BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

1 | 2018

gennaio 2018

BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 1 / 2018
Gennaio

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

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

Rapporto sulla stabilità finanziaria
Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

Economie regionali
Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)
Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)
Una miscellanea di studi su tematiche di particolare rilevanza per l'attività della Banca d'Italia

Newsletter sulla ricerca economica
Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica
Collana di analisi storica dell'economia italiana

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

© Banca d'Italia, 2018
Per la pubblicazione cartacea: autorizzazione del Tribunale di Roma n. 290 del 14 ottobre 1983
Per la pubblicazione telematica: autorizzazione del Tribunale di Roma n. 9/2008 del 21 gennaio 2008

Direttore responsabile
Eugenio Gaiotti

Comitato di redazione
Emidio Cocozza e Marco Taboga (coordinamento), Lorenzo Braccini, Francesca Carta, Ilaria De Angelis, Davide Fantino, Claire Giordano, Alessandro Mistretta, Filippo Natoli, Federico Maria Signoretti

Daniela Falcone, Silvia Mussolin e Rosanna Visca (aspetti editoriali), Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Cristina Conflitti, Simone Emiliozzi, Gabriele Sene, Andrea Tiseno

Indirizzo
Via Nazionale 91, 00184 Roma - Italia

Telefono
+39 0647921

Sito internet
http://www.bancaditalia.it

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

ISSN 0393-2400 (stampa)
ISSN 2280-7632 (online)

Aggiornato con i dati disponibili al 12 gennaio 2018, salvo diversa indicazione

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

INDICE

SINTESI 5

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE
- 1.1 Il ciclo internazionale 7
- 1.2 L'area dell'euro 9
- 1.3 I mercati finanziari internazionali 13

2 L'ECONOMIA ITALIANA
- 2.1 La fase ciclica 16
- 2.2 Le imprese 18
- 2.3 Le famiglie 22
- 2.4 La domanda estera e la bilancia dei pagamenti 23
- 2.5 Il mercato del lavoro 25
- 2.6 La dinamica dei prezzi 27
- 2.7 Le banche 30
- 2.8 Il mercato finanziario 35
- 2.9 La finanza pubblica 37
- 2.10 Le prospettive 39

DOCUMENTAZIONE STATISTICA 47

INDICE DEI RIQUADRI

Le misure di politica monetaria adottate nell'ottobre 2017 11

L'attività economica nel quarto trimestre del 2017 sulla base degli indicatori congiunturali 17

Gli investimenti delle imprese italiane nell'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita 19

L'offerta e la domanda di credito 31

Le ipotesi sottostanti allo scenario macroeconomico 39

AVVERTENZE

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

Segni convenzionali:

– il fenomeno non esiste;

.... il fenomeno esiste, ma i dati non si conoscono;

.. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato;

:: i dati sono statisticamente non significativi;

() i dati sono provvisori.

SINTESI

L'economia globale resta solida

L'espansione dell'attività economica mondiale resta solida e diffusa; permane, tuttavia, la generale debolezza di fondo dell'inflazione. Le prospettive di crescita a breve termine sono favorevoli.

Nell'area dell'euro si rafforza la crescita; l'inflazione è debole

Nell'area dell'euro le prospettive di crescita sono ancora migliorate. Secondo l'ultimo quadro previsivo elaborato dall'Eurosistema il prodotto si espanderebbe del 2,3 per cento nell'anno in corso. Sono del tutto rientrate le aspettative di deflazione, ma l'inflazione rimane bassa, pari all'1,4 per cento in dicembre; resta debole la componente di fondo, frenata dalla crescita salariale ancora moderata in molte economie dell'area. Il Consiglio direttivo della BCE ha ricalibrato gli strumenti di politica monetaria, preservando però, anche in prospettiva, condizioni monetarie molto espansive, che restano necessarie per un ritorno durevole dell'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento.

L'espansione dell'economia italiana si consolida

In Italia, secondo le nostre stime, nel quarto trimestre dello scorso anno il PIL sarebbe cresciuto attorno allo 0,4 per cento; si conferma la tendenza favorevole, ma ancora inferiore alla media europea, degli ultimi trimestri. L'aumento avrebbe interessato i servizi e l'industria in senso stretto. I sondaggi segnalano un ritorno della fiducia delle imprese ai livelli precedenti la recessione; indicano inoltre condizioni favorevoli per l'accumulazione di capitale. Queste valutazioni sono confermate dall'accelerazione della spesa per investimenti osservata nella seconda parte dell'anno.

Salgono le esportazioni e rimane elevato il surplus con l'estero

Le esportazioni sono cresciute nel terzo trimestre del 2017; anche i giudizi delle imprese sull'andamento degli ordini dall'estero sono favorevoli. L'avanzo di conto corrente si mantiene su livelli elevati, pari al 2,8 per cento del PIL nei quattro trimestri terminanti in settembre; l'avanzo contribuisce al miglioramento della posizione debitoria netta del Paese, scesa al 7,8 per cento del prodotto.

L'occupazione aumenta

L'occupazione ha continuato ad aumentare sia nel terzo trimestre sia, secondo le indicazioni congiunturali più recenti, negli ultimi mesi dello scorso anno; sono cresciute anche le ore lavorate per occupato. Queste si mantengono tuttavia ancora al di sotto dei livelli pre-crisi. Secondo la Rilevazione sulle forze di lavoro *il tasso di disoccupazione si è collocato all'11,0 per cento in novembre. La dinamica salariale resta moderata anche se, sulla base dei contratti di lavoro rinnovati nella seconda metà dello scorso anno, mostra alcuni segnali di ripresa.*

L'inflazione è ancora contenuta

Nonostante un recupero dei prezzi all'origine, l'inflazione al consumo in Italia rimane debole, all'1,0 per cento in dicembre; quella di fondo si colloca su valori molto bassi, allo 0,5. Secondo le indagini le attese di inflazione delle imprese sono contenute, pur se superiori ai minimi toccati alla fine del 2016. Le aziende intervistate prevedono incrementi dei loro listini poco sopra l'1 per cento nell'anno in corso.

Prosegue l'espansione del credito al settore privato…

La crescita dei prestiti alle famiglie è vivace; aumentano anche i finanziamenti alle imprese, soprattutto a quelle manifatturiere. A limitare la domanda di credito bancario da parte delle aziende concorrono l'ampia disponibilità di risorse interne e il maggior ricorso all'emissione di obbligazioni.

…e il miglioramento della qualità del credito

La qualità del credito bancario continua a migliorare, favorita dal consolidamento della crescita. Il flusso di nuovi crediti deteriorati in proporzione ai finanziamenti è sceso all'1,7 per cento, al di sotto dei livelli registrati prima della crisi globale; l'incidenza della consistenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti è diminuita (per i gruppi significativi dall'8,2 al 7,8 per cento al netto delle rettifiche di valore), in larga parte per effetto della conclusione di operazioni di cessione di sofferenze. I coefficienti patrimoniali delle banche si sono rafforzati.

Le proiezioni indicano una prosecuzione della crescita in Italia…

Questo Bollettino presenta le nuove proiezioni per l'economia italiana nel triennio 2018-2020. Il PIL, che nel 2017 sarebbe aumentato dell'1,5 per cento (sulla base dei dati trimestrali corretti per il numero di giornate lavorative; 1,4 escludendo tale correzione), crescerebbe dell'1,4 per cento nell'anno in corso, dell'1,2 nel 2019-2020. L'attività economica sarebbe trainata principalmente dalla domanda interna.

…e una moderata ripresa dell'inflazione…

L'inflazione scenderebbe temporaneamente quest'anno e tornerebbe poi a salire in modo graduale. La proiezione di una flessione nel 2018 (all'1,1 per cento in media d'anno) è riconducibile soprattutto all'esaurirsi dell'effetto del rincaro dei beni energetici e alimentari avvenuto all'inizio del 2017. Nel prossimo biennio i prezzi tornerebbero a salire dell'1,5 per cento in media annua, riflettendo un progressivo rafforzamento della crescita delle retribuzioni.

…sostenuta dalle politiche economiche

Questo quadro presuppone condizioni finanziarie ancora accomodanti, con un aggiustamento molto graduale dei tassi di interesse a breve e a lungo termine, condizioni ordinate sui mercati dei titoli di Stato e criteri di offerta di credito relativamente distesi. Nel complesso l'andamento del prodotto continuerebbe a dipendere dal sostegno delle politiche economiche espansive, ma in misura minore rispetto al passato.

I rischi derivano dal contesto globale

Tra i rischi che gravano su questo scenario restano rilevanti quelli che provengono dal contesto internazionale e dall'andamento dei mercati finanziari. Inasprimenti delle tensioni globali o una maggiore incertezza circa le politiche economiche nelle diverse aree potrebbero tradursi in aumenti della volatilità dei mercati finanziari e dei premi per il rischio, ripercuotendosi negativamente sull'economia dell'area dell'euro.

Tra i rischi di origine interna, rispetto agli ultimi scenari previsivi, si sono ridotti quelli connessi con la debolezza del sistema creditizio e con un possibile acuirsi dell'incertezza di famiglie e imprese sull'intensità della ripresa in atto. Il quadro qui delineato dipende però dal proseguimento di politiche economiche in grado, da un lato, di favorire la crescita dell'economia nel lungo termine, sostenendo le scelte di investimento e di consumo e, dall'altro, di assicurare credibilità al percorso di riduzione del debito pubblico, sfruttando il momento favorevole dell'economia globale.

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

La crescita economica è solida nelle principali economie avanzate ed emergenti; non si accompagna tuttavia a una ripresa dell'inflazione, che rimane debole. Nel breve termine le prospettive rimangono favorevoli; permangono rischi che una correzione al ribasso dei prezzi delle attività finanziarie possa rallentare l'attività economica.

La crescita dell'economia mondiale è solida

L'attività economica nelle principali economie avanzate ha continuato a espandersi nel terzo trimestre del 2017; il quadro congiunturale si è mantenuto favorevole negli ultimi mesi dell'anno (tav. 1). Negli Stati Uniti i dati più recenti indicano una crescita sostenuta. Nel Regno Unito i consumi privati mostrano segnali di ripresa e gli indicatori anticipatori suggeriscono per l'ultimo trimestre del 2017 un tasso di espansione in linea con la media dei primi tre (fig. 1). In Giappone i dati congiunturali più aggiornati indicano un'accelerazione dell'attività economica nel quarto trimestre dello scorso anno.

Nei paesi emergenti prosegue la ripresa in atto dal primo semestre del 2017. In Cina la crescita è rimasta stabile negli ultimi mesi dell'anno, dopo aver superato le attese nei trimestri precedenti. Nei mesi estivi il PIL ha accelerato in India e in Brasile.

Nel terzo trimestre del 2017 il commercio mondiale è cresciuto a un tasso pari al 3,5 per cento, con una dinamica più sostenuta delle importazioni dell'area dell'euro e dei paesi emergenti dell'Asia diversi dalla Cina.

Le pressioni inflazionistiche rimangono moderate

L'inflazione nelle principali economie avanzate resta contenuta: si colloca poco

Tavola 1

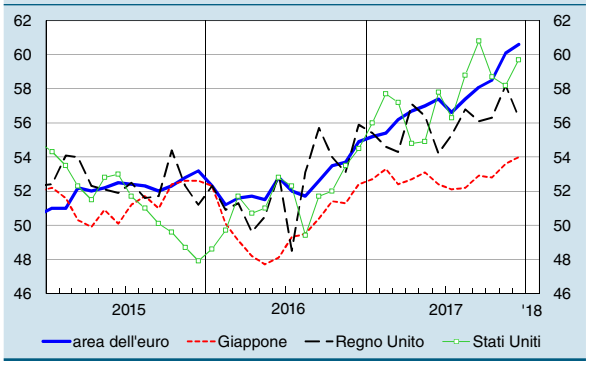
Crescita del PIL e inflazione
(punti percentuali)

VOCI	Crescita del PIL			Inflazione (1)
	2016	2017 2° trim.	2017 3° trim.	dicembre 2017
Paesi avanzati (2)				
Giappone (3)	1,0	2,9	2,5	0,5
Regno Unito	1,8	1,2	1,6	3,0
Stati Uniti	1,5	3,1	3,2	2,1
Paesi emergenti (4)				
Brasile	-3,5	0,4	1,4	3,0
Cina	6,7	6,9	6,8	1,8
India	7,9	5,7	6,3	5,2
Russia	-0,2	2,5	1,8	2,5
per memoria:				
Commercio mondiale (5)	**1,7**	**3,0**	**3,5**	

Fonte: Thomson Reuters Datastream; OCSE, *OECD Economic Outlook*, novembre 2017; Banca d'Italia per il commercio mondiale.
(1) Dati mensili sull'indice dei prezzi al consumo. – (2) Dati destagionalizzati; variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno. – (3) Dato di novembre 2017. – (4) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente. – (5) Elaborazioni su dati di contabilità nazionale e doganali. Dati trimestrali destagionalizzati, variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno.

Figura 1

Indici PMI del settore manifatturiero nelle principali economie avanzate (1)
(dati mensili)



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

sopra al 2 per cento negli Stati Uniti, dove tuttavia la dinamica del deflatore dei consumi (all'1,8 per cento) rimane di due decimi di punto percentuale al di sotto dell'obiettivo della Riserva federale; oscilla intorno allo 0,5 per cento in Giappone. Continua a fare eccezione il Regno Unito, con una crescita dei prezzi al 3 per cento, cui contribuisce il deprezzamento della sterlina (fig. 2). L'inflazione resta moderata nelle principali economie emergenti.

Le prospettive globali si mantengono favorevoli…

Secondo le previsioni diffuse dall'OCSE in novembre, il PIL dell'economia mondiale si sarebbe portato intorno al 3,6 per cento nel 2017 e salirebbe lievemente nell'anno in corso, al 3,7; le previsioni di crescita sono rimaste pressoché invariate rispetto a settembre (tav. 2). All'accelerazione del prodotto mondiale nell'ultimo biennio avrebbero contribuito in misura maggiore le economie dei paesi avanzati.

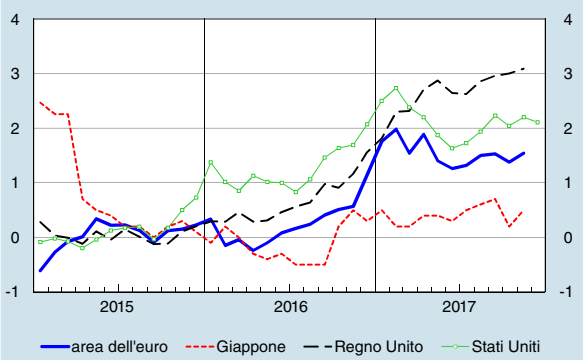
Secondo nostre stime nel 2017 gli scambi commerciali internazionali sarebbero cresciuti di circa il 5,4 per cento; prevediamo che nell'anno in corso la crescita scenda al 4,6 per cento, continuando tuttavia a risultare superiore a quella dell'attività economica.

…ma permangono rischi

I rischi per l'economia mondiale restano legati a un possibile aumento della volatilità sui mercati finanziari, connesso con un'improvvisa intensificazione delle tensioni geopolitiche, in particolare con la Corea del Nord, e dell'incertezza sulle politiche economiche, che potrebbe incidere negativamente sulla fiducia di famiglie e imprese. Nonostante il raggiungimento di un'intesa sulla prima fase dei negoziati di uscita del Regno Unito dall'Unione europea, si mantiene elevata l'incertezza circa la configurazione dei rapporti tra le due economie. L'esito dell'ultimo incontro tra i paesi aderenti (Stati Uniti, Canada e Messico) all'Accordo nordamericano di libero scambio (*North American Free Trade Agreement*, NAFTA) per la sua revisione rende meno prevedibile il futuro degli accordi commerciali internazionali. Gli effetti della riforma fiscale negli Stati Uniti approvata il 20 dicembre scorso (Tax Cuts And Jobs Act), che prevede riduzioni delle aliquote

Figura 2

Inflazione al consumo nelle principali economie avanzate (1)
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)



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

Tavola 2

Scenari macroeconomici
(variazioni e punti percentuali)

VOCI	2016	Previsioni		Revisioni (1)	
		2017	2018	2017	2018
PIL (2)					
Mondo	**3,1**	**3,6**	**3,7**	**0,1**	**0,0**
Paesi avanzati					
di cui: area dell'euro	1,8	2,4	2,1	0,3	0,2
Giappone	1,0	1,5	1,2	-0,1	0,0
Regno Unito	1,8	1,5	1,2	-0,1	0,2
Stati Uniti	1,5	2,2	2,5	0,1	0,1
Paesi emergenti					
di cui: Brasile	-3,6	0,7	1,9	0,1	0,3
Cina	6,7	6,8	6,6	0,0	0,0
India (3)	7,1	6,7	7,0	0,0	-0,2
Russia	-0,2	1,9	1,9	-0,1	-0,2
Commercio mondiale (4)	**1,7**	**5,4**	**4,6**	**0,4**	**0,7**

Fonte: OCSE, *OECD Economic Outlook*, novembre 2017; Banca d'Italia per il commercio mondiale.
(1) Revisioni rispetto al precedente scenario previsivo. – (2) Previsioni tratte da OCSE, *OECD Economic Outlook*, novembre 2017, revisioni rispetto a OCSE, *OECD Interim Economic Outlook*, settembre 2017. – (3) I dati si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile. – (4) Elaborazioni su dati di contabilità nazionale e doganali; le previsioni tengono conto dei dati disponibili a gennaio del 2018; le revisioni sono rispetto alle stime di ottobre del 2017.

fiscali per famiglie e imprese, potrebbero tuttavia costituire un fattore di stimolo per la crescita globale[1].

Si prevedono prezzi del petrolio in lieve calo

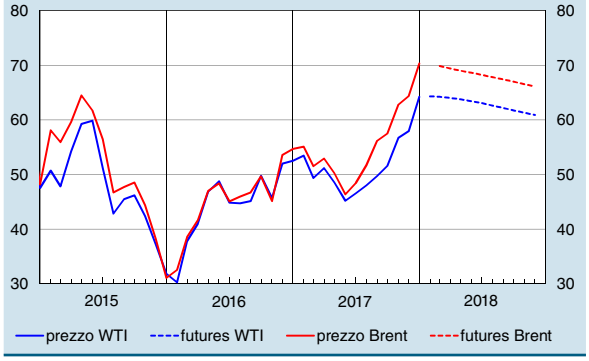
Dalla fine di settembre del 2017 è proseguito l'aumento dei corsi petroliferi, sospinti dalla dinamica vivace della domanda globale e dalla tenuta dell'intesa sul contenimento dell'offerta fra i principali paesi produttori di greggio; vi hanno inoltre contribuito il graduale riassorbimento delle scorte globali di petrolio e il manifestarsi di tensioni geopolitiche in Medio Oriente e in Venezuela. Alla fine dello scorso novembre l'OPEC e la Russia hanno annunciato un'ulteriore estensione al 2018 dell'accordo. Il rialzo dei corsi sinora registrato ha stimolato un nuovo aumento della produzione statunitense da fonti non convenzionali, salita nel novembre scorso ai massimi storici. Le quotazioni dei futures prefigurano prezzi del petrolio in lieve calo nel medio periodo (fig. 3).

La Riserva federale aumenta i tassi ufficiali

Come atteso, nella riunione del 13 dicembre 2017 la Riserva federale ha aumentato di 25 punti base l'intervallo obiettivo dei tassi di interesse sui federal funds, a 1,25-1,50 per cento; in ottobre ha preso avvio il graduale ridimensionamento del bilancio della Banca centrale statunitense, secondo le linee guida stabilite la scorsa estate. In base alle quotazioni dei futures sui federal funds, i mercati sembrano attendersi soltanto due rialzi nel 2018 (fig. 4); i membri del Federal Open Market Committee ne prevedono invece tre. La Banca d'Inghilterra ha reso più restrittivo il proprio orientamento di politica monetaria, riportando il tasso ufficiale allo 0,5 per cento, dopo averlo diminuito a seguito dell'esito del referendum sulla Brexit. In Cina la Banca centrale ha inasprito gradualmente le condizioni monetarie, favorendo un ulteriore incremento dei tassi interbancari, e ha introdotto nuove misure prudenziali nel comparto bancario e del risparmio gestito.

Figura 3

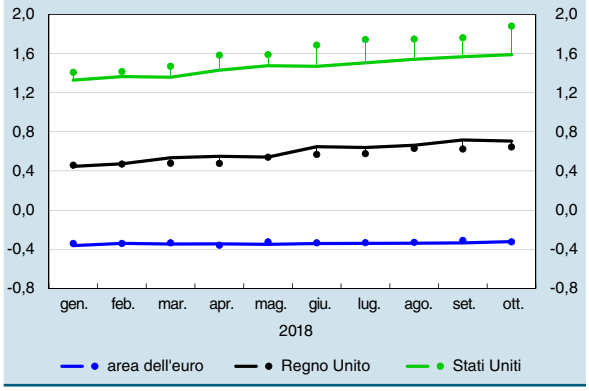
Prezzi del petrolio (1)
(dati mensili; dollari per barile)



Fonte: Thomson Reuters Datastream.
(1) Per i prezzi a pronti, dati medi mensili fino a dicembre del 2017; l'ultimo dato si riferisce al 12 gennaio.

Figura 4

Tassi di interesse overnight impliciti negli strumenti derivati (1)
(valori mensili; punti percentuali)



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 10 ottobre 2017; i punti segnalano quelli previsti il 12 gennaio 2018.

1.2 L'AREA DELL'EURO

Nell'area dell'euro la crescita è proseguita a un tasso sostenuto, trainata soprattutto dalla domanda estera. L'inflazione resta modesta, rispecchiando la debolezza della componente di fondo. La ricalibrazione degli strumenti di politica monetaria decisa dal Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha l'obiettivo di preservare condizioni di finanziamento molto favorevoli, che rimangono necessarie per un

[1] Per dettagli sulla riforma e stime dei suoi effetti, cfr. il sito internet del Joint Committee on Taxation del Congresso degli Stati Uniti.

ritorno durevole dell'inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento.

Continua la crescita dell'area dell'euro

Nel terzo trimestre del 2017 il PIL dell'area dell'euro è salito dello 0,7 per cento rispetto al periodo precedente (tav. 3), sospinto soprattutto dalla domanda estera netta e, in misura minore, dai consumi. L'attività economica avrebbe continuato a espandersi a un ritmo sostenuto anche nel quarto trimestre. L'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che stima la dinamica di fondo del PIL dell'area, in dicembre si è collocato a 0,91 (da 0,84 in novembre; fig. 5), il livello più elevato dalla primavera del 2006. Secondo gli indici dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers index*, PMI) l'espansione dell'attività sarebbe stata robusta nella manifattura e nei servizi.

Tavola 3

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

PAESI	Crescita del PIL			Inflazione
	2016	2017 2° trim. (1)	2017 3° trim. (1)	Dicembre 2017 (2)
Francia	1,2	0,6	0,6	1,2
Germania	1,9	0,6	0,8	1,6
Italia	0,9	0,3	0,4	1,0
Spagna	3,3	0,9	0,8	1,2
Area dell'euro (3)	1,8	0,7	0,7	1,4

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.

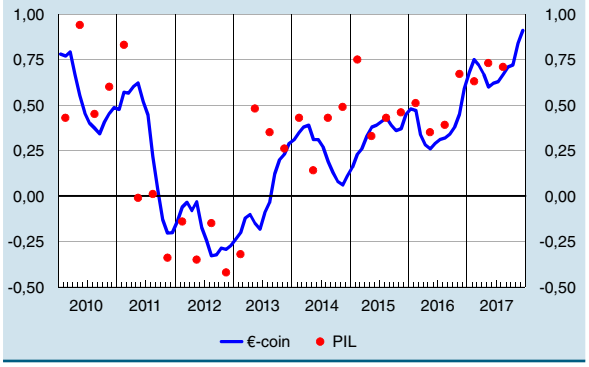
Sulla base del più recente quadro previsivo elaborato in dicembre dagli esperti dell'Eurosistema, il prodotto dell'area dell'euro dovrebbe crescere del 2,3 per cento nel 2018 (2,4 nel 2017); rispetto alla precedente stima pubblicata in settembre, le proiezioni sono state riviste al rialzo di 0,4 punti percentuali.

L'inflazione rimane debole e le pressioni di fondo modeste

In dicembre l'inflazione si è attestata all'1,4 per cento (fig. 6); è stata pari all'1,5 per cento per la media del 2017 (0,2 nel 2016). La dinamica di fondo dei prezzi si mantiene contenuta, anche a causa della crescita salariale ancora moderata in molte economie dell'area. Al netto delle componenti più volatili, l'inflazione in dicembre si è collocata allo 0,9 per cento, poco al di sotto della media dell'anno

Figura 5

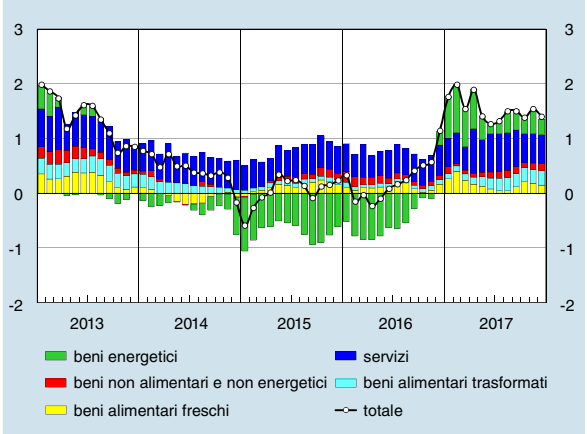
Indicatore ciclico coincidente (€-coin) e PIL dell'area dell'euro (1)
(variazioni percentuali)



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

Inflazione al consumo nell'area dell'euro e contributi delle sue componenti (1)
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi e punti percentuali)



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

(1,0 per cento); l'indebolimento avviatosi nell'autunno ha interessato la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro. In dicembre in alcuni tra i principali paesi, inclusi Italia, Francia e Spagna, l'inflazione di fondo è rimasta inferiore all'1 per cento.

Le aspettative di inflazione desunte dai rendimenti degli *inflation swaps* sono aumentate di circa un decimo di punto, sia sull'orizzonte a due anni sia su quello tra cinque e dieci anni in avanti (all'1,4 e 1,7 per cento, rispettivamente; fig. 7). La probabilità di deflazione nei prossimi cinque anni implicita nei prezzi delle opzioni sul tasso di inflazione è rimasta su valori pressoché nulli.

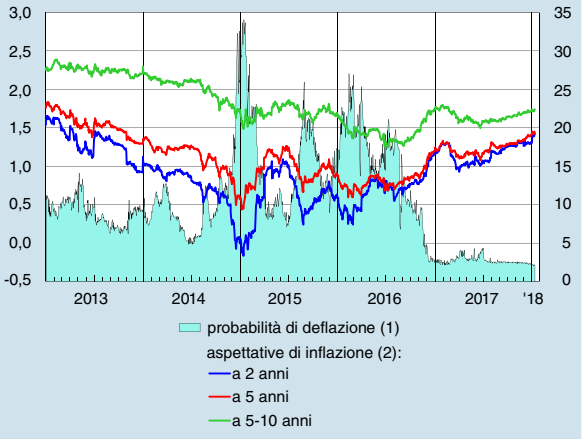
Il Consiglio direttivo della BCE ha ricalibrato il programma di acquisto di attività

Nella riunione dello scorso 26 ottobre il Consiglio direttivo della BCE ha ricalibrato gli strumenti di politica monetaria, ma ha ribadito che un elevato grado di accomodamento monetario resta necessario per un ritorno stabile del profilo dell'inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento; le decisioni hanno influenzato positivamente le condizioni dei mercati finanziari (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate nell'ottobre 2017*). Il Consiglio ha confermato il proprio orientamento nella successiva riunione del 14 dicembre; continua a prevedere che i tassi ufficiali rimarranno su livelli pari a quelli attuali per un prolungato periodo di tempo e ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di titoli (fig. 8).

Figura 7

Aspettative di inflazione e probabilità di deflazione implicite nei contratti derivati

(dati giornalieri; valori percentuali)

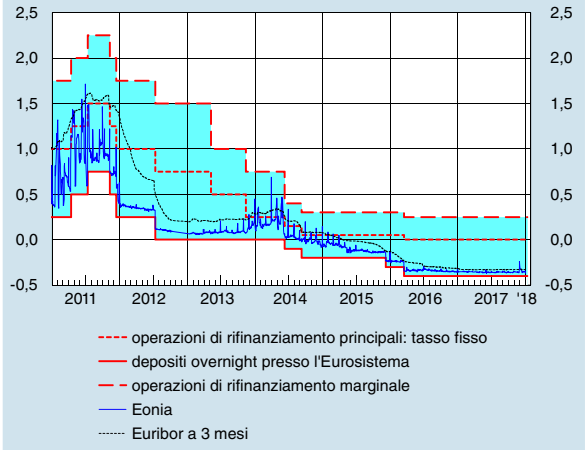


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.
(1) Scala di destra. Probabilità neutrale al rischio (*risk-neutral*) che l'inflazione nell'area dell'euro assuma nei prossimi 5 anni valori inferiori o uguali a zero, implicita nei prezzi delle opzioni sul tasso di inflazione (cfr. S. Cecchetti, F. Natoli e L. Sigalotti, *Tail comovement in option-implied inflation expectations as an indicator of anchoring*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1025, 2015). – (2) 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

Tassi di interesse ufficiali e del mercato monetario nell'area dell'euro

(dati giornalieri; valori percentuali)



Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.

LE MISURE DI POLITICA MONETARIA ADOTTATE NELL'OTTOBRE 2017

Nella riunione di politica monetaria dello scorso ottobre il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha mantenuto invariati i tassi di interesse ufficiali; ha inoltre ribadito di aspettarsi che rimarranno su livelli pari a quelli attuali per un prolungato periodo di tempo e ben oltre la fine degli investimenti netti nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie

dell'Eurosistema (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP). Il Consiglio ha anche adottato una serie di decisioni volte a ricalibrare il pacchetto di misure non convenzionali di politica monetaria.

In particolare, nella riunione di ottobre, il Consiglio ha stabilito che: (a) da gennaio del 2018 gli acquisti netti nell'ambito dell'APP proseguiranno al ritmo mensile di 30 miliardi di euro (da 60), sino alla fine di settembre del 2018 o anche oltre se necessario e, in ogni caso, finché non riscontrerà un aggiustamento durevole nell'evoluzione dei prezzi coerente con il proprio obiettivo di inflazione (a livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento); è pronto a incrementare l'APP in termini di entità e/o durata qualora le prospettive divengano meno favorevoli o le condizioni finanziarie risultino incoerenti con ulteriori progressi dell'inflazione verso l'obiettivo; (b) l'Eurosistema reinvestirà il capitale rimborsato dei titoli in scadenza nell'ambito dell'APP per un prolungato periodo di tempo dopo la conclusione degli acquisti netti e comunque fino a quando sarà opportuno; (c) le operazioni di rifinanziamento principali e quelle a più lungo termine con scadenza a tre mesi proseguiranno con aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti per tutto il tempo ritenuto necessario e almeno sino al termine dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve del 2019.

La riduzione dell'importo mensile degli acquisti di attività ha riflesso la crescente fiducia nella progressiva convergenza dell'inflazione verso l'obiettivo, anche per effetto di un'espansione economica sempre più robusta e generalizzata e di un utilizzo delle risorse sempre più prossimo al potenziale.

Al tempo stesso le pressioni inflazionistiche sono ancora nel complesso moderate; rimane dunque opportuno un orientamento monetario molto accomodante al fine di sostenere il ritorno durevole dell'inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. Nostre analisi indicano che dal 2013, con l'avvio della fase di espansione ciclica, il basso tasso di crescita dei salari in alcuni paesi dell'area ha risentito dell'ampio sottoutilizzo del fattore lavoro, sia sul margine estensivo (quello delle ore di part-time involontario e del numero di lavoratori scoraggiati) sia su quello intensivo (relativo alle ore lavorate; cfr. il riquadro: *Salari e misure della disoccupazione nell'area dell'euro*, in *Bollettino economico*, 4, 2017).

Nei due giorni successivi alla riunione, la curva dei tassi Eonia swap si è appiattita, segnalando un allontanamento della data in cui i mercati si attendono il primo rialzo dei tassi ufficiali; l'euro si è deprezzato dell'1,5 per cento nei confronti del dollaro e di circa l'1 per cento in termini effettivi nominali; i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni si sono ridotti di circa dieci punti base nella maggior parte dei paesi dell'area.

Non sono finora emersi segnali che l'orientamento accomodante della politica monetaria abbia generato effetti indesiderati o l'accumularsi di squilibri nell'area. Questi rischi sono tuttavia attentamente e costantemente monitorati dall'Eurosistema.

Al 12 gennaio il valore in bilancio dei titoli pubblici acquistati dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività era pari a 1.898 miliardi, quello delle obbligazioni bancarie garantite a 242, quelli delle *asset-backed securities* e delle obbligazioni societarie a 25 e 133, rispettivamente. Alla fine di dicembre il valore dei titoli pubblici italiani acquistati ammontava a 327 miliardi (di cui 294 da parte della Banca d'Italia). L'importo di attività detenute che verranno a scadenza nel 2018 e saranno reinvestite dall'Eurosistema è di 146 miliardi, di cui l'80 per cento costituito da titoli pubblici.

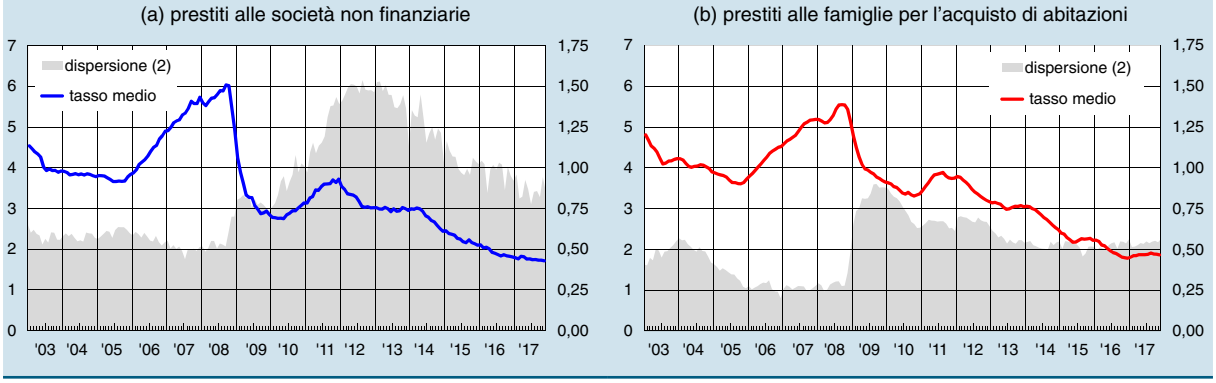
Si rafforza l'espansione del credito al settore privato

Sulla base dei dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni, nei tre mesi terminanti in novembre il credito alle società non finanziarie nell'area dell'euro ha accelerato (5,2 per cento, in ragione d'anno); l'espansione continua a essere particolarmente robusta in Francia e in Germania.

I finanziamenti alle famiglie sono cresciuti in tutti i principali paesi, ad eccezione della Spagna (2,7 per cento per il complesso dell'area). Il costo dei nuovi finanziamenti alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasto su livelli contenuti (1,7 e 1,9 per cento in novembre, rispettivamente); la dispersione dei tassi di interesse tra i paesi si è mantenuta pressoché invariata, su valori molto bassi (fig. 9).

Figura 9

Livello e dispersione del costo del credito nell'area dell'euro (1)
(valori percentuali)



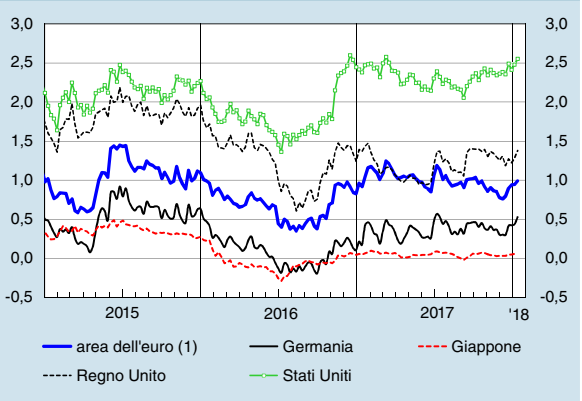
Fonte: BCE.
(1) Media ponderata dei tassi di interesse sui nuovi prestiti a breve e a medio-lungo termine, con pesi pari alla media mobile a 24 mesi dei flussi di nuove erogazioni; per le società non finanziarie sono inclusi i finanziamenti in conto corrente. – (2) Deviazione standard del tasso medio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

1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

Le condizioni sui mercati finanziari internazionali continuano a mantenersi distese. I tassi di interesse a lungo termine nelle principali economie avanzate sono aumentati rispetto ai livelli contenuti registrati alla fine di settembre; nell'area dell'euro i premi per il rischio sovrano sono diminuiti sensibilmente. Le quotazioni dei titoli azionari, pur con andamenti differenziati, si sono collocate intorno ai massimi storici. L'euro si è rafforzato nei confronti delle principali valute; prevalgono attese di un ulteriore apprezzamento nel breve termine.

Figura 10

Rendimenti delle obbligazioni pubbliche decennali
(dati di fine settimana; valori percentuali)



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.

Negli Stati Uniti i rendimenti a lungo termine sono rimasti contenuti

I rendimenti dei titoli decennali negli Stati Uniti sono aumentati di circa 20 punti base rispetto alla fine di settembre dello scorso anno (al 2,6 per cento; fig. 10); buona parte dell'incremento è avvenuto nei giorni immediatamente successivi la riunione della Riserva federale di dicembre dello scorso anno.

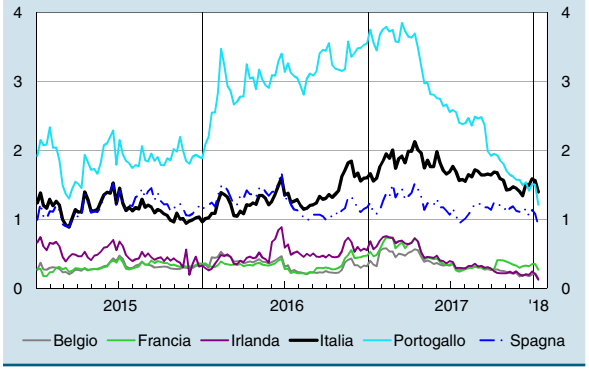
I premi per il rischio sovrano nell'area dell'euro sono scesi significativamente

Dall'inizio del quarto trimestre i tassi di interesse dei titoli decennali tedeschi sono aumentati di 12 punti base, portandosi allo 0,58

Figura 11

Differenziali di interesse tra titoli di Stato decennali e il corrispondente titolo tedesco

(dati di fine settimana; punti percentuali)

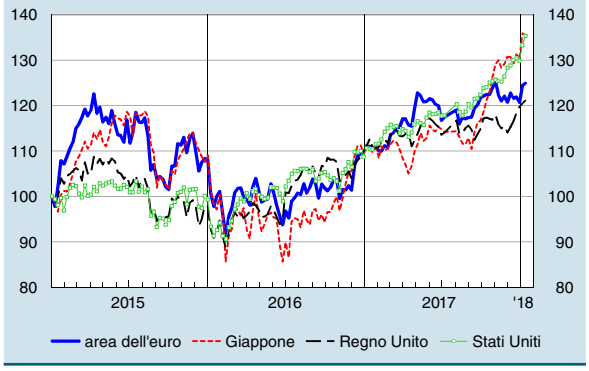


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.

Figura 12

Corsi azionari (1)

(dati di fine settimana; 1ª settimana gen. 2015=100)



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.

per cento. I premi per il rischio sovrano nell'area dell'euro hanno beneficiato del rafforzamento della crescita nonché della reazione favorevole degli operatori di mercato alla rimodulazione del programma di acquisti annunciata dalla BCE. Dalla fine di settembre i differenziali di rendimento fra i titoli di Stato decennali e i corrispondenti titoli tedeschi sono diminuiti in Italia, in Spagna e in Belgio (di 25, 22 e 12 punti base, rispettivamente; fig. 11) e in misura ancora più marcata in Portogallo (di 71 punti base), paese che ha tratto vantaggio dall'innalzamento del rating sovrano a *investment grade* da parte di S&P in settembre, seguito da quello di Fitch in dicembre; sono rimasti pressoché invariati in Francia, mentre sono aumentati in Irlanda (di 14 punti base) in parte a causa del fattore tecnico collegato al cambio del titolo benchmark.

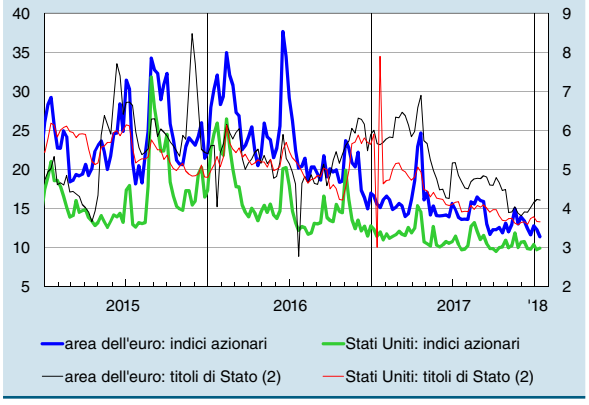
La volatilità dei corsi azionari è molto bassa

I corsi azionari sono ancora saliti negli Stati Uniti e, in misura più contenuta, nell'area euro (fig. 12). In entrambi i mercati la volatilità implicita continua a collocarsi su livelli molto bassi (fig. 13). I mercati finanziari dei paesi emergenti

Figura 13

Volatilità implicita dei corsi azionari e dei titoli di Stato (1)

(dati medi settimanali; punti percentuali)

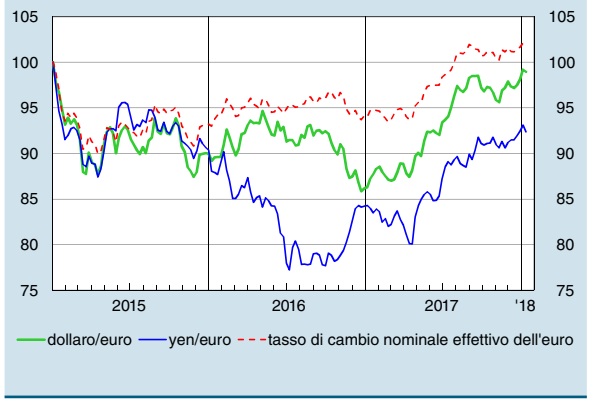


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.
(1) Indici azionari: indice VSTOXX per l'area dell'euro e indice VIX per gli Stati Uniti. Titoli di Stato: volatilità implicita nelle opzioni sui contratti futures sul Bund tedesco per l'area dell'euro e sul Treasury Note per gli Stati Uniti. –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

Figura 14

Tassi di cambio

(dati medi settimanali; 1ª settimana gen. 2015=100)



Fonte: BCE, Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.

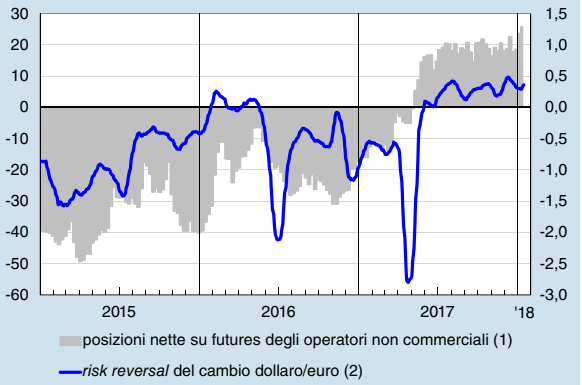
hanno avuto andamenti differenziati, con aumenti marcati in India e in Brasile, un incremento moderato in Cina e un lieve calo in Russia.

Vi sono attese di apprezzamento dell'euro

Dalla fine di settembre l'euro si è apprezzato del 3,6 per cento nei confronti del dollaro, dell'1,9 rispetto allo yen e dello 0,8 rispetto alla sterlina; in termini effettivi nominali, l'apprezzamento della moneta unica dalla fine del 2016 è stato pari all'8,8 per cento (fig. 14). Sui mercati dei derivati prevalgono posizioni lunghe (di acquisto) degli operatori commerciali sull'euro; i valori positivi di una misura di asimmetria delle attese sul cambio (*risk reversal*) indicano la presenza di una domanda di assicurazione contro la rivalutazione dell'euro. Questi andamenti continuano a segnalare aspettative di apprezzamento nel breve termine dell'euro nei confronti della valuta statunitense (fig. 15).

Figura 15

Posizioni nette sul cambio dollaro/euro e *risk reversal*
(valori percentuali)



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

2 L'ECONOMIA ITALIANA

2.1 LA FASE CICLICA

L'attività economica ha accelerato nel terzo trimestre del 2017; vi hanno contribuito sia la domanda nazionale sia quella estera. Le indicazioni congiunturali più recenti suggeriscono che nel quarto trimestre il PIL avrebbe continuato a espandersi attorno allo 0,4 per cento, sostenuto dall'incremento del valore aggiunto nell'industria e nei servizi.

La domanda nazionale e quella estera hanno sostenuto la crescita del PIL nel terzo trimestre

Nei mesi estivi il PIL è aumentato dello 0,4 per cento in termini congiunturali, in leggera accelerazione rispetto al periodo precedente (tav. 4). All'espansione del prodotto hanno contribuito in eguale misura la domanda nazionale, stimolata in particolare dagli investimenti in beni strumentali, e l'interscambio con l'estero, con un più marcato rialzo delle esportazioni rispetto alle importazioni; la variazione delle scorte ha invece sottratto mezzo punto percentuale alla dinamica del prodotto. Il valore aggiunto è salito nell'industria, grazie alla forte espansione nella manifattura e alla ripresa nelle costruzioni. Nel settore dei servizi l'attività è rimasta nel complesso stabile: è diminuita nei comparti finanziari e dell'informazione, mentre è aumentata nel commercio e nel comparto immobiliare.

Il prodotto avrebbe continuato a espandersi in autunno

Secondo nostre stime nel quarto trimestre il PIL sarebbe cresciuto come nel periodo precedente (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel quarto trimestre del 2017 sulla base degli indicatori congiunturali*). In dicembre l'indicatore Ita-coin elaborato dalla Banca d'Italia ha raggiunto il livello più alto dall'estate del 2010 (0,49 da 0,44 in novembre; fig. 16). Le indagini presso

Tavola 4

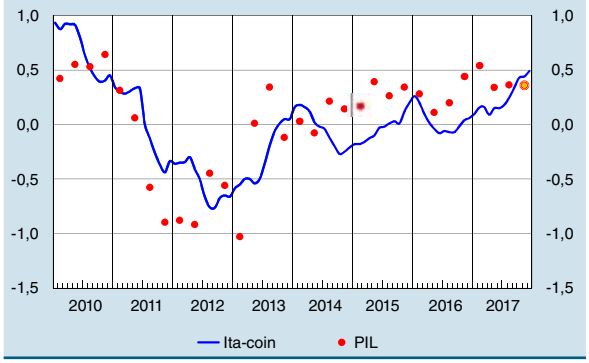
PIL e principali componenti (1)
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

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

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

Figura 16

Indicatore ciclico coincidente (Ita-coin) e PIL dell'Italia (1)
(variazioni percentuali)



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

le imprese confermano il ritorno della fiducia ai livelli precedenti la doppia recessione; quelle presso i consumatori indicano la prosecuzione del recupero in atto dalla scorsa primavera (cfr. il par. 2.3). Sulla base di queste informazioni, il PIL nel complesso del 2017, calcolato sui dati trimestrali destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative, sarebbe aumentato dell'1,5 per cento (1,4 escludendo tale correzione).

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

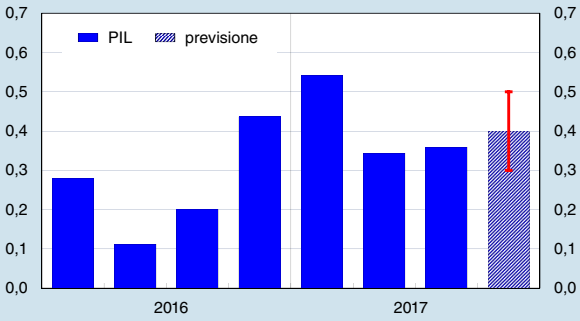
Secondo le informazioni più recenti, elaborate utilizzando i modelli statistici della Banca d'Italia[1], nel quarto trimestre del 2017 il PIL italiano sarebbe cresciuto dello 0,4 per cento in termini congiunturali, come nel periodo precedente (figura A); questa stima presenta rischi rivolti lievemente al ribasso a causa dell'andamento incerto dell'attività manifatturiera.

In autunno il prodotto sarebbe stato sospinto sia dall'accelerazione dell'attività nei servizi, sia dalla crescita nell'industria in senso stretto, sebbene a ritmi inferiori rispetto all'estate; il valore aggiunto sarebbe cresciuto anche nel comparto delle costruzioni.

L'indice dei responsabili degli acquisti (*purchasing managers index*, PMI) delle imprese dei servizi si mantiene su livelli ampiamente compatibili con un'espansione dell'attività (figura B), pur essendo lievemente diminuito rispetto al trimestre precedente per via della componente prospettica. Il contributo alla crescita dell'attività derivante dalla nascita di nuove imprese è risultato secondo gli indicatori disponibili sostanzialmente nullo.

Figura A

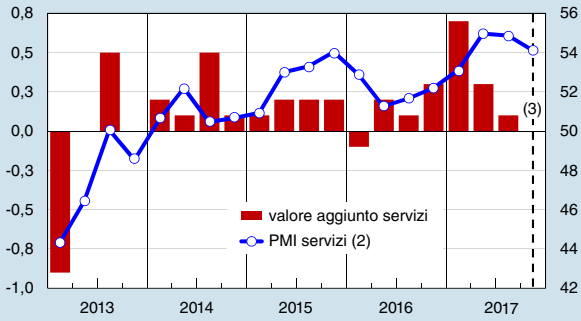
Stime del PIL nel 4° trimestre (1)
(variazioni percentuali)



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 3 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 4° trimestre del 2017 non è ancora disponibile.

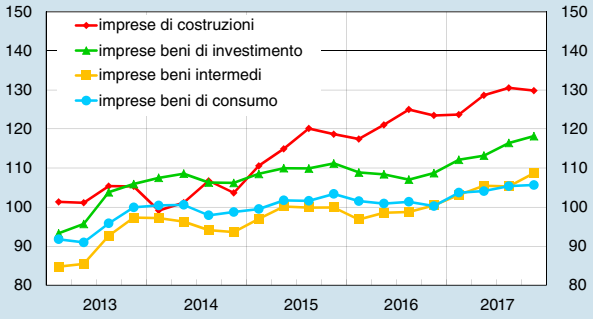
[1] La valutazione dell'andamento del PIL in anticipo rispetto al dato ufficiale, diffuso dall'Istat in via preliminare circa 45 giorni dopo la fine del trimestre di riferimento, si basa su un'ampia gamma di informazioni parziali (quali i consumi elettrici, il traffico merci, la produzione industriale), su sondaggi presso le imprese e su altre valutazioni di tipo qualitativo, che possono essere combinate 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*.

Nell'industria in senso stretto, sulla base di nostre stime, la produzione avrebbe segnato un rialzo di poco inferiore al mezzo punto percentuale nella media del quarto trimestre, dopo la forte espansione dei mesi estivi (1,4 per cento). Gli indicatori del clima di fiducia delle imprese rilevati dall'Istat hanno mostrato miglioramenti significativi nei comparti dei beni strumentali e intermedi, più contenuti per i beni di consumo (figura C). L'andamento dei flussi di trasporto merci e l'incremento dei consumi elettrici nella media dell'ultimo trimestre dell'anno forniscono ulteriori indicazioni positive sulla crescita dell'attività industriale; le immatricolazioni di autovetture sono invece scese rispetto al trimestre precedente (figura D).

Il valore aggiunto del settore delle costruzioni, in recupero dalla fine del 2016, nel quarto trimestre avrebbe continuato a fornire un contributo positivo alla crescita del prodotto, seppure più modesto rispetto al periodo precedente. Segnali di cautela sull'andamento del comparto emergono sia dal lieve calo della fiducia delle imprese edili, che tuttavia rimane su livelli elevati (figura C), sia dalle indagini della Banca d'Italia, secondo cui l'andamento della domanda nel settore sarebbe stato più contenuto nel trimestre autunnale (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 16 gennaio 2018).

Figura C

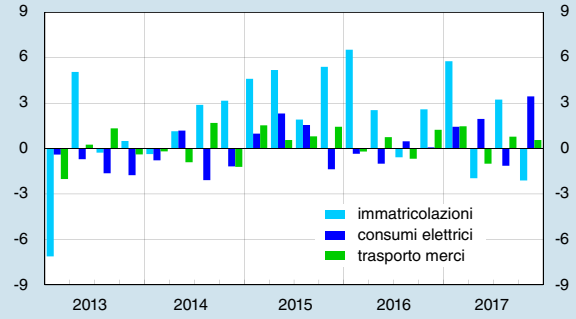
Indici di fiducia delle imprese (1)
(livelli; indici: 2010=100)



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

Figura D

Indicatori congiunturali (1)
(variazioni percentuali destagionalizzate)



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

2.2 LE IMPRESE

Nel quarto trimestre del 2017 l'attività manifatturiera ha continuato a espandersi, pur in misura inferiore rispetto al forte incremento segnato in estate. La fiducia delle imprese si è mantenuta su livelli elevati in tutti i principali comparti di attività; secondo le nostre indagini le valutazioni delle aziende sulle prospettive della domanda migliorano ulteriormente nell'industria e nei servizi; le condizioni per investire si confermano ampiamente favorevoli.

La produzione industriale cresce

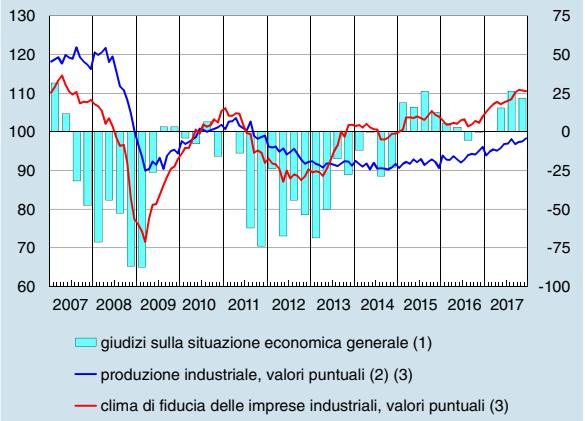
In novembre la produzione industriale è rimasta stabile in termini congiunturali. Secondo nostre stime nel complesso del quarto trimestre l'attività sarebbe cresciuta poco meno di mezzo punto percentuale sul periodo precedente (da 1,4 per cento nei mesi estivi; fig. 17), anche grazie al recupero significativo stimato per il mese di dicembre.

La fiducia delle imprese si consolida su livelli molto elevati

Nel corso dei mesi autunnali gli indicatori di fiducia delle imprese hanno continuato a migliorare, portandosi sui livelli più elevati dal 2007. Rialzi significativi si sono registrati sia nei servizi (in particolare nel commercio al dettaglio) sia nella manifattura, mentre nelle costruzioni la fiducia è rimasta sostanzialmente stabile. Secondo l'indagine trimestrale condotta in dicembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, i giudizi sulla situazione economica generale, seppure in lieve calo, restano ampiamente positivi: le attese sulla domanda sono ulteriormente migliorate nell'industria in senso stretto e nei servizi, mentre nel comparto delle costruzioni si è osservato un deterioramento. Le valutazioni sulle condizioni per investire, pur peggiorando nel settore edile, rimangono largamente favorevoli. Indicazioni coerenti emergono anche dagli indici ricavati dai sondaggi presso i responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers index*, PMI), che hanno confermato un'espansione nel settore dei servizi e hanno fatto registrare un ulteriore miglioramento nella manifattura raggiungendo, nel corso del trimestre, il picco dal 2011.

Figura 17

Produzione industriale e indici di fiducia delle imprese
(dati mensili)



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 gennaio 2018). – (2) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi; il dato per dicembre 2017 è stimato. – (3) Indice: 2010=100.

Gli investimenti in beni strumentali hanno accelerato

Nei mesi estivi gli investimenti hanno accelerato significativamente, sospinti dalla spesa per macchinari e attrezzature e, in misura minore, per mezzi di trasporto. L'incertezza sul rinnovo per l'anno in corso degli incentivi fiscali all'acquisto di beni strumentali e di tecnologie digitali avanzate (super e iper ammortamento) potrebbe aver indotto le imprese ad anticipare i propri piani di investimento. L'indagine Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore* suggerisce però che vi potrebbe essere un'ulteriore espansione dell'accumulazione sia nel primo semestre del 2018 sia nel complesso dell'anno, con un miglioramento più accentuato tra le imprese edili operanti prevalentemente nel comparto non residenziale (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese italiane nell'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita*).

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

Nel mese di dicembre la Banca d'Italia ha condotto, in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, la consueta indagine trimestrale su un campione di circa 1.000 imprese dell'industria in senso stretto, dei servizi e delle costruzioni con almeno 50 addetti (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 16 gennaio 2018).

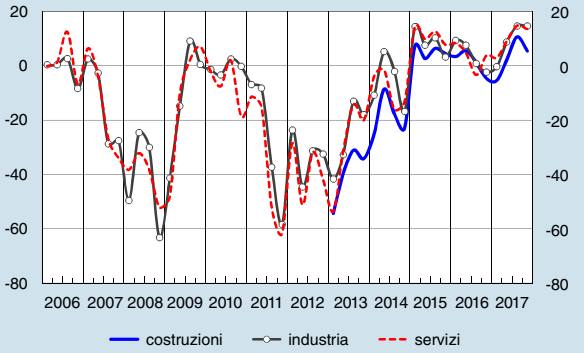
Le valutazioni sulla situazione economica generale corrente e le attese per i prossimi tre mesi sono rimaste ampiamente favorevoli. Le imprese indicano che l'attività nei mesi successivi sarà sostenuta dal consolidamento della domanda e, in misura minore, dalle favorevoli condizioni di accesso al credito; l'incertezza sui fattori economici e politici continua a essere percepita come il principale ostacolo all'espansione dell'attività.

I giudizi sulle condizioni per investire si sono confermati su valori elevati, con una sostanziale stabilità nell'industria in senso stretto e nei servizi, a fronte di un peggioramento nelle costruzioni (figura). Le condizioni di accesso al credito sono nel complesso migliorate nonostante il deterioramento registrato tra le imprese operanti nell'edilizia, soprattutto nel comparto abitativo.

In questa rilevazione è stato chiesto alle aziende se ritengono che gli investimenti sostenuti nell'ultimo triennio siano stati adeguati alle necessità produttive: a fronte di meno del 3 per cento degli intervistati che li giudicano eccessivi, oltre il 20 per cento ritengono che essi siano stati inferiori a quanto sarebbe stato opportuno (la proporzione cresce fra le imprese più piccole e fra quelle delle costruzioni); i rimanenti tre quarti delle aziende li reputano coerenti con l'andamento della propria attività.

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 gennaio 2018).

Per l'anno in corso la quota di imprese industriali e dei servizi che pianificano una crescita della spesa in investimenti supera di 28 punti percentuali quella delle aziende che ne prefigurano un calo (tavola). Rispetto alle attese espresse in settembre per il complesso del 2017 il saldo è migliorato, soprattutto nei servizi; resta più elevato nella manifattura.

Tavola

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

RISPOSTE	Industria in senso stretto	Servizi	Costruzioni	Totale economia
	Spesa per investimenti programmata per il 1° semestre del 2018 rispetto al 2° del 2017			
Più alta	42,2	30,1	27,6	35,7
Praticamente uguale	41,4	58,2	57,8	50,2
Più bassa	16,4	11,7	14,6	14,1
	Spesa per investimenti programmata per il 2018 rispetto a quella effettuata nel 2017			
Più alta	44,9	37,7	34,4	40,9
Praticamente uguale	39,5	52,3	51,1	46,2
Più bassa	15,5	10,0	14,6	12,9

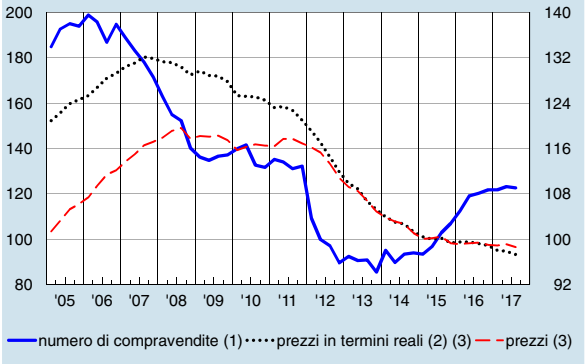
(1) Stime ponderate tenendo conto del rapporto tra il numero di imprese rilevate e il numero di quelle presenti nell'universo di riferimento nell'indagine condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* presso le imprese italiane con almeno 50 addetti (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 16 gennaio 2018). Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

Le compravendite immobiliari si sono ridotte leggermente

Nel terzo trimestre del 2017 il numero delle compravendite di abitazioni è lievemente sceso rispetto al trimestre precedente (-0,5 per cento), pur rimanendo al di sopra del livello registrato nello stesso periodo del 2016 (fig. 18). I prezzi hanno segnato una flessione dello 0,5 per cento sul secondo trimestre, dopo essere rimasti pressoché invariati dall'inizio dello scorso anno. Secondo il *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* condotto in ottobre su un campione di agenzie immobiliari, le

Figura 18

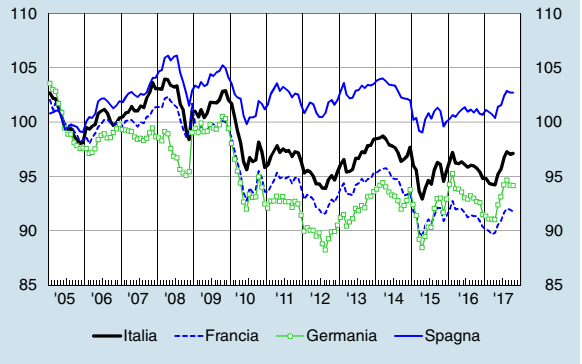
Compravendite e prezzi delle abitazioni
(dati trimestrali; indici: 2015=100)



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

Figura 19

Indicatori di competitività (1)
(dati mensili; indici: 2005=100)



Fonte: elaborazioni su dati BCE, CEPII, Eurostat, FMI, OCSE, Nazioni Unite e statistiche nazionali.
(1) Nei confronti di 61 paesi concorrenti; calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti. Un aumento dell'indice segnala una perdita di competitività; l'ultimo dato disponibile si riferisce al mese di ottobre 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.

valutazioni sulle tendenze di breve periodo del mercato sono migliorate e le pressioni al ribasso sui prezzi di vendita delle abitazioni si sono attenuate.

La competitività di prezzo è lievemente peggiorata

Nostre stime segnalano che nel quarto trimestre la competitività delle imprese italiane – valutata sulla base dei prezzi alla produzione dei beni manufatti e tenendo conto della struttura degli scambi commerciali del nostro paese – è lievemente peggiorata rispetto al trimestre precedente, al pari di quella delle imprese francesi e spagnole, mentre è appena migliorata per quelle tedesche (fig. 19). Nella media del 2017, rispetto all'anno precedente, la competitività delle imprese italiane è sostanzialmente rimasta stabile; è migliorata in Francia e in Germania mentre è peggiorata in Spagna.

La redditività delle imprese si è marginalmente ridotta

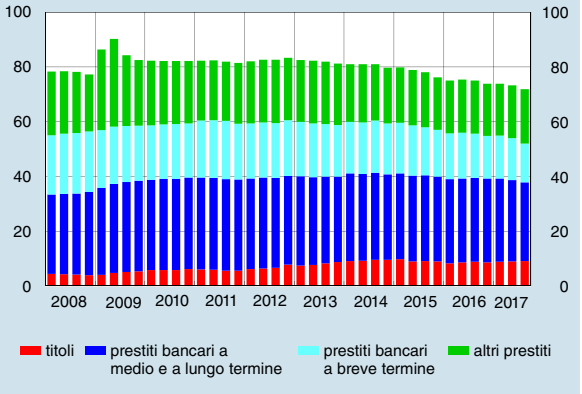
Sulla base dei dati diffusi dall'Istat e di nostre stime, nel terzo trimestre del 2017 il rapporto tra margine operativo lordo (MOL) e valore aggiunto è lievemente diminuito nel confronto con il periodo precedente. La capacità di autofinanziamento (calcolata come differenza tra MOL e oneri complessivi) è rimasta stabile, continuando a beneficiare del calo degli oneri finanziari netti. Sia la spesa per investimenti in rapporto al valore aggiunto sia il fabbisogno finanziario delle imprese si sono mantenuti pressoché invariati.

L'indebitamento delle imprese diminuisce

Nel terzo trimestre il debito complessivo delle imprese in percentuale del PIL è

Figura 20

Debito delle imprese (1)
(dati trimestrali; in percentuale del PIL)



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.

ulteriormente diminuito al 72 per cento (dal 73; fig. 20). La domanda di credito bancario continua a essere frenata dal basso fabbisogno di finanziamento esterno, soddisfatto anche con il ricorso a emissioni di obbligazioni societarie (cfr. il par. 2.7).

2.3 LE FAMIGLIE

Nei mesi estivi la spesa delle famiglie ha continuato ad aumentare, soprattutto quella in beni durevoli; la propensione al risparmio si è stabilizzata. L'ulteriore miglioramento del clima di fiducia dei consumatori prefigura una prosecuzione dell'espansione dei consumi anche in autunno.

I consumi delle famiglie sono cresciuti nei mesi estivi…

Nel terzo trimestre del 2017 è proseguito l'aumento dei consumi delle famiglie (0,3 per cento rispetto al trimestre precedente; fig. 21); la crescita ha riguardato sia gli acquisti di beni, in particolare di quelli durevoli, sia di servizi, che hanno tuttavia rallentato rispetto al periodo precedente.

…sostenuti dall'aumento del reddito disponibile

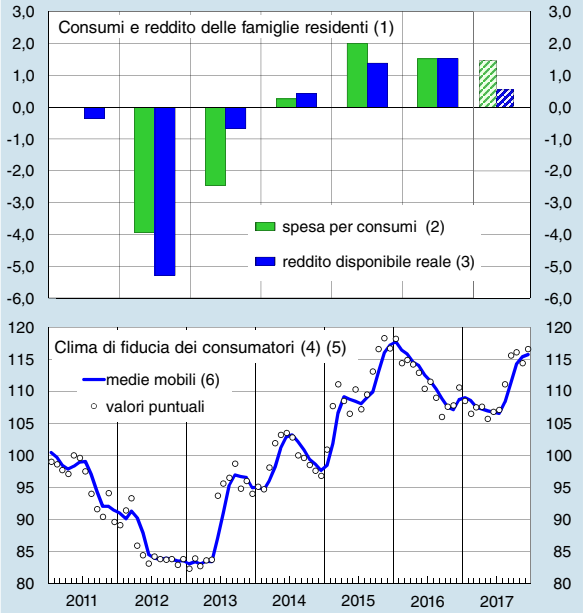
Nel corso dell'estate, all'andamento dei consumi ha contribuito il nuovo incremento del reddito disponibile, che ha beneficiato delle condizioni del mercato del lavoro (cfr. il par. 2.5). La propensione al risparmio è rimasta sostanzialmente stabile all'8,0 per cento nel terzo trimestre (fig. 22).

La spesa delle famiglie sarebbe cresciuta anche nel trimestre autunnale

Le informazioni congiunturali più recenti sono coerenti con una prosecuzione dell'espansione dei consumi nell'ultimo trimestre del 2017. Dopo gli alti livelli raggiunti in estate, nei mesi autunnali le immatricolazioni di autoveicoli si sono ridotte del 2,1 per cento; tuttavia nello stesso periodo il clima di fiducia dei consumatori è ulteriormente tornato a salire, soprattutto nelle componenti relative alla situazione economica generale e alle attese future. Migliorano inoltre le aspettative sul mercato del lavoro.

Figura 21

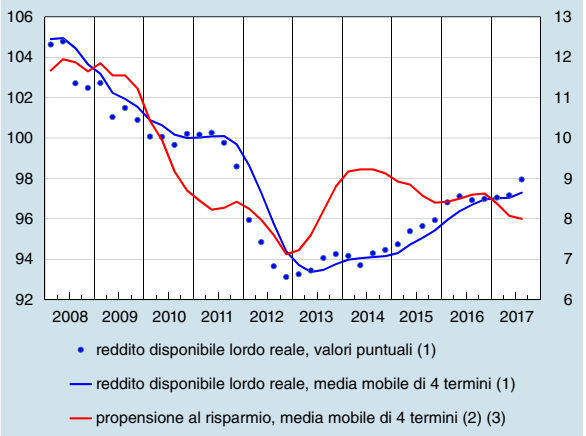
Consumi, reddito e clima di fiducia dei consumatori
(variazioni percentuali e numeri indice)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) Variazioni percentuali sull'anno precedente. Fino al 2016 dati annuali; per il 2017 variazioni percentuali dei primi 9 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.

Figura 22

Reddito disponibile e propensione al risparmio delle famiglie consumatrici
(dati destagionalizzati)



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.

L'indebitamento delle famiglie si è ridotto

Nei mesi estivi il debito delle famiglie italiane in rapporto al reddito disponibile è diminuito al 61 per cento (dal 61,3 di giugno; fig. 23), un livello ben al di sotto di quello medio dell'area dell'euro (94,1 per cento alla fine di settembre). In rapporto al PIL il debito è sceso al 41,3 per cento dal 41,4 (57,9 nell'area dell'euro). L'incidenza degli oneri sostenuti per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale) è stata pari al 10 per cento circa. I tassi di interesse sui nuovi mutui continuano a collocarsi su valori minimi nel confronto storico (cfr. il par. 2.7).

2.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nel terzo trimestre del 2017 le esportazioni hanno ripreso a crescere a un tasso sostenuto, trainate dalla componente dei beni; il quadro prospettico risulta assai favorevole. Nei primi undici mesi dello scorso anno è aumentata la domanda di titoli italiani da parte di non residenti; il surplus di conto corrente rimane elevato. Il saldo TARGET2 della Banca d'Italia si è mantenuto pressoché stabile dalla scorsa primavera.

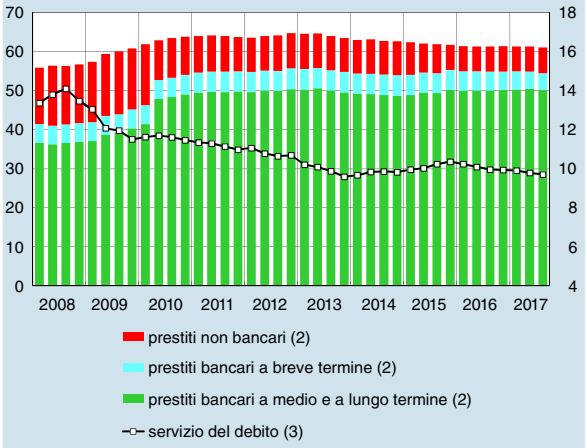
Nel trimestre estivo le esportazioni sono aumentate…

Dopo il ristagno del secondo trimestre, nei mesi estivi le esportazioni hanno registrato una ripresa significativa (1,6 per cento in volume rispetto al periodo precedente), sospinte soprattutto dall'accelerazione delle vendite di beni (1,8 per cento). Queste ultime sono state particolarmente favorevoli nei paesi dell'Unione europea (UE) non appartenenti all'area dell'euro e in quelli extra UE. A livello settoriale il contributo più rilevante è provenuto dai comparti della meccanica e dei prodotti in metallo. Anche le esportazioni di servizi sono aumentate (0,4 per cento), recuperando in parte la flessione del trimestre precedente; l'espansione ha riguardato solo i mercati della UE.

È proseguita la crescita delle importazioni (1,2 per cento in volume), in particolare di beni dai paesi europei e di servizi da tutti i principali mercati.

Figura 23

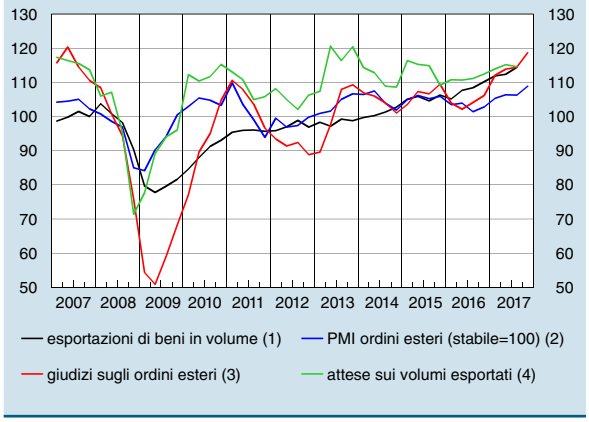
Debito delle famiglie (1)
(dati trimestrali; in percentuale del reddito disponibile lordo)



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.

Figura 24

Esportazioni in volume, ordini esteri e attese delle imprese manifatturiere
(dati trimestrali e destagionalizzati; numeri indice)



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.

…e le prospettive sono ancora migliorate

Secondo le informazioni più recenti, le esportazioni di beni (a prezzi correnti e corrette per la stagionalità) sono cresciute in ottobre e in novembre, portandosi nel bimestre su livelli superiori a quelli medi del terzo trimestre. In media nei mesi autunnali i giudizi sugli ordini esteri delle imprese manifatturiere censite dall'Istat sono nuovamente migliorati; è anche aumentato il corrispondente indicatore PMI, collocandosi ben al di sopra della soglia compatibile con un'espansione delle vendite estere (fig. 24).

L'avanzo di conto corrente resta elevato

Nel complesso dei primi undici mesi del 2017 l'avanzo di conto corrente si è lievemente ampliato rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (tav. 5). La crescita del saldo dei redditi primari, in surplus già dalla metà del 2016, ha più che compensato la flessione di quello mercantile dovuta alla maggiore spesa per le materie prime energetiche.

In rapporto al PIL il saldo di conto corrente si è mantenuto al 2,8 per cento nei quattro trimestri terminanti in settembre (ultimo periodo per il quale sono disponibili i dati sul prodotto; fig. 25).

Aumentano gli acquisti di titoli italiani da parte dei non residenti

Nei primi undici mesi del 2017 gli acquisti netti dall'estero di titoli di portafoglio italiani hanno raggiunto i 25,5 miliardi di euro. Gli investitori stranieri hanno mostrato interesse sia per i titoli pubblici (6,4 miliardi) sia per quelli emessi dal settore privato. Tra questi, gli investimenti hanno riguardato soprattutto le azioni e le obbligazioni bancarie, anche in relazione alle recenti operazioni di ricapitalizzazione di alcuni intermediari italiani. I significativi acquisti di titoli esteri da parte dei residenti (117,5 miliardi dall'inizio dell'anno) continuano a essere in larga parte riconducibili agli investimenti in quote di fondi comuni da parte di famiglie, compagnie di assicurazione, fondi pensione e altri intermediari finanziari.

Tavola 5

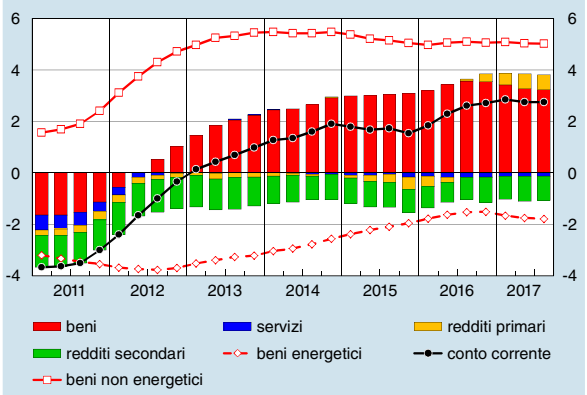
Bilancia dei pagamenti dell'Italia (1)
(saldi in miliardi di euro)

VOCI	2015	2016	gen.-nov. 2016	gen.-nov. 2017
Conto corrente	**25,6**	**45,6**	**40,3**	**44,2**
per memoria: in % del PIL	*1,5*	*2,7*	–	–
Merci	51,1	59,8	53,4	50,0
prodotti non energetici (2)	83,4	85,0	76,2	78,5
prodotti energetici (2)	-32,2	-25,3	-22,8	-28,6
Servizi	-2,7	-2,8	-2,1	-0,8
Redditi primari	-8,2	5,0	3,3	9,2
Redditi secondari	-14,7	-16,5	-14,4	-14,1
Conto capitale	**4,0**	**-2,6**	**-2,1**	**0,1**
Conto finanziario	**36,0**	**66,6**	**54,0**	**49,9**
Investimenti diretti	2,4	-2,9	1,7	-3,7
Investimenti di portafoglio	98,3	159,6	117,3	92,0
Derivati	2,3	-3,0	0,9	-7,3
Altri investimenti (3)	-67,6	-85,9	-64,8	-33,6
Variazione riserve ufficiali	0,5	-1,2	-1,0	2,5
Errori e omissioni	**6,5**	**23,6**	**15,9**	**5,6**

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

Figura 25

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



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

Il saldo passivo TARGET2 è rimasto sostanzialmente stabile

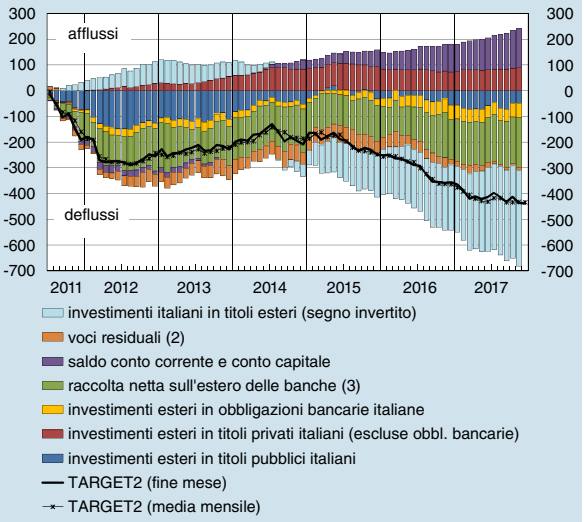
Dallo scorso maggio la posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2 si è pressoché stabilizzata, oscillando attorno a una media di 428 miliardi e attestandosi a 439 miliardi alla fine dell'anno. Fino a novembre, ultimo mese per cui è possibile fare un confronto con i dati di bilancia dei pagamenti, alla sostanziale stazionarietà del saldo hanno corrisposto un

rafforzamento della domanda estera di titoli italiani e l'avanzo di conto corrente, che hanno compensato i deflussi derivanti in particolare dagli acquisti di titoli esteri da parte degli investitori italiani (fig. 26).

La stabilizzazione del saldo ha interrotto il graduale aumento in atto dall'avvio del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie dell'Eurosistema (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP), che era stato comune, oltre all'Italia, alla Spagna e al Portogallo; rispetto al passato, si è accompagnata a una più bilanciata distribuzione della liquidità in eccesso tra i sistemi bancari dei vari paesi, in precedenza concentrata prevalentemente nei sistemi tedesco, francese e olandese. Le riserve in eccesso detenute dalle banche italiane, che erano state pressoché nulle dall'avvio dell'APP[1], hanno raggiunto alla fine del 2017 quasi 130 miliardi.

Figura 26

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



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

A tale aumento ha contribuito, tra i vari fattori, la flessione dei tassi di mercato sui pronti contro termine overnight con collaterale italiano, divenuti come in altri paesi inferiori al tasso di remunerazione delle riserve bancarie depositate presso la banca centrale; questa flessione ha ridotto significativamente il costo-opportunità della detenzione di liquidità in eccesso anche per le banche italiane. Tali andamenti si collocano in un quadro di miglioramento delle condizioni del nostro sistema bancario, che si è riflesso anche in una generalizzata riduzione dei premi sui credit default swap (CDS) degli intermediari italiani.

La posizione sull'estero continua a migliorare

Alla fine dello scorso settembre la posizione debitoria netta sull'estero dell'Italia era scesa al 7,8 per cento del PIL. La riduzione di oltre mezzo punto percentuale rispetto al trimestre precedente è ascrivibile principalmente all'avanzo di conto corrente; gli aggiustamenti di valutazione netti sono stati negativi.

2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Nel terzo trimestre del 2017 il numero degli occupati ha continuato a crescere, trainato dalla componente dei dipendenti a tempo determinato; sono aumentate anche le ore lavorate per occupato, che restano tuttavia al di sotto dei livelli pre-crisi. Secondo le indicazioni congiunturali più recenti, l'occupazione sarebbe lievemente salita anche negli ultimi mesi del 2017. Le retribuzioni continuano a salire moderatamente; i contratti collettivi rinnovati nella seconda metà dell'anno prefigurano una dinamica salariale più sostenuta nel 2018.

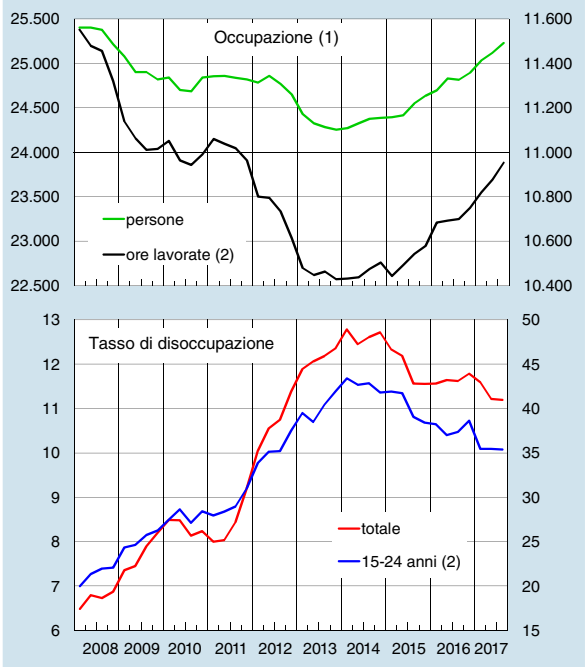
[1] Cfr. il paragrafo: *I mercati monetari e finanziari* del capitolo 2 nel *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2017.

È proseguita la crescita degli occupati e delle ore lavorate

Nel trimestre estivo il numero di occupati è aumentato dello 0,4 per cento rispetto al periodo precedente (fig. 27 e tav. 6); la crescita ha interessato tutti i settori, con l'eccezione dell'agricoltura. La più elevata espansione delle ore lavorate totali (0,7 per cento) si è tradotta anche in un incremento di quelle pro capite (0,3 per cento), che rimangono tuttavia inferiori di oltre il 4 per cento rispetto ai valori del 2007.

Figura 27

Occupazione e disoccupazione
(dati trimestrali destagionalizzati)



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

Nel trimestre, a fronte di un lieve calo dei lavoratori autonomi, l'aumento dell'occupazione è interamente riconducibile al lavoro dipendente a termine (3,9 per cento, 105.000 persone in più); in questo periodo il numero di dipendenti a tempo indeterminato è rimasto stabile. Dall'inizio del 2015, quando sono entrati in vigore i provvedimenti di riforma del mercato del lavoro (Jobs Act) e gli sgravi contributivi sulle assunzioni previsti fino al 2016, l'occupazione è aumentata di circa 900.000 persone. La crescita del numero di dipendenti, che ha riguardato sia la componente a termine sia quella a tempo indeterminato (rispettivamente 600.000 e 500.000 occupati in più), si è accompagnata alla riduzione del lavoro autonomo (200.000 occupati in meno), in buona parte riconducibile alla minore diffusione dei contratti di collaborazione.

Gli sgravi contributivi hanno concorso all'anticipo della crescita delle posizioni permanenti nel biennio 2015-2016, cui ha fatto seguito una stabilizzazione nel 2017. Nello scorso anno è presumibile che l'aumento tra i disoccupati di quelli con scarsa esperienza lavorativa, che ha riflesso una maggiore partecipazione al mercato del lavoro e l'assunzione a tempo indeterminato dei disoccupati più esperti nel biennio precedente, abbia spinto le imprese a utilizzare più intensamente il lavoro a termine come strumento di

Tavola 6

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

VOCI	Consistenze		Variazioni			
	3° trim. 2007	3° trim. 2017	4° trim. 2016	1° trim. 2017	2° trim. 2017	3° trim. 2017
Totale occupati	**25.336**	**25.230**	**0,3**	**0,5**	**0,4**	**0,4**
di cui: industria in senso stretto	4.912	4.231	0,1	0,3	0,3	0,6
servizi privati (1)	10.428	11.087	0,4	0,5	0,2	1,1
Dipendenti	18.641	19.141	0,5	0,7	0,8	0,5
Autonomi	6.694	6.089	-0,4	0,0	-1,0	0,2
Ore lavorate	**11.517**	**10.952**	**0,5**	**0,6**	**0,5**	**0,7**
di cui: industria in senso stretto	2.275	1.896	0,6	0,8	1,2	0,9
servizi privati (1)	5.024	5.020	0,5	0,2	0,2	1,2
Dipendenti	7.678	7.625	0,8	1,0	0,8	1,0
Autonomi	3.839	3.327	-0,3	-0,2	-0,1	0,1

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

selezione iniziale della forza lavoro. L'andamento dell'occupazione a termine è tipicamente più sensibile alle condizioni cicliche, migliorate significativamente nel corso dell'anno (cfr. il par. 2.1).

L'occupazione sarebbe cresciuta moderatamente negli ultimi mesi dell'anno

Secondo i dati preliminari della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, il numero di occupati è lievemente cresciuto nel bimestre ottobre-novembre; i dati amministrativi di fonte INPS, che anticipano l'andamento dell'occupazione (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), suggeriscono che l'espansione sarebbe ancora trainata dalle posizioni a termine. Sulla dinamica dell'occupazione a tempo indeterminato nell'ultimo trimestre del 2017 potrebbe aver influito anche la scelta delle imprese di posticipare le assunzioni al 2018 al fine di usufruire dei nuovi sgravi contributivi a favore dei giovani lavoratori. Queste misure differiscono tuttavia dagli incentivi introdotti nel 2015 per alcune caratteristiche – quali la natura strutturale, il minore beneficio monetario, la più ristretta platea di potenziali beneficiari e i più stringenti criteri di condizionalità per l'accesso – che potrebbero limitarne gli effetti nel breve periodo.

Il tasso di disoccupazione è rimasto invariato

Nei mesi estivi il tasso di disoccupazione si è mantenuto stabile, all'11,2 per cento. La crescita dell'occupazione si è infatti accompagnata a un'espansione della partecipazione al mercato del lavoro, guidata dalla riduzione del numero di scoraggiati: il tasso di attività e quello di occupazione, comunque inferiori rispetto ai valori delle principali economie dell'area dell'euro, sono aumentati di tre e due decimi di punto, rispettivamente al 65,6 e al 58,1 per cento. Andamenti analoghi hanno interessato la popolazione tra i 15 e i 24 anni, il cui tasso di disoccupazione è rimasto sostanzialmente fermo al 35,4 per cento (fig. 27). I dati preliminari della *Rilevazione sulle forze di lavoro* segnalano un ulteriore lieve miglioramento nel bimestre ottobre-novembre, soprattutto tra i più giovani.

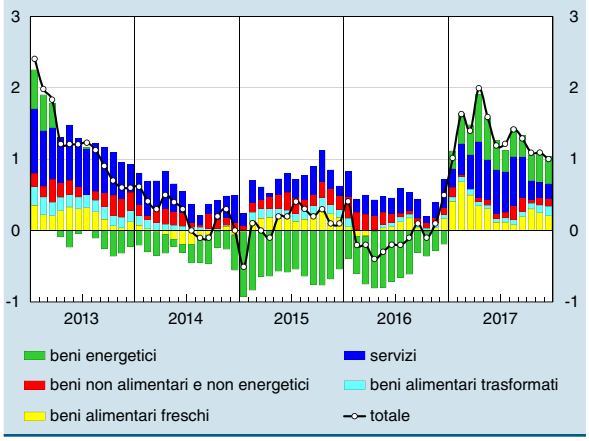
La crescita delle retribuzioni si rafforza molto gradualmente

La dinamica delle retribuzioni contrattuali è ancora contenuta, ma vi sono primi segnali di un suo graduale rafforzamento. Le retribuzioni contrattuali orarie nel settore privato non agricolo sono salite dello 0,7 per cento nel terzo trimestre del 2017 rispetto a un anno prima; la crescita, lievemente superiore a quella registrata nel periodo precedente, si sarebbe ulteriormente rafforzata nella media di ottobre e novembre (0,8 per cento). I rinnovi contrattuali siglati nel terzo trimestre (commercio, telecomunicazioni, trasporto merci e logistica, Poste) hanno stabilito incrementi salariali significativi e, a differenza di alcuni contratti sottoscritti nello scorso biennio (cfr. il riquadro: *I rinnovi contrattuali nel settore privato durante il 2016*, in *Bollettino economico*, 1, 2017), non hanno introdotto meccanismi automatici di aggiustamento all'inflazione realizzata, che avrebbero potuto limitare la dinamica retributiva in un contesto di bassa inflazione.

Figura 28

Inflazione al consumo in Italia e contributi delle sue componenti (1)

(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi e punti percentuali)



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

2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

Pur in presenza di un recupero dei prezzi all'origine e di alcuni primi segnali favorevoli sui salari, l'inflazione al consumo resta debole, all'1,0 per cento in dicembre; le aspettative di famiglie e imprese ne indicano un lieve incremento.

Secondo le indagini congiunturali le aziende hanno rialzato i listini di vendita di poco meno dell'1 per cento e prevedono nei successivi dodici mesi aumenti appena superiori. La quota di famiglie che si aspetta prezzi invariati o in calo nei prossimi dodici mesi ha continuato a crescere.

L'inflazione al consumo rimane debole…

In dicembre l'inflazione al consumo è scesa all'1,0 per cento, poco sotto al valore registrato nel complesso del quarto trimestre (1,1 per cento; fig. 28). Pressioni al ribasso sono derivate dal rallentamento dei prezzi degli alimentari freschi, che hanno compensato l'accelerazione di quelli degli alimentari trasformati e dei servizi. Nella media del 2017 l'inflazione è stata pari all'1,3 per cento (-0,1 nel 2016).

…e quella di fondo si attesta su valori particolarmente bassi

L'inflazione di fondo si è collocata su valori particolarmente contenuti, allo 0,5 per cento in dicembre e nella media del quarto trimestre (dall'1,1 nel trimestre precedente; tav. 7); il calo ha riflesso in misura significativa la riduzione delle

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
2017	1,3	0,8	1,3	1,2	–	0,7	....	–
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	-0,3	-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	-0,4	-0,3	0,2	0,5	-4,1	–
giu.	-0,2	0,5	-0,3	-0,4	0,1	0,4	-3,4	–
lug.	-0,2	0,5	-0,2	-0,1	0,1	0,6	-1,4	–
ago.	-0,1	0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,5	-1,0	–
set.	0,1	0,4	0,0	0,1	0,1	0,4	-0,8	–
ott.	-0,1	0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,1	-0,6	–
nov.	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1	0,4	-0,3	–
dic.	0,5	0,7	0,5	0,5	0,2	0,6	0,9	–
2017 – gen.	1,0	0,5	1,0	1,0	0,3	0,5	2,9	–
feb.	1,6	0,7	1,5	1,6	0,5	0,6	3,7	–
mar.	1,4	0,6	1,4	1,4	-0,1	0,7	3,3	–
apr.	2,0	1,3	1,9	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	1,3	1,2	-0,1	1,0	2,5	–
lug.	1,2	0,9	1,1	1,1	0,0	0,8	0,9	–
ago.	1,4	1,2	1,3	1,2	0,1	0,9	1,6	–
set.	1,3	1,1	1,3	1,1	0,1	0,8	1,7	–
ott.	1,1	0,5	1,1	1,0	-0,1	0,4	2,2	–
nov.	1,1	0,4	1,0	0,9	0,0	0,3	2,8	–
dic.	1,0	0,5	0,9	0,9	0,2	0,4	....	–

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.

tasse universitarie in ottobre, decisa con la legge di stabilità per il 2017. In dicembre la quota di voci elementari che hanno registrato una variazione negativa dei prezzi è rimasta stabile (al 18 per cento); per le componenti di fondo la percentuale è scesa lievemente (al 23 per cento, dal 24). In media d'anno l'inflazione di fondo si è attestata allo 0,8 per cento.

L'inflazione alla produzione continua a crescere

In novembre i prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno hanno accelerato (al 2,8 per cento sui dodici mesi, dal 2,2 in ottobre), riflettendo principalmente l'andamento della componente dei beni energetici. La variazione dei prezzi dei beni non alimentari destinati al consumo finale è appena aumentata (allo 0,2 per cento, dallo 0,1). Si sono manifestati segnali di ripresa della crescita dei salari, che tuttavia resta ancora moderata (cfr. il par. 2.5).

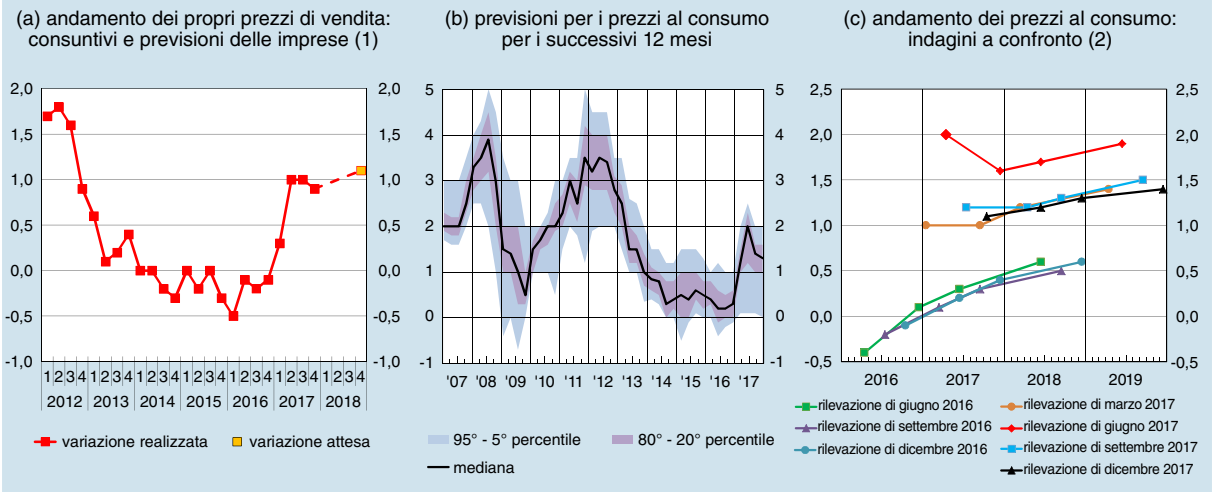
Famiglie e imprese si attendono una dinamica ancora debole dei prezzi

I listini di vendita delle aziende censite nell'indagine trimestrale condotta in dicembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* sono saliti dello 0,9 per cento rispetto a un anno prima; la crescita prevista per i successivi dodici mesi sarebbe di poco superiore (1,1 per cento). Le attese sull'andamento dell'inflazione al consumo delle imprese intervistate sono rimaste stabili rispetto al precedente sondaggio, su livelli superiori ai minimi toccati alla fine del 2016 (fig. 29). Sulla base delle rilevazioni dell'Istat, nei mesi autunnali 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 ha continuato ad aumentare; la percentuale di consumatori che si attende prezzi invariati o in calo nei prossimi dodici mesi è lievemente scesa rispetto al terzo trimestre del 2017 (al 59,4 dal 61,5).

Le attese sull'inflazione degli operatori professionali censiti in gennaio da Consensus Economics sono rimaste stabili all'1,1 per cento per il 2018, poco al di sotto di quelle formulate per il complesso dell'area dell'euro (cfr. il par. 1.2).

Figura 29

Aspettative di inflazione delle imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi
(variazioni percentuali sui 12 mesi)



(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 gennaio 2018). – (2) Il primo punto di ciascuna curva è il dato definitivo disponibile al momento della realizzazione dell'indagine, fornito agli intervistati nel questionario come riferimento per la formulazione delle loro aspettative; il secondo punto rappresenta la media delle previsioni per i successivi 6 mesi; il terzo punto la media delle previsioni per i successivi 12 mesi; il quarto punto la media delle previsioni per i successivi 24 mesi.

2.7 LE BANCHE

È proseguita nei mesi più recenti l'espansione dei prestiti al settore privato. La domanda di credito bancario da parte delle imprese, sostenuta dalla ripresa degli investimenti, è ancora frenata dall'ampia disponibilità di risorse interne e dal maggior ricorso a emissioni di obbligazioni societarie. La qualità del credito ha continuato a migliorare e si è ulteriormente ridotta l'incidenza dei prestiti deteriorati. I coefficienti patrimoniali si sono rafforzati in misura significativa.

Si espandono i prestiti bancari, sia alle famiglie…

Nei tre mesi terminanti in novembre il credito erogato al settore privato non finanziario ha accelerato all'1,8 per cento (da 1,1 per cento nei tre mesi in agosto, correggendo per i fattori stagionali e in ragione d'anno; fig. 30.a). L'espansione dei prestiti alle famiglie si è mantenuta vivace e in linea con quella dei mesi precedenti (2,8 per cento), sia nella componente dei mutui per l'acquisto di abitazioni sia in quella dei prestiti finalizzati al consumo.

…sia alle società non finanziarie

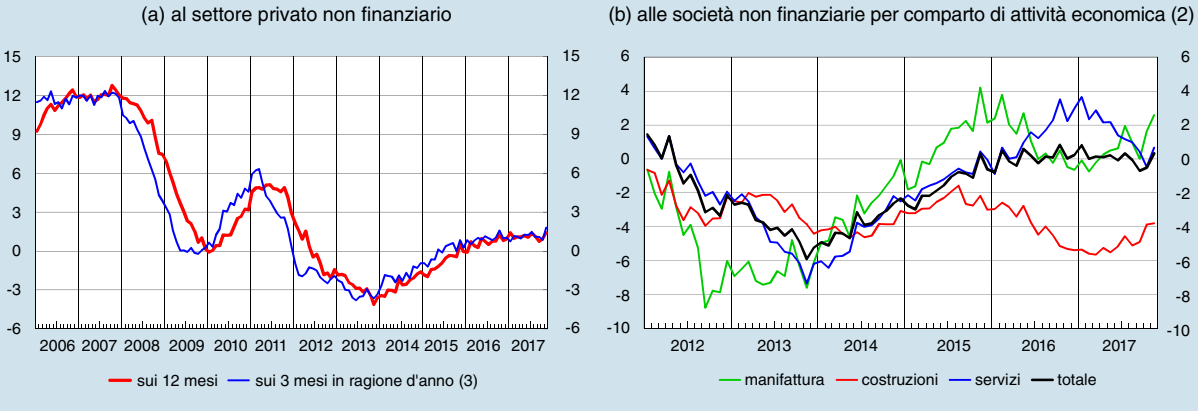
Il credito alle società non finanziarie è cresciuto dell'1,1 per cento nei tre mesi terminanti in novembre (da -0,2 in agosto; fig. 30.b). All'aumento della domanda connesso con la ripresa degli investimenti continua a contrapporsi un'elevata capacità di autofinanziamento che mantiene basso il fabbisogno di risorse esterne; quest'ultimo è stato peraltro soddisfatto negli ultimi mesi anche con il ricorso a emissioni di obbligazioni (cfr. il par. 2.8). Si è rafforzata la crescita dei prestiti alle aziende operanti nel settore manifatturiero (2,6 per cento sui dodici mesi) ed è rimasta positiva la dinamica di quelli alle imprese di servizi (0,7 per cento); prosegue invece la contrazione del credito alle aziende di costruzioni (-3,8 per cento).

La raccolta degli intermediari cresce

Tra agosto e novembre la raccolta delle banche italiane è aumentata di circa 7 miliardi (tav. 8), riflettendo la maggiore provvista all'ingrosso presso non residenti e controparti centrali; si sono invece ridotte le obbligazioni e i depositi di residenti, che però restano superiori del 3,2 per cento rispetto a dodici mesi prima.

Figura 30

Prestiti bancari (1)
(dati mensili; variazioni percentuali)



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*.

Tavola 8

Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)

VOCI	Consistenze di fine mese (2)		Variazioni percentuali sui 12 mesi (3)	
	Agosto 2017	Novembre 2017	Agosto 2017	Novembre 2017
Attività				
Prestiti a residenti in Italia (4)	1.760	1.771	-0,8	-0,3
di cui: a imprese (5)	735	741	-0,1	0,3
a famiglie (6)	626	631	2,7	2,8
Attività verso controparti centrali (7)	53	110	-42,3	24,3
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (8)	489	459	-4,3	-10,0
di cui: titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	376	344	-6,5	-12,7
Attività verso l'Eurosistema (9)	127	136	296,7	186,9
Attività sull'estero (10)	355	361	10,8	8,2
Altre attività (11)	1.100	1.083	-2,5	-3,3
Totale attivo	**3.885**	**3.920**	**0,7**	**1,2**
Passività				
Depositi di residenti in Italia (4) (12) (13)	1.463	1.454	4,1	3,2
Depositi di non residenti (10)	298	302	-1,6	0,1
Passività verso controparti centrali (7)	104	138	-32,7	-6,9
Obbligazioni (13)	304	285	-14,7	-16,3
Passività verso l'Eurosistema (9)	255	252	46,1	36,2
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	110	110	-6,8	-6,5
Capitale e riserve	438	441	1,2	1,4
Altre passività (14)	914	939	-0,2	0,2
Totale passivo	**3.885**	**3.920**	**0,7**	**1,2**

Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) I dati di novembre 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.

Le condizioni di offerta rimangono favorevoli

Secondo le valutazioni degli intermediari intervistati nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), nel terzo trimestre del 2017 le condizioni di offerta sono rimaste invariate per i prestiti alle imprese e sono diventate lievemente più favorevoli per i mutui alle famiglie (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*). Sulla base dei sondaggi presso le aziende, condotti in dicembre dall'Istat e dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, le condizioni di offerta sono migliorate soprattutto per le aziende manifatturiere di media e grande dimensione.

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 terzo trimestre del 2017 i criteri di offerta applicati ai finanziamenti sono rimasti invariati per le imprese e hanno registrato un lieve allentamento per le famiglie (figura A). La pressione concorrenziale e la maggiore tolleranza al rischio hanno contribuito all'ulteriore riduzione

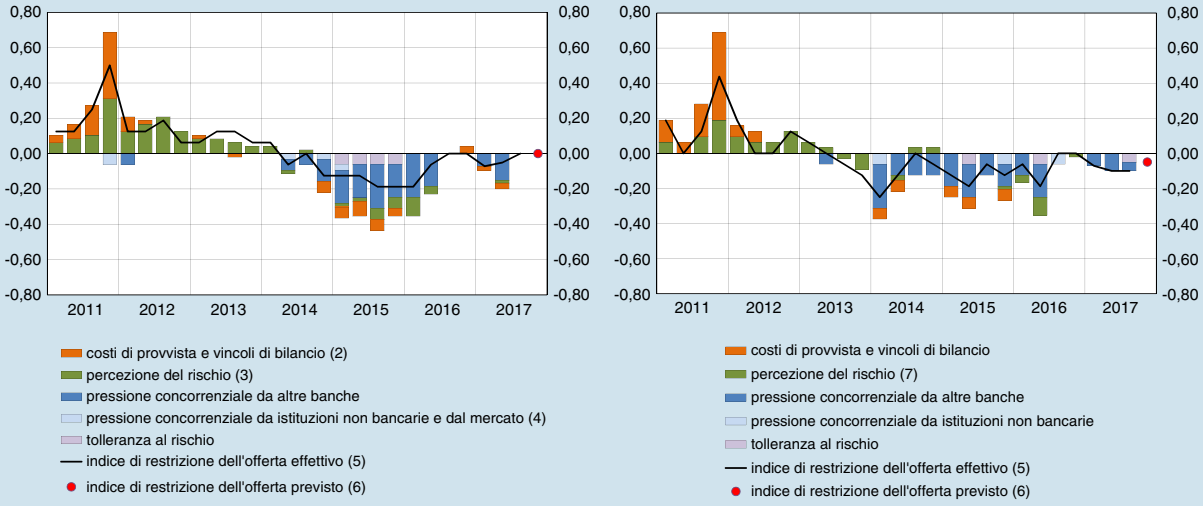
Figura A

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

(a) prestiti alle imprese

(b) prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

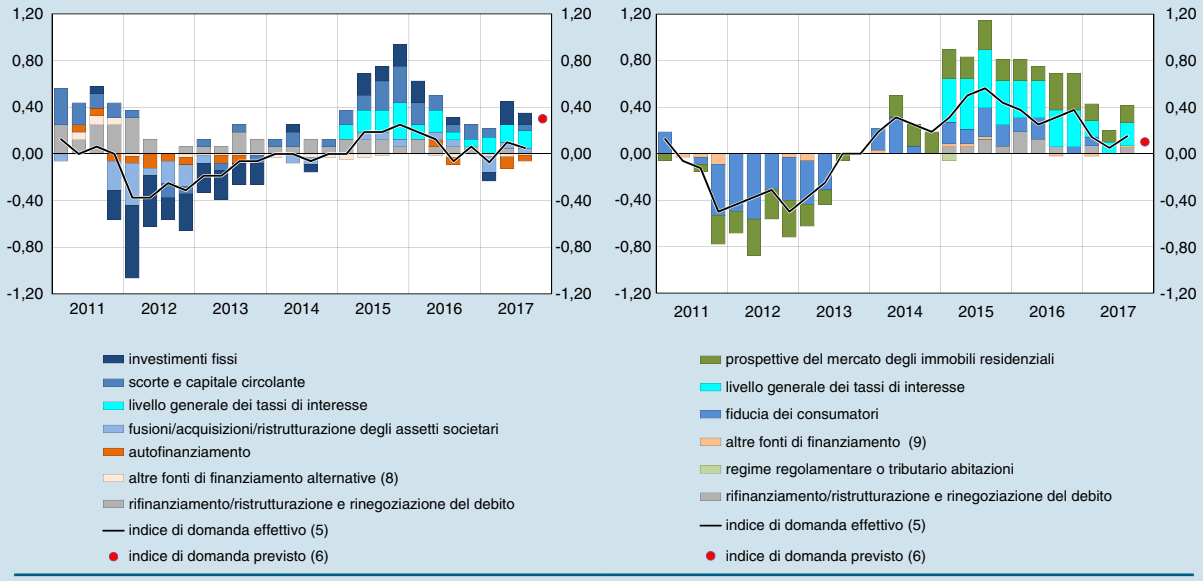
fattori di irrigidimento (+)/allentamento (-) delle condizioni creditizie



(c) prestiti alle imprese

(d) prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

fattori di espansione (+)/contrazione (-) della domanda di prestiti



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

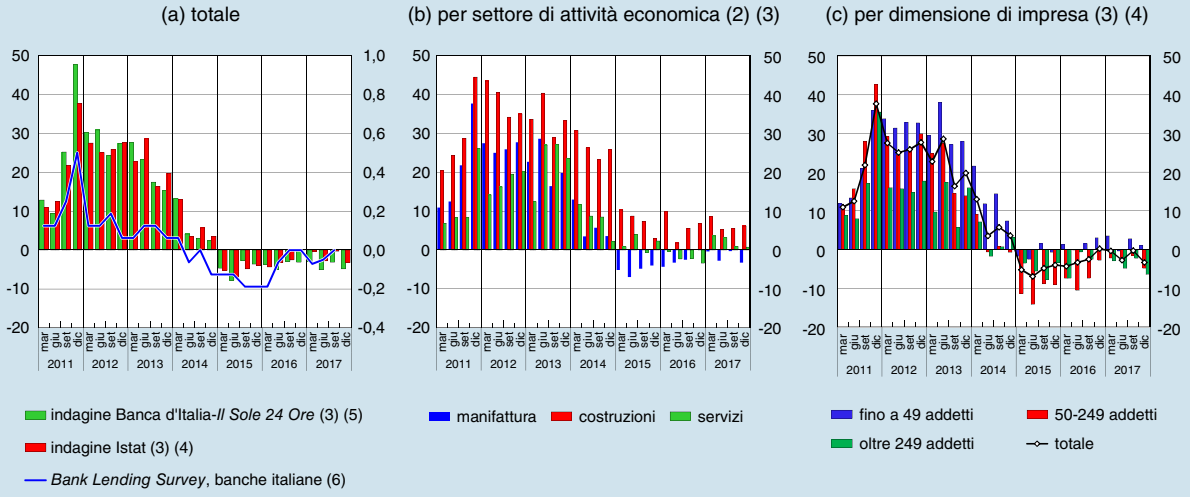
dei margini applicati alla media dei prestiti e, per i finanziamenti alle imprese, all'aumento degli importi erogati[1].

Secondo gli intermediari intervistati, nel terzo trimestre dello scorso anno la domanda di credito da parte delle imprese sarebbe rimasta sostanzialmente invariata. A fronte di una maggiore richiesta di finanziamenti riconducibile al livello contenuto dei tassi di interesse e al favorevole andamento degli investimenti fissi, sarebbe proseguito l'apporto negativo connesso con l'ampia disponibilità di fondi propri. Il progressivo miglioramento delle prospettive del mercato immobiliare e il basso costo dei mutui hanno contribuito al rafforzamento della domanda da parte delle famiglie.

L'indagine includeva domande specifiche circa l'impatto sulle condizioni creditizie di alcune misure non convenzionali adottate dal Consiglio direttivo della Banca centrale europea. Secondo gli intermediari, nei sei mesi terminanti in settembre il programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP) ha concorso all'espansione dei bilanci bancari e al miglioramento sia della posizione di liquidità sia delle condizioni di raccolta; i fondi forniti dall'Eurosistema sono stati utilizzati soprattutto per sostenere i prestiti alle imprese e alle famiglie. Il tasso negativo applicato sui depositi detenuti dagli intermediari presso l'Eurosistema, pur riducendo il margine di interesse, ha contribuito ad abbassare il costo del credito bancario per famiglie e società non finanziarie; l'impatto sui volumi sarebbe stato pressoché nullo.

Figura B

Condizioni di accesso al credito delle imprese (1)



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

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

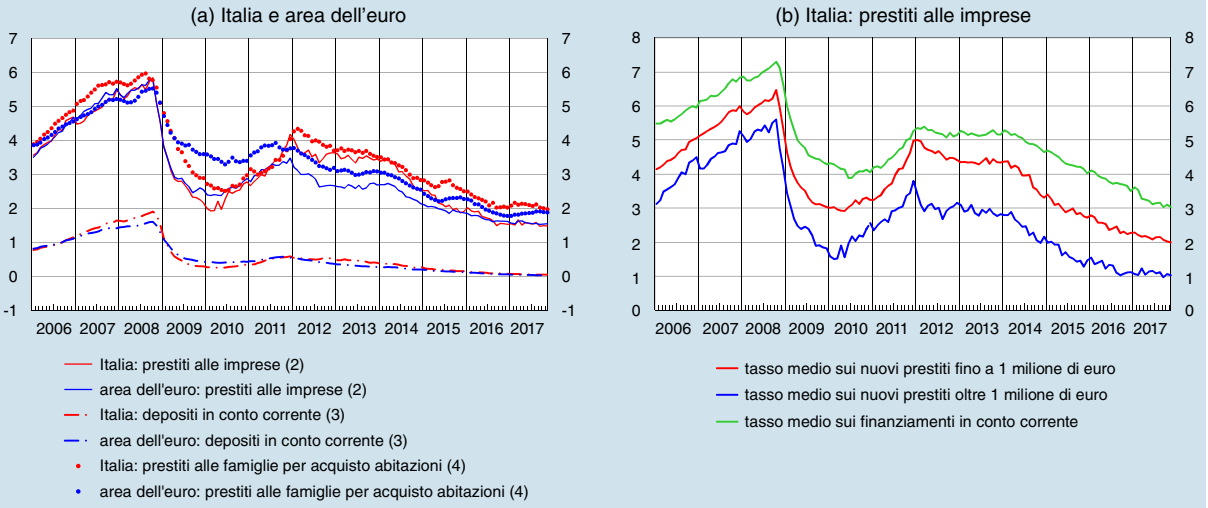
Le condizioni di offerta del credito restano complessivamente accomodanti anche secondo le imprese. Sulla base dell'indagine sul clima di fiducia condotta dall'Istat in dicembre, nel quarto trimestre del 2017 le condizioni di accesso al credito sono migliorate per le aziende manifatturiere di media e grande dimensione e sono rimaste sostanzialmente invariate per quelle attive nel settore dei servizi (figura B); le imprese operanti nelle costruzioni hanno invece continuato a riportare un peggioramento delle condizioni di accesso al credito. L'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* realizzata dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* (condotta su un campione di imprese medio-grandi) fornisce indicazioni analoghe.

Il costo dei nuovi prestiti resta su livelli contenuti

In novembre i tassi medi sui nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e alle imprese sono scesi di un decimo di punto percentuale (a 2,0 e 1,5 per cento, rispettivamente; fig. 31). Il differenziale fra i tassi sui finanziamenti di importo inferiore al milione di euro e quelli di valore superiore, una misura del divario tra il costo dei prestiti erogati alle piccole aziende e a quelle più grandi, si è ridotto lievemente, a poco meno di un punto percentuale.

Figura 31

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



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

La qualità del credito migliora ulteriormente…

Prosegue il miglioramento della qualità del credito, favorito dal consolidamento della ripresa economica. Nel trimestre estivo il flusso dei nuovi crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, è sceso all'1,7 per cento (2,0 nel trimestre precedente; fig. 32). Il calo ha riflesso la riduzione di cinque decimi di punto per i prestiti alle imprese (al 2,6 per cento) e di due decimi per quelli alle famiglie (1,2 per cento).

…e l'incidenza dei prestiti deteriorati continua a ridursi

Nello stesso periodo, per i gruppi bancari significativi è ulteriormente diminuita l'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti, sia al lordo sia al netto delle rettifiche di valore (a 15,3 e 7,8 per cento, rispettivamente, da 16,5 e 8,2). Tale riduzione è in larga parte ascrivibile alla conclusione di un'operazione di cessione di

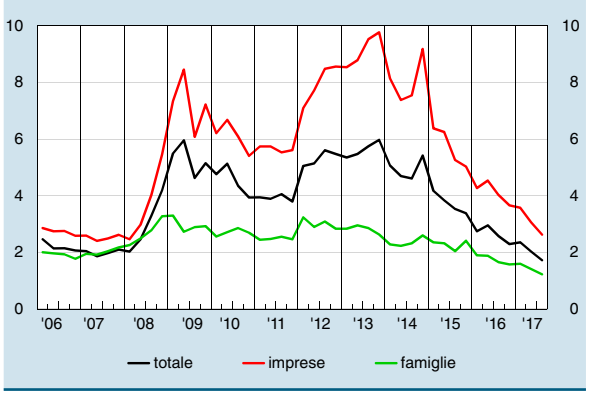
sofferenze, già ampiamente svalutate, realizzata da UniCredit. Per effetto di tale cessione il tasso di copertura delle esposizioni deteriorate (ossia il rapporto tra le rettifiche e la consistenza dei prestiti deteriorati) per il complesso dei gruppi significativi è diminuito dal 55,3 al 53,3.

La redditività è migliorata

Nei primi nove mesi del 2017 il risultato di gestione dei gruppi classificati come significativi, al netto delle componenti straordinarie, è cresciuto del 5,9 per cento (rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente). Il margine di intermediazione è aumentato (1,1 per cento): l'andamento favorevole degli altri ricavi (5,1 per cento), che includono le commissioni nette e i ricavi da negoziazione, ha più che compensato la flessione del margine di interesse (-3,1 per cento). Il calo delle spese per il personale ha portato a una riduzione dei costi operativi (-1,2 per cento), la cui incidenza sul margine di intermediazione si è ridotta al 65,9 per cento (dal 68,3). Le rettifiche di valore su crediti sono diminuite dell'11,6 per cento.

Figura 32

Tasso di deterioramento del credito (1)
(valori percentuali)



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.

Il rendimento annualizzato del capitale e delle riserve (ROE) è salito al 9,0 per cento (da 1,4 nei primi nove mesi del 2016), anche a seguito dei proventi straordinari connessi con le operazioni di consolidamento realizzate da alcuni gruppi nel primo semestre del 2017; al netto di tali proventi il ROE sarebbe stato pari al 4,4 per cento.

I coefficienti patrimoniali sono aumentati

Alla fine di settembre il capitale di migliore qualità (*common equity tier 1*, CET1) dei gruppi significativi era pari al 13,2 per cento delle attività ponderate per il rischio, in forte incremento rispetto al valore di giugno (11,8 per cento). A tale andamento hanno contribuito l'operazione di ricapitalizzazione precauzionale del gruppo Monte dei Paschi di Siena (per circa 80 punti base) e il perfezionamento della cessione di un ramo di azienda da parte del gruppo UniCredit.

2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

Dallo scorso ottobre sono scesi i differenziali di rendimento fra i titoli di Stato italiani e quelli tedeschi; vi hanno contribuito il buon andamento dell'economia e la reazione favorevole degli operatori di mercato alla rimodulazione degli strumenti di politica monetaria annunciata dalla Banca centrale europea (BCE). È proseguito l'aumento dei corsi azionari, trainato dal comparto automobilistico.

I rendimenti e i premi per il rischio sovrano sono diminuiti

Dall'inizio del quarto trimestre del 2017 i rendimenti dei titoli di Stato italiani si sono ridotti. Sulla durata decennale il rendimento è diminuito di circa 13 punti base, portandosi all'1,98 per cento; il differenziale con il corrispondente titolo tedesco è sceso di 25 punti base, a 140 punti (fig. 33). A tali dinamiche hanno contribuito il buon andamento dell'economia e la reazione favorevole degli operatori di mercato alla rimodulazione del programma di acquisti annunciata dalla BCE.

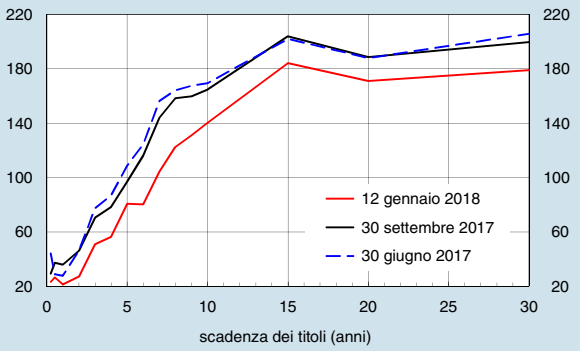
Continua l'aumento dei corsi azionari

Dalla fine di settembre l'indice generale della borsa italiana è salito del 3,2 per cento, a fronte di un aumento dell'indice delle principali società dell'area dell'euro pari al 2,5 per cento (fig. 34). Nel nostro paese l'andamento favorevole dei corsi azionari è riconducibile in misura significativa al forte apprezzamento dell'indice del comparto automobilistico. La volatilità attesa desunta dai prezzi delle opzioni sull'indice di borsa è leggermente diminuita, rimanendo su valori molto bassi.

Figura 33

Struttura per scadenza dei differenziali di rendimento fra i titoli di Stato italiani e i corrispondenti titoli tedeschi

(punti base)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Scendono i premi per il rischio di credito delle banche

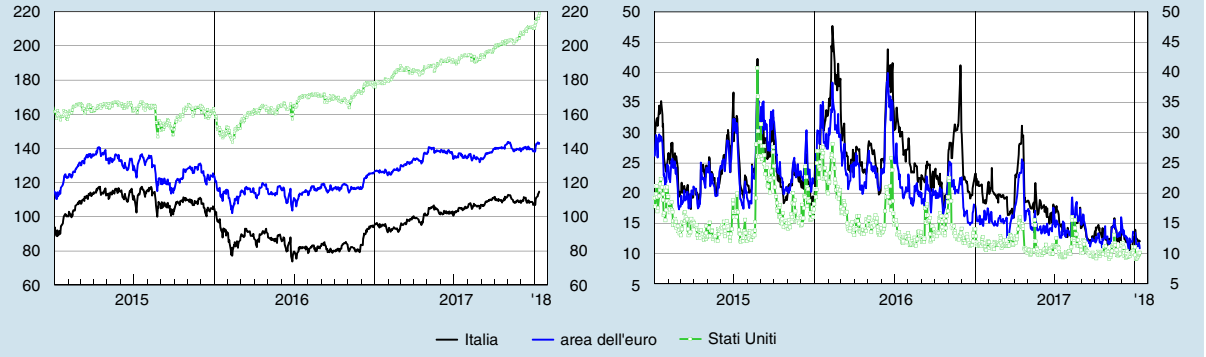
Nel complesso del 2017 le quotazioni delle banche italiane sono salite del 26,5 per cento, contro il 21,8 dell'indice generale di borsa, nonostante il lieve calo registrato nell'ultimo trimestre (1,5 per cento). Alla recente discesa delle quotazioni azionarie, dopo la forte crescita dei primi tre trimestri, ha contribuito una leggera flessione degli utili attesi. I premi sui CDS delle banche sono diminuiti in media di 28 punti base nel quarto trimestre, anche per effetto del miglioramento della qualità del credito e dei coefficienti patrimoniali, nonché della riduzione dell'incidenza dei crediti deteriorati (cfr. il par. 2.7).

Figura 34

Corsi azionari

(a) indici di prezzo (1)
(dati giornalieri; indici: 3 gennaio 2011=100)

(b) indici di volatilità (2)
(dati giornalieri; valori percentuali)



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.

Le emissioni obbligazionarie delle imprese sono positive

Nel terzo trimestre le società non finanziarie italiane hanno continuato a effettuare consistenti emissioni nette di obbligazioni. Sono invece proseguiti i rimborsi netti da parte delle banche (cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A10). Nel quarto trimestre, sulla base di dati preliminari di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, i collocamenti delle banche italiane sarebbero leggermente cresciuti (a circa 6 miliardi, da 5 nel periodo precedente) mentre quelli delle imprese sarebbero aumentati considerevolmente (a 20 miliardi, da 7 nel periodo precedente).

La raccolta dei fondi comuni è scesa

Secondo dati forniti da Assogestioni nel trimestre estivo l'afflusso netto di risparmio verso i fondi comuni aperti (di diritto italiano ed estero) è diminuito in modo significativo rispetto al periodo precedente (da 28 a 14 miliardi). Le preferenze dei risparmiatori si sono in larga misura indirizzate verso i comparti flessibile, obbligazionario, bilanciato e azionario; deflussi netti hanno riguardato il comparto monetario e in misura più lieve quello speculativo.

2.9 LA FINANZA PUBBLICA

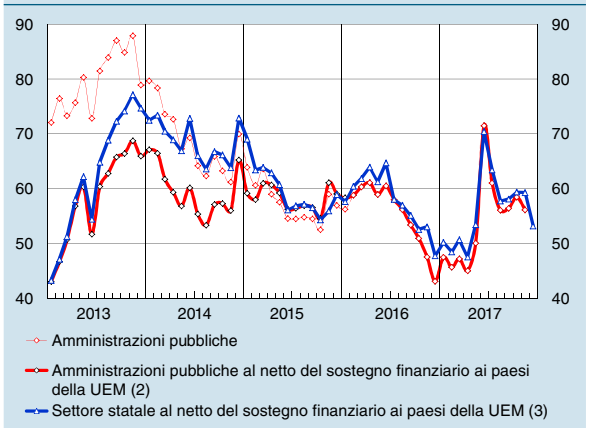
Nelle nostre valutazioni i dati di cassa e le informazioni preliminari disponibili sono coerenti con un calo dell'indebitamento netto nel 2017; anche il rapporto tra il debito e il prodotto sarebbe diminuito. Nelle valutazioni ufficiali la manovra di bilancio per il triennio 2018-2020 accresce il disavanzo per l'anno in corso rispetto al quadro tendenziale; l'indebitamento netto continuerebbe tuttavia a diminuire nel confronto con lo scorso anno.

I dati preliminari segnalano per il 2017 una riduzione dell'indebitamento netto…

Il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni mobiliari è aumentato di 13 miliardi nei primi 11 mesi dello scorso anno rispetto al corrispondente periodo del 2016 (fig. 35); tale differenza è in larga parte riconducibile agli interventi straordinari a sostegno del settore bancario. Tenendo conto dei dati preliminari relativi al mese di dicembre e dei principali fattori di raccordo tra il fabbisogno e l'indebitamento netto (operazioni finanziarie e differenze cassa-competenza), si può valutare che nel 2017 il disavanzo sia diminuito rispetto al 2016[2].

Figura 35

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



Fonte: Ministero dell'Economia e delle finanze, per il settore statale.
(1) Al netto delle dismissioni mobiliari effettuate dallo Stato. – (2) Sono escluse le passività connesse con i prestiti in favore di Stati membri 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.

In base alle stime dei conti trimestrali diffuse dall'Istat, nei primi nove mesi del 2017 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche si è collocato al 2,3 per cento del prodotto, in miglioramento di circa 0,2 punti percentuali rispetto allo stesso periodo del 2016.

…e del peso del debito

Alla fine di novembre il debito delle Amministrazioni pubbliche ammontava a 2.275 miliardi, 56,6 in più nel confronto con il 2016. Considerando i dati preliminari di dicembre, si può stimare che nel 2017 il rapporto tra il debito e il PIL sia lievemente diminuito, beneficiando della riduzione delle disponibilità liquide del Tesoro (0,8 per cento del PIL, contro lo 0,7 previsto dal Governo in settembre)[3].

[2] La valutazione non tiene conto dei possibili effetti sull'indebitamento netto degli interventi a sostegno del settore bancario, la cui classificazione è attualmente al vaglio delle autorità statistiche.

[3] Nella valutazione delle incidenze del debito e delle disponibilità liquide sul prodotto è stato considerato il valore del PIL stimato dal Governo in settembre. I dati di consuntivo dell'indebitamento netto e del debito delle Amministrazioni pubbliche per il 2017 nonché del PIL saranno notificati all'Eurostat in aprile, nell'ambito della Procedura per i disavanzi eccessivi; stime preliminari verranno diffuse il 15 febbraio dalla Banca d'Italia (per la consistenza del debito) e il 1° marzo dall'Istat (per l'indebitamento netto e il PIL).

Tenendo conto del permanere di condizioni di finanziamento nel complesso distese e dell'elevata vita media residua del debito (7,4 anni alla fine dello scorso novembre), l'onere medio del debito nel 2017 dovrebbe essere rimasto pressoché stabile attorno al 3 per cento, un livello tuttora superiore ai rendimenti all'emissione attualmente prevalenti (fig. 36).

La manovra di bilancio per il prossimo triennio è espansiva

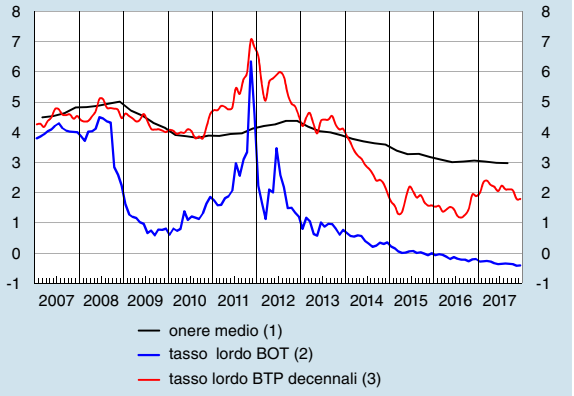
Lo scorso dicembre il Parlamento ha approvato la manovra di bilancio per il triennio 2018-2020[4]. Nei programmi del Governo la manovra accresce l'indebitamento netto per il 2018 di 0,6 punti percentuali rispetto al quadro tendenziale, portandolo all'1,6 per cento del PIL; il disavanzo si ridurrebbe tuttavia di 0,5 punti percentuali nel confronto con lo scorso anno (tav. 9). In alcuni ambiti gli interventi prorogano misure già in vigore. Il provvedimento con maggiore impatto sui conti pubblici è la cancellazione, per il 2018, dell'innalzamento delle aliquote dell'IVA e delle accise, che determina – rispetto al quadro tendenziale – un minore gettito di 15,7 miliardi. Tra le principali coperture finanziarie per l'anno in corso si segnalano il rinvio dell'introduzione del regime impositivo opzionale per le imprese (imposta sul reddito di impresa, Iri) e l'intensificazione del contrasto all'evasione fiscale.

Nelle valutazioni ufficiali, l'indebitamento netto continuerebbe a flettere nel biennio 2019-2020, principalmente per l'aumento delle imposte indirette previsto dalle clausole di salvaguardia.

L'orientamento della politica di bilancio delineato dal Governo con il *Documento programmatico di bilancio 2018* continuerebbe a essere espansivo nell'anno in corso e diventerebbe restrittivo nel prossimo biennio: l'avanzo primario corretto per gli effetti del ciclo economico diminuirebbe quest'anno al 2,6 per cento del PIL (dal 2,9 per cento nel 2017) per poi crescere di 0,3 punti percentuali in media all'anno. Il sostanziale pareggio di bilancio in termini nominali e strutturali sarebbe raggiunto nel 2020.

Figura 36

Onere medio del debito e tasso lordo dei BOT e dei BTP decennali
(valori percentuali)



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

Tavola 9

Consuntivi e obiettivi ufficiali dei principali indicatori delle Amministrazioni pubbliche (1)
(percentuali del PIL)

VOCI	2015	2016	2017	2018
Indebitamento netto	2,6	2,5	2,1	1,6
Avanzo primario	1,5	1,5	1,7	2,0
Spesa per interessi	4,1	4,0	3,8	3,6
Debito	131,5	132,0	131,6	130,0

Fonte: Istat, per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche del 2015-2016; Ministero dell'Economia e delle finanze, *Documento programmatico di bilancio 2018*, ottobre 2017, per gli anni 2017-2018.
(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti.

[4] L'impianto della manovra non è significativamente cambiato rispetto al disegno di legge di bilancio e al decreto legge fiscale (DL 148/2017, Disposizioni urgenti in materia finanziaria e per esigenze indifferibili) presentati dal Governo in ottobre. Su questi provvedimenti, cfr. *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2018-2020*, testimonianza del Vice Direttore generale della Banca d'Italia L.F. Signorini, Senato della Repubblica, Roma, 7 novembre 2017.

La Commissione europea ha segnalato il rischio di mancato rispetto del Patto di stabilità e crescita

Lo scorso novembre la Commissione europea ha segnalato per il 2018 il rischio che i conti pubblici dell'Italia non rispettino il Patto di stabilità e crescita: essa stima che l'indebitamento netto strutturale migliorerebbe dello 0,1 per cento del PIL, un valore inferiore a quanto previsto dalla parte preventiva del Patto. L'Eurogruppo ha condiviso tali considerazioni. Nei prossimi mesi la Commissione valuterà nuovamente la conformità dei conti pubblici italiani alle regole di bilancio europee.

2.10 LE PROSPETTIVE

Le proiezioni per l'economia italiana presentate in questo Bollettino aggiornano il quadro predisposto nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema, basato sulle informazioni disponibili fino al 30 novembre[5], alla luce degli andamenti osservati successivamente a quella data. Lo scenario tiene conto in particolare dei dati di contabilità nazionale diffusi dall'Istat lo scorso 1° dicembre.

Lo scenario 2018-2020 ipotizza condizioni finanziarie favorevoli

Le ipotesi tecniche sottostanti al quadro previsivo per il triennio 2018-2020 incorporano condizioni monetarie e finanziarie accomodanti. Secondo le attese desumibili dalle quotazioni di mercato, i tassi di interesse salirebbero gradualmente nel triennio 2018-2020: i tassi a breve termine, attualmente negativi, aumenterebbero complessivamente di circa 60 punti base, i rendimenti dei titoli di Stato decennali di circa 110 (cfr. il riquadro: *Le ipotesi sottostanti allo scenario macroeconomico*).

LE IPOTESI SOTTOSTANTI ALLO SCENARIO MACROECONOMICO

Il quadro previsivo per l'economia italiana, elaborato dagli esperti della Banca d'Italia nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema, viene pubblicato all'inizio dei mesi di giugno e di dicembre simultaneamente alla diffusione delle proiezioni per l'area dell'euro[1]. Le proiezioni macroeconomiche per l'Italia qui presentate aggiornano quelle diffuse il 15 dicembre scorso[2] sulla base delle informazioni che si sono rese nel frattempo disponibili, tra le quali i nuovi dati di contabilità nazionale diffusi dall'Istat lo scorso 1° dicembre. Le ipotesi tecniche sono state riviste alla luce degli andamenti delle variabili esogene alla data del 12 gennaio.

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

a) gli scambi internazionali sono aumentati del 5,4 per cento nel 2017 e rallentano a poco più del 4 nella media del triennio 2018-2020; la domanda estera ponderata per i mercati di destinazione delle nostre esportazioni cresce a tassi simili a quelli del commercio mondiale;

b) il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro rimane stabile a 1,20 nel triennio 2018-2020[3];

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

[2] Le valutazioni sull'attività economica globale e sulle prospettive per la domanda estera sono coerenti con quelle sottostanti al quadro previsivo per l'area dell'euro concordato tra le banche centrali dell'Eurosistema e presentato dalla Banca centrale europea nel documento *Dicembre 2017: proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema*.

[3] Le ipotesi tecniche su tassi di interesse, tasso di cambio e prezzo del petrolio sono calcolate sulla base delle quotazioni, a pronti e a termine, osservate sui mercati nelle dieci giornate lavorative precedenti il 12 gennaio.

[5] Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Proiezioni macroeconomiche per l'Italia*, 15 dicembre 2017.

c) il prezzo del greggio (qualità Brent), pari a 54 dollari al barile nella media del 2017, sale a poco più di 66 nel 2018 e scende leggermente fino a circa 60 nel 2020;

d) il tasso di interesse a tre mesi sul mercato interbancario (Euribor), pari a -0,3 per cento nel biennio 2017-2018, risale gradualmente fino a 0,3 nella media del 2020;

e) il tasso di interesse sui buoni del Tesoro poliennali (BTP) a dieci anni, pari al 2,1 per cento nel 2017, aumenta al 2,4 per cento nel 2018, al 2,8 nel 2019 e al 3,2 nel 2020, in linea con i valori dei tassi a termine impliciti nella struttura per scadenza dei rendimenti dei titoli di Stato;

Tavola

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

VOCI	2017	2018	2019	2020
Commercio internazionale	5,4	4,6	4,3	3,8
Domanda estera potenziale	5,1	4,5	4,1	3,7
Dollaro/euro (1)	1,13	1,20	1,20	1,20
Cambio effettivo nominale (2)	-0,6	-1,2	0,0	0,0
Prezzo del greggio (1) (3)	54,4	66,5	62,4	59,8
Tasso Euribor a 3 mesi (1)	-0,3	-0,3	0,0	0,3
Tasso BOT a 1 anno (1)	-0,3	-0,3	0,0	0,3
Tasso BTP a 10 anni (1)	2,1	2,4	2,8	3,2

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Medie annue. – (2) Variazioni positive indicano un deprezzamento. – (3) Dollari per barile, qualità Brent.

f) lo scenario tiene conto delle misure delineate nella manovra economica per il 2018. Per il 2019-2020 si assume che le clausole di salvaguardia relative all'incremento delle aliquote IVA e delle accise non vengano attivate. Coerentemente con i principi guida sottostanti alle previsioni dell'Eurosistema, che non consentono di tenere conto di interventi non ancora definiti con un sufficiente grado di dettaglio, il quadro macroeconomico non incorpora misure alternative di recupero del mancato gettito.

Rispetto a quanto incluso nello scenario previsivo pubblicato in dicembre, il profilo del prezzo del petrolio è più elevato del 6 per cento nella media del triennio, il tasso di cambio si è apprezzato di circa il 2 per cento rispetto al dollaro e di mezzo punto percentuale in termini effettivi, i tassi di interesse *forward* sui BTP a scadenza decennale sono saliti in media di circa 20 punti base.

Si ipotizza inoltre che le condizioni di offerta del credito si mantengano distese: la differenza tra i tassi di interesse praticati sugli impieghi bancari nel nostro paese e quelli nel resto dell'area dell'euro rimarrebbe contenuta lungo tutto l'orizzonte.

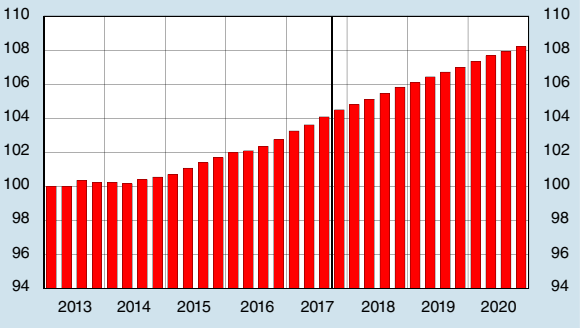
Lo scenario tiene conto delle misure della manovra economica per il 2018; come nei precedenti esercizi previsivi esclude gli incrementi delle imposte indirette nel biennio successivo connessi con le clausole di salvaguardia e non incorpora eventuali interventi alternativi di correzione dei conti pubblici.

Nel quadro la crescita è trainata dalla domanda interna

Sulla base di queste ipotesi e degli andamenti congiunturali più recenti, si stima che il PIL, corretto per gli effetti del numero di giornate lavorative, sia aumentato dell'1,5 per cento nel 2017 (1,4 per cento escludendo tale correzione); crescerebbe dell'1,4

Figura 37

Proiezioni del PIL: profilo trimestrale (1)
(livelli; 1° trim. 2013=100)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. Dati storici fino al 3° trimestre del 2017; proiezioni per i trimestri successivi.

nell'anno in corso e dell'1,2 nel 2019-2020[6] (fig. 37 e tav. 10).

L'attività economica sarebbe trainata principalmente dalla domanda interna; il contributo di quella estera netta, lievemente negativo nell'anno in corso, tornerebbe positivo nel biennio 2019-2020 (fig. 38). Nel 2020 il PIL sarebbe inferiore di circa l'1,5 per cento rispetto al livello del 2007, con un recupero di circa nove decimi della caduta subita tra il 2008 e il 2013.

Le politiche economiche concorrono alla crescita

Valutiamo che nel complesso questo andamento del prodotto continui a beneficiare del supporto delle politiche economiche espansive, anche se in misura relativamente inferiore rispetto al passato. Ciò riflette, da un lato, la graduale rimozione dello stimolo monetario attesa dai mercati, dall'altro un crescente sostegno autonomo alla domanda interna proveniente dal miglioramento delle prospettive del reddito disponibile delle famiglie e dalla riduzione della capacità inutilizzata delle imprese. Secondo nostre valutazioni, le misure di politica monetaria sosterrebbero la crescita per poco meno di mezzo punto percentuale all'anno nel biennio 2018-2019; l'andamento della finanza pubblica contribuirebbe all'espansione del prodotto per circa due decimi sia quest'anno sia il prossimo.

I consumi sarebbero sostenuti dall'aumento dell'occupazione e…

I consumi delle famiglie continuerebbero a trarre vantaggio dal miglioramento nel mercato del lavoro e dai bassi tassi di interesse reali, crescendo poco meno del prodotto e del reddito disponibile. L'espansione dell'occupazione proseguirebbe in misura relativamente sostenuta (in media di circa l'1,0 per cento l'anno) rispecchiando principalmente l'andamento favorevole dell'attività economica. L'aumento della partecipazione al mercato del lavoro, riconducibile al miglioramento ciclico e al progressivo innalzamento dell'età pensionabile, comporterebbe una discesa solo graduale del tasso di disoccupazione, che si porterebbe al 10,5 per cento nel 2020 (dall'11,3 del 2017).

Tavola 10

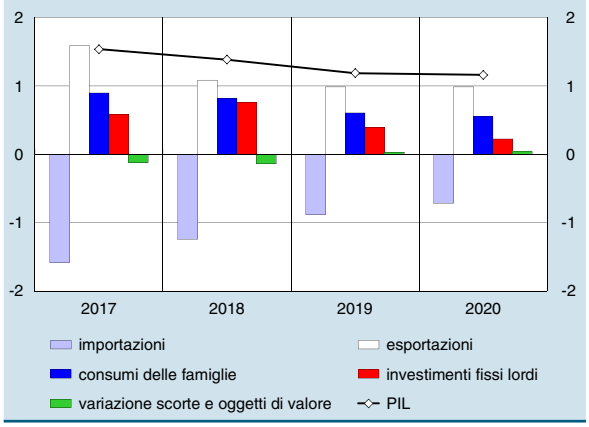
Scenario macroeconomico
(variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)

VOCI	2017	2018	2019	2020
PIL (1)	1,5	1,4	1,2	1,2
Consumi delle famiglie	1,5	1,4	1,0	0,9
Consumi collettivi	0,8	0,5	0,2	0,4
Investimenti fissi lordi	3,4	4,3	2,2	1,2
di cui: investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto	5,2	6,5	2,7	1,4
Esportazioni totali	5,2	3,4	3,1	3,0
Importazioni totali	5,6	4,2	2,9	2,3
Variazione delle scorte (2)	-0,1	-0,1	0,0	0,0
per memoria: PIL (3)	*1,4*	*1,5*	*1,2*	*1,3*
Prezzi (IPCA)	1,3	1,1	1,5	1,6
IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici	0,8	0,7	1,5	1,6
Occupazione (unità standard) (4)	1,3	1,3	0,9	0,9
Tasso di disoccupazione (5)	11,3	11,0	10,7	10,5
Competitività all'export (6)	1,2	-1,3	0,1	0,1
Saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti (7)	2,8	2,3	2,4	2,7

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Per il PIL e le sue componenti: quantità a prezzi concatenati; variazioni stimate sulla base di dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. – (2) Include gli oggetti di valore. Contributi alla crescita del PIL; valori percentuali. – (3) Non corretto per le giornate lavorative. – (4) Unità di lavoro. – (5) Medie annue; valori percentuali. – (6) Calcolata confrontando il prezzo dei manufatti esteri con il deflatore delle esportazioni italiane di beni (esclusi quelli energetici e agricoli); valori positivi indicano guadagni di competitività. – (7) In percentuale del PIL.

Figura 38

PIL e contributi alla crescita delle principali componenti di domanda e delle importazioni (1)
(valori percentuali)



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

[6] Escludendo la correzione per le giornate lavorative, si valuta che la crescita del PIL sarebbe pari all'1,5 per cento nell'anno in corso, all'1,2 nel 2019 e all'1,3 nel 2020.

…gli investimenti dalle prospettive di domanda

In questo quadro, all'accumulazione di capitale contribuirebbero soprattutto il consolidamento delle prospettive di domanda e il permanere di condizioni finanziarie accomodanti. L'espansione degli investimenti in macchinari, attrezzature e tecnologie avanzate nell'anno in corso, valutata in oltre il 6 per cento, beneficerebbe anche dell'effetto dell'estensione degli incentivi fiscali inserita nella legge di bilancio; l'anticipo della spesa indotto da tali misure si tradurrebbe in un rallentamento di questa componente nel biennio successivo. Proseguirebbe, seppure a ritmi più contenuti, anche la ripresa della componente in costruzioni, grazie al rafforzamento del mercato immobiliare e all'apporto degli investimenti pubblici.

Nel corso dell'orizzonte previsivo gli investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto recupererebbero interamente la caduta di quasi 25 punti percentuali registrata tra il 2008 e il 2013. Il rapporto tra accumulazione di capitale produttivo e PIL si riporterebbe ai valori antecedenti la doppia recessione; per la componente in costruzioni nel 2020 tale rapporto rimarrebbe invece ancora inferiore di circa 4 punti percentuali (fig. 39), risentendo della più lenta ripresa del mercato immobiliare.

L'attivo dei conti con l'estero rimane ampio

Nel triennio 2018-2020 le esportazioni si espanderebbero in media di oltre il 3 per cento all'anno, riflettendo sia le ipotesi sull'andamento favorevole degli scambi commerciali internazionali, sia gli effetti dell'apprezzamento dell'euro registrato negli ultimi trimestri. La crescita delle importazioni, particolarmente marcata nel 2017 e poi in graduale rallentamento, seguirebbe l'andamento degli investimenti produttivi e delle esportazioni, che rappresentano le componenti di domanda caratterizzate da un più elevato contenuto di beni importati.

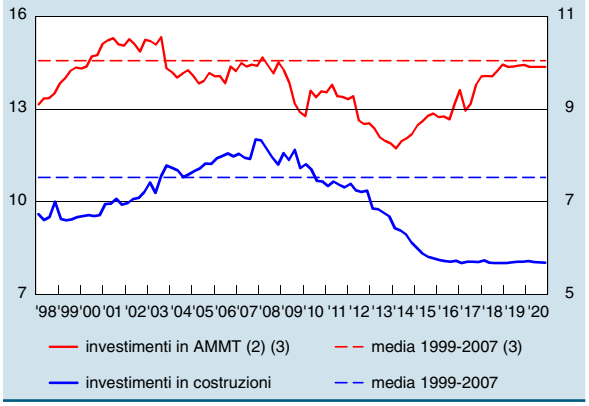
L'avanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti si conferma elevato: nella media del triennio di previsione sarebbe intorno al 2,5 per cento, pressoché in linea con il valore del periodo 2015-2017 (fig. 40).

L'inflazione salirebbe gradualmente…

L'inflazione scenderebbe temporaneamente quest'anno per poi tornare a salire in maniera graduale (fig. 41). La flessione prevista per il 2018 (all'1,1 per cento in media d'anno), è riconducibile principalmente al meccanico

Figura 39

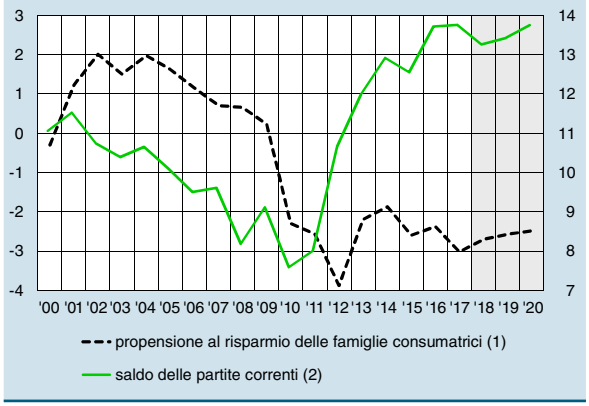
Investimenti in percentuale del PIL (1)
(dati trimestrali)



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

Figura 40

Propensione al risparmio delle famiglie consumatrici e saldo delle partite correnti
(punti percentuali)



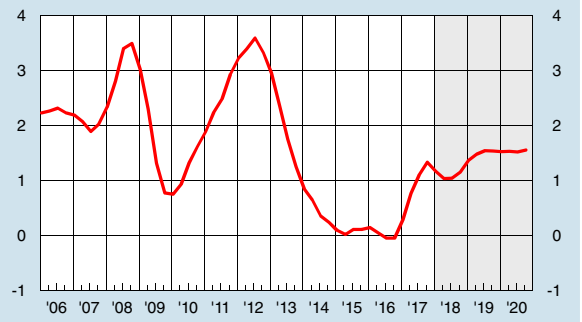
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Scala di destra. – (2) In rapporto al PIL.

esaurirsi dell'effetto del rincaro dei beni energetici e alimentari registrato all'inizio del 2017. Il recupero nel prossimo biennio, quando l'inflazione si collocherebbe attorno o lievemente al di sopra dell'1,5 per cento in ciascun anno, rispecchierebbe soprattutto l'aumento della componente di fondo. Misurati col deflatore del PIL, i prezzi salirebbero più rapidamente, dell'1,6 per cento sia nel 2018 sia nel 2019 e dell'1,9 nel 2020 (in media circa un punto percentuale in più rispetto al periodo 2015-2017).

Figura 41

Inflazione al consumo

(dati trimestrali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente; medie mobili di 4 termini)



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

…grazie anche a un rafforzamento della dinamica retributiva

Alla ripresa dell'inflazione contribuirebbe una graduale risalita dei salari, inclusi quelli pubblici, e il progressivo venire meno degli sconti contributivi per le assunzioni a tempo indeterminato effettuate a partire dal 2015; tali andamenti si rifletterebbero immediatamente sul deflatore del PIL e in maniera più graduale sui prezzi al consumo. Si stima che le retribuzioni del settore privato crescano di poco meno dell'1,5 per cento quest'anno per poi accelerare in media a circa il 2 nel biennio 2019-2020: i nuovi contratti incorporerebbero gradualmente il progressivo aumento delle aspettative di inflazione e il miglioramento delle condizioni cicliche. L'effetto sul costo del lavoro per unità di prodotto verrebbe attenuato dal recupero ciclico della produttività. I margini di profitto del settore privato si espanderebbero complessivamente per poco meno di un punto percentuale nel triennio di previsione, sospinti dal rafforzamento della domanda; alla fine dell'orizzonte previsivo avrebbero recuperato circa metà della caduta registrata tra il 2008 e il 2012.

Le proiezioni di crescita sono state riviste al rialzo rispetto allo scorso luglio

Le proiezioni di crescita del PIL sono lievemente superiori a quelle del *Bollettino economico* dello scorso luglio. Sulla revisione hanno influito principalmente ipotesi più favorevoli riguardo all'andamento della domanda estera e dei tassi di interesse, solo parzialmente compensate dall'apprezzamento del cambio e dai più elevati prezzi del greggio; vi ha inoltre contribuito l'orientamento nel complesso favorevole alla crescita della manovra economica per il 2018. Le stime di inflazione sono state riviste al ribasso per circa un decimo di punto percentuale per il 2019, soprattutto per effetto dell'apprezzamento dell'euro fin qui osservato e della dinamica dei prezzi dei servizi risultata più debole nella seconda metà del 2017 di quanto atteso in luglio. Rispetto alle stime pubblicate alla metà di dicembre[7] nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema, la crescita è marginalmente inferiore, in coerenza con ipotesi lievemente meno favorevoli su cambio e quotazioni del petrolio; l'inflazione al consumo è più elevata di circa due decimi nel 2018.

Il quadro di insieme è leggermente più favorevole rispetto ad altri previsori

Le proiezioni di crescita qui formulate sono nel loro insieme in linea con quelle dell'OCSE, pubblicate alla fine di novembre, e con quelle degli analisti censiti da Consensus Economics in gennaio; sono lievemente più positive delle proiezioni della Commissione europea e molto più favorevoli di quelle del Fondo monetario internazionale (FMI), pubblicate in ottobre (tav. 11). Le proiezioni di inflazione presentate in questo Bollettino sono inferiori di circa un

[7] Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Proiezioni macroeconomiche per l'Italia*, 15 dicembre 2017.

decimo di punto percentuale quest'anno rispetto a quelle dei principali previsori istituzionali, coerentemente con la persistente debolezza della componente di fondo osservata negli ultimi mesi; sono invece sostanzialmente in linea con le proiezioni di tali previsori per il 2019.

Nel complesso si valuta che i rischi, sintetizzati nelle distribuzioni di probabilità (fig. 42), siano prevalentemente orientati al ribasso per la crescita e bilanciati per l'inflazione.

Tavola 11

Previsioni di altre organizzazioni
(variazioni percentuali su periodo precedente)

VOCI	PIL (1)			Inflazione (2)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
FMI (ottobre)	1,1	0,9	1,0	1,2	1,4	1,4
OCSE (novembre)	1,5	1,3	–	1,2	1,4	–
Commissione europea (novembre)	1,3	1,0	–	1,2	1,5	–
Consensus Economics (gennaio)	1,4	1,1	–	1,1	1,4	–

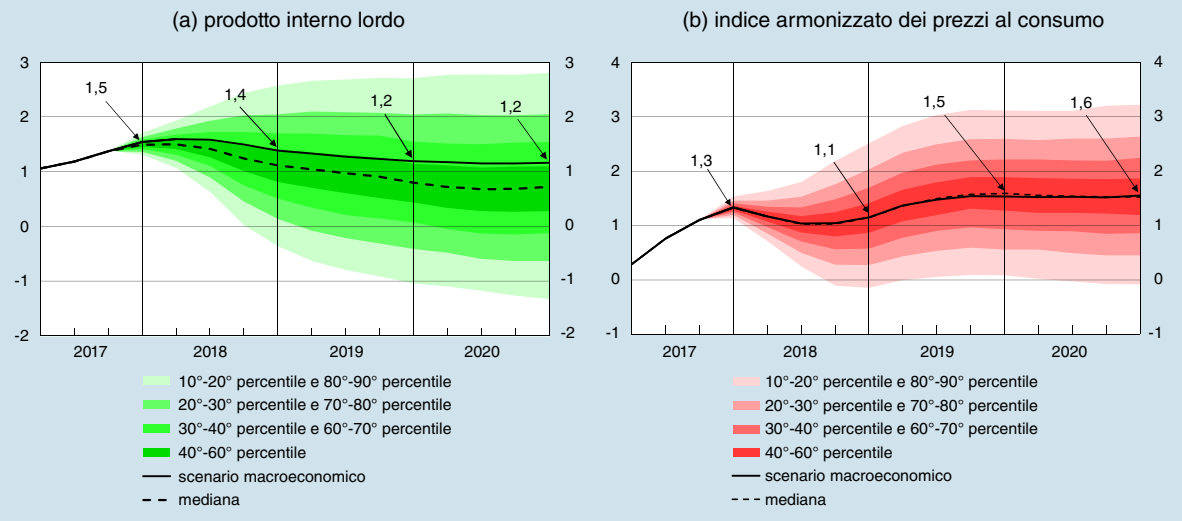
Fonte: FMI, *World Economic Ourlook*, ottobre 2017; OCSE, *OECD Economic Outlook*, novembre 2017; Commissione europea, *European Economic Forecast Autumn 2017*, novembre 2017; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, gennaio 2018.
(1) I tassi di crescita indicati nelle previsioni dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative, diversamente da quelli riportati dalla Commissione europea e dall'FMI. – (2) Misurata sull'IPCA.

I rischi per la crescita derivano dal contesto globale e dai mercati finanziari

Lo scenario previsivo descritto presuppone la prosecuzione dell'attuale fase di elevata fiducia delle imprese e di contenuta volatilità dei mercati azionari. Per la crescita i principali fattori di rischio derivano dal contesto globale e dai mercati finanziari. La ripresa dell'economia mondiale potrebbe risentire dell'acuirsi delle tensioni geopolitiche e dell'incertezza circa l'evoluzione futura delle politiche economiche, con ripercussioni negative sull'espansione del commercio mondiale. Un deterioramento del quadro internazionale o mutamenti inattesi nelle politiche economiche adottate nelle principali aree potrebbero inoltre tradursi in aumenti della volatilità dei mercati finanziari e dei premi per il rischio, incidendo sulle condizioni finanziarie e sulle decisioni di consumo e di investimento.

Figura 42

Distribuzione di probabilità delle previsioni di PIL e IPCA (1)
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; media mobile di 4 termini)



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

Tra i rischi di origine interna, si sono ridotti rispetto agli scorsi trimestri quelli connessi con la debolezza del sistema creditizio e con l'incertezza sull'intensità della ripresa in atto. Il quadro qui delineato dipende però dal proseguimento di politiche economiche in grado, da un lato, di favorire la crescita dell'economia nel lungo termine, sostenendo le scelte di investimento e di consumo e, dall'altro, di assicurare credibilità al percorso di riduzione del debito pubblico, sfruttando il momento favorevole dell'economia globale.

Per l'inflazione i rischi al ribasso restano associati agli effetti di un possibile indebolimento dell'attività economica e all'eventualità che i primi segnali di ripresa della dinamica retributiva fin qui osservati non si consolidino (cfr. il par. 2.5); pressioni al rialzo potrebbero invece derivare da nuovi incrementi nelle quotazioni delle materie prime energetiche.

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	51
A2	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia	52
A3	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	53
A4	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	54
A5	Indici armonizzati dei prezzi al consumo: Italia e altri maggiori paesi dell'area dell'euro	55
A6	Produzione industriale e indicatori congiunturali: Italia	56
A7	Forze di lavoro, occupazione e disoccupazione: Italia	57
A8	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	58
A9	Prestiti bancari in Italia per area geografica e settore di attività economica	59
A10	Emissioni nette di obbligazioni: Italia e area dell'euro	60
A11	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche: Italia	61
A12	Debito delle Amministrazioni pubbliche: Italia	62

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

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

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	2,1	1,8	-0,4	0,0
4° trim.	1,7	1,2	1,3	0,0	0,5
2016 – 1° trim.	-1,0	0,4	3,3	2,8	-1,5
2° trim.	-1,0	-1,0	1,3	2,3	0,0
3° trim.	-1,3	-0,4	1,6	2,1	-0,9
4° trim.	-0,6	0,6	2,8	2,2	-1,2
2017 – 1° trim.	0,9	-0,8	0,4	1,2	1,7
2° trim.	0,6	-0,3	2,2	2,6	1,0
3° trim.	1,3	-0,3	3,2	3,6	1,6
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.	0,6	0,2	0,9	0,6	0,3
3° trim.	0,6	-0,6	0,6	1,2	1,2
4° trim.	0,3	-0,4	0,7	1,2	0,7
2016 – 1° trim.	0,1	-1,9	0,6	2,5	2,0
2° trim.	0,7	-1,7	0,6	2,4	2,5
3° trim.	0,6	-1,1	0,5	1,6	1,7
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	1,5	-0,7
3° trim.	-0,9	-0,7	1,5	2,3	-0,1
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	0,2
2016 – 1° trim.	-0,2	-1,2	1,1	2,3	1,0
2° trim.	0,3	-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	1,2	1,3	0,3
2° trim.	-0,2	-0,2	1,5	1,7	0,1
3° trim.	-0,2	-0,7	1,7	2,4	0,4

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

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

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

PERIODO	Francia		Germania		Italia		Spagna		Area dell'euro (1)	
	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici
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
2017	1,2	0,6	1,7	1,3	1,3	0,8	2,0	1,2	1,5	1,0
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
ott.	1,2	0,6	1,5	1,1	1,1	0,5	1,7	1,1	1,4	0,9
nov.	1,2	0,6	1,8	1,3	1,1	0,4	1,8	0,9	1,5	0,9
dic.	1,2	0,6	1,6	1,4	1,0	0,5	1,2	0,9	1,4	0,9

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.
(1) Media ponderata degli indici dei paesi appartenenti all'area dell'euro alla data indicata.

Produzione industriale e indicatori congiunturali: Italia (1)

(dati destagionalizzati)

PERIODO	Produzione industriale (2)					Indicatori congiunturali (3)				
	Indice generale	Beni di consumo	Beni strumentali	Prodotti intermedi	Energia	Livello degli ordini			Domanda attesa a 3 mesi	Scorte di prodotti finiti (scarto dal normale)
						Interno	Estero	Totale		
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	-18,3	-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	3,8
2017	....	....	....	....	....	-9,8	-5,4	-3,5	16,7	2,6
2009 – 1° trim.	93,4	97,1	92,0	91,4	97,4	-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	89,3	97,7	-54,1	-58,2	-56,2	2,3	1,5
4° trim.	94,9	99,6	90,9	94,4	98,6	-46,7	-49,6	-47,7	5,1	-1,7
2010 – 1° trim.	97,3	99,6	94,5	96,4	101,4	-39,1	-41,2	-38,8	8,1	-3,3
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	-24,1	-22,5	13,1	-1,1
4° trim.	101,3	98,6	102,2	102,3	101,9	-21,6	-14,8	-17,1	15,4	0,7
2011 – 1° trim.	102,0	98,4	105,1	102,8	100,0	-20,3	-9,3	-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	105,2	100,8	98,8	-26,3	-16,0	-22,1	7,4	4,2
4° trim.	98,6	96,0	102,3	98,3	95,5	-33,4	-22,6	-28,3	0,4	3,4
2012 – 1° trim.	96,1	93,7	99,8	94,2	98,1	-38,6	-25,6	-32,5	-1,0	3,1
2° trim.	94,9	93,9	97,6	92,9	95,3	-44,4	-27,6	-37,0	-2,6	4,8
3° trim.	94,9	94,3	99,1	91,7	96,8	-44,6	-26,6	-37,8	-4,2	3,8
4° trim.	92,3	91,8	96,7	88,4	90,9	-45,2	-30,0	-40,3	-4,2	1,6
2013 – 1° trim.	91,9	92,2	92,4	89,5	92,8	-46,2	-29,3	-39,2	-1,4	2,8
2° trim.	91,5	90,2	94,5	89,8	90,4	-48,9	-21,6	-38,9	-0,2	2,7
3° trim.	91,5	91,4	92,9	91,5	89,2	-43,0	-11,8	-28,3	7,6	0,9
4° trim.	92,0	91,3	93,4	92,3	88,6	-39,3	-10,6	-21,5	10,3	-0,3
2014 – 1° trim.	91,7	91,5	94,5	91,9	85,1	-36,5	-12,8	-19,9	9,7	-0,9
2° trim.	91,3	91,3	93,3	91,0	87,9	-31,7	-13,7	-17,7	10,2	1,1
3° trim.	90,5	90,6	92,7	89,9	85,7	-33,1	-15,5	-19,6	7,7	4,0
4° trim.	90,9	90,9	95,1	89,4	83,6	-31,0	-18,5	-19,9	7,6	3,6
2015 – 1° trim.	91,5	91,7	95,8	89,7	86,7	-26,6	-16,0	-15,8	10,8	3,3
2° trim.	92,3	91,3	98,3	89,7	88,3	-22,0	-12,4	-12,1	12,9	2,6
3° trim.	92,2	90,7	97,3	89,3	90,1	-20,1	-13,1	-12,1	12,8	3,3
4° trim.	91,9	90,7	97,8	90,1	84,5	-17,8	-10,4	-10,8	13,1	3,2
2016 – 1° trim.	93,2	91,1	102,1	91,1	85,2	-18,9	-15,6	-13,9	10,0	3,8
2° trim.	92,9	90,5	99,4	91,7	84,4	-18,8	-17,3	-14,1	10,3	3,2
3° trim.	93,7	91,2	101,9	91,9	86,6	-19,7	-15,5	-14,6	10,2	3,2
4° trim.	95,1	91,8	102,3	93,0	92,1	-16,5	-13,5	-12,0	13,0	4,8
2017 – 1° trim.	94,9	91,9	101,0	92,8	90,1	-13,7	-7,9	-7,1	15,0	3,4
2° trim.	95,9	93,6	103,3	93,5	88,3	-11,4	-6,2	-5,1	15,9	2,4
3° trim.	97,2	95,2	106,0	95,0	88,8	-9,2	-5,7	-3,3	17,5	2,1
4° trim.	....	....	....	....	....	-4,8	-1,7	1,3	18,4	2,3

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 disoccupazione	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 – 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
3° trim.	865	4.633	1.412	16.276	16.953	6.234	23.187	2.737	25.924	10,6	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
3° trim.	16.420	15.306	1.952	3.221	-4.059	-482	-249	-233
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.	7.548	7.155	850	935	-1.391	-156	-81	-75
ago.	4.399	3.529	703	1.554	-1.386	-142	-68	-74
set.	4.473	4.622	400	733	-1.282	-183	-99	-84
ott.	(6.415)	(5.626)	(-268)	(2.192)	(-1.134)	(774)	(-30)	(804)
nov.	(4.881)	(5.277)	(-785)	(1.549)	(-1.160)	(681)	(-26)	(708)

(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)				
						di cui: famiglie produttrici (3)			
Centro e Nord									
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
set.	3,9	0,2	-0,7	-0,4	-2,2	0,0	2,9	-1,8	1,0
ott.	3,4	1,2	-0,6	-0,4	-1,5	0,2	3,0	-1,8	1,1
nov.	3,9	0,4	0,3	0,7	-1,5	0,3	3,0	0,0	1,6
Sud e Isole									
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
set.	-3,4	1,4	-0,1	-0,4	0,5	1,0	3,8	0,2	1,3
ott.	-3,2	7,3	0,2	0,0	0,8	1,3	3,8	2,3	1,6
nov.	-2,8	8,1	0,0	-0,2	0,8	1,3	3,8	7,2	1,6
Italia									
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
set.	3,3	0,2	-0,6	-0,4	-1,6	0,3	3,1	-1,6	1,1
ott.	2,8	1,4	-0,4	-0,3	-1,0	0,5	3,2	-1,3	1,2
nov.	3,3	0,6	0,3	0,6	-1,0	0,5	3,2	0,8	1,6

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	-16,0	-3,8	-125,5
2016	-66,9	0,8	-2,1	-68,3
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	2,4	0,0	-13,9
2017 – 1° trim.	-13,8	0,6	4,6	-8,6
2° trim.	-12,5	-5,1	2,7	-14,8
3° trim.	-15,2	2,0	3,6	-9,6
		Area dell'euro		
2015	-292,5	177,8	46,9	-67,8
2016	-145,9	-39,6	86,9	-98,6
2016 – 1° trim.	-32,7	-124,8	0,7	-156,9
2° trim.	-3,1	-29,1	31,6	-0,6
3° trim.	-55,0	68,9	27,9	41,8
4° trim.	-55,1	45,4	26,8	17,1
2017 – 1° trim.	5,7	-3,8	14,1	16,0
2° trim.	6,4	42,3	18,0	66,7
3° trim.	-35,3	-10,5	21,0	-24,8

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	*di cui:* raccolta postale	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)	*di cui*: impieghi della liquidità	Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	*di cui*: 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	7,5	0,1	0,2	9,4	-3,9	0,8	5,5	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.	3,5	-1,0	0,2	-0,3	-1,0	0,6	3,2	6,3	-5,8	9,5	0,0
lug.	-0,1	0,1	0,3	21,1	-1,9	0,2	19,6	-32,9	0,3	-13,3	0,0
ago.	1,9	0,0	-0,1	-23,4	0,0	-0,1	-21,7	22,2	-0,2	0,5	0,0
set.	2,1	-0,4	-0,8	3,3	0,8	-1,2	4,3	11,3	0,0	15,6	0,0
ott.	-0,9	0,4	-0,9	9,5	-1,7	0,2	6,2	-1,3	0,8	4,9	0,0
nov.	-0,4	-0,5	-1,0	-13,4	0,7	-0,1	-14,2	20,2	17,4	6,0	0,0

(1) Per maggiori informazioni cfr. la sezione Appendice metodologica in *Indicatori monetari e finanziari. Finanza pubblica, fabbisogno e debito*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, per i dati fino a dicembre del 2016 e, per i mesi successivi, in *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	*di cui:* raccolta postale	Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Altre passività	*di cui:* connesse con i prestiti dell'EFSF	Debito delle Amministrazioni pubbliche	*Per memoria:* disponibilità liquide del Tesoro (2)	*di cui:* impieghi della liquidità	depositi presso IFM residenti al netto delle operazioni di liquidità	sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)
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.	182,2	15,0	115,7	1.811,5	129,6	44,0	33,9	2.283,1	52,6	36,2	35,3	58,2
lug.	182,1	15,1	116,0	1.831,6	127,7	44,2	33,9	2.301,6	85,6	35,9	37,0	58,2
ago.	184,0	15,1	115,9	1.808,6	127,7	44,1	33,9	2.280,3	63,4	36,1	36,7	58,2
set.	186,1	14,6	115,2	1.811,2	128,5	42,9	33,9	2.283,9	52,1	36,1	35,2	58,2
ott.	185,2	15,0	114,3	1.820,3	126,8	43,2	33,9	2.289,7	53,3	35,3	34,7	58,2
nov.	184,8	14,5	113,3	1.806,4	127,5	43,1	33,9	2.275,0	33,1	17,9	35,3	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).