6	45,6	27,7	28,4
<i>per memoria: in % del PIL</i>	1,5	2,7	–	–
Merci	51,1	59,8	39,4	35,8
prodotti non energetici (2)	83,4	84,8	55,4	57,0
prodotti energetici (2)	-32,2	-25,1	-16,0	-21,2
Servizi	-2,7	-2,8	-0,6	-0,6
Redditi primari	-8,2	5,0	-0,4	4,0
Redditi secondari	-14,7	-16,5	-10,6	-10,8
Conto capitale	4,0	-2,6	-1,4	-1,2
Conto finanziario	36,0	66,6	36,4	33,6
Investimenti diretti	2,4	-2,9	-3,0	-8,0
Investimenti di portafoglio	98,3	159,6	110,5	80,5
Derivati	2,3	-3,0	1,1	-2,8
Altri investimenti (3)	-67,6	-85,9	-70,5	-38,4
Variazione riserve ufficiali	0,5	-1,2	-1,7	2,3
Errori e omissioni	6,5	23,6	10,1	6,3

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

corrente, nei dodici mesi terminanti in agosto, è stimato al 2,7 per cento del PIL (fig. 24).

Torna l'interesse degli investitori esteri per i titoli italiani

Tra gennaio e agosto gli investitori esteri hanno effettuato acquisti netti di titoli di portafoglio italiani per 7,9 miliardi: una riduzione delle consistenze di titoli pubblici, concentrata stagionalmente in agosto dopo acquisti positivi nei primi sette mesi, è stata più che compensata dagli acquisti di azioni e obbligazioni emesse dal settore bancario. Gli investimenti netti in titoli esteri da parte dei residenti sono stati pari a 88,4 miliardi, in prevalenza quote di fondi comuni, e sono riconducibili principalmente ad assicurazioni, fondi pensione, altri intermediari finanziari e famiglie. Tali investimenti riflettono il processo di ricomposizione dei portafogli delle famiglie italiane a favore di prodotti assicurativi e del risparmio gestito, caratterizzati da una maggiore diversificazione internazionale.

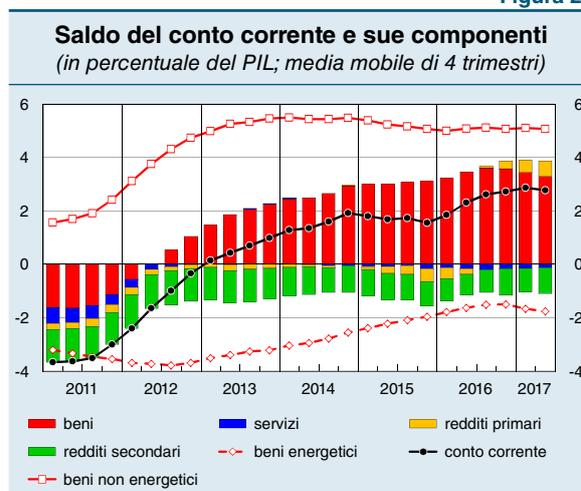
La posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2 era pari a 432 miliardi alla fine di settembre (da 357 al termine del 2016); dopo l'ampliamento avvenuto nel primo trimestre, alla fine del quale aveva raggiunto 420 miliardi, ha registrato variazioni contenute nei mesi successivi. Tra gennaio e agosto (ultimo mese per il quale è possibile un confronto con i dati di bilancia dei pagamenti) l'aumento del saldo debitorio ha avuto come contropartita acquisti netti di titoli esteri da parte di residenti e il calo della raccolta all'estero delle banche italiane, parzialmente compensati dall'avanzo di conto corrente e dagli acquisti di titoli privati italiani da parte di non residenti (fig. 25).

La posizione netta verso l'estero migliora

Al termine del secondo trimestre del 2017 la posizione debitoria netta dell'Italia era pari all'8,5 per cento del PIL e risultava inferiore di quasi 16 punti percentuali rispetto al massimo del marzo 2014; la riduzione è spiegata per circa la metà dal persistere di significativi avanzi di conto corrente.

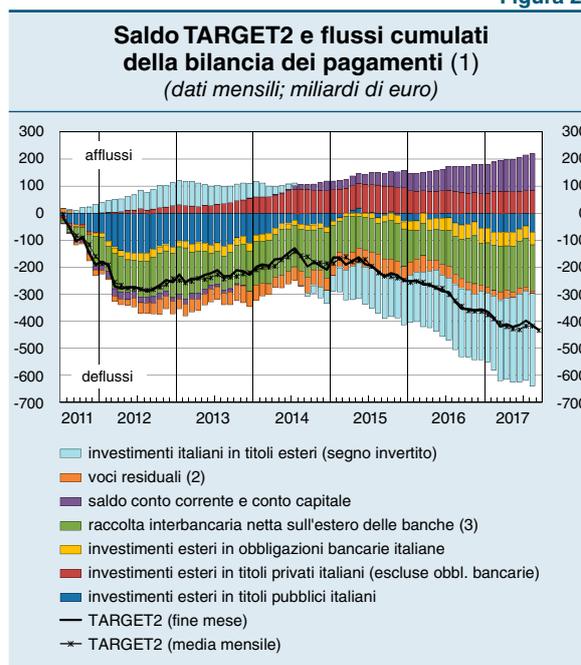
È stata recentemente rivista la stima della serie storica delle attività finanziarie detenute dai residenti in fondi esteri, per la parte depositata all'estero. Tale componente, non rilevabile tramite le usuali statistiche e normalmente stimata in base a regolarità passate, è stata aggiornata grazie all'utilizzo di nuove informazioni raccolte

Figura 24



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

Figura 25



(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, derivati, altri investimenti, riserve ufficiali, errori e omissioni. – (3) Raccolta netta per prestiti, depositi e altri investimenti del settore bancario (compresa quella intermediata da controparti centrali residenti).

in via straordinaria. La revisione, che ha riguardato i dati dal 2010 in avanti, ha comportato un marcato miglioramento (pari a 4,0 punti di PIL a fine 2016) del saldo della posizione patrimoniale netta verso l'estero¹.

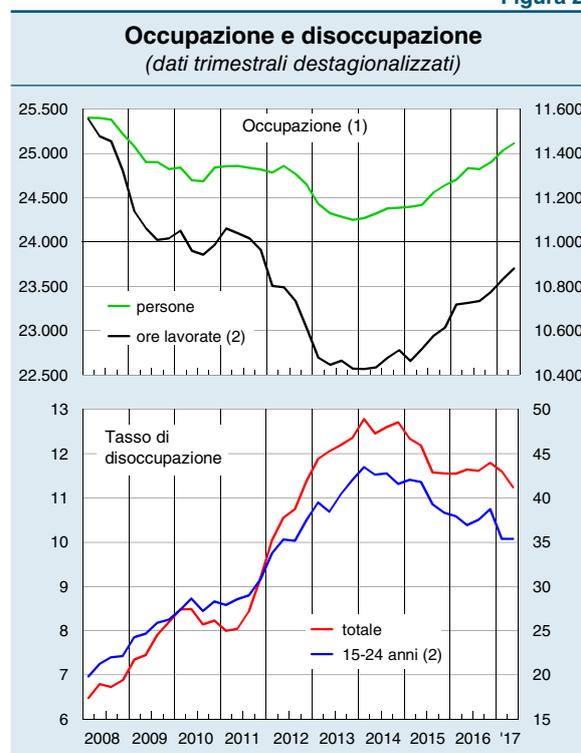
2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

L'occupazione è aumentata nel secondo trimestre e, sulla base delle indicazioni congiunturali più recenti, nei mesi estivi. Il numero di occupati è tornato su livelli prossimi a quelli precedenti l'avvio della crisi globale; le ore lavorate sono invece ancora al di sotto di tali livelli, segnalando un ampio sottoutilizzo della forza lavoro. Le retribuzioni contrattuali continuano a crescere a tassi storicamente bassi.

Nel secondo trimestre sono cresciuti occupati e ore lavorate Nei mesi primaverili del 2017 il numero degli occupati è aumentato (dello 0,3 per cento rispetto al primo trimestre; fig. 26 e tav. 6). La crescita ha riguardato tutti i principali settori, con l'esclusione delle costruzioni. È proseguita l'espansione delle ore lavorate totali, che si è tradotta anche in un incremento di quelle per occupato, soprattutto nell'industria in senso stretto.

La dinamica dell'occupazione nel secondo trimestre è in prevalenza attribuibile all'aumento dei dipendenti a tempo determinato (del 4,8 per cento). È salito anche il numero dei lavoratori con

Figura 26



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

Tavola 6

Occupazione e ore lavorate						
(dati trimestrali destagionalizzati; migliaia di persone; milioni di ore; variazioni percentuali sul trimestre precedente)						
VOCI	Consistenze		Variazioni			
	2° trim. 2007	2° trim. 2017	3° trim. 2016	4° trim. 2016	1° trim. 2017	2° trim. 2017
Totale occupati	25.250	25.115	0,0	0,3	0,5	0,3
di cui: industria in senso stretto	4.911	4.201	0,2	0,1	0,2	0,3
servizi privati (1)	10.386	10.951	0,0	0,4	0,4	0,2
Dipendenti	18.583	19.040	0,2	0,5	0,7	0,8
Autonomi	6.667	6.075	-0,8	-0,3	-0,1	-1,0
Ore lavorate	11.464	10.870	0,1	0,4	0,6	0,5
di cui: industria in senso stretto	2.271	1.876	0,2	0,5	0,7	1,1
servizi privati (1)	4.968	4.951	0,0	0,4	0,1	0,5
Dipendenti	7.663	7.547	0,3	0,8	1,0	0,8
Autonomi	3.801	3.323	-0,2	-0,3	-0,3	-0,1

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

¹ Cfr. sul sito della Banca d'Italia la nota metodologica: *Revisione delle statistiche sull'estero dell'Italia*, settembre 2017.

contratto a tempo indeterminato (dello 0,2 per cento, in linea con il periodo precedente). Nel complesso dalla fine del 2014 l'occupazione subordinata a termine è cresciuta di 366.000 unità (15,8 per cento), quella permanente di 437.000 (3,0 per cento).

L'occupazione è aumentata anche nei mesi estivi...

Sulla base dei dati preliminari della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, l'espansione dell'occupazione è proseguita anche in luglio e agosto (0,5 per cento rispetto al bimestre precedente). I risultati delle indagini sulle aspettative occupazionali delle imprese condotte dall'Istat suggeriscono un ulteriore, contenuto incremento dell'occupazione nei mesi autunnali; un'indicazione simile è inoltre desumibile dai dati amministrativi di fonte INPS, che si riflettono sulle stime dell'Istat con ritardo (cfr. il riquadro: *L'andamento delle assunzioni e gli effetti delle misure sul mercato del lavoro in base ai dati amministrativi*, in *Bollettino economico*, 4, 2015).

...ma i margini di inutilizzo della forza lavoro restano ampi

Il numero di occupati è tornato in prossimità dei livelli precedenti l'avvio della crisi globale. In Italia tuttavia, così come nel resto dell'area dell'euro, vi sono indicazioni che il grado di inutilizzo complessivo del fattore lavoro rimanga più elevato di quanto segnalato dal solo dato sul numero di occupati: le ore complessivamente lavorate nel secondo trimestre del 2017 (fig. 26 e tav. 6) sono ancora oltre il 5 per cento al di sotto dei livelli del 2007, valore superiore rispetto a quello rilevato per il complesso dell'area (cfr. il riquadro: *Salari e misure della disoccupazione nell'area dell'euro* del capitolo 1).

Il tasso di disoccupazione è diminuito

A fronte di un tasso di partecipazione sostanzialmente invariato, la crescita dell'occupazione nel secondo trimestre ha determinato un calo del tasso di disoccupazione di quattro decimi di punto, all'11,2 per cento (fig. 26); quello giovanile (15-24 anni) si è mantenuto stabile, al 35,4 per cento (che corrisponde a un'incidenza della disoccupazione sul totale della popolazione in questa fascia di età pari al 9,2 per cento). Secondo i dati preliminari della *Rilevazione sulle forze di lavoro* nella media del bimestre luglio-agosto il tasso di disoccupazione complessivo è rimasto invariato, all'11,2 per cento, mentre quello giovanile è sceso al 35,2.

La crescita delle retribuzioni contrattuali rimane modesta

Nel secondo trimestre le retribuzioni contrattuali orarie nel settore privato non agricolo sono aumentate dello 0,5 per cento rispetto a un anno prima; tale andamento, pari a quello registrato nel periodo precedente, si sarebbe mantenuto pressoché invariato anche nei mesi estivi (0,6 per cento nella media del bimestre luglio-agosto). La dinamica delle retribuzioni di fatto nel settore privato non agricolo, e in particolare nella manifattura, è rimasta su un livello lievemente superiore a quella delle retribuzioni contrattuali, risentendo dell'incremento, in atto da oltre due anni, delle ore lavorate per addetto, che però permangono al di sotto dei valori registrati prima della crisi (cfr. il riquadro: *Salari e misure della disoccupazione nell'area dell'euro* del capitolo 1).

In prospettiva a contenere la crescita delle retribuzioni contribuiranno i legami più stringenti tra la dinamica salariale e l'inflazione realizzata, introdotti in alcuni contratti siglati nello scorso biennio.

2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

L'inflazione resta debole, all'1,3 per cento in settembre; famiglie e imprese non se ne attendono un rafforzamento significativo. Secondo le indagini disponibili le aziende hanno rialzato i listini di vendita di circa l'1 per cento e prevedono incrementi di analoga entità l'anno prossimo; hanno rivisto al ribasso le attese sull'inflazione al consumo, che restano comunque superiori ai minimi di un anno

fa. Il 60 per cento circa delle famiglie si aspetta prezzi invariati o in calo.

L'inflazione al consumo rimane debole... In settembre l'inflazione al consumo si è collocata all'1,3 per cento (dall'1,4 nel mese precedente; fig. 27).

Pressioni al ribasso sono derivate dal rallentamento dei prezzi dei beni energetici e di quelli dei servizi.

...come quella di fondo L'inflazione di fondo, in lieve diminuzione in settembre (all'1,1 per cento, dall'1,2 in agosto; tav. 7), si attesta ancora su valori contenuti, per effetto anche della persistente debolezza della dinamica salariale (cfr. il par. 2.5). Nello stesso mese la quota di voci elementari che hanno registrato una variazione negativa dei prezzi è scesa al 20 per cento; per le componenti di fondo la percentuale è invece diminuita lievemente (al 25 per cento, dal 29).

Figura 27

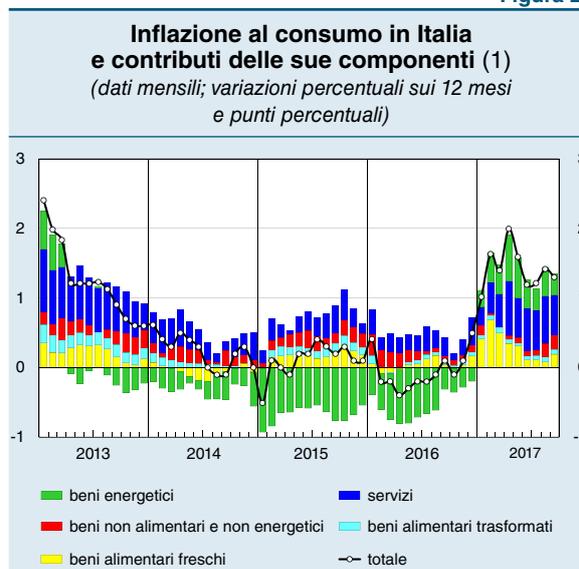


Tavola 7

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

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

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.

I prezzi alla produzione tornano a crescere

In agosto i prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno hanno accelerato (all'1,6 per cento sui dodici mesi, dallo 0,9 in luglio), riflettendo principalmente l'andamento della componente dei beni energetici.

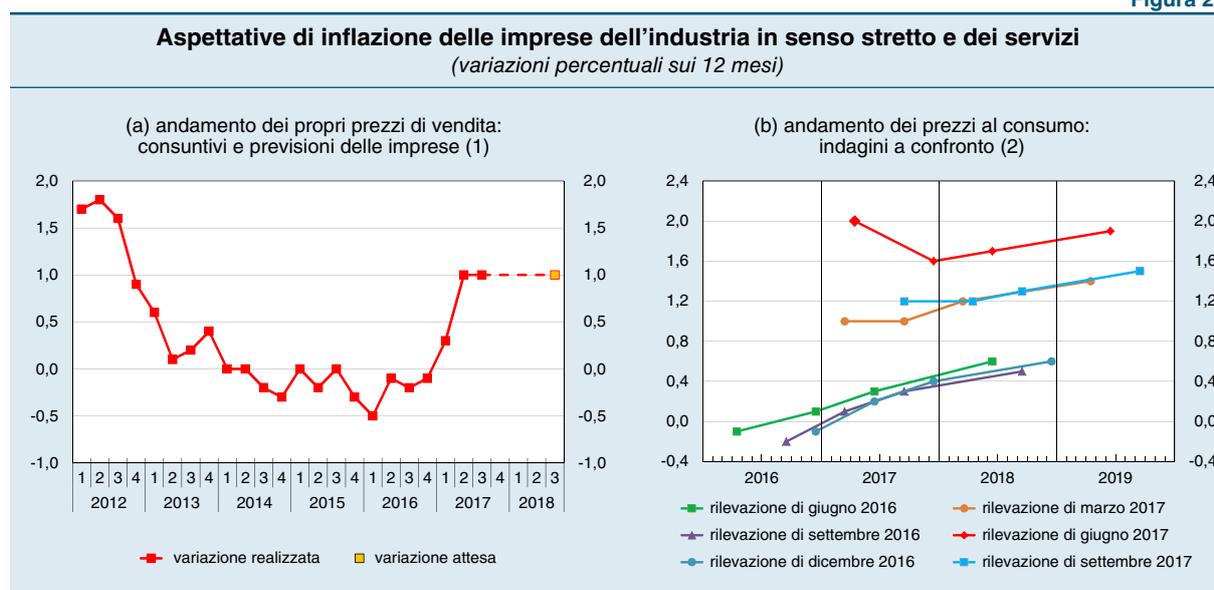
La variazione dei prezzi dei beni non alimentari destinati al consumo finale è aumentata in misura contenuta (allo 0,3 per cento, dallo 0,1).

Le attese sull'inflazione sono state riviste al ribasso

I listini di vendita delle aziende censite nell'indagine trimestrale condotta in settembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* sono saliti dell'1,0 per cento negli ultimi dodici mesi; secondo le imprese la crescita nel prossimo anno si manterrebbe stabile. Le aziende intervistate hanno rivisto leggermente al ribasso le attese sull'andamento dell'inflazione al consumo, che

comunque rimangono in larga misura superiori ai minimi toccati alla fine del 2016 (fig. 28). Sulla base delle rilevazioni dell'Istat nei mesi estivi 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 appena aumentato rispetto al periodo precedente; la percentuale di consumatori che si attende prezzi invariati o in calo nei prossimi dodici mesi è lievemente cresciuta nel confronto con il secondo trimestre (a 61,5 per cento, da 60,1). Le previsioni sull'inflazione degli operatori professionali censiti in ottobre da Consensus Economics sono state riviste verso il basso, all'1,3 per cento nella media del 2017, al di sotto di quelle formulate per il complesso dell'area dell'euro (cfr. il par. 1.2).

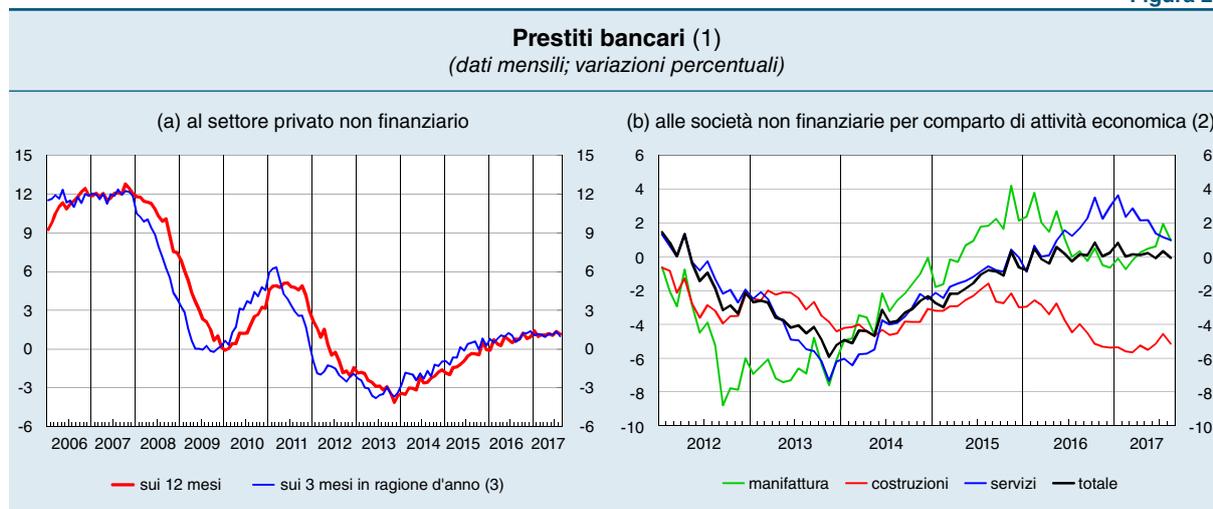
Figura 28



(1) Media robusta delle risposte al quesito sul tasso di variazione dei propri prezzi rispetto ai 12 mesi precedenti e su quello atteso nei prossimi 12 mesi, nell'indagine condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 16 ottobre 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

Le condizioni di offerta del credito restano accomodanti. Sono cresciuti i prestiti erogati alle famiglie, alle imprese industriali e a quelle dei servizi; continuano invece a contrarsi i finanziamenti al settore delle costruzioni, caratterizzato da attività ancora debole e da una maggiore rischiosità. Con il consolidamento della ripresa economica, il tasso di deterioramento del credito è tornato in linea con i valori precedenti



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*.

l'avvio della crisi finanziaria; la riduzione dell'incidenza dei prestiti deteriorati si è accentuata, anche per effetto dell'esito dell'operazione di liquidazione di due istituti condotta in giugno.

Aumentano i finanziamenti alle famiglie...

Nei tre mesi terminanti in agosto il credito erogato al settore privato non finanziario ha continuato a crescere a un ritmo moderato (1,0 per cento, corretto per i fattori stagionali e in ragione d'anno; fig. 29.a), riflettendo l'espansione dei prestiti alle famiglie (3,0 per cento). I mutui per l'acquisto di abitazioni continuano a beneficiare del basso livello dei tassi di interesse; il credito al consumo è sostenuto dal favorevole andamento della spesa per consumi delle famiglie.

...e alle imprese industriali e dei servizi

La dinamica dei prestiti alle società non finanziarie continua a mostrare eterogeneità fra settori di attività economica e dimensione di impresa. I finanziamenti crescono per le imprese industriali e dei servizi (1,0 per cento in entrambi i comparti nei dodici mesi terminanti in agosto; fig. 29.b); in questi settori l'espansione è concentrata nei confronti delle aziende di maggiore dimensione, a fronte di flussi ancora negativi per quelle più piccole. I prestiti alle imprese operanti nel settore delle costruzioni hanno invece continuato a diminuire (-5,1 per cento). Per il complesso delle società non finanziarie in agosto i prestiti sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto ai dodici mesi precedenti; sono scesi dello 0,5 per cento su base annua rispetto a tre mesi prima (al netto della stagionalità).

I depositi dei residenti crescono

Tra maggio e agosto la raccolta delle banche italiane è lievemente diminuita (tav. 8), riflettendo il calo della componente all'ingrosso e delle obbligazioni collocate allo sportello. I depositi dei residenti hanno invece accelerato (4,1 per cento nei dodici mesi terminanti in agosto).

I sondaggi indicano condizioni di offerta favorevoli

Gli intermediari intervistati nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*) hanno segnalato un ulteriore allentamento delle politiche di offerta nel secondo trimestre del 2017 (cfr. il riquadro: *L'offerta e la*

domanda di credito). Anche sulla base dei sondaggi presso le aziende, condotti in settembre dall'Istat e dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, le condizioni di offerta sono rimaste favorevoli, soprattutto per le società manifatturiere di media e grande dimensione.

Tavola 8

Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)

VOCI	Consistenze di fine mese (2)		Variazioni percentuali sui 12 mesi (3)	
	Maggio 2017	Agosto 2017	Maggio 2017	Agosto 2017
Attività				
Prestiti a residenti in Italia (4)	1.802	1.760	-0,3	-0,8
<i>di cui:</i> a imprese (5)	773	735	0,2	-0,1
a famiglie (6)	631	626	2,4	2,7
Attività verso controparti centrali (7)	71	53	-26,6	-42,3
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (8)	510	489	-2,3	-4,3
<i>di cui:</i> titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	394	376	-4,2	-6,5
Attività verso l'Eurosistema (9)	94	127	396,0	296,7
Attività sull'estero (10)	356	355	3,9	10,8
Altre attività (11)	1.084	1.101	-1,8	-2,5
Totale attivo	3.918	3.885	0,6	0,7
Passività				
Depositi di residenti in Italia (4) (12) (13)	1.445	1.463	3,0	4,1
Depositi di non residenti (10)	298	298	-8,9	-1,6
Passività verso controparti centrali (7)	129	104	-24,3	-32,7
Obbligazioni (13)	315	304	-16,1	-14,7
Passività verso l'Eurosistema (9)	255	255	69,6	46,1
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	115	110	-3,5	-6,9
Capitale e riserve	451	438	1,8	1,3
Altre passività (14)	910	914	0,4	-0,2
Totale passivo	3.918	3.885	0,6	0,7

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

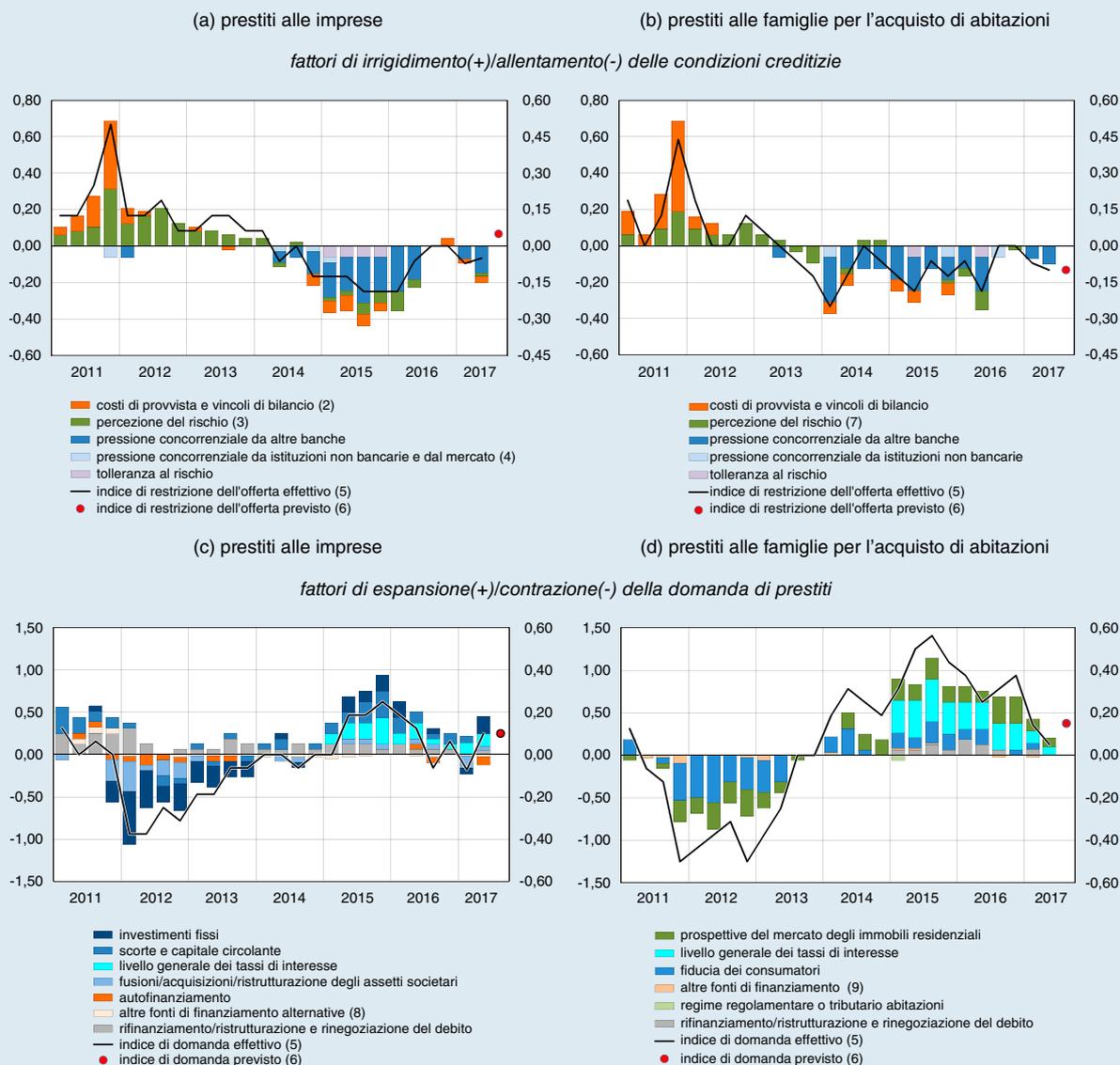
(1) I dati di agosto 2017 sono provvisori. – (2) Miliardi euro. – (3) Corrette per riclassificazioni, variazioni dovute ad aggiustamenti di valore e a fluttuazioni del cambio. Le variazioni dei prestiti alle imprese e alle famiglie sono corrette per le cartolarizzazioni. – (4) Esclude l'operatività nei 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. tavv. 3.3a e 3.3b in *Banche e moneta: serie nazionali*, Banca d'Italia, Statistiche. – (10) Nel periodo considerato queste voci includono prevalentemente operazioni di natura interbancaria. – (11) Include: obbligazioni emesse da IFM residenti; prestiti a IFM residenti; partecipazioni e azioni in società residenti; cassa; quote di fondi comuni monetari; derivati; beni mobili e immobili; altre voci di minore entità. – (12) Esclude le passività connesse con operazioni di cessioni di crediti. – (13) L'aggregato non include le passività nei confronti di IFM residenti. – (14) Include: obbligazioni detenute da IFM residenti; depositi da IFM residenti; derivati; altre voci di minore entità.

L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO

Secondo le banche italiane intervistate nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), nel secondo trimestre di quest'anno le politiche di offerta di finanziamenti alle imprese e alle famiglie sono rimaste espansive. Gli indicatori sulle condizioni del credito hanno evidenziato un lieve allentamento, attribuito dagli intermediari principalmente alla maggiore pressione concorrenziale (figura A)¹. I margini applicati alla media dei prestiti hanno continuato a ridursi e, per i finanziamenti alle imprese, sono aumentati gli importi erogati.

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

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



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

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

Secondo gli intermediari intervistati la domanda di prestiti da parte delle aziende è lievemente aumentata, soprattutto nella componente a lungo termine. L'incremento è stato attribuito al

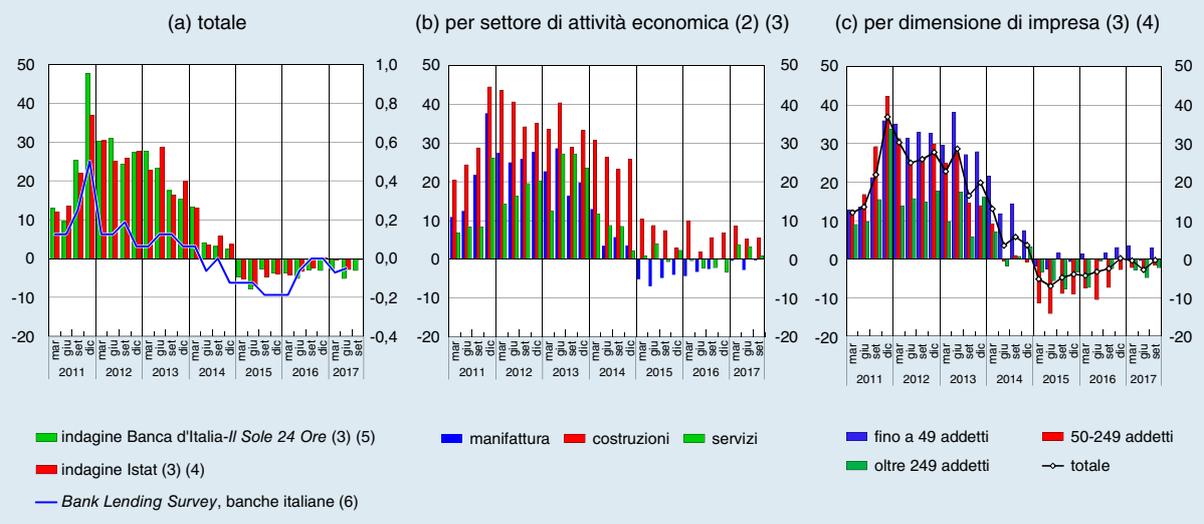
favorevole andamento degli investimenti fissi e al livello contenuto dei tassi di interesse; l'ampia disponibilità di fondi propri delle imprese contribuisce invece a ridurre la domanda di prestiti. Il graduale miglioramento delle prospettive del mercato immobiliare e il basso livello del costo del credito hanno sostenuto la domanda da parte delle famiglie.

Nell'indagine erano presenti quesiti specifici sull'impatto delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO*). Le banche hanno segnalato di aver partecipato all'ultima operazione, condotta lo scorso marzo, principalmente al fine di beneficiare delle condizioni di costo molto favorevoli. La liquidità complessivamente ottenuta è stata utilizzata per l'erogazione di prestiti, soprattutto alle imprese, e per sostituire altre modalità di rifinanziamento con l'Eurosistema e forme di debito in scadenza di altra natura. Le operazioni hanno esercitato un impatto positivo sulla posizione di liquidità delle banche e sulle loro condizioni di finanziamento sul mercato; hanno inoltre contribuito al miglioramento della redditività.

Le condizioni di offerta del credito restano accomodanti anche secondo le imprese. Sulla base dell'indagine sul clima di fiducia condotta dall'Istat per il terzo trimestre dell'anno, sono rimaste sostanzialmente invariate le condizioni di accesso al credito per le aziende operanti nei servizi e nella manifattura, mentre sono lievemente peggiorate per quelle di costruzioni (figura B); l'accesso ai finanziamenti si mantiene più favorevole per le imprese di dimensione medio-grande.

Figura B

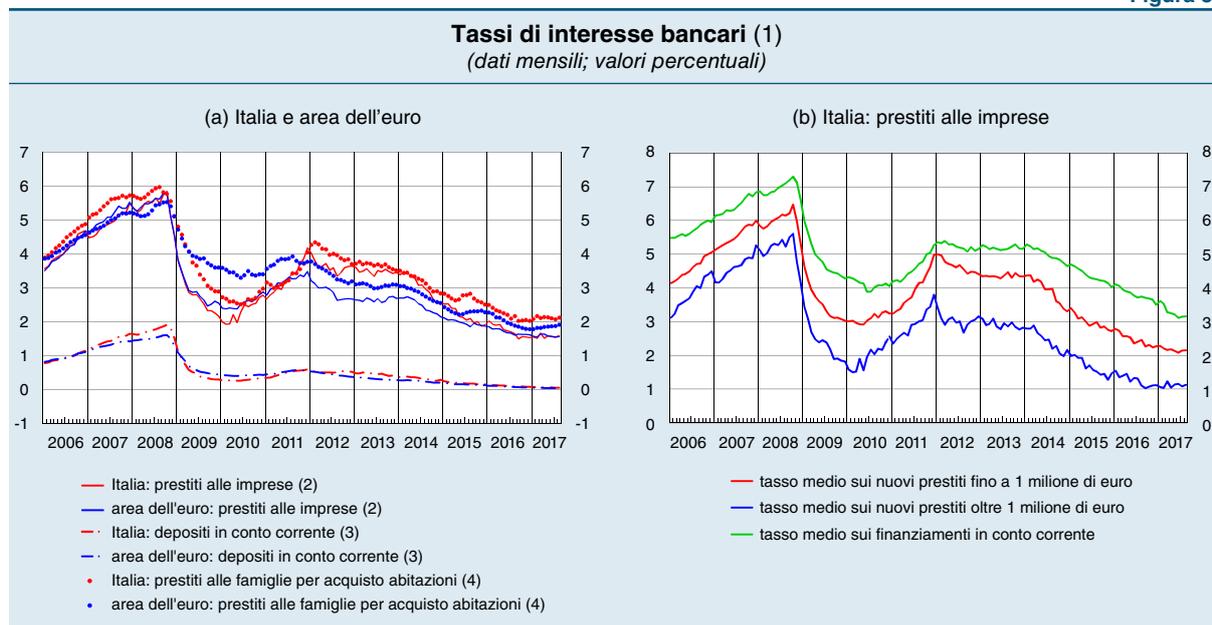
Condizioni di accesso al credito delle imprese (1)



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

Il costo dei nuovi prestiti resta su livelli storicamente contenuti

I tassi medi sui nuovi prestiti alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono rimasti invariati, su livelli storicamente contenuti (1,6 e 2,1 per cento, rispettivamente; fig. 30). Il costo dei nuovi finanziamenti alle aziende è



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'Euro-sistema. – (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.

allineato con quello medio dell'area dell'euro; è superiore di 20 punti base per i mutui alle famiglie.

Si riducono sia il tasso di deterioramento del credito...

Il miglioramento delle condizioni macroeconomiche ha continuato ad avere effetti positivi sulla qualità

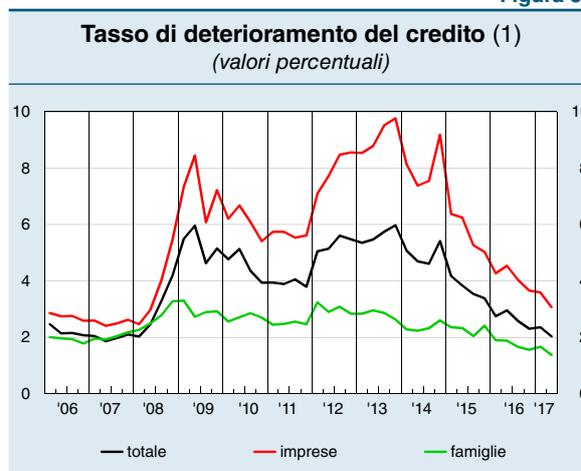
del credito delle banche italiane. Nel secondo trimestre del 2017 il flusso dei nuovi crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, è sceso al 2,0 per cento, un valore in linea con quello medio del biennio precedente l'avvio della crisi finanziaria globale (fig. 31).

...sia l'incidenza dei prestiti deteriorati

Per il complesso dei gruppi classificati come significativi ai fini di vigilanza l'inci-

denza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti è ulteriormente diminuita nel secondo trimestre, sia al lordo delle rettifiche di valore (16,5 per cento, dal 17,5 del primo trimestre) sia al netto (8,2 per cento, dal 9,2). L'aumento del ritmo di riduzione è in larga parte attribuibile alla liquidazione di Banca Popolare di Vicenza e di Veneto Banca e al successivo trasferimento degli attivi deteriorati alla Società per la gestione di attività spa, specializzata nel recupero dei crediti deteriorati e interamente controllata dal Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF). Le operazioni di cessione in corso di conclusione, che interessano anche alcuni intermediari di grande dimensione, forniranno nei prossimi mesi un ulteriore significativo contribu-

Figura 31



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.

to alla riduzione dei crediti deteriorati. Il tasso di copertura delle esposizioni deteriorate (ossia il rapporto tra le rettifiche e la consistenza dei prestiti deteriorati) ha continuato a crescere (55,3 per cento, da 52,8).

Lo scorso 4 ottobre la Banca centrale europea (BCE) ha posto in consultazione, fino all'inizio di dicembre, un'integrazione alle linee guida per la gestione dei crediti deteriorati da parte delle banche significative ai fini di vigilanza, già pubblicate a marzo del 2017. Il documento propone che a partire dal 1° gennaio 2018 le banche siano tenute (ai fini prudenziali) a svalutare integralmente i nuovi crediti deteriorati al più tardi dopo due anni per la parte non garantita e dopo sette per quella garantita. A seguito dell'annuncio i corsi azionari delle banche italiane hanno registrato un calo di alcuni punti percentuali, una tendenza che ha riguardato anche altri sistemi bancari dell'area dell'euro (cfr. il par. 2.8).

Il risultato di gestione è aumentato Per i gruppi classificati come significativi, nel primo semestre del 2017 il risultato di gestione al netto delle componenti straordinarie è cresciuto del 10,2 per cento rispetto al corrispondente periodo dello scorso anno, beneficiando sia dell'aumento del margine di intermediazione (1,4 per cento), a sua volta trainato dall'andamento favorevole delle commissioni nette, sia della riduzione dei costi operativi (-3,1 per cento). Le rettifiche di valore su crediti sono cresciute del 20 per cento, principalmente a causa della contabilizzazione da parte di un intermediario di rettifiche relative a una cessione di crediti in sofferenza. Includendo i proventi connessi con le operazioni di consolidamento realizzate da alcuni gruppi (in particolare la cessione di parte delle attività delle due banche liquidate lo scorso giugno con il sostegno dello Stato e tre operazioni di fusione e acquisizione con differenza positiva tra il *fair value* delle attività e passività acquisite e il corrispettivo pagato) ed escludendo le due banche sottoposte a liquidazione coatta amministrativa lo scorso giugno, il rendimento annualizzato del capitale e delle riserve (ROE) è aumentato al 6,2 per cento (dal 3,6 del primo semestre del 2016); al netto dei proventi straordinari il ROE sarebbe sceso all'1,5 per cento.

Sono migliorati i coefficienti patrimoniali È proseguito il miglioramento dei coefficienti patrimoniali delle banche significative. Alla fine di giugno il capitale di migliore qualità (*common equity tier 1*, CET1) era pari all'11,8 per cento delle attività ponderate per il rischio, in crescita di 0,4 punti percentuali rispetto alla fine di marzo. Nel mese di agosto si è perfezionata l'operazione di ricapitalizzazione precauzionale del gruppo Monte dei Paschi di Siena, che ha comportato l'applicazione di misure di ripartizione degli oneri (*burden sharing*) per circa 4,7 miliardi e la sottoscrizione di un aumento di capitale da parte del MEF per 3,9 miliardi; considerando tali incrementi patrimoniali, che corrispondono a poco meno dell'1 per cento delle attività ponderate per il rischio alla fine di giugno, il *CET1 ratio* delle banche significative salirebbe al 12,6 per cento.

2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

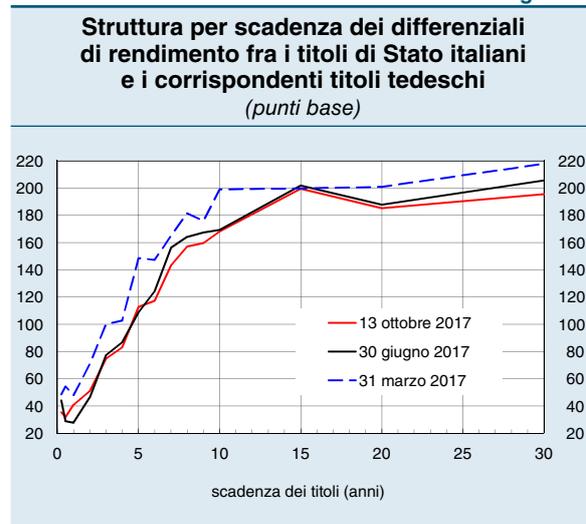
Dallo scorso luglio le condizioni dei mercati finanziari italiani sono migliorate, beneficiando delle aspettative favorevoli sulla crescita dell'attività economica, del buon andamento degli utili societari e dell'ulteriore attenuazione delle tensioni nel settore bancario.

I rendimenti dei titoli di Stato e i premi per il rischio sovrano sono rimasti stabili Dall'inizio del terzo trimestre i rendimenti dei titoli di Stato italiani sono rimasti sostanzialmente stabili, con una lieve tendenza al ribasso. Sulla durata decennale il rendimento è sceso di circa sette punti base, al 2,08 per cento, e il differenziale con quello tedesco di un punto base, a 168 (fig. 32).

È proseguito l'aumento dei corsi azionari...

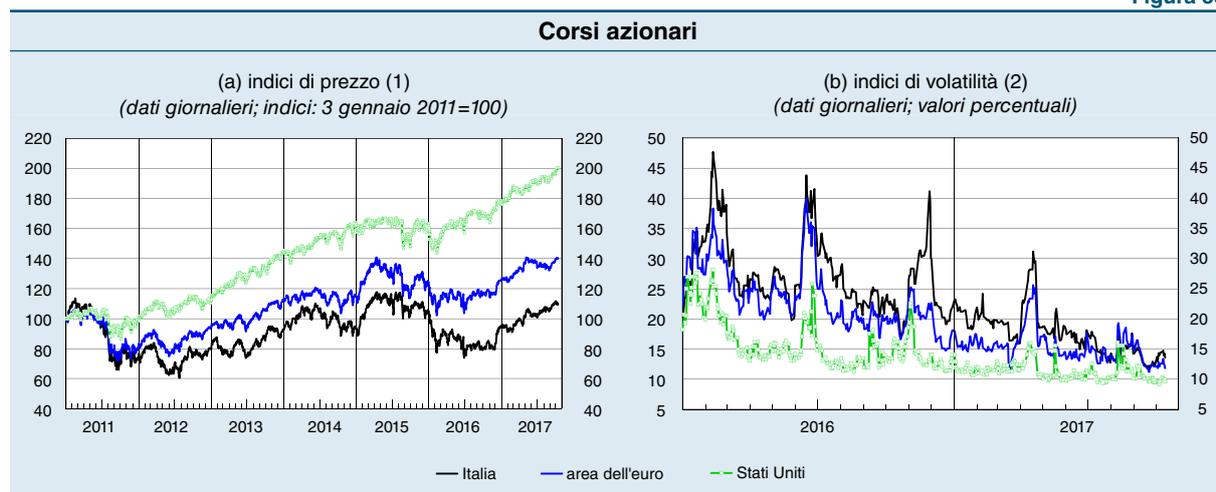
L'indice generale della borsa italiana è salito dell'8,9 per cento, a fronte di una variazione del 4,9 per l'indice delle principali società dell'area dell'euro (fig. 33). Il migliore andamento dell'indice italiano ha riguardato sia il settore finanziario sia quello non finanziario, che ha registrato marcati rialzi nel comparto automobilistico. All'aumento dei corsi hanno contribuito il buon andamento degli utili societari e il calo dei premi per il rischio. La volatilità attesa desunta dai prezzi delle opzioni sull'indice di borsa, dopo aver registrato un temporaneo rialzo in agosto in concomitanza con l'acuirsi delle tensioni geopolitiche a livello globale, è ulteriormente diminuita, toccando alla fine della seconda decade di settembre il livello più basso degli ultimi dieci anni.

Figura 32



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Figura 33



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.

...anche nel settore bancario

Per le banche italiane i corsi azionari sono cresciuti del 4,0 per cento e i premi sui credit default swap (CDS) sono scesi in media di 39 punti base dalla fine di giugno. Dalla fine di settembre del 2016 le quotazioni delle banche italiane sono salite del 51 per cento, contro il 37 per la borsa italiana e il 45 per il complesso delle banche dell'area dell'euro al netto di quelle del nostro paese (fig. 34). Tali andamenti riflettono la soluzione di alcuni casi di crisi e il miglioramento della qualità del credito delle banche, favorito dal positivo quadro macroeconomico, nonché la crescita della redditività e l'ulteriore incremento dei coefficienti patrimoniali delle banche significative (cfr. il par. 2.7). Tuttavia nei giorni successivi alla diffusione del comunicato del Consiglio di vigilanza della BCE relativo alla consultazione su una possibile integrazione alle linee guida sulla gestione dei crediti deteriorati, i corsi dei titoli bancari italiani hanno registrato un calo, pari in media al 4,9 per cento; tale tendenza ha riguardato anche altri sistemi bancari dell'area dell'euro.

Le emissioni obbligazionarie nette delle imprese sono positive

Nel secondo trimestre le società non finanziarie italiane hanno continuato a effettuare emissioni nette di obbligazioni. Sono invece proseguiti i rimborsi netti da parte delle banche (cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A10). Nel terzo trimestre, sulla base di dati preliminari di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, i collocamenti effettuati dalle banche italiane sarebbero diminuiti (a 5 miliardi, da 11 nel periodo precedente).

La raccolta dei fondi comuni è aumentata

Secondo dati forniti da Assogestioni nel secondo trimestre l'afflusso netto di risparmio verso i fondi comuni aperti (di diritto italiano ed estero) ha continuato a crescere (28 miliardi, contro 16 nel periodo precedente). Le preferenze dei risparmiatori si sono in larga misura indirizzate verso i comparti obbligazionario, flessibile, bilanciato e azionario; afflussi netti di minore entità hanno riguardato il comparto monetario, mentre quello speculativo è stato interessato da lievi deflussi netti.

Figura 34



Fonte: Thomson Reuters Datastream.
(1) FTSE Italia All-Share Banks. – (2) FTSE MIB. – (3) Euro STOXX Banks al netto delle componenti italiane.

2.9 LA FINANZA PUBBLICA

In settembre il Governo ha aggiornato le previsioni di finanza pubblica per il 2017 e i programmi per il triennio successivo. Per l'anno in corso l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è stimato al 2,1 per cento del PIL, in linea con quanto indicato nel *Documento di economia e finanza 2017* (DEF) dello scorso aprile. Il rapporto tra il debito e il prodotto diminuirebbe di 0,4 punti percentuali, un calo maggiore di quello previsto in primavera.

Tavola 9

Obiettivi e stime dei conti pubblici del 2017
(percentuali del PIL)

VOCI	Amministrazioni pubbliche				Per memoria:	
	indebitamento netto	indebitamento netto strutturale	avanzo primario	variazione del debito (1)	crescita del PIL reale	crescita del PIL nominale
Obiettivi						
Aprile 2016 (2)	1,8	1,1	2,0	-1,5	1,4	2,5
Settembre 2016 (3)	2,0	1,2	1,7	-0,3	1,0	1,9
Ottobre 2016 (4)	2,3	1,6	1,4	-0,2	1,0	2,0
Aprile 2017 (5)	2,1	1,5	1,7	-0,1	1,1	2,3
Settembre 2017 (6)	2,1	1,3	1,7	-0,4	1,5	2,1
Stime						
Aprile 2017 (5)	2,3	1,6	1,5	0,1	1,1	2,2
Settembre 2017 (6)	2,1	1,4	1,7	-0,4	1,5	2,1

(1) Variazione del rapporto tra il debito e il PIL rispetto all'anno precedente. – (2) *Documento di economia e finanza 2016*. – (3) *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2016*. – (4) *Documento programmatico di bilancio 2017*. – (5) *Documento di economia e finanza 2017*. – (6) *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2017*.

La Nota di aggiornamento conferma per quest'anno la riduzione dell'indebitamento netto...

Nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2017* il Governo stima per l'anno in corso un indebitamento netto pari al 2,1 per cento del PIL, in linea con l'obiettivo indicato nel DEF (tav. 9). La stima del Governo tiene conto degli effetti – pari a 0,2 punti di prodotto – degli interventi correttivi definiti lo scorso aprile in seguito all'interazione con le autorità europee. Rispetto al 2016 il disavanzo diminuirebbe di 0,4 punti percentuali (tav. 10); il miglioramento sarebbe imputabile all'aumento dell'avanzo primario e alla contrazione della spesa per interessi.

Tavola 10

Consuntivi e obiettivi ufficiali dei principali indicatori delle Amministrazioni pubbliche (1) (percentuali del PIL)					
VOCI	2016	2017	2018	2019	2020
Indebitamento netto	2,5	2,1	1,6	0,9	0,2
Avanzo primario	1,5	1,7	2,0	2,6	3,3
Spesa per interessi	4,0	3,8	3,6	3,5	3,5
Indebitamento netto strutturale	0,9	1,3	1,0	0,6	0,2
Debito (2)	132,0	131,6	130,0	127,1	123,9

Fonte: *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2017*.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti. – (2) Al lordo del sostegno finanziario ai paesi della UEM.

...e del peso del debito

Il rapporto tra il debito pubblico e il PIL diminuirebbe di 0,4 punti percentuali nel confronto con lo scorso anno, collocandosi al 131,6 per cento. Il calo sarebbe superiore rispetto a quello programmato in primavera, riflettendo principalmente la revisione del fabbisogno.

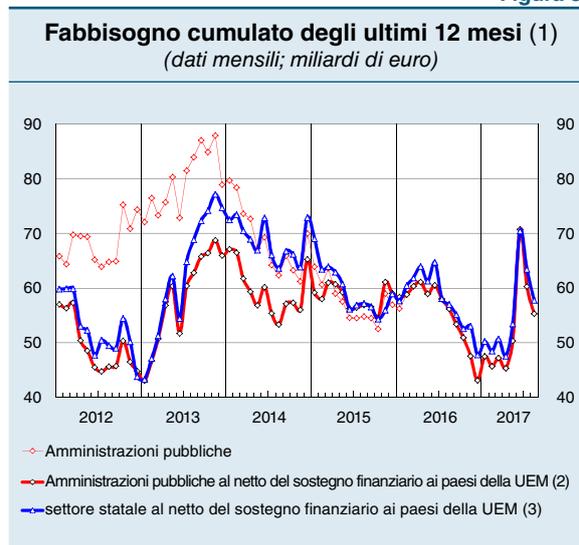
Il saldo strutturale peggiorerebbe

Diversamente dall'indebitamento netto, nel 2017 il disavanzo strutturale (ossia depurato dagli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee) aumenterebbe di 0,4 punti percentuali di prodotto, collocandosi all'1,3 per cento nello scenario programmatico. La differente dinamica dei due saldi sarebbe ascrivibile principalmente al miglioramento del quadro congiunturale. Nella prossima primavera la Commissione europea valuterà la posizione dell'Italia rispetto alle regole di bilancio europee, alla luce dei dati di consuntivo (relativi anche alla dinamica della spesa) e dei margini di flessibilità riconosciuti per l'anno in corso.

I dati di cassa sono compatibili con una riduzione dell'indebitamento netto nel 2017

I dati finora osservati sugli andamenti del fabbisogno e degli incassi del bilancio dello Stato sono compatibili con una riduzione dell'indebitamento netto nell'anno in corso. Nei primi otto mesi del 2017 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni è stato pari a 40,2 miliardi, superiore di 12,2 rispetto a quello dello stesso periodo del 2016 (fig. 35); tale differenza è in buona par-

Figura 35



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.

te riconducibile agli interventi straordinari a sostegno del settore bancario, che hanno determinato maggiori erogazioni per 8,7 miliardi. Escludendo anche gli effetti delle altre operazioni che non hanno impatto sull'indebitamento netto e tenendo conto delle disomogeneità temporali, si può stimare che il saldo di cassa nei primi otto mesi del 2017 abbia registrato un lieve miglioramento. Nello stesso periodo il debito delle Amministrazioni pubbliche è cresciuto di 60,8 miliardi (52,4 nello stesso periodo del 2016). L'incremento riflette, oltre al fabbisogno, l'aumento delle disponibilità liquide del Tesoro (20,3 miliardi, a fronte di 28,9 nei primi otto mesi del 2016).

Nei primi nove mesi del 2017 le entrate tributarie contabilizzate nel bilancio dello Stato, al netto di lotto e lotterrie, sono aumentate dell'1,6 per cento (4,8 miliardi) rispetto allo stesso periodo del 2016.

In base alle stime dei conti trimestrali diffuse dall'Istat nel primo semestre dell'anno l'indebitamento netto si è attestato al 2,4 per cento del PIL, in miglioramento di circa 0,2 punti percentuali nel confronto con lo stesso periodo del 2016.

Il percorso di aggiustamento dei conti pubblici per il prossimo triennio rallenta

Con la *Nota di aggiornamento* il Governo ha rivisto le stime e gli obiettivi per il prossimo triennio, tenendo conto del positivo andamento delle prospettive macroeconomiche e della scelta di rallentare il percorso di aggiustamento dei conti pubblici rispetto a quanto previsto in aprile². Nei programmi dell'Esecutivo l'indebitamento netto nel 2018 si collocherebbe all'1,6 per cento del PIL, a fronte dell'1,2 prefigurato in aprile e dell'1,0 previsto nel quadro tendenziale. La spesa per interessi continuerebbe a ridursi (0,2 punti percentuali del prodotto).

La restrizione di bilancio programmata con il DEF verrebbe rinviata: l'avanzo primario corretto per gli effetti del ciclo economico nel 2018 diminuirebbe, a fronte dell'incremento di quasi mezzo punto percentuale del PIL previsto in aprile, e aumenterebbe nel biennio successivo. Come anticipato lo scorso maggio in una lettera alla Commissione europea, il Governo programma per il 2018 una riduzione del disavanzo strutturale di 0,3 punti percentuali di prodotto (nel DEF si prefigurava un miglioramento di 0,8 punti).

Il rapporto debito/PIL diminuirebbe anche nel 2018

Il rapporto tra il debito e il PIL diminuirebbe di 1,6 punti percentuali nel 2018, collocandosi nello scenario programmatico al 130,0 per cento. Nonostante il maggiore disavanzo, tale valore sarebbe sostanzialmente analogo a quello del quadro tendenziale soprattutto per effetto di un andamento più favorevole dei fattori residuali che incidono sul debito ma non sull'indebitamento netto.

Nei giorni scorsi è stata varata la manovra di bilancio per il prossimo triennio. Secondo quanto comunicato dal Governo³, per il 2018 sono programmati interventi espansivi per 20,4 miliardi, a fronte di risorse derivanti in prevalenza dal contrasto all'evasione fiscale e dal contenimento della spesa per 9,5 miliardi; il disavanzo aumenterebbe pertanto di quasi 11 miliardi. Il principale intervento espansivo consiste nella cancellazione degli inasprimenti dell'IVA e delle accise previsti dalle clausole di salvaguardia (15,7 miliardi); le altre misure includono sgravi contributivi per le assunzioni di giovani lavoratori, il sostegno agli investimenti pubblici e privati e fondi aggiuntivi per il rinnovo dei contratti del pubblico impiego e per la lotta alla povertà.

² *Audizione preliminare all'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2017*, testimonianza del Vice Direttore generale della Banca d'Italia L.F. Signorini, Senato della Repubblica, Roma, 3 ottobre 2017.

³ Comunicato stampa del Consiglio dei ministri n. 51, 16 ottobre 2017.

Nelle valutazioni ufficiali il raggiungimento del pareggio di bilancio sarebbe rimandato al 2020

Secondo i programmi dell'Esecutivo nel biennio 2019-2020 il disavanzo si ridurrebbe di 0,7 punti di prodotto l'anno, raggiungendo lo 0,2 per cento del PIL nel 2020. L'indebitamento netto strutturale diminuirebbe di 0,4 punti percentuali di prodotto annui. Il sostanziale pareggio di bilancio in termini nominali e strutturali sarebbe conseguito nel 2020, un anno dopo rispetto agli obiettivi di primavera. Il rapporto tra il debito e il prodotto si ridurrebbe a un ritmo più sostenuto, raggiungendo il 123,9 per cento alla fine del biennio.

In base alle analisi di sensibilità contenute nella *Nota di aggiornamento*, il rapporto tra il debito e il PIL continuerebbe a ridursi nel medio periodo anche in presenza di shock avversi al prodotto e ai tassi di interesse, anche se in questo caso l'entità del calo sarebbe considerevolmente ridotta.

Una significativa riduzione del rapporto debito/PIL nel medio termine è possibile

Data l'attuale vita media residua del debito, aumenti dei tassi di interesse – conseguenti a una graduale normalizzazione delle condizioni monetarie e finanziarie – dovrebbero riflettersi lentamente sull'onere medio del debito. Nostre valutazioni suggeriscono che, con tassi di crescita del prodotto in linea con quelli attualmente previsti, il differenziale tra questi e l'onere medio si collocherebbe su livelli contenuti nei prossimi anni. In tale contesto una significativa riduzione del debito appare conseguibile: un esercizio di simulazione⁴ mostra, a titolo di esempio, che per ricondurre il rapporto tra il debito e il prodotto al di sotto del 100 per cento in dieci anni – nell'ipotesi che la crescita dell'economia sia in media intorno all'1 per cento l'anno, l'inflazione si porti al 2 per cento (coerentemente con l'obiettivo della BCE) e l'onere medio del debito risalga gradualmente verso i valori antecedenti alla crisi – sarebbe necessario un avanzo primario che raggiunga in prospettiva il 4 per cento del PIL. Con una crescita più alta di un punto, la soglia del 100 per cento sarebbe raggiunta due anni prima; con un avanzo primario intorno al 2 per cento del prodotto ci vorrebbero circa sei anni in più.

⁴ *Sviluppo dell'economia e stabilità finanziaria: il vincolo del debito pubblico*, intervento del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco al 63° Convegno di Studi Amministrativi, Varenna, 21 settembre 2017.

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	47
A2	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia	48
A3	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	49
A4	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	50
A5	Indici armonizzati dei prezzi al consumo: Italia e altri maggiori paesi dell'area dell'euro	51
A6	Produzione industriale e indicatori congiunturali: Italia	52
A7	Forze di lavoro, occupazione e disoccupazione: Italia	53
A8	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	54
A9	Prestiti bancari in Italia per area geografica e settore di attività economica	55
A10	Emissioni nette di obbligazioni: Italia e area dell'euro	56
A11	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche: Italia	57
A12	Debito delle Amministrazioni pubbliche: Italia	58

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			
Valori a prezzi concatenati									
2013	-0,2	1,3	0,2	-3,5	-1,4	-2,5	-0,6	0,3	2,1
2014	1,3	4,7	2,3	-0,7	4,2	1,7	0,8	0,7	4,6
2015	2,0	6,8	3,4	0,7	5,5	3,1	1,7	1,3	6,6
2016	1,8	4,6	2,6	2,3	6,5	4,4	2,1	1,7	3,2
2014 – 1° trim.	0,4	1,2	0,6	0,6	0,8	0,7	0,1	0,0	0,9
2° trim.	0,1	1,3	0,5	-1,5	0,3	-0,6	0,3	0,2	1,0
3° trim.	0,4	1,6	0,8	0,0	1,5	0,7	0,4	0,3	1,8
4° trim.	0,4	1,1	0,6	0,1	1,4	0,8	0,5	0,2	1,4
2015 – 1° trim.	0,8	2,9	1,4	0,8	1,5	1,2	0,4	0,4	2,6
2° trim.	0,3	0,9	0,5	-0,7	0,8	0,0	0,4	0,2	1,2
3° trim.	0,4	1,2	0,7	0,2	1,8	1,0	0,4	0,5	0,6
4° trim.	0,4	1,6	0,8	1,7	1,3	1,5	0,5	0,4	0,9
2016 – 1° trim.	0,5	0,4	0,5	0,6	-0,1	0,3	0,7	0,8	0,4
2° trim.	0,3	1,8	0,7	-0,3	5,5	2,7	0,3	0,2	1,3
3° trim.	0,5	0,5	0,5	0,5	-0,2	0,1	0,3	0,2	0,4
4° trim.	0,6	2,0	1,0	1,6	1,0	1,3	0,6	0,4	1,5
2017 – 1° trim.	0,5	0,4	0,5	1,6	-1,9	-0,3	0,4	0,2	1,3
2° trim.	0,6	0,9	0,7	0,8	1,0	0,9	0,5	0,5	1,1
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	1,3	-1,9	....	....	....	0,7	0,1	0,5	0,1
2016	0,8	-2,5	....	....	....	0,8	0,3	0,8	-1,4
2014 – 1° trim.	0,3	-0,6	....	....	....	0,0	0,2	0,5	-0,4
2° trim.	0,1	-0,5	....	....	....	0,1	0,1	0,0	-0,2
3° trim.	0,2	0,2	....	....	....	0,4	0,1	0,4	0,3
4° trim.	0,4	-0,8	....	....	....	0,2	0,0	0,1	0,0
2015 – 1° trim.	0,4	-1,3	....	....	....	0,0	-0,2	0,0	0,0
2° trim.	0,4	1,2	....	....	....	0,1	0,5	0,2	0,9
3° trim.	0,3	-1,2	....	....	....	0,3	0,0	0,3	-0,5
4° trim.	0,3	-1,1	....	....	....	0,2	0,0	0,2	-0,5
2016 – 1° trim.	0,1	-2,3	....	....	....	0,1	-0,3	-0,1	-1,5
2° trim.	0,1	0,4	....	....	....	0,1	0,3	0,2	-0,1
3° trim.	0,1	0,7	....	....	....	0,4	0,2	0,3	0,6
4° trim.	0,3	1,3	....	....	....	0,4	0,5	0,2	1,0
2017 – 1° trim.	0,1	2,1	....	....	....	0,3	0,6	0,4	1,2
2° trim.	0,4	-0,8	....	....	....	0,2	0,2	0,1	-0,3

Fonte: Eurostat.

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

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

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	PIL	Importazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Spesa per consumi delle famiglie residenti (2)	Spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche	Esportazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	Totale			
Valori 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	1,0	6,7	2,2	-0,6	4,5	1,9	2,0	-0,6	4,4
2016	0,9	3,1	1,4	1,1	4,4	2,8	1,5	0,5	2,4
2014 – 1° trim.	0,0	0,3	0,1	-1,2	2,6	0,6	-0,2	-0,2	0,7
2° trim.	-0,1	1,7	0,3	-2,3	0,1	-1,1	0,2	-0,6	0,4
3° trim.	0,2	0,9	0,4	-1,4	0,8	-0,3	0,2	0,6	1,1
4° trim.	0,1	0,5	0,2	0,0	2,6	1,3	0,5	0,1	1,6
2015 – 1° trim.	0,2	3,9	1,0	-0,2	0,8	0,4	0,4	-0,7	1,7
2° trim.	0,4	1,5	0,6	0,1	1,3	0,7	0,8	-0,1	1,1
3° trim.	0,3	-0,5	0,1	0,1	0,7	0,4	0,7	0,2	-1,2
4° trim.	0,3	1,7	0,6	1,1	-0,5	0,3	0,3	-0,3	1,9
2016 – 1° trim.	0,3	-1,0	0,0	0,0	1,6	0,8	0,3	0,9	-0,9
2° trim.	0,1	2,3	0,6	0,2	-1,0	-0,4	0,2	-0,3	1,8
3° trim.	0,3	1,3	0,5	0,5	4,1	2,4	0,3	-0,2	1,0
4° trim.	0,4	2,5	0,9	0,4	4,3	2,5	0,2	0,6	2,1
2017 – 1° trim.	0,5	0,8	0,6	0,7	-4,3	-2,0	0,6	0,4	1,7
2° trim.	0,3	1,2	0,5	-0,4	2,0	0,9	0,2	0,0	0,0
Prezzi impliciti									
2013	1,2	-1,8	0,6	0,1	0,0	0,1	1,2	0,3	-0,3
2014	1,0	-2,7	0,2	0,1	0,7	0,4	0,3	0,0	-0,1
2015	0,9	-2,5	0,1	0,1	1,9	1,0	0,1	-0,1	-0,3
2016	0,8	-3,5	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,8	-1,1
2014 – 1° trim.	0,7	-0,7	0,4	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,2
2° trim.	-0,3	-0,5	-0,3	0,0	0,4	0,2	0,0	0,0	-0,2
3° trim.	0,0	-0,2	-0,1	0,3	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,3
4° trim.	0,6	-1,2	0,2	0,1	0,4	0,3	0,0	0,3	-0,1
2015 – 1° trim.	0,3	-1,2	-0,1	-0,1	0,6	0,2	-0,1	-0,3	-0,2
2° trim.	0,1	1,4	0,3	-0,1	0,4	0,2	0,3	0,1	0,2
3° trim.	0,3	-1,7	-0,1	0,3	0,4	0,4	-0,1	0,1	-0,4
4° trim.	0,2	-1,5	-0,1	-0,2	0,2	0,0	0,1	-0,8	-0,5
2016 – 1° trim.	0,5	-2,4	-0,1	-0,1	-0,6	-0,4	-0,3	1,2	-1,0
2° trim.	-0,3	0,0	-0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
3° trim.	0,0	0,7	0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,2	0,1	0,4
4° trim.	0,4	1,0	0,5	0,3	-0,3	0,0	0,3	0,1	0,5
2017 – 1° trim.	-0,3	2,2	0,3	0,2	-0,2	0,0	0,6	0,0	1,0
2° trim.	0,3	-0,6	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	-0,1

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	2,7	0,8	-0,7	-1,5	1,9
2014	1,6	2,7	2,7	0,0	-1,0
2015	1,2	3,6	4,2	0,6	-2,3
2016	1,3	1,2	1,8	0,5	0,0
2015 – 1° trim.	1,6	3,6	3,8	0,2	-1,9
2° trim.	1,5	2,9	3,6	0,6	-1,4
3° trim.	1,3	3,7	4,1	0,4	-2,3
4° trim.	1,6	3,9	3,7	-0,2	-2,2
2016 – 1° trim.	1,3	0,9	1,6	0,7	0,3
2° trim.	0,9	1,1	1,6	0,4	-0,2
3° trim.	1,5	1,1	1,4	0,3	0,4
4° trim.	1,5	1,8	2,5	0,7	-0,3
2017 – 1° trim.	1,4	0,7	1,6	0,9	0,7
2° trim.	1,4	1,5	3,0	1,4	-0,1
Servizi					
2013	2,0	1,1	0,2	-0,9	0,9
2014	1,2	0,3	1,2	0,9	0,9
2015	1,1	0,0	1,4	1,3	1,1
2016	1,5	0,2	1,7	1,5	1,2
2015 – 1° trim.	1,1	0,4	1,3	0,9	0,7
2° trim.	1,0	0,2	1,4	1,2	0,8
3° trim.	1,2	-0,1	1,3	1,3	1,3
4° trim.	1,4	0,0	1,2	1,3	1,4
2016 – 1° trim.	1,4	-0,1	1,5	1,6	1,5
2° trim.	1,5	0,2	1,7	1,5	1,2
3° trim.	1,5	0,4	1,7	1,3	1,1
4° trim.	1,8	0,6	1,9	1,3	1,2
2017 – 1° trim.	1,7	0,6	2,0	1,4	1,1
2° trim.	1,7	0,4	2,0	1,6	1,2
Totale economia					
2013	2,2	1,2	-0,1	-1,3	1,0
2014	1,3	0,8	1,4	0,6	0,5
2015	1,1	0,8	1,9	1,1	0,3
2016	1,4	0,5	1,7	1,2	0,9
2015 – 1° trim.	1,2	1,0	1,7	0,6	0,2
2° trim.	1,0	0,8	1,8	1,0	0,3
3° trim.	1,1	0,7	1,8	1,0	0,4
4° trim.	1,3	0,9	1,8	0,9	0,5
2016 – 1° trim.	1,3	0,1	1,5	1,4	1,1
2° trim.	1,3	0,5	1,6	1,1	0,8
3° trim.	1,5	0,6	1,6	1,0	0,9
4° trim.	1,7	0,9	1,9	1,0	0,8
2017 – 1° trim.	1,6	0,7	1,9	1,2	0,9
2° trim.	1,7	0,8	2,2	1,5	0,9

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

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

PERIODO	Redditi per ora lavorata	Produttività oraria		Costo del lavoro per unità di prodotto	
		Valore aggiunto (2)	Ore lavorate		
Totale industria al netto delle costruzioni					
2013	2,6	0,6	-2,2	-2,8	2,0
2014	1,0	0,9	-0,3	-1,2	0,1
2015	1,9	1,5	1,5	0,0	0,4
2016	-0,8	-0,3	1,7	2,0	-0,5
2015 – 1° trim.	2,7	1,0	-0,4	-1,3	1,7
2° trim.	2,6	1,3	1,2	-0,1	1,3
3° trim.	2,2	2,2	1,8	-0,3	0,0
4° trim.	1,7	1,2	1,3	0,0	0,5
2016 – 1° trim.	-1,1	0,4	3,2	2,8	-1,5
2° trim.	-1,0	-1,0	1,3	2,3	0,0
3° trim.	-1,3	-0,4	1,7	2,1	-0,9
4° trim.	-0,7	0,6	2,8	2,2	-1,2
2017 – 1° trim.	0,9	-0,7	0,4	1,1	1,6
2° trim.	0,6	-0,4	2,0	2,5	1,0
Servizi					
2013	1,2	0,8	-1,1	-1,9	0,4
2014	-0,1	0,5	0,8	0,4	-0,5
2015	0,5	-0,2	0,8	1,0	0,7
2016	0,5	-1,4	0,6	2,0	1,9
2015 – 1° trim.	0,3	0,3	0,8	0,5	0,0
2° trim.	0,5	0,2	0,9	0,6	0,3
3° trim.	0,6	-0,6	0,6	1,2	1,2
4° trim.	0,3	-0,5	0,7	1,2	0,8
2016 – 1° trim.	0,1	-1,8	0,6	2,5	2,0
2° trim.	0,7	-1,7	0,7	2,4	2,4
3° trim.	0,6	-1,1	0,5	1,7	1,8
4° trim.	0,7	-1,2	0,6	1,8	1,9
2017 – 1° trim.	0,0	0,1	1,4	1,3	0,0
2° trim.	-0,7	0,0	1,5	1,4	-0,7
Totale economia					
2013	1,6	1,2	-1,5	-2,6	0,5
2014	0,3	0,3	0,2	-0,1	0,0
2015	0,8	0,2	0,9	0,7	0,6
2016	0,2	-1,0	0,7	1,7	1,2
2015 – 1° trim.	0,9	0,3	0,4	0,1	0,6
2° trim.	1,0	0,3	0,8	0,5	0,7
3° trim.	0,9	0,2	0,8	0,6	0,7
4° trim.	0,6	0,3	1,0	0,7	0,3
2016 – 1° trim.	-0,3	-1,2	1,1	2,3	1,0
2° trim.	0,2	-1,1	0,8	1,9	1,4
3° trim.	0,2	-0,8	0,7	1,5	1,0
4° trim.	0,5	-0,8	0,8	1,6	1,3
2017 – 1° trim.	0,2	-0,1	1,1	1,2	0,3
2° trim.	-0,2	-0,2	1,5	1,7	0,1

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
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	0,5	1,5	0,9	1,4	0,6	2,1	0,8	1,5	0,7
apr.	1,4	0,6	2,0	1,6	2,0	1,3	2,6	1,4	1,9	1,2
mag.	0,9	0,5	1,4	1,1	1,6	0,9	2,0	1,1	1,4	0,9
giu.	0,8	0,6	1,5	1,5	1,2	1,0	1,6	1,4	1,3	1,1
lug.	0,8	0,6	1,5	1,5	1,2	0,9	1,7	1,7	1,3	1,2
ago.	1,0	0,6	1,8	1,5	1,4	1,2	2,0	1,7	1,5	1,2
set.	1,1	0,6	1,8	1,5	1,3	1,1	1,8	1,3	1,5	1,1

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	-56,9	-6,0	2,6
2010	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	-29,7	-27,4	-27,1	12,1	-1,6
2011	100,4	97,7	104,1	100,5	97,9	-25,1	-14,9	-19,8	9,2	2,3
2012	94,4	93,5	98,0	91,7	95,4	-43,2	-27,5	-36,9	-3,0	3,3
2013	91,5	91,3	93,4	90,5	90,2	-44,4	-18,4	-32,0	4,1	1,5
2014	90,5	90,6	93,3	90,0	85,4	-33,0	-15,1	-19,3	8,8	2,0
2015	92,1	91,5	97,7	89,8	87,5	-21,6	-13,0	-12,7	12,4	3,1
2016	93,2	91,0	100,4	91,3	87,2	-18,5	-15,5	-13,7	10,9	3,7
2009 – 1° trim.	93,4	97,1	92,1	91,4	97,3	-63,5	-62,9	-61,7	-23,8	6,9
2° trim.	91,4	95,8	86,6	88,1	96,9	-61,0	-66,1	-62,1	-7,3	3,7
3° trim.	92,5	97,8	86,3	89,4	97,7	-54,1	-58,1	-56,2	2,3	1,5
4° trim.	94,9	99,6	90,9	94,4	98,6	-46,7	-49,7	-47,6	5,1	-1,7
2010 – 1° trim.	97,3	99,6	94,5	96,4	101,4	-39,0	-41,3	-38,8	8,1	-3,2
2° trim.	99,1	99,3	98,6	99,4	99,1	-32,7	-29,3	-29,8	11,9	-2,6
3° trim.	100,3	100,0	101,7	99,5	97,2	-25,4	-24,0	-22,5	13,1	-1,1
4° trim.	101,3	98,6	102,2	102,3	101,9	-21,6	-14,9	-17,2	15,4	0,7
2011 – 1° trim.	102,0	98,4	105,1	102,8	100,0	-20,3	-9,4	-14,0	14,9	0,4
2° trim.	102,0	99,8	105,3	102,4	97,8	-20,4	-11,9	-14,6	14,0	1,1
3° trim.	100,7	97,1	105,3	100,8	98,8	-26,3	-15,8	-22,1	7,4	4,2
4° trim.	98,6	96,0	102,2	98,2	95,5	-33,4	-22,7	-28,2	0,3	3,4
2012 – 1° trim.	96,1	93,7	99,8	94,2	98,1	-38,6	-25,7	-32,5	-1,0	3,1
2° trim.	94,9	93,9	97,7	92,9	95,4	-44,4	-27,6	-37,1	-2,6	4,8
3° trim.	94,9	94,3	99,1	91,7	96,8	-44,6	-26,6	-37,8	-4,1	3,8
4° trim.	92,3	91,8	96,7	88,4	90,8	-45,2	-30,1	-40,3	-4,2	1,6
2013 – 1° trim.	91,9	92,2	92,4	89,5	92,8	-46,2	-29,4	-39,3	-1,4	2,9
2° trim.	91,5	90,2	94,6	89,8	90,4	-48,9	-21,7	-38,9	-0,2	2,7
3° trim.	91,5	91,4	93,0	91,4	89,2	-43,0	-11,7	-28,3	7,6	0,9
4° trim.	92,0	91,3	93,4	92,3	88,5	-39,3	-10,7	-21,4	10,3	-0,3
2014 – 1° trim.	91,7	91,5	94,5	92,0	85,1	-36,4	-12,9	-19,8	9,7	-0,9
2° trim.	91,4	91,4	93,3	91,0	87,9	-31,7	-13,7	-17,7	10,2	1,1
3° trim.	90,5	90,6	92,8	89,9	85,7	-33,1	-15,4	-19,7	7,7	4,0
4° trim.	90,9	90,8	95,0	89,3	83,5	-31,0	-18,6	-19,9	7,6	3,6
2015 – 1° trim.	91,5	91,7	95,8	89,7	86,7	-26,6	-16,1	-15,9	10,8	3,3
2° trim.	92,3	91,3	98,3	89,7	88,5	-22,0	-12,4	-12,1	12,9	2,6
3° trim.	92,2	90,7	97,4	89,3	90,0	-20,1	-13,0	-12,1	12,9	3,3
4° trim.	91,9	90,7	97,6	90,0	84,5	-17,8	-10,4	-10,7	13,0	3,1
2016 – 1° trim.	93,2	91,1	102,1	91,1	85,3	-18,9	-15,7	-14,0	9,9	3,8
2° trim.	93	90,5	99,5	91,8	84,5	-18,8	-17,3	-14,1	10,3	3,2
3° trim.	93,6	91,3	102,0	91,9	86,4	-19,7	-15,3	-14,6	10,3	3,2
4° trim.	94,9	91,7	102,0	92,7	92,1	-16,5	-13,6	-12,0	12,9	4,7
2017 – 1° trim.	94,9	92,0	101,0	92,9	90,3	-13,6	-8,0	-7,1	15,0	3,4
2° trim.	96,2	93,7	103,5	93,8	88,5	-11,4	-6,3	-5,1	15,9	2,4
3° trim.	....	....	....	....	....	-9,2	-5,6	-3,3	17,7	2,1

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							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	Totale				
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 – 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
2017 – 1° trim.	828	4.482	1.411	16.005	16.763	5.963	22.726	3.138	25.864	12,1	65,3
2° trim.	887	4.532	1.424	16.246	16.931	6.158	23.089	2.839	25.928	10,9	65,4

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	-49.061	-18.583	-6.173	-5.052	-19.253	1.032	-49	1.081
2012	-5.455	16.829	-123	-2.646	-19.516	3.959	1.835	2.124
2013	15.917	36.099	443	-2.481	-18.145	-750	-3.142	2.392
2014	31.081	47.407	-1.017	618	-15.926	2.663	-942	3.605
2015	25.562	51.146	-2.678	-8.184	-14.722	4.029	-1.183	5.212
2016	45.572	59.764	-2.760	5.028	-16.459	-2.565	-1.973	-592
2016 – 1° trim.	3.243	11.376	-2.672	559	-6.021	-387	-73	-314
2° trim.	12.208	16.436	498	-2.892	-1.833	-576	-364	-212
3° trim.	16.107	15.861	1.605	2.817	-4.176	-813	-851	37
4° trim.	14.014	16.091	-2.190	4.543	-4.429	-788	-685	-104
2017 – 1° trim.	5.796	9.391	-2.340	3.138	-4.393	-401	-257	-144
2° trim.	10.705	14.354	594	-935	-3.308	-460	-249	-212
2016 – gen.	-1.719	701	-856	-6	-1.558	-38	39	-77
feb.	1.823	4.633	-937	67	-1.940	-60	39	-99
mar.	3.139	6.042	-879	498	-2.523	-289	-151	-138
apr.	4.812	5.340	-297	490	-721	-190	-121	-69
mag.	3.222	5.730	147	-2.350	-304	-194	-120	-74
giu.	4.174	5.366	648	-1.032	-808	-192	-124	-68
lug.	8.854	8.294	1.016	952	-1.409	-240	-267	27
ago.	3.397	3.266	524	995	-1.387	-220	-242	23
set.	3.856	4.301	64	871	-1.380	-354	-341	-13
ott.	4.975	4.916	-483	1.716	-1.174	-176	-172	-4
nov.	3.765	4.836	-1.002	1.124	-1.192	-179	-164	-16
dic.	5.275	6.339	-705	1.703	-2.063	-433	-349	-84
2017 – gen.	-820	225	-661	681	-1.065	-90	-55	-34
feb.	1.725	2.789	-825	1.186	-1.426	-99	-54	-45
mar.	4.891	6.377	-855	1.271	-1.903	-213	-148	-66
apr.	3.416	4.293	-281	421	-1.017	-161	-91	-70
mag.	2.519	4.939	95	-1.742	-773	-159	-84	-75
giu.	4.770	5.122	780	386	-1.517	-140	-73	-67
lug.	(8.216)	(8.470)	(759)	(426)	(-1.438)	(-170)	(-181)	(11)
ago.	(3.679)	(3.576)	(378)	(1.364)	(-1.640)	(-143)	(-156)	(12)

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

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. – (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 oltre 5 e meno di 20 addetti. – (3) Società semplici, società di fatto e imprese individuali fino a 5 addetti.

Emissioni nette di obbligazioni: Italia e area dell'euro (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	-2,2	-68,2
2016 – 1° trim.	-34,2	-5,2	-8,6	-47,9
2° trim.	-4,1	1,0	4,0	0,8
3° trim.	-12,3	2,5	2,5	-7,3
4° trim.	-16,3	2,5	0,0	-13,8
2017 – 1° trim.	-13,8	0,6	4,6	-8,6
2° trim.	-12,5	-5,0	2,7	-14,8
Area dell'euro				
2015	-292,5	171,9	45,5	-75,1
2016	-147,4	-42,6	88,5	-101,5
2016 – 1° trim.	-32,7	-124,3	0,7	-156,3
2° trim.	-3,1	-29,1	31,7	-0,5
3° trim.	-55,0	63,6	27,8	36,4
4° trim.	-56,6	47,2	28,3	18,9
2017 – 1° trim.	5,6	-7,5	13,9	12,0
2° trim.	6,3	36,2	17,5	59,9

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

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

Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche: 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	75,4	-8,8	-28,0	66,6	4,7
2015	5,1	-1,5	-9,5	43,5	1,7	-1,1	39,7	10,7	8,0	50,4	-2,1
2016	-4,9	0,1	-8,0	62,7	1,1	-1,3	49,6	-7,4	-3,0	42,2	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	1,3	-0,3	11,1	-4,2	6,2	6,9	0,0
mag.	1,7	-0,4	-0,1	20,1	0,6	-0,2	22,1	-17,8	1,2	4,2	0,0
giu.	4,3	0,1	-0,9	-16,4	-2,3	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	-45,6	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	0,6	-0,2	-14,3	3,0	0,1	-11,3	0,0
2017 – gen.	2,3	-1,4	7,3	24,1	-1,3	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
mar.	2,4	0,2	-0,2	18,5	0,8	-0,1	21,5	2,2	-0,2	23,7	0,0
apr.	1,1	0,0	0,5	7,8	0,1	0,2	9,7	-3,9	0,8	5,8	0,0
mag.	1,3	0,5	0,7	5,9	-0,3	0,0	7,6	-0,5	5,0	7,1	0,0
giu.	2,5	-1,0	0,2	-0,3	-1,0	0,6	2,1	6,3	-5,8	8,4	0,0
lug.	-0,1	0,1	0,3	21,1	-1,9	0,2	19,6	-32,9	0,3	-13,3	0,0
ago.	1,9	0,0	-0,1	-23,4	0,0	-0,1	-21,7	22,2	-0,2	0,5	0,0

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

Debito delle Amministrazioni pubbliche: 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	1.908,0	24,3	0,0	35,4	13,1
2012	160,3	20,8	151,6	1.502,6	134,4	41,3	26,9	1.990,1	34,4	0,0	27,2	42,7
2013	158,5	18,6	140,6	1.593,9	131,1	46,2	34,1	2.070,2	37,6	10,0	24,7	55,6
2014	173,2	17,5	124,5	1.667,7	126,8	45,0	36,0	2.137,3	46,4	38,0	25,7	60,3
2015	178,3	16,0	115,0	1.707,2	128,9	43,9	33,9	2.173,3	35,7	30,0	26,9	58,2
2016	173,4	16,2	107,0	1.765,3	130,1	42,6	33,9	2.218,5	43,1	33,0	29,9	58,2
2015 – gen.	174,5	17,2	131,9	1.691,7	126,0	44,5	36,0	2.168,6	82,8	56,1	21,0	60,3
feb.	171,2	16,4	131,7	1.696,5	130,4	42,1	33,9	2.171,9	79,1	67,0	20,2	58,2
mar.	171,6	16,7	130,0	1.711,8	131,3	42,3	33,9	2.187,1	78,9	63,8	23,2	58,2
apr.	170,7	16,6	129,0	1.723,4	132,6	42,0	33,9	2.197,7	83,1	57,6	23,6	58,2
mag.	172,4	16,2	128,9	1.744,8	133,1	41,9	33,9	2.221,1	100,9	56,4	25,2	58,2
giu.	176,7	16,3	128,0	1.728,5	130,9	42,5	33,9	2.206,5	100,9	57,0	25,5	58,2
lug.	173,6	16,0	128,0	1.729,6	129,0	42,1	33,9	2.202,1	96,2	57,2	26,6	58,2
ago.	174,5	16,5	125,7	1.716,2	128,7	41,8	33,9	2.187,0	73,7	58,7	27,0	58,2
set.	173,2	16,8	123,6	1.726,2	128,6	42,4	33,9	2.194,0	64,0	53,8	27,3	58,2
ott.	172,6	16,7	122,2	1.749,0	128,3	41,8	33,9	2.213,9	81,7	52,7	29,3	58,2
nov.	171,9	15,9	121,8	1.749,4	132,7	42,0	33,9	2.217,8	74,4	51,0	30,2	58,2
dic.	178,3	16,0	115,0	1.707,2	128,9	43,9	33,9	2.173,3	35,7	30,0	26,9	58,2
2016 – gen.	179,8	16,7	119,6	1.724,0	128,8	43,4	33,9	2.195,6	63,5	52,1	26,5	58,2
feb.	177,3	15,7	118,5	1.748,6	129,6	43,1	33,9	2.217,0	74,7	52,6	27,6	58,2
mar.	176,6	15,9	118,7	1.762,0	130,9	43,4	33,9	2.231,7	70,0	54,6	27,4	58,2
apr.	174,5	15,6	118,9	1.766,4	130,9	43,0	33,9	2.233,7	64,7	51,4	27,9	58,2
mag.	174,5	15,6	118,7	1.776,7	131,6	42,9	33,9	2.244,5	72,7	46,6	29,9	58,2
giu.	172,2	16,1	117,9	1.790,2	128,7	42,5	33,9	2.251,5	92,5	56,1	29,0	58,2
lug.	172,9	15,5	117,3	1.793,7	129,7	43,0	33,9	2.256,6	101,0	46,6	31,0	58,2
ago.	172,4	15,6	117,0	1.764,6	129,2	42,5	33,9	2.225,7	64,6	46,0	32,1	58,2
set.	171,2	15,5	116,3	1.754,4	129,7	42,0	33,9	2.213,7	39,3	32,1	31,2	58,2
ott.	172,3	15,5	114,9	1.766,8	128,3	42,5	33,9	2.224,8	47,7	35,6	31,7	58,2
nov.	170,3	15,2	114,2	1.774,8	129,5	42,8	33,9	2.231,6	46,1	33,1	33,5	58,2
dic.	173,4	16,2	107,0	1.765,3	130,1	42,6	33,9	2.218,5	43,1	33,0	29,9	58,2
2017 – gen.	175,7	14,8	114,3	1.789,1	128,8	43,6	33,9	2.251,4	77,4	35,9	29,9	58,2
feb.	173,8	15,2	114,5	1.779,2	129,9	43,3	33,9	2.240,7	56,8	36,0	31,4	58,2
mar.	176,3	15,5	114,3	1.796,6	130,7	43,3	33,9	2.261,1	54,6	36,2	32,6	58,2
apr.	177,4	15,5	114,8	1.805,1	130,9	43,4	33,9	2.271,5	58,5	35,4	33,9	58,2
mag.	178,6	16,0	115,5	1.811,7	130,6	43,4	33,9	2.279,8	58,9	30,3	35,3	58,2
giu.	181,1	15,0	115,7	1.811,5	129,6	44,0	33,9	2.282,0	52,6	36,2	35,3	58,2
lug.	181,0	15,1	116,0	1.831,6	127,7	44,2	33,9	2.300,5	85,6	35,9	37,0	58,2
ago.	182,9	15,1	115,9	1.808,6	127,7	44,1	33,9	2.279,2	63,4	36,1	36,7	58,2

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