



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

aprile 2018

2 | 2018



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 2 / 2018
Aprile

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

Relazione annuale

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

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

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

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

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

© Banca d'Italia, 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

Marco Taboga ed Eliana Viviano (coordinamento), Gaetano Basso, Lorenzo Braccini, Cristina Conflitti, Pietro Cova, Ilaria De Angelis, Ginette Eramo, Claire Giordano, Filippo Natoli

Daniela Falcone, Fabrizio Martello e Valentina Memoli (aspetti editoriali), Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Valentina Aprigliano, Simone Auer, Lorenzo Braccini, Alex Tagliabracci

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 6 aprile 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	12
2 L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	17
2.2 Le imprese	19
2.3 Le famiglie	23
2.4 La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	24
2.5 Il mercato del lavoro	26
2.6 La dinamica dei prezzi	28
2.7 Le banche	30
2.8 Il mercato finanziario	36
2.9 La finanza pubblica	38
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	41

INDICE DEI RIQUADRI

L'aumento della volatilità sui mercati finanziari	13
L'attività economica nel primo trimestre del 2018 sulla base degli indicatori congiunturali	18
Gli investimenti delle imprese italiane nell'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita	20
L'offerta e la domanda di credito	32

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.
-

SINTESE

La crescita globale si è rafforzata ma emergono rischi di restrizioni commerciali

La crescita globale si è rafforzata e la dinamica del commercio mondiale resta vivace. Sulle prospettive dell'attività economica internazionale gravano però il rischio che l'introduzione di tariffe sulle importazioni di alcuni prodotti da parte dell'amministrazione statunitense inneschi restrizioni commerciali su più ampia scala e quello che incertezze sulla crescita o sull'evoluzione delle politiche monetarie in alcune economie avanzate diano luogo a brusche correzioni sui mercati finanziari, come osservato all'inizio dell'anno in corso.

Nell'area dell'euro si valutano necessarie condizioni monetarie ancora accomodanti

Nell'area dell'euro la crescita è proseguita; deve però ancora emergere una stabile tendenza al ritorno dell'inflazione di fondo verso livelli prossimi al 2 per cento. Il Consiglio direttivo della BCE valuta necessario mantenere un ampio accomodamento monetario; quest'ultimo viene fornito dagli acquisti netti di titoli che continueranno almeno fino a settembre del 2018, dallo stock di attività finanziarie presenti nel portafoglio delle banche centrali e dal loro reinvestimento a scadenza, nonché dalle indicazioni prospettiche sui tassi di interesse.

In Italia la crescita prosegue a un passo più moderato

Nostre stime basate sulle informazioni finora disponibili indicano che in Italia il prodotto sarebbe cresciuto nel primo trimestre dell'anno attorno allo 0,2 per cento, rallentando rispetto al periodo precedente. La frenata della produzione industriale si sarebbe accompagnata a un rialzo dell'attività nei servizi, nonostante i segnali meno favorevoli anche per questo comparto in marzo. Le indagini congiunturali mostrano che la fiducia delle famiglie e delle imprese continua ad attestarsi su livelli ciclicamente elevati e compatibili con la

prosecuzione dell'espansione del prodotto; le aziende segnalano l'intenzione di aumentare gli investimenti produttivi rispetto al 2017.

Si consolidano le vendite all'estero

La dinamica delle esportazioni italiane è stata particolarmente sostenuta nell'ultimo trimestre dello scorso anno ed è giudicata moderatamente favorevole nei primi tre mesi del 2018 dalle imprese che hanno partecipato ai sondaggi più recenti. Il buon andamento delle vendite all'estero si è tradotto in un ulteriore aumento dell'avanzo di conto corrente, salito al 2,8 per cento del PIL nel 2017, e in un significativo miglioramento della posizione debitoria netta del Paese, scesa al 6,7 per cento del prodotto.

Aumentano gradualmente le ore lavorate

Prosegue il graduale rafforzamento del mercato del lavoro, che però presenta ancora tassi di disoccupazione elevati e una dinamica salariale modesta. Le ore lavorate aumentano; il numero di occupati è cresciuto dell'1,1 per cento nella media del 2017, nonostante una lieve battuta d'arresto nel quarto trimestre; secondo le indicazioni più recenti è tornato a espandersi all'inizio del 2018.

L'inflazione è ancora bassa

In Italia l'inflazione al consumo rimane contenuta, all'1,1 per cento in marzo. A moderare la crescita dei prezzi sui dodici mesi ha contribuito il venir meno dell'accelerazione di quelli delle componenti più volatili osservata nella prima parte del 2017, un effetto che dovrebbe gradualmente riassorbirsi nel corso dell'anno. L'inflazione di fondo rimane modesta (0,7 per cento in marzo sui dodici mesi, 1,4 sui tre mesi in ragione d'anno). Le imprese e le famiglie intervistate nelle indagini congiunturali si attendono una moderata accelerazione dei prezzi nel 2018.

I prestiti alle imprese sono aumentati a un ritmo sostenuto...

Il credito alle imprese mostra segnali di una più decisa espansione. L'incremento è stato del 2,1 per cento nel trimestre terminante in febbraio in ragione annua e dell'1,2 per cento sui dodici mesi. Nostre indagini indicano un rafforzamento della domanda di credito bancario, che risente positivamente della crescita degli investimenti, mentre le condizioni di offerta restano accomodanti. L'espansione dei prestiti ha interessato le imprese manifatturiere e quelle dei servizi.

...e i crediti deteriorati sono scesi

Nel 2017 la qualità del credito bancario è migliorata. L'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti erogati dalle banche classificate come significative è scesa a fine anno al 14,5 per cento al lordo delle rettifiche di valore e al 7,3 per cento al netto, contro il 17,6 e il 9,4 del 2016, rispettivamente. Nell'ultimo periodo vi hanno contribuito sia le operazioni di cessione di crediti deteriorati sia l'attività di recupero interno.

Il miglioramento ciclico ha sostenuto la borsa...

All'inizio di febbraio l'indice della borsa italiana ha risentito negativamente, come in altre economie, di un significativo incremento della volatilità sui mercati internazionali. Le tensioni sono in seguito rientrate ed è ripreso l'aumento dei corsi, che riflette soprattutto revisioni al rialzo degli

utili attesi delle società quotate. La crescita è particolarmente sostenuta per le azioni bancarie, pari negli ultimi dodici mesi al 18,7 per cento, contro il 13,0 per l'intera borsa italiana e lo 0,2 per la media delle banche europee.

...e compresso i premi per il rischio

Restano bassi i premi per il rischio sovrano dell'Italia, che non hanno risentito delle tensioni internazionali e non indicano aumenti dell'incertezza sulle prospettive dell'economia nazionale. Rispetto alla fine del 2017 lo spread sul titolo decennale è sceso di 30 punti base, a 129 punti. Ad attenuare l'impatto sul nostro paese delle tensioni globali di inizio anno e a favorire il contenimento dei premi per il rischio hanno contribuito il miglioramento delle prospettive economiche e il rientro delle tensioni sul sistema bancario. Il permanere di condizioni favorevoli presuppone la prosecuzione di un credibile aggiustamento dei conti pubblici e delle riforme volte a innalzare il potenziale di crescita di lungo periodo dell'economia italiana.

È lievemente diminuito il rapporto tra debito pubblico e prodotto

L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL è sceso di circa due decimi di punto percentuale nel 2017, al 2,3 per cento. Vi ha contribuito l'ulteriore riduzione della spesa per interessi. Il rapporto fra il debito e il prodotto è lievemente diminuito al 131,8 per cento.

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

L'economia mondiale continua a crescere a un ritmo sostenuto. Su di essa gravano però alcuni rischi: in primo luogo, che le misure tariffarie introdotte dall'amministrazione statunitense inneschino ritorsioni commerciali su scala globale; in secondo luogo, che si ripetano episodi di brusca correzione nei mercati finanziari in relazione a modifiche delle attese sulla crescita o sull'evoluzione delle politiche monetarie, come osservato nelle prime settimane dell'anno in corso.

All'inizio del 2018 la crescita globale rimane sostenuta

L'espansione dell'attività economica nelle principali economie avanzate è proseguita nel quarto trimestre del 2017 (tav. 1); le informazioni congiunturali per i primi tre mesi dell'anno in corso (fig. 1) indicano una crescita robusta negli Stati Uniti, un lieve rallentamento nel Regno Unito e un'espansione dell'attività in Giappone in linea con quella del trimestre precedente.

Negli Stati Uniti l'entrata in vigore della riforma della tassazione e, più recentemente, l'accordo di bilancio che prevede un ulteriore incremento della spesa pubblica nel biennio 2018-2019 hanno portato a una revisione al rialzo delle aspettative di crescita.

Tra i paesi emergenti l'espansione del prodotto in Cina e in India, robusta nel quarto trimestre del 2017, sarebbe proseguita a ritmi analoghi nei primi mesi di quest'anno; le prospettive economiche di Brasile e Russia sono in miglioramento, pur rimanendo più deboli.

Negli ultimi tre mesi dello scorso anno il commercio mondiale è aumentato in misura

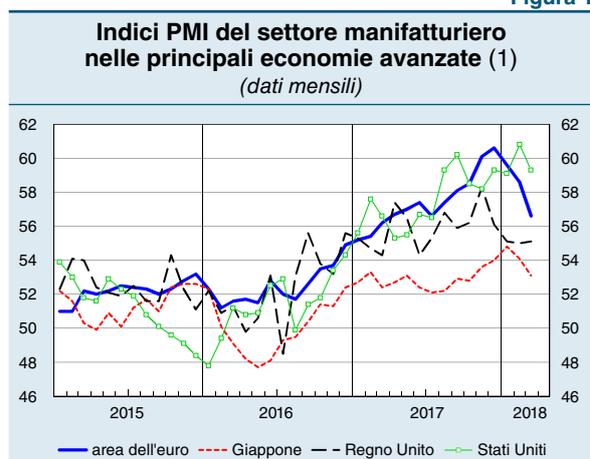
Tavola 1

Crescita del PIL e inflazione (punti percentuali)				
VOCI	Crescita del PIL			Inflazione (1)
	2016	2017 3° trim.	2017 4° trim.	febbraio 2018
Paesi avanzati (2)				
Giappone	0,9	2,4	1,6	1,5
Regno Unito	1,9	1,9	1,6	2,7
Stati Uniti	1,5	3,2	2,9	2,2
Paesi emergenti (3)				
Brasile	-3,5	1,4	2,1	2,8
Cina	6,7	6,8	6,8	2,9
India	7,9	6,5	7,2	4,4
Russia	-0,2	2,2	0,9	2,2
<i>per memoria:</i>				
Commercio mondiale (4)	1,7	3,0	7,9	

Fonte: Thomson Reuters Datastream; FMI, *World Economic Outlook Update*, gennaio 2018; 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) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente. – (4) Elaborazioni su dati di contabilità nazionale e doganali. Dati trimestrali destagionalizzati, variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno.

Figura 1



Fonte: Markit, ISM e Thomson Reuters Datastream.

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

sostenuta, al di sopra delle previsioni, grazie alla dinamica particolarmente favorevole delle importazioni della Cina, degli Stati Uniti e del Giappone.

L'amministrazione statunitense ha introdotto tariffe sulle importazioni

In marzo l'amministrazione statunitense ha imposto tariffe sulle importazioni di acciaio e alluminio (rispettivamente al 25 e al 10 per cento). La misura colpisce un volume di scambi limitato, inferiore ai 50 miliardi di dollari (meno del 2 per cento delle importazioni complessive) e non interessa alcuni dei principali paesi fornitori (tra cui Messico, Canada e

Unione europea). Nondimeno la discrezionalità mostrata riguardo all'origine e alla natura dei prodotti sottoposti ai nuovi dazi, nonché la minaccia di ulteriori misure protezionistiche mirate nei confronti della Cina e le possibili ritorsioni di quest'ultima contro gli Stati Uniti, hanno introdotto un forte elemento di incertezza sulle prospettive degli scambi commerciali.

L'inflazione rimane stabile su livelli in media moderati

In febbraio l'inflazione nelle principali economie avanzate si è mantenuta moderata e stabile. Negli Stati Uniti continua a collocarsi

poco sopra il 2 per cento, sostenuta da incrementi più marcati dei salari. Nel Regno Unito l'inflazione al consumo è diminuita al 2,7 per cento, mentre in Giappone è salita all'1,5 (fig. 2). Nelle principali economie emergenti la dinamica dei prezzi non mostra segni di accelerazione.

Le prospettive di crescita sono state riviste al rialzo...

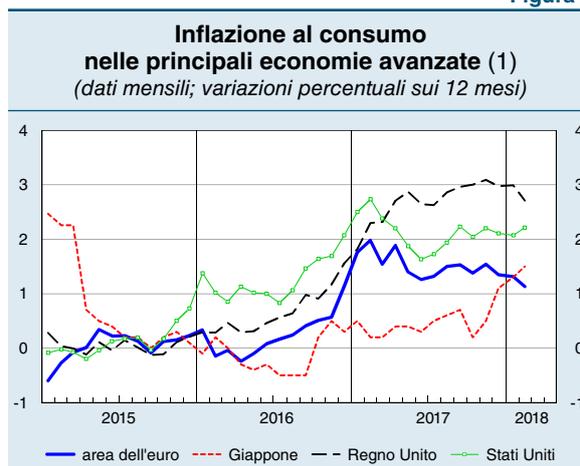
Secondo le previsioni diffuse in gennaio dal Fondo monetario internazionale (FMI), il PIL mondiale aumenterebbe del 3,9 per cento sia

nel 2018 sia nel 2019, più di quanto atteso in ottobre (tav. 2). La revisione al rialzo è prevalentemente imputabile al miglioramento delle prospettive per le economie avanzate, dovuto anche ai previsti effetti espansivi della riforma fiscale negli Stati Uniti. Secondo nostre stime nel 2017 gli scambi commerciali internazionali sarebbero cresciuti del 5,5 per cento; rallenterebbero al 4,9 nell'anno in corso (al 4,6 secondo l'FMI), pur mantenendo una dinamica lievemente più vivace rispetto a quella dell'attività economica complessiva.

...ma permangono rischi

I principali rischi a livello globale derivano da un possibile peggioramento delle condizioni dei mercati finanziari e dal diffondersi di restrizioni commerciali. All'inizio di febbraio un

Figura 2



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

Fonte: FMI, *World Economic Outlook Update*, gennaio 2018; Banca d'Italia per il commercio mondiale.
(1) Revisioni rispetto al precedente scenario previsionale. – (2) Previsioni tratte da FMI, *World Economic Outlook Update*, gennaio 2018, revisioni rispetto a *World Economic Outlook*, ottobre 2017. – (3) I dati si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile. – (4) Elaborazioni su dati di contabilità nazionale e doganali; le previsioni si riferiscono a gennaio 2018; le revisioni a ottobre 2017.

aumento dell'incertezza sul processo di normalizzazione delle politiche monetarie ha dato luogo a brusche correzioni sui mercati (cfr. il riquadro: *L'aumento della volatilità sui mercati finanziari*). Le tensioni commerciali, scaturite dalle misure protezionistiche introdotte e annunciate dagli Stati Uniti e dalle successive minacce di ritorsioni, rendono meno prevedibile il futuro dell'interscambio a livello internazionale. Anche l'incertezza sull'esito dei negoziati di uscita del Regno Unito dall'Unione europea, pur se lievemente diminuita in seguito alle intese su alcune parti del testo dell'accordo di recesso dall'Unione, resta un elemento di rischio.

I mercati si attendono un lieve calo dei prezzi del petrolio

Le quotazioni dei futures prefigurano prezzi del petrolio in lieve calo nel medio periodo (fig. 3). Dalla fine di dicembre i corsi petroliferi sono aumentati in misura modesta, mostrando tuttavia ampie oscillazioni, in linea con le turbolenze osservate sui principali mercati finanziari. Sull'andamento dei prezzi sono prevalse, seppur marginalmente, le pressioni al rialzo legate alla vivace dinamica della domanda globale, al graduale riassorbimento delle scorte di petrolio e alle interruzioni di offerta causate dalle tensioni in Medio Oriente e in Venezuela. Tali fattori sono stati parzialmente compensati dall'aumento della produzione statunitense da fonti non convenzionali, che ha portato il paese a essere il secondo produttore dopo la Russia.

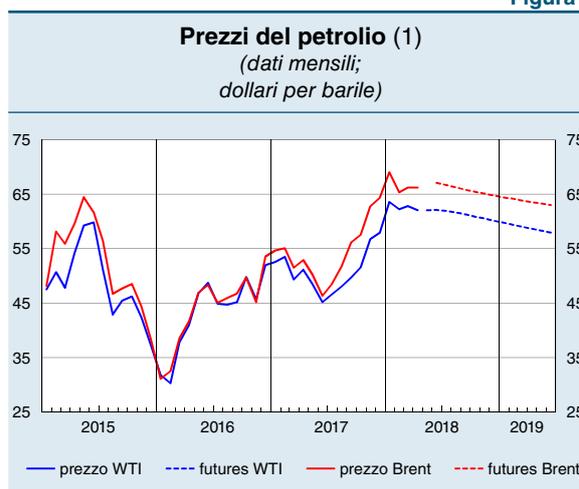
La Riserva federale ha alzato i tassi ufficiali

Nella riunione del 21 marzo scorso la Riserva federale ha aumentato di 25 punti base l'intervallo obiettivo dei tassi di interesse sui federal funds, a 1,50-1,75 per cento. In base alle quotazioni dei futures sui federal funds e alle aspettative del Federal Open Market Committee, potrebbero seguire altri due rialzi nel corso di quest'anno (fig. 4). La Banca d'Inghilterra non ha modificato il quadro di politica monetaria, ma ha indicato che, se l'andamento economico sarà in linea con le ultime previsioni, la restrizione dovrà essere più rapida e pronunciata di quanto prospettato in precedenza. In Cina la Banca centrale continua a mantenere condizioni monetarie restrittive per ridurre la leva finanziaria e contenere i rischi, favorendo un progressivo incremento dei tassi interbancari.

1.2 L'AREA DELL'EURO

La crescita nell'area dell'euro prosegue in misura sostenuta; l'inflazione di fondo non mostra però ancora una stabile tendenza al rialzo. Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea

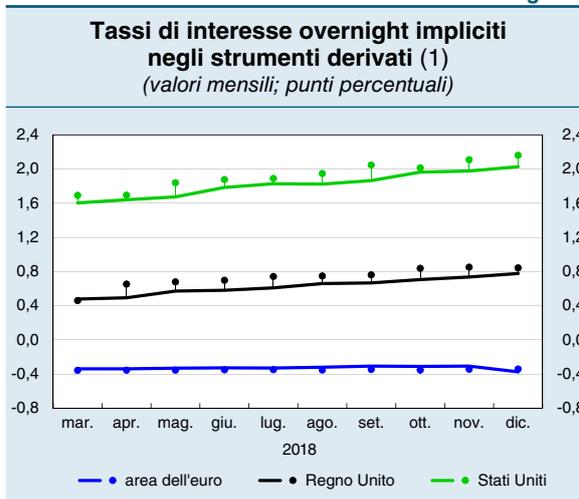
Figura 3



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

(1) Per i prezzi a pronti, dati medi mensili fino a marzo 2018; l'ultimo dato si riferisce al 6 aprile.

Figura 4



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.

(1) Tasso di interesse atteso implicito nelle quotazioni degli *overnight indexed swaps* (OIS). La linea continua indica i tassi previsti il 12 gennaio 2018, i punti segnalano quelli previsti il 6 aprile 2018.

(BCE) ha ribadito che resta necessario un elevato grado di accomodamento monetario; quest'ultimo è garantito dagli acquisti netti di titoli, dall'ampio stock di attività finanziarie presenti nel portafoglio delle banche centrali dell'Eurosistema e dal loro reinvestimento a scadenza, dalle indicazioni sui tassi di interesse.

All'inizio dell'anno la crescita nell'area dell'euro sarebbe rimasta vivace

Nel quarto trimestre del 2017 il PIL dell'area è cresciuto dello 0,6 per cento sul periodo precedente (tav. 3), rallentando marginamente rispetto ai mesi estivi; a tale incremento ha contribuito soprattutto l'aumento delle esportazioni, più marcato di quello delle importazioni. La domanda interna è stata sostenuta soprattutto da un rialzo degli investimenti. Gli indicatori congiunturali sono coerenti con una lieve decelerazione dell'attività economica, pur su ritmi ancora sostenuti, anche nel primo trimestre del 2018. In marzo l'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che stima la dinamica di fondo del PIL dell'area, è sceso per la prima volta da maggio dello scorso anno, mantenendosi tuttavia vicino ai massimi osservati dal 2006 (fig. 5). Nel complesso dell'area e nelle tre principali economie gli indici dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers index*, PMI) sono diminuiti, ma restano coerenti con una prosecuzione della crescita.

Sulla base delle proiezioni elaborate in marzo dagli esperti della BCE, il prodotto dell'area dell'euro crescerebbe del 2,4 per cento nel 2018, con una revisione al rialzo di 0,1 punti percentuali rispetto alla precedente stima pubblicata in dicembre.

L'inflazione aumenta, ma resta debole la sua componente di fondo

L'inflazione non ha finora mostrato segni di una stabile tendenza al rialzo. Secondo la stima preliminare, in marzo è salita all'1,4 per cento (1,1 in febbraio; fig. 6), riflettendo l'accelerazione dei prezzi dei beni alimentari; la componente di fondo è rimasta all'1,0 per cento. Secondo le previsioni dello staff della BCE diffuse in marzo, l'inflazione sarebbe pari all'1,4 per cento quest'anno e il prossimo (1,1 e 1,5 per cento rispettivamente, al netto delle componenti più volatili).

Rispetto alla fine dello scorso anno, le aspettative di inflazione desunte dai rendimenti degli *inflation swaps* sono rimaste sostanzialmente invariate sia sull'orizzonte a due anni sia su quello tra cinque

Tavola 3

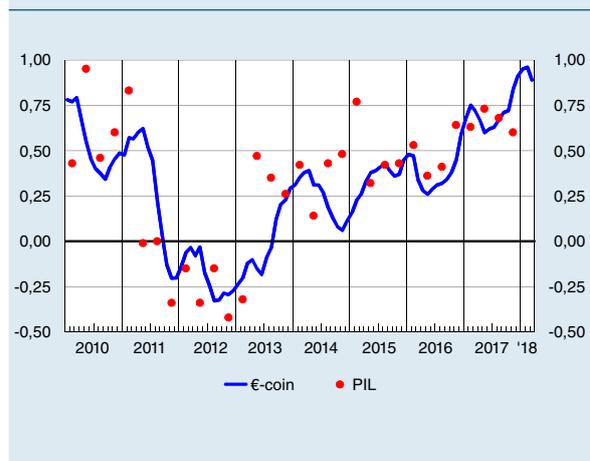
Crescita del PIL e inflazione nell'area dell'euro
(punti percentuali)

PAESI	Crescita del PIL			Inflazione
	2017	2017 3° trim. (1)	2017 4° trim. (1)	marzo 2018 (2)
Francia	1,8	0,5	0,7	(1,7)
Germania	2,2	0,7	0,6	(1,5)
Italia	1,5	0,4	0,3	(1,1)
Spagna	3,1	0,7	0,7	(1,3)
Area dell'euro (3)	2,3	0,7	0,6	(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.

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: marzo 2018*. Per il PIL, dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente. Per €-coin, stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche.

Figura 6

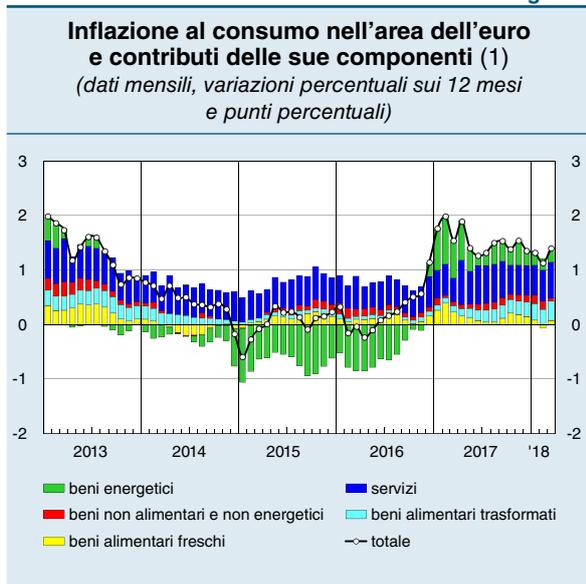
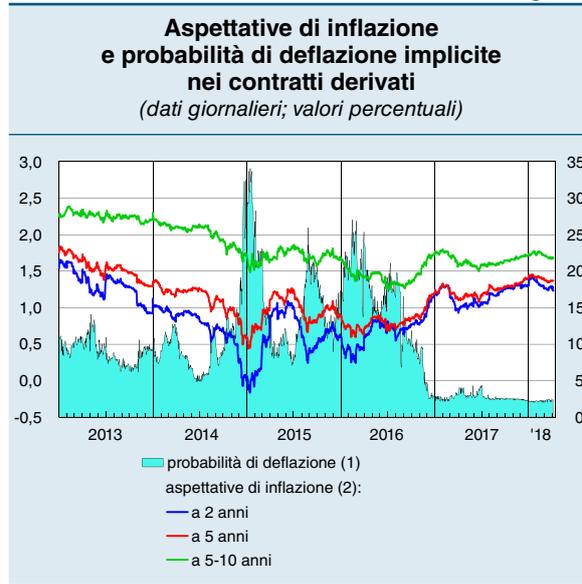


Figura 7



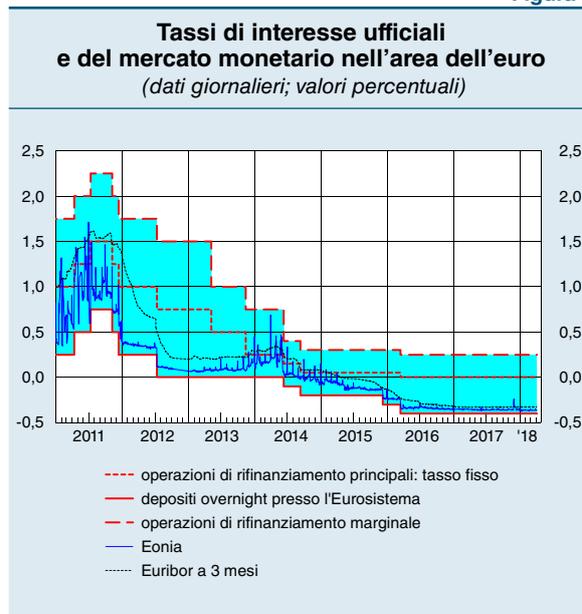
e dieci anni in avanti (1,2 per cento e 1,7, rispettivamente; fig. 7). La probabilità di deflazione nei prossimi cinque anni implicita nei prezzi delle opzioni sul tasso di inflazione è rimasta su valori pressoché nulli.

È necessario mantenere condizioni monetarie accomodanti

Nella riunione dello scorso 8 marzo il Consiglio direttivo della BCE ha ribadito che un elevato grado di

accomodamento monetario resta necessario per un ritorno stabile del profilo dell'inflazione verso livelli prossimi al 2 per cento. Il Consiglio prevede che i tassi ufficiali rimarranno sui livelli attuali (fig. 8) per un prolungato periodo di tempo, ben oltre la fine degli acquisti netti di titoli. Il programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP) sarà condotto sino a settembre del 2018 e anche oltre se necessario, finché non si risconterà un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi, coerente con l'obiettivo di inflazione della BCE. L'Eurosistema continuerà a reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito dell'APP per un periodo prolungato di tempo dopo la conclusione degli acquisti netti di attività.

Figura 8

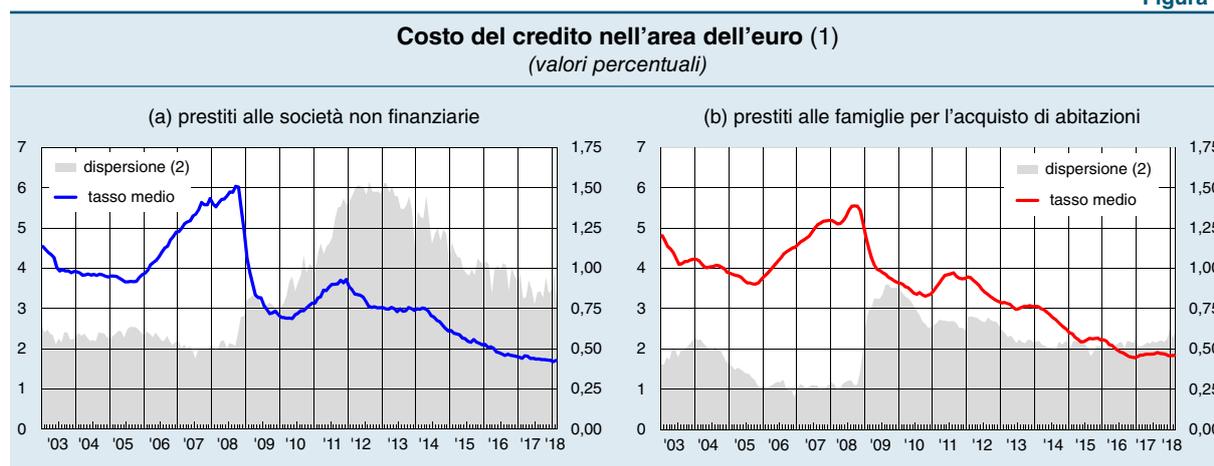


Al 6 aprile il valore in bilancio dei titoli pubblici acquistati dall'Eurosistema nell'ambito dell'APP era pari a 1.953 miliardi, quello delle obbligazioni bancarie garantite a 250, quelli delle *asset-backed securities* e delle obbligazioni societarie a 26 e 150, rispettivamente. Alla fine di marzo l'importo dei titoli pubblici italiani acquistati ammontava a 337 miliardi (di cui 304 da parte della Banca d'Italia).

Il valore delle attività detenute che giungeranno a scadenza nei prossimi dodici mesi e saranno reinvestite dall'Eurosistema è pari a 174 miliardi, di cui l'82 per cento è costituito da titoli pubblici.

Il credito cresce Sulla base dei dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni, nei tre mesi terminanti in febbraio il credito alle società non finanziarie nell'area dell'euro è aumentato del 2,5 per cento in ragione d'anno; l'espansione dei prestiti si mantiene vivace in Francia e in Germania e si è rafforzata in Italia (cfr. il par. 2.7). I finanziamenti alle famiglie sono cresciuti (3,1 per cento) sia nella componente destinata all'acquisto di abitazioni sia in quella del credito al consumo. Il costo dei nuovi prestiti alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasto su valori storicamente contenuti (1,7 e 1,8 per cento in febbraio, rispettivamente); la dispersione dei tassi di interesse tra i paesi si è mantenuta su livelli molto bassi (fig. 9).

Figura 9



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

In febbraio si è verificato un forte aumento della volatilità nei mercati finanziari internazionali, accompagnatosi a un rialzo dei tassi a lunga scadenza e a una correzione dei corsi azionari in tutte le maggiori economie avanzate. Ciononostante i premi per il rischio sovrano hanno continuato a diminuire nell'area dell'euro grazie alle solide prospettive di crescita economica. L'euro si è rafforzato nei confronti delle principali valute; le posizioni assunte dagli operatori restano coerenti con un suo ulteriore apprezzamento nel breve termine.

I rendimenti a lungo termine sono in aumento...

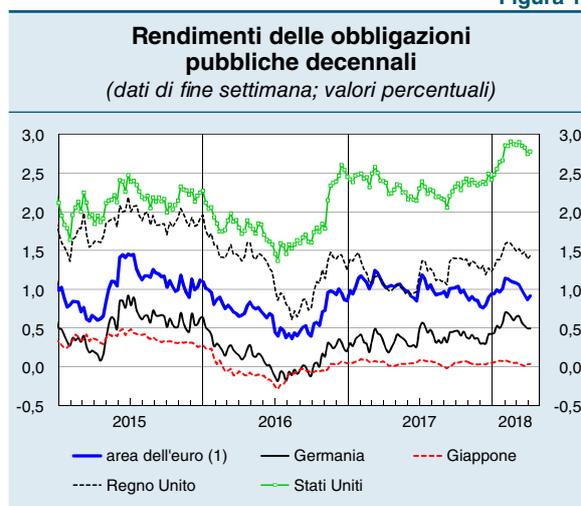
Dagli ultimi giorni di dicembre l'aumento dei rendimenti dei titoli decennali è stato particolarmente marcato negli Stati Uniti (40 punti base, al 2,8 per cento; fig. 10), dove i dati su salari e inflazione pubblicati all'inizio di quest'anno,

lievemente superiori alle attese, hanno determinato una revisione al rialzo delle aspettative sui tassi di politica monetaria.

...e la volatilità dei corsi azionari è cresciuta

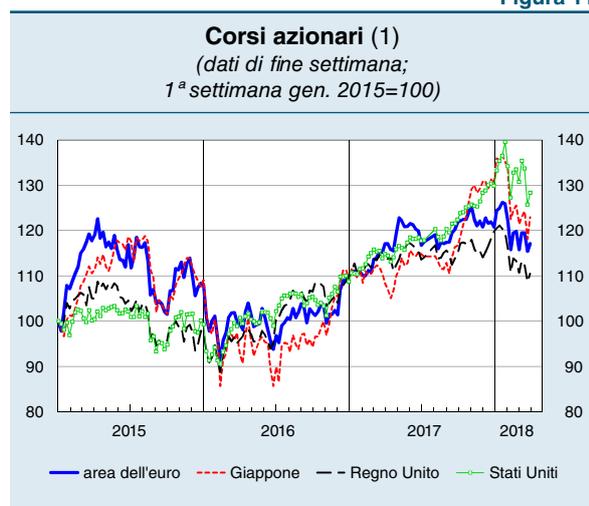
Dalla fine dello scorso anno i corsi azionari sono scesi nelle maggiori economie avanzate (fig. 11), dapprima per via di timori di una più rapida restrizione delle condizioni monetarie negli Stati Uniti e successivamente per l'imposizione, nel medesimo paese, di dazi sulle importazioni (cfr. il par. 1.1). La volatilità implicita è fortemente aumentata e continua a collocarsi su livelli elevati rispetto allo scorso anno (fig. 12; cfr. il riquadro: *L'aumento della volatilità sui mercati finanziari*). I mercati azionari dei paesi emergenti hanno avuto nel complesso del periodo andamenti differenziati, con cali in India e in Cina e forti incrementi in Brasile e in Russia.

Figura 10



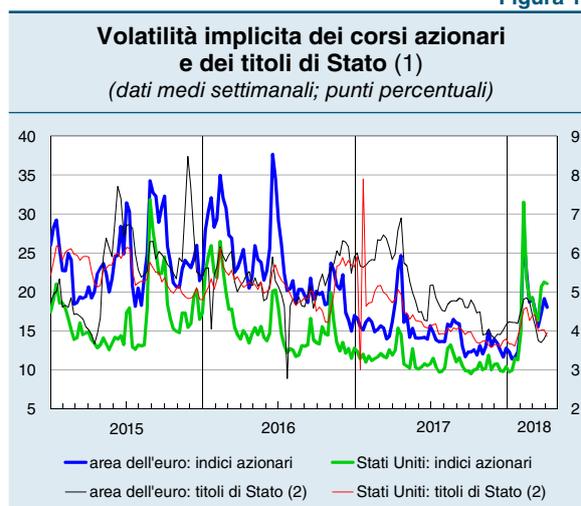
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.
(1) Rendimenti medi dei titoli di Stato benchmark decennali dei paesi dell'area dell'euro, ponderati con il PIL a prezzi concatenati del 2010; il dato esclude Cipro, Estonia, Grecia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Slovacchia e Slovenia.

Figura 11



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

Figura 12



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.

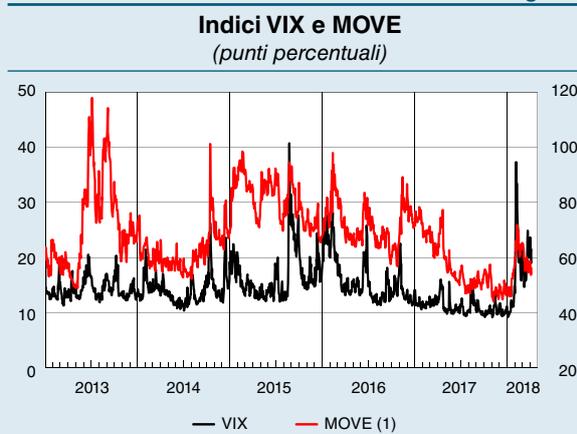
L'AUMENTO DELLA VOLATILITÀ SUI MERCATI FINANZIARI

Nella prima metà di febbraio si è osservata una forte correzione al ribasso dei principali indici azionari internazionali, accompagnata da un picco della volatilità. In pochi giorni i corsi azionari sono diminuiti del 9 e del 6 per cento negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, rispettivamente; l'indice VIX (che misura la volatilità implicita a 30 giorni delle opzioni sull'indice azionario statunitense Standard & Poor's 500; figura A) è più che triplicato, raggiungendo il valore più alto dalle turbolenze dell'agosto 2015.

La correzione è stata innescata dalla pubblicazione negli Stati Uniti di dati sul mercato del lavoro migliori delle attese, che hanno suscitato timori di una più rapida normalizzazione delle politiche monetarie e di rialzi dei tassi a medio e a lungo termine, timori segnalati anche da un incremento della volatilità implicita dei titoli di Stato americani (indice MOVE; figura A). La reazione iniziale degli operatori di mercato è stata amplificata dalle ricoperture di posizioni corte sulla volatilità (tali posizioni vengono assunte per scommettere su ribassi della volatilità stessa) e dall'utilizzo assai diffuso di strategie di investimento che comportano la vendita automatica di azioni al crescere dei rischi di mercato¹.

Le tensioni, sorte nel mercato azionario statunitense, si sono rapidamente estese agli altri mercati azionari e a quelli delle obbligazioni *high yield*; non hanno tuttavia avuto effetti significativi sulle obbligazioni *investment grade* e sui differenziali di rendimento dei titoli di Stato. In concomitanza con il forte aumento della volatilità, gli investitori istituzionali hanno effettuato rilevanti ricomposizioni dei rispettivi portafogli, riducendo la propria esposizione alle attività a più alto rischio.

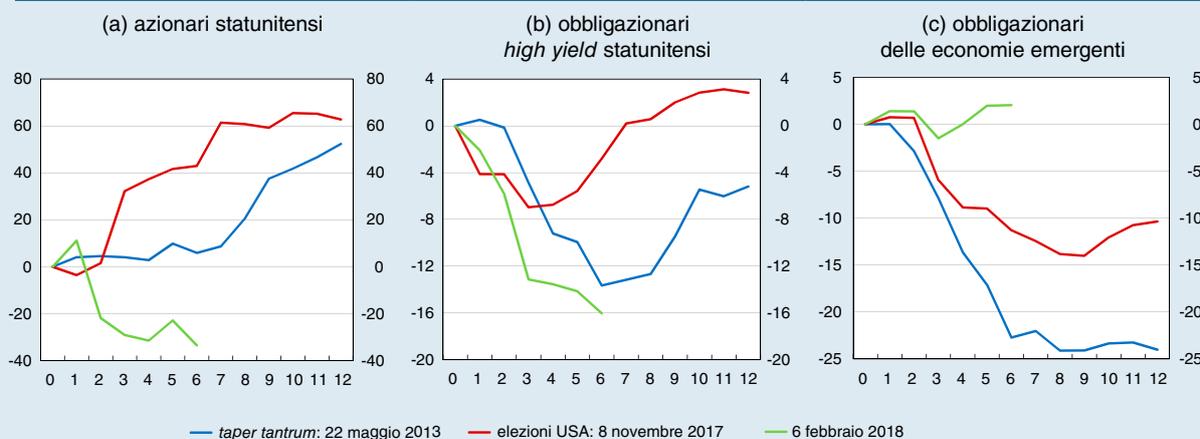
Figura A



Fonte: Thomson Reuters Datastream.
(1) Scala di destra.

Figura B

Sottoscrizioni di fondi comuni (1)
(dati settimanali; miliardi di dollari)



Fonte: Thomson Reuters Datastream ed EPFR Global.

(1) Sottoscrizioni nette dei fondi comuni specializzati censiti da EPFR Global. Valori cumulati nelle 12 settimane (riportate sull'asse delle ascisse) successive a ciascuno degli eventi indicati. Valori positivi/negativi indicano afflussi/deflussi di risparmio in ciascuna categoria di fondi specializzati.

Secondo i dati pubblicati da EPFR Global, società che raccoglie settimanalmente informazioni sull'attività dei principali fondi comuni internazionali, i fondi specializzati in azioni statunitensi e in obbligazioni *high yield*

¹ Vi è evidenza che negli anni recenti sia significativamente cresciuta la diffusione di strategie di investimento (ad es. *risk parity*, *volatility targeting* e *risk premium harvesting*) che comportano l'assunzione esplicita o implicita di posizioni corte sulla volatilità, nonché il loro ribilanciamento automatico tramite ricoperture o vendite di azioni all'aumentare della volatilità stessa (cfr. V. Bhansali e L. Harris, *Everybody's doing it: Short volatility strategies and shadow financial insurers*, "Financial Analysts Journal", 74, 2, 2018, di prossima pubblicazione).

sono stati interessati da deflussi di risparmio; questi ultimi erano risultati meno pronunciati o non si erano verificati affatto nel corso degli episodi di turbolenza finanziaria del maggio 2013 (cosiddetto *taper tantrum*) e della fine del 2016 (in corrispondenza con le elezioni presidenziali statunitensi; figura B, pannelli a e b). Di contro, le sottoscrizioni nette dei fondi obbligazionari specializzati nelle economie emergenti sono divenute lievemente negative solo per una settimana, tornando a salire successivamente (figura B, pannello c).

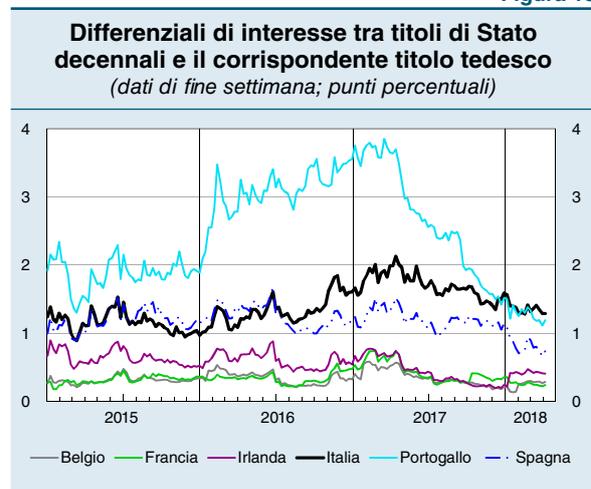
Le tensioni si sono gradualmente allentate nella seconda metà di febbraio: i corsi azionari hanno in parte recuperato le perdite e la volatilità è diminuita significativamente, pur restando ampiamente al di sopra dei livelli di fine 2017 e di quelli medi degli ultimi cinque anni. Permane il rischio che anche in futuro le reazioni degli operatori di mercato alle sorprese macroeconomiche siano amplificate dalla concentrazione delle attese e dall'ampia diffusione di strategie di investimento automatiche, in grado di innescare spirali negative fra cali dei prezzi dei titoli e aumenti della volatilità.

I premi per il rischio sovrano nell'area dell'euro hanno continuato a scendere

I differenziali di rendimento nell'area dell'euro non sono stati influenzati significativamente né dall'aumento della volatilità sui mercati finanziari internazionali di inizio febbraio, né dai fattori di incertezza politica. Al consolidamento della crescita economica (cfr. il par. 1.2) sono corrisposti un rialzo dei tassi a lungo termine e una riduzione dei premi per il rischio sovrano. Dall'inizio dell'anno il rendimento dei titoli decennali tedeschi è cresciuto di 7 punti base (allo 0,50 per cento). Gli spread dei corrispondenti titoli decennali sono diminuiti in Spagna, Portogallo, Italia e Francia (di 41, 32, 30 e 12 punti base, rispettivamente; fig. 13). I modesti aumenti osservati in Irlanda e

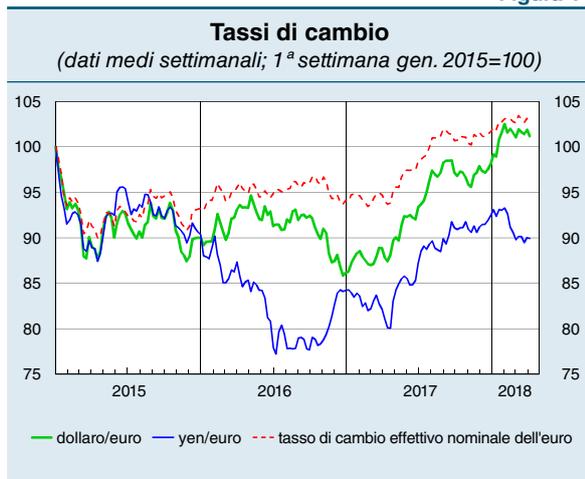
zionali di inizio febbraio, né dai fattori di incertezza politica. Al consolidamento della crescita economica (cfr. il par. 1.2) sono corrisposti un rialzo dei tassi a lungo termine e una riduzione dei premi per il rischio sovrano. Dall'inizio dell'anno il rendimento dei titoli decennali tedeschi è cresciuto di 7 punti base (allo 0,50 per cento). Gli spread dei corrispondenti titoli decennali sono diminuiti in Spagna, Portogallo, Italia e Francia (di 41, 32, 30 e 12 punti base, rispettivamente; fig. 13). I modesti aumenti osservati in Irlanda e

Figura 13



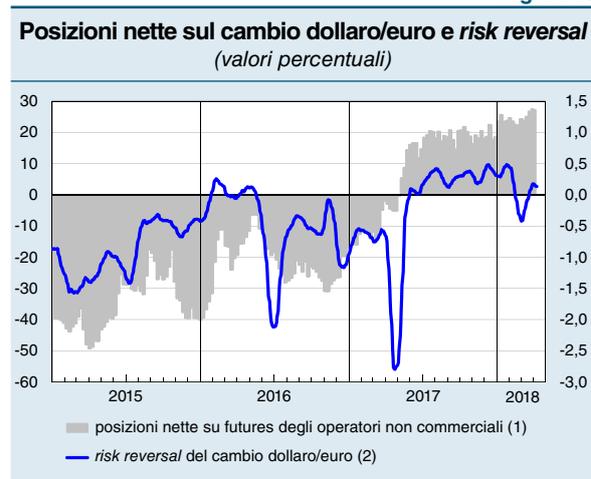
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.

Figura 14



Fonte: BCE, Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.

Figura 15



Fonte: BCE, Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.

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

in Belgio (di 17 e 8 punti base, rispettivamente) sono in larga misura attribuibili al passaggio a nuovi titoli benchmark.

Prevalgono posizioni di acquisto sull'euro

Dalla fine di dicembre l'euro si è apprezzato del 3,0 per cento nei confronti del dollaro, mentre si è deprezzato del 3,0 rispetto allo yen e dell'1,0 sulla sterlina; in termini effettivi nominali, l'apprezzamento della moneta unica è stato pari all'1,0 per cento (fig. 14). Gli operatori continuano a scommettere su un rafforzamento dell'euro nei confronti della valuta statunitense (fig. 15): sui mercati dei derivati prevalgono posizioni lunghe (di acquisto) degli operatori commerciali sull'euro contro dollari; il *risk reversal* a un mese, una misura di asimmetria delle attese a breve termine sul cambio euro/dollaro, si è tuttavia portato su valori prossimi allo zero.

2 L'ECONOMIA ITALIANA

2.1 LA FASE CICLICA

L'attività economica ha continuato a crescere in autunno, sostenuta sia dalla domanda nazionale, valutata al netto del decumulo delle scorte, sia dall'incremento delle esportazioni. Nei mesi invernali il PIL sarebbe ulteriormente aumentato, anche se a un passo meno sostenuto (0,2 per cento).

La crescita è favorita dagli investimenti e dalle esportazioni

Nell'ultimo trimestre del 2017 il prodotto è salito dello 0,3 per cento rispetto al periodo precedente (fig. 16); nel complesso dello scorso anno è cresciuto dell'1,5 per cento. In autunno le esportazioni e la domanda nazionale al netto delle scorte hanno contribuito positivamente all'espansione del prodotto per 0,6 e 0,4 punti percentuali, rispettivamente; l'apporto delle

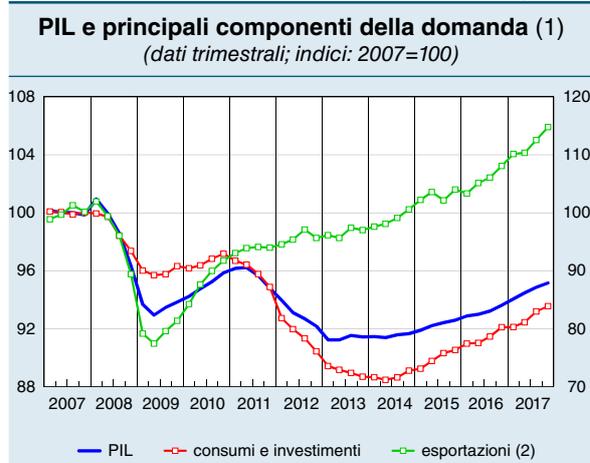
Tavola 4

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

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.

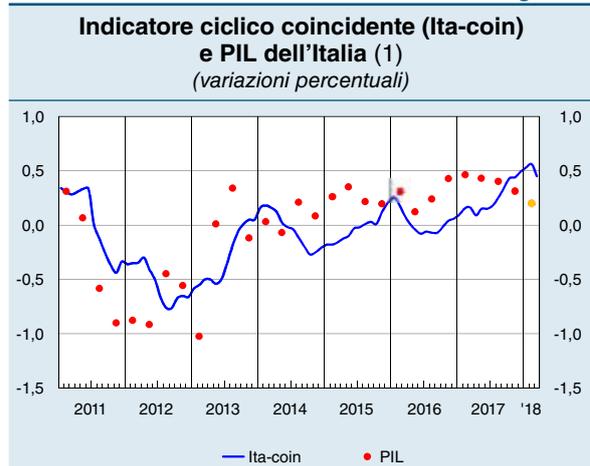
Figura 16



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Figura 17



Fonte: Banca d'Italia e Istat.

(1) Per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. il riquadro: *Ita-coin: un indicatore coincidente del ciclo economico italiano*, in *Bollettino economico*, 2, 2015. Dettagli sull'indicatore sono disponibili sul sito della Banca d'Italia: *Indicatore ciclico coincidente (Ita-coin)*. Per il PIL, dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente. Il cerchio ombreggiato rappresenta la previsione del tasso di crescita del PIL nel primo trimestre 2018 basata sui modelli *bridge*. Per Ita-coin, stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche.

scorte è stato negativo, per il secondo periodo consecutivo (tav. 4). Gli investimenti fissi lordi sono aumentati sia nella componente dei macchinari, delle attrezzature e dei mezzi di trasporto sia in quella delle costruzioni. Il valore aggiunto è salito di quasi l'1,0 per cento nell'industria in senso stretto e nelle costruzioni, in misura molto modesta nei servizi (0,2 per cento).

Il prodotto avrebbe continuato a espandersi all'inizio del 2018

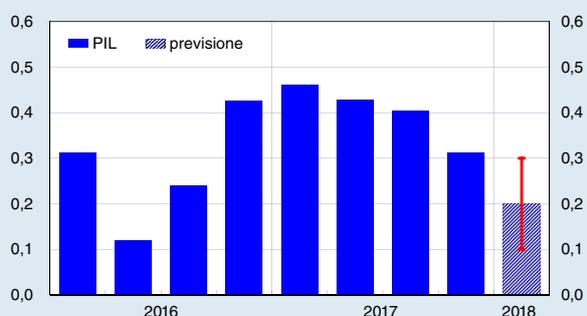
Sulla base delle nostre valutazioni, nel primo trimestre di quest'anno il PIL avrebbe continuato a espandersi, sebbene a ritmi inferiori a quelli del periodo precedente (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel primo trimestre del 2018 sulla base degli indicatori congiunturali*). In marzo l'indicatore Ita-coin elaborato dalla Banca d'Italia è sceso (a 0,45 da 0,56 in febbraio; fig. 17), pur rimanendo sui livelli massimi dal 2010; vi hanno inciso l'indebolimento dell'attività industriale e il minore ottimismo delle imprese, che hanno prevalso sul miglioramento della fiducia dei consumatori (cfr. i parr. 2.2 e 2.3).

L'ATTIVITÀ ECONOMICA NEL PRIMO TRIMESTRE DEL 2018 SULLA BASE DEGLI INDICATORI CONGIUNTURALI

Secondo le informazioni più recenti, elaborate utilizzando i modelli statistici della Banca d'Italia¹, nel primo trimestre del 2018 il PIL italiano sarebbe aumentato dello 0,2 per cento in termini congiunturali (figura A). I principali indicatori qualitativi, seppure in calo nei dati più recenti, restano nel complesso su livelli compatibili con un'espansione del prodotto. L'incertezza relativa alla stima di crescita del PIL è quantificabile in un intervallo di 0,1 punti percentuali al di sopra o al di sotto della proiezione centrale, con una prevalenza dei rischi al rialzo: l'accelerazione dell'attività nel terziario, dalla quale sarebbe derivato il principale sostegno all'incremento del prodotto,

Figura A

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

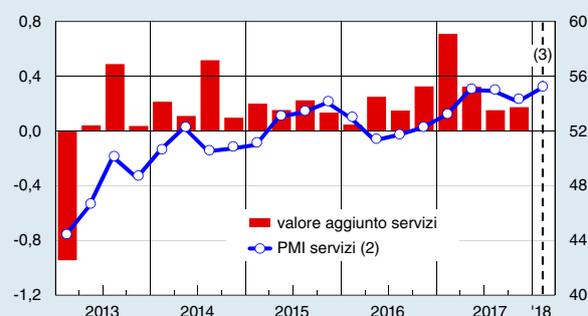


Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(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 stagionalizzati. – (2) Scala di destra. – (3) Il dato del valore aggiunto nel 1° trimestre del 2018 non è ancora disponibile.

¹ La valutazione dell'andamento del PIL in anticipo rispetto al dato ufficiale, che sarà diffuso dall'Istat il prossimo 2 maggio (circa 30 giorni dopo la fine del trimestre di riferimento, anziché 45 come sin qui avvenuto), 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*.

potrebbe essere stata più marcata rispetto a quanto incluso nella stima centrale. Il contributo dell'industria in senso stretto sarebbe invece stato nullo; il comparto delle costruzioni avrebbe continuato a recuperare.

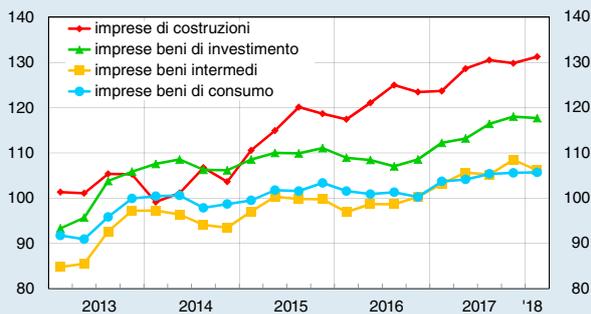
Per le imprese del settore dei servizi l'indice dei responsabili degli acquisti (*purchasing managers index*, PMI) è tornato a salire nella media dei primi tre mesi dell'anno, nonostante il calo in marzo (figura B); è rimasto stabile nella componente prospettica.

Sulla base delle nostre valutazioni nel primo trimestre del 2018 la variazione congiunturale della produzione industriale, pari allo 0,9 per cento nei tre mesi finali dello scorso anno, sarebbe stata pressoché nulla. Gli indicatori del clima di fiducia delle imprese manifatturiere rilevati dall'Istat continuano tuttavia a segnalare condizioni favorevoli, sebbene in moderato peggioramento (figura C).

La crescita più contenuta dell'attività industriale è segnalata anche dalla decelerazione dei flussi di trasporto merci e dei consumi elettrici nei primi mesi del 2018; le immatricolazioni di autovetture sono aumentate rispetto al precedente trimestre rimanendo su livelli ciclicamente elevati (figura D).

Figura C

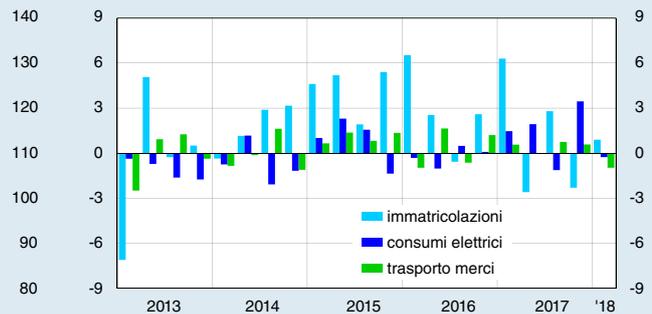
Indici di fiducia delle imprese (1)
(livelli; indici: 2010=100)



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.

Il valore aggiunto del settore delle costruzioni, in recupero dalla fine del 2016, avrebbe continuato a fornire un contributo positivo all'espansione del prodotto. Segnali simili emergono dal lieve ma persistente miglioramento della fiducia delle imprese edili, che ha toccato i nuovi massimi dalla fine del 2007 (figura C). Le indagini della Banca d'Italia prefigurano inoltre un incremento dell'occupazione nel comparto (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 9 aprile 2018).

2.2 LE IMPRESE

Nel primo trimestre del 2018 la produzione industriale avrebbe ristagnato. La fiducia delle imprese, seppure in lieve calo, si è mantenuta su livelli elevati in tutti i principali comparti di attività; secondo

Figura 18



Fonte: elaborazioni su dati Istat, Terna e Banca d'Italia.
 (1) Scala di destra. Saldo in punti percentuali tra le risposte "migliori" e "peggiori" al quesito sulle condizioni economiche generali (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 9 aprile 2018). – (2) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi; il dato di marzo è stimato. – (3) Indice 2015=100.

nostre indagini le valutazioni delle aziende sulle prospettive a breve termine della domanda sono ulteriormente migliorate nell'industria e nei servizi; le previsioni di investimento per il 2018 si confermano nel complesso positive.

La produzione industriale ha ristagnato...

In febbraio la produzione industriale è nuovamente scesa in termini congiunturali (dello 0,5 per cento), dopo il netto calo del mese precedente; sulla base delle nostre stime nel complesso del primo trimestre avrebbe ristagnato. L'Istat ha pubblicato l'indice di produzione industriale nella nuova base di riferimento, ponendo il valore del 2015 pari a 100. I nuovi dati comportano modifiche di rilievo alla recente dinamica della produzione. Nelle medie annuali il nuovo indice grezzo segnala una crescita della produzione dell'1,4 per cento nel 2016 e del 3,1 nel 2017, superiore al vecchio indice di 0,2 e 0,6 punti percentuali, rispettivamente (fig. 18).

...anche se gli indici di fiducia sono ancora su livelli elevati

Gli indicatori qualitativi, come il clima di fiducia delle aziende e quelli ricavati dai sondaggi presso i responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers index*, PMI), seppure in calo nei principali comparti, restano su valori compatibili con un'espansione dell'attività.

Secondo l'indagine condotta in marzo dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, i giudizi sulla situazione economica generale nei primi tre mesi del 2018 sono rimasti positivi, benché meno favorevoli rispetto a dicembre: le attese a breve termine sulla domanda sono migliorate in tutti i principali settori.

Crescono gli investimenti, soprattutto in mezzi di trasporto

Nei mesi autunnali è proseguita l'accumulazione di capitale, sospinta dall'aumento particolarmente vivace degli acquisti di mezzi di trasporto (8,2 per cento) e da quelli più contenuti degli investimenti in macchinari e attrezzature (1,3 per cento) e in costruzioni (0,9 per cento, come nel terzo trimestre del 2017). Secondo l'indagine Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore*, pur in presenza di giudizi meno favorevoli circa le condizioni per investire, le imprese hanno sostanzialmente confermato per l'anno in corso i piani di incremento della spesa per investimenti riportati lo scorso trimestre (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

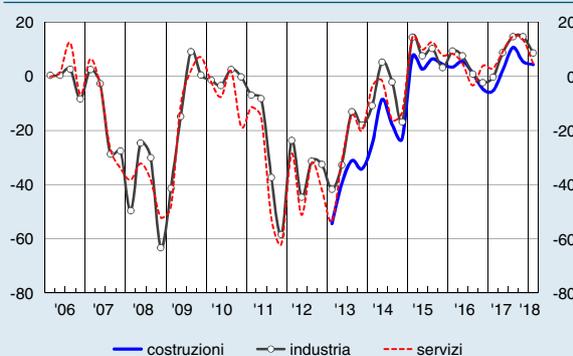
In marzo la Banca d'Italia ha condotto, in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, la consueta indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita su un campione di circa 1.000 imprese con almeno 50 addetti dell'industria in senso stretto, dei servizi e delle costruzioni (cfr. *Indagine sulle*

aspettative di inflazione e crescita, Banca d'Italia, Statistiche, 9 aprile 2018). Il sondaggio indica che le valutazioni delle aziende sono rimaste decisamente positive, sebbene si sia attenuato l'ottimismo sulla situazione economica corrente. I fattori economici e politici continuano a rappresentare una fonte di incertezza per il contesto operativo.

La quota di imprese che ritengono migliorate le condizioni per investire rispetto al trimestre precedente è lievemente diminuita, mentre è aumentata la percentuale di quelle che le ritengono stabili. Il saldo fra i giudizi di miglioramento e peggioramento, pur restando in prossimità dei massimi degli ultimi dieci anni, si è lievemente ridotto (figura), soprattutto per le imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi e per quelle di grande dimensione. Le aziende reputano che le condizioni di accesso al credito siano rimaste invariate rispetto all'ultimo trimestre del 2017.

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, 9 aprile 2018).

Tavola

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

RISPOSTE	Industria in senso stretto	Servizi	Costruzioni	Totale economia
Spesa per investimenti programmata per il 1° semestre del 2018 rispetto al 2° del 2017				
Più alta	36,7	29,7	27,1	32,9
Praticamente uguale	49,5	56,8	53,4	53,1
Più bassa	13,8	13,6	19,5	14,0
Spesa per investimenti programmata per il 2018 rispetto a quella effettuata nel 2017				
Più alta	44,9	35,1	27,4	39,3
Praticamente uguale	42,8	54,2	55,5	48,9
Più bassa	12,4	10,7	17,1	11,8

(1) Stime ponderate tenendo conto del rapporto tra il numero di imprese rilevate e il numero di quelle presenti nell'universo di riferimento nell'indagine condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* presso le imprese italiane con almeno 50 addetti (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 9 aprile 2018). Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

Anche la differenza fra la percentuale di imprese che prevedono di aumentare la spesa nominale per investimenti nel complesso del 2018 e la quota di quelle che ne prefigurano una diminuzione resta elevata, sia per il complesso delle imprese, sia per i settori industriale e dei servizi (tavola). Al contrario, nel comparto edile il saldo è più contenuto e si è ridotto rispetto alla precedente rilevazione; ciò riflette un netto peggioramento delle prospettive delle aziende attive nel comparto non residenziale, mentre nel settore residenziale la quota di imprese che pianificano un'espansione dei propri piani di investimento supera ampiamente quella delle aziende che ne programmano una riduzione.

Le compravendite immobiliari sono aumentate

Nel quarto trimestre del 2017 il numero delle compravendite di abitazioni è salito del 4,1 per cento rispetto al trimestre precedente (fig. 19). I prezzi degli immobili residenziali hanno pressoché ristagnato (0,1) e registrato una lieve flessione nel complesso del 2017 (-0,4). Secondo il *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* condotto tra dicembre e gennaio su un campione di agenzie immobiliari, si sono rafforzati i segnali di miglioramento della domanda: è aumentato il numero di agenzie che hanno intermediato almeno un immobile e sono diminuite le giacenze degli incarichi a vendere; le prospettive sull'evoluzione a breve del mercato immobiliare nazionale restano positive.

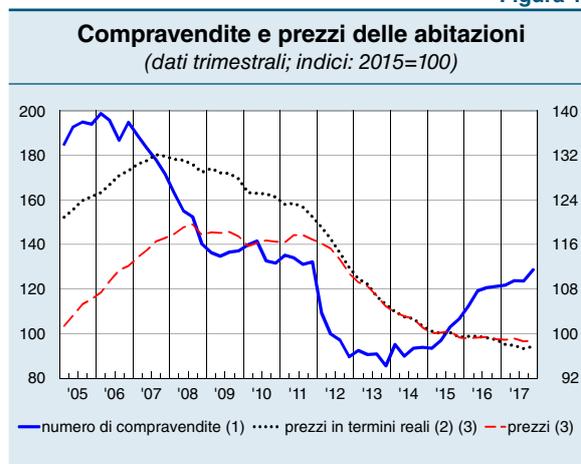
La competitività di prezzo delle imprese è rimasta stabile

Secondo nostre stime la competitività di prezzo, valutata sulla base dei prezzi alla produzione dei beni manufatti e tenendo conto della struttura degli scambi commerciali dell'Italia, è rimasta stabile nel primo trimestre, mentre è marginalmente peggiorata nelle altre maggiori economie dell'area (fig. 20).

La redditività è diminuita in misura contenuta...

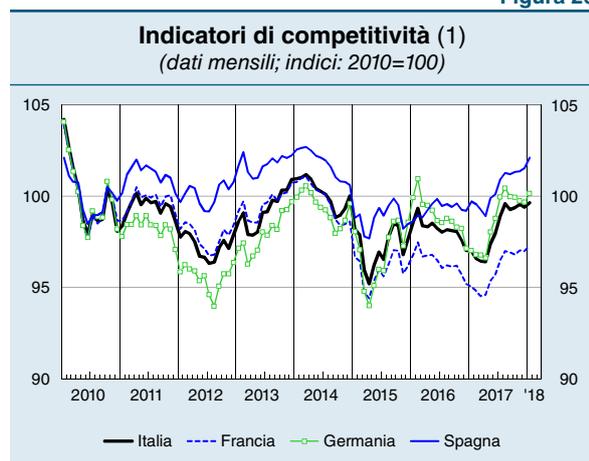
Sulla base dei dati diffusi dall'Istat e di nostre stime, nel quarto trimestre del 2017 il rapporto tra margine operativo lordo (MOL) e valore aggiunto è ulteriormente diminuito nel confronto con il periodo precedente, per effetto dell'aumento del costo del lavoro. Pur continuando a beneficiare del calo degli oneri finanziari netti, la capacità di autofinanziamento delle imprese (differenza

Figura 19



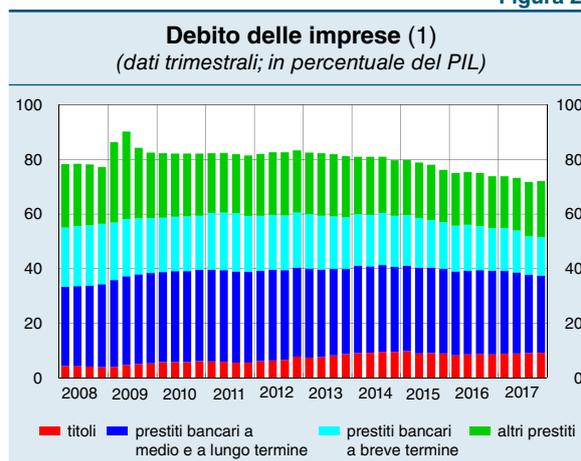
Fonte: elaborazioni su dati OMI, Banca d'Italia, Istat e *Consulente immobiliare*. (1) Valori corretti per la stagionalità e per gli effetti di calendario. – (2) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo. – (3) Scala di destra.

Figura 20



Fonte: elaborazioni su dati BCE, CEPIL, Eurostat, FMI, OCSE, Nazioni Unite e statistiche nazionali. (1) Nei confronti di 61 paesi concorrenti; calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti. Un aumento dell'indice segnala una perdita di competitività; l'ultimo dato disponibile si riferisce al mese di dicembre 2017. Per la metodologia di costruzione, cfr. A. Felettigh, C. Giordano, G. Oddo e V. Romano, *Reassessing price-competitiveness indicators of the four largest euro-area countries and of their main trading partners*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 280, 2015.

Figura 21



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.

tra MOL e oneri complessivi) è leggermente diminuita. Sia la spesa per investimenti in rapporto al valore aggiunto sia il fabbisogno finanziario delle imprese sono aumentati.

...e l'indebitamento è aumentato

Nel quarto trimestre il debito complessivo delle imprese in percentuale del PIL è tornato a crescere, seppure lievemente (dal 71,8 al 72,1 per cento; fig. 21). La domanda di credito bancario ha accelerato, riflettendo il basso livello dei tassi di interesse e la spesa per investimenti fissi (cfr. il par. 2.7).

2.3 LE FAMIGLIE

Nei mesi autunnali la spesa e il potere d'acquisto delle famiglie sono aumentati in misura contenuta. Il consolidamento del clima di fiducia dei consumatori prefigura una prosecuzione dell'espansione della spesa, in linea con la dinamica dello scorso anno.

Alla fine del 2017 i consumi sono aumentati in misura modesta...

Nel quarto trimestre del 2017 i consumi delle famiglie, dopo la temporanea accelerazione nei mesi estivi, hanno rallentato (allo 0,1 per cento rispetto al periodo precedente, da 0,4).

...così come il potere d'acquisto

La decelerazione della spesa è stata accompagnata da quella del reddito disponibile; al netto dell'inflazione quest'ultimo ha rallentato allo 0,2 per cento (dallo 0,9 nel terzo trimestre; fig. 22). La propensione al risparmio si è stabilizzata su valori prossimi all'8 per cento nel quarto trimestre (fig. 23), in linea con la media per il complesso del 2017.

All'inizio del 2018 la spesa delle famiglie sarebbe moderatamente cresciuta

Le informazioni congiunturali più recenti sono coerenti con una prosecuzione a ritmi moderati dell'espansione dei consumi all'inizio del 2018. Nei mesi invernali

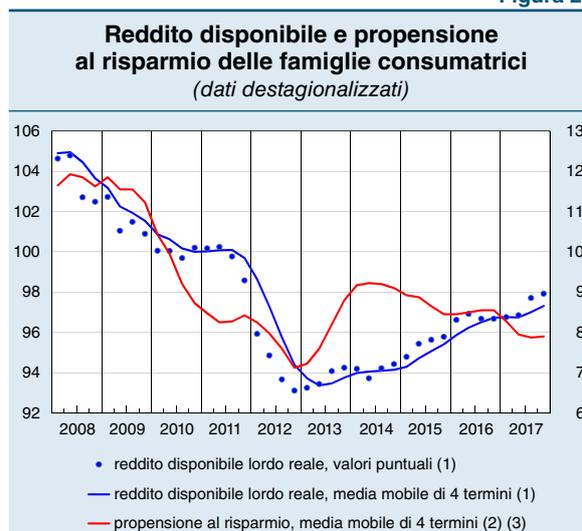
le immatricolazioni di automobili hanno ripreso a crescere, recuperando solo in parte il calo dei tre mesi precedenti; il clima di fiducia dei consumatori

Figura 22



Fonte: elaborazioni su dati Istat.
 (1) Variazioni percentuali sull'anno precedente. – (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 23



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.

è tornato a salire, soprattutto nelle componenti relative alla situazione economica generale attuale e familiare corrente; migliorano inoltre le aspettative sul mercato del lavoro.

L'indebitamento delle famiglie resta su un livello basso nel confronto internazionale

Nei mesi autunnali il debito delle famiglie italiane in rapporto al reddito disponibile è salito al 61,3 per cento (dal 61,2 di settembre; fig. 24), un

livello ben al di sotto di quello medio dell'area dell'euro (94,6 per cento alla fine di settembre). In rapporto al PIL il debito è aumentato dal 41,2 al 41,3 per cento (58,0 nell'area dell'euro). L'incidenza degli oneri sostenuti per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale) è ulteriormente diminuita, attestandosi al 9,6 per cento. 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

Negli ultimi mesi del 2017 la crescita delle esportazioni in Italia è proseguita a un tasso particolarmente sostenuto; gli indicatori congiunturali disponibili per i primi mesi dell'anno in corso disegnano tuttavia un quadro più incerto. Il buon andamento delle vendite all'estero si è riflesso in un ulteriore aumento dell'avanzo di conto corrente, che si è portato al 2,8 per cento del PIL nel 2017, e in un nuovo miglioramento della posizione netta sull'estero dell'Italia.

Nei mesi autunnali le esportazioni sono ancora aumentate...

Nell'ultimo trimestre del 2017 l'incremento delle esportazioni (2,0 per cento in volume in termini congiunturali) è stato analogo a quello, assai marcato, osservato nei tre mesi precedenti. Le vendite all'estero sono state sostenute soprattutto da quelle di beni, in particolare verso i mercati dell'area dell'euro, la

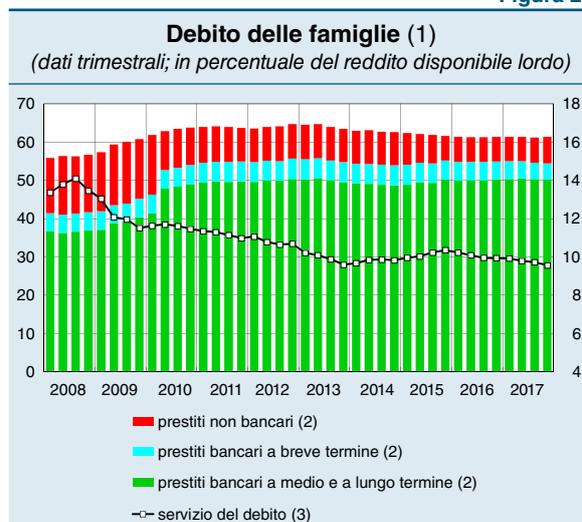
cui domanda si è gradualmente consolidata in corso d'anno. Tra i settori, hanno contribuito in prevalenza la farmaceutica e il comparto dei mezzi di trasporto. Le esportazioni di servizi sono rimaste stazionarie (0,2 per cento), risentendo principalmente della flessione sui mercati esterni all'area. Nel complesso dell'anno la crescita delle esportazioni totali è stata del 5,4 per cento (dal 2,4 nel 2016).

Nei mesi autunnali le importazioni hanno decelerato (all'1,0 per cento in volume), risentendo del calo di quelle di servizi, anche se sono ancora aumentate le importazioni di beni, sospinte dall'ulteriore rialzo degli investimenti in beni strumentali. Nel complesso del 2017 le importazioni sono cresciute del 5,3 per cento.

...ma il quadro prospettico risulta più incerto

In gennaio le esportazioni di beni, valutate a prezzi correnti e corrette per la stagionalità, si sono ridotte sia verso i mercati dell'Unione europea (UE) sia verso quelli extra UE; in questi ultimi si è osservata un'ulteriore flessione delle vendite in febbraio. In media nel primo trimestre i giudizi delle imprese manifatturiere sugli ordini esteri rilevati dall'Istat sono comunque rimasti su

Figura 24



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 25



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.

livelli elevati e il corrispondente indicatore PMI, seppure in diminuzione, si è confermato al di sopra della soglia compatibile con un'espansione delle vendite estere (fig. 25).

Nel 2017 l'avanzo di conto corrente si è nuovamente ampliato...

Nel complesso del 2017 il surplus di conto corrente si è attestato a 47,3 miliardi di euro, pari al 2,8 per cento del PIL (dal 2,6 nel 2016; tav. 5 e fig. 26). La flessione del surplus commerciale, riconducibile all'aumento della spesa in materie prime energetiche, e l'ampliamento del disavanzo dei servizi sono stati più che compensati dal miglioramento del saldo dei redditi primari; quest'ultimo ha interessato soprattutto la componente dei redditi da capitale, in particolare quelli relativi agli investimenti di portafoglio.

...e gli investitori esteri hanno acquistato titoli italiani pubblici e privati

Dopo le vendite nette registrate nel 2016, nello scorso anno gli investitori stranieri sono tornati a effettuare acquisti netti di titoli di portafoglio italiani, per un ammontare pari a 28,7 miliardi. Gli investimenti esteri hanno riguardato sia i titoli pubblici (3,6 miliardi) sia quelli emessi dal settore privato, tra cui in particolare azioni e obbligazioni bancarie.

Tavola 5

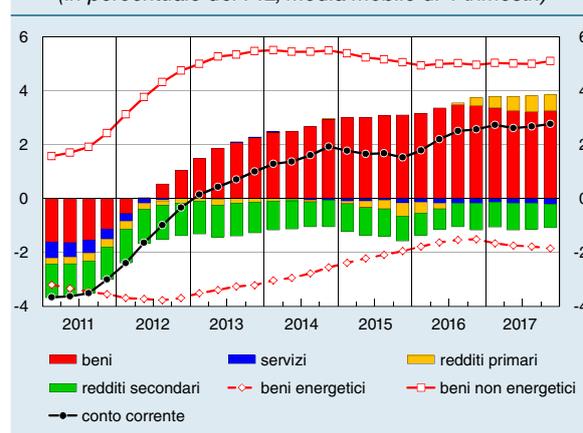
Bilancia dei pagamenti dell'Italia (1)
(saldi in miliardi di euro)

VOCI	2016	2017	gen. 2017	gen. 2018
Conto corrente	43,1	47,3	-1,0	-1,3
per memoria: in % del PIL	2,6	2,8	–	–
Merci	57,7	55,7	0,3	0,5
prodotti non energetici (2)	83,1	87,5	3,4	3,4
prodotti energetici (2)	-25,5	-31,8	-3,1	-2,9
Servizi	-2,9	-3,9	-0,8	-1,2
Redditi primari	5,0	10,2	0,6	0,6
Redditi secondari	-16,7	-14,7	-1,1	-1,1
Conto capitale	-3,1	-0,9	..	-0,2
Conto finanziario	65,4	47,2	0,5	3,8
Investimenti diretti	-4,1	-11,2	-3,1	-0,1
Investimenti di portafoglio	159,5	98,4	-2,5	-2,4
Derivati	-3,0	-5,7	0,3	0,2
Altri investimenti (3)	-85,9	-36,9	5,7	6,3
Variazione riserve ufficiali	-1,2	2,7	0,1	-0,2
Errori e omissioni	25,4	0,8	1,5	5,2

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

Figura 26

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.

Dal lato delle attività, gli acquisti di titoli esteri da parte dei residenti hanno raggiunto i 127,1 miliardi, proseguendo il processo di diversificazione internazionale del portafoglio in atto dal 2014. Come in passato, gli investimenti hanno interessato prevalentemente quote di fondi comuni (91,5 miliardi), riconducibili in larga parte a famiglie, compagnie di assicurazione, fondi pensione e altri intermediari finanziari. Sono ripresi gli acquisti di azioni, mentre sono lievemente diminuiti quelli di titoli di debito.

Il saldo passivo TARGET2 ha avuto oscillazioni limitate

La posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2 è rimasta pres-

soché stazionaria dallo scorso maggio fino a gennaio; si è poi lievemente ampliata nel bimestre successivo, toccando i 442 miliardi alla fine di marzo. Sino a gennaio, ultimo mese per cui è possibile fare un confronto con i dati di bilancia dei pagamenti, la sostanziale stabilizzazione del saldo ha rispecchiato il surplus del conto corrente e del conto capitale, nonché l'aumento degli acquisti esteri di titoli italiani, a fronte di investimenti in titoli stranieri da parte di residenti e della flessione della raccolta bancaria netta sull'estero (fig. 27).

Prosegue il forte miglioramento della posizione netta sull'estero

Grazie all'avanzo del conto corrente e del conto capitale, oltre che al contributo positivo degli aggiustamenti di valutazione, alla fine del quarto trimestre del 2017 la posizione debitoria netta sull'estero dell'Italia è nuovamente diminuita, al 6,7 per cento del PIL, un valore di quasi 18 punti percentuali inferiore rispetto al picco registrato a marzo del 2014.

2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Nel quarto trimestre del 2017 è proseguito l'aumento delle ore lavorate; l'occupazione è lievemente diminuita, presumibilmente per un rinvio al 2018 delle assunzioni a tempo indeterminato per beneficiare degli sgravi contributivi: secondo le indicazioni congiunturali più recenti l'occupazione ha ripreso a salire in febbraio. Le retribuzioni contrattuali hanno mostrato segnali di accelerazione nel corso dell'anno passato.

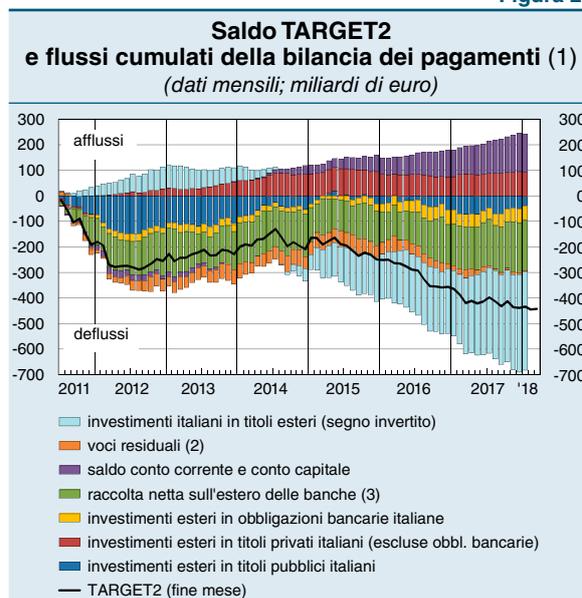
Le ore lavorate continuano a crescere...

Negli ultimi mesi del 2017 è proseguita la crescita delle ore lavorate (0,2 per cento), nonostante una lieve contrazione del numero di occupati (0,3 per cento; fig. 28 e tav. 6), concentrata nell'industria in senso stretto e nei servizi alla persona. Nella media del 2017 le ore sono salite dell'1,2 per cento, gli occupati dell'1,1 per cento.

...così come i dipendenti a termine

Nell'ultimo trimestre dello scorso anno, a fronte del nuovo calo del numero di lavoratori autonomi, è aumentato quello dei dipendenti a termine

Figura 27



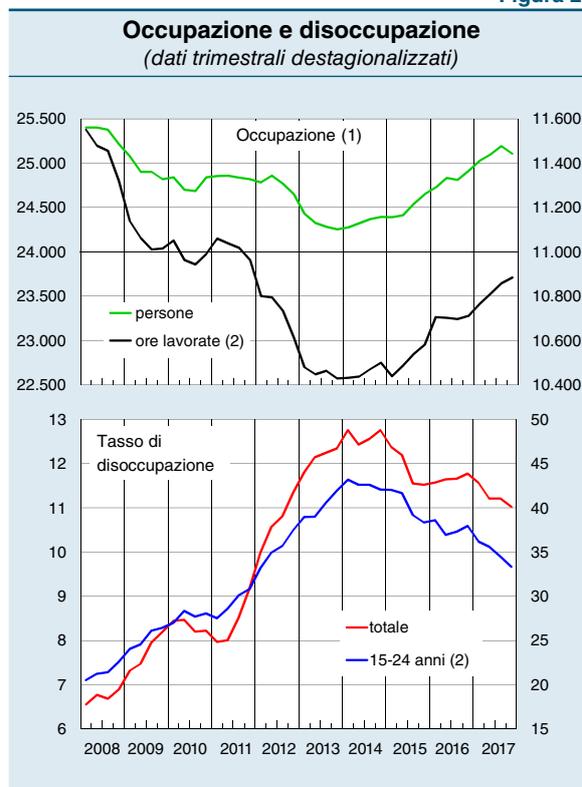
(1) Utilizzando l'identità contabile della bilancia dei pagamenti, un miglioramento del saldo passivo della Banca d'Italia nei confronti della BCE sul sistema dei pagamenti TARGET2 può riflettere investimenti in Italia da parte dei non residenti (maggiori passività), disinvestimenti di attività estere 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).

(del 2 per cento, pari a 56.000 persone in più). È lievemente diminuito il numero di dipendenti a tempo indeterminato (dello 0,2 per cento, pari a 25.000 persone in meno). La riduzione dell'occupazione a tempo indeterminato potrebbe derivare dalla scelta delle imprese di rinviare parte delle assunzioni ai primi mesi di quest'anno, per beneficiare dei nuovi sgravi triennali introdotti dalla legge di bilancio per il 2018, pari al 50 per cento dei contributi per i lavoratori fino a 35 anni di età.

L'occupazione ha ripreso a espandersi in febbraio

Secondo i dati preliminari della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, il numero di occupati è tornato a salire in febbraio, dopo un'ulteriore flessione in gennaio. I dati amministrativi di fonte INPS pubblicati in marzo, che anticipano l'andamento dell'occupazione alle dipendenze (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), indicano un'espansione dell'occupazione all'inizio del 2018 trainata sia dalle posizioni a termine sia da quelle a tempo indeterminato; queste ultime avrebbero ripreso a crescere anche grazie agli sgravi contributivi.

Figura 28



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

Tavola 6

Occupazione e ore lavorate

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

VOCI	Consistenze	Variazioni			
	4° trim. 2017	1° trim. 2017	2° trim. 2017	3° trim. 2017	4° trim. 2017
Totale occupati	25.108	0,4	0,3	0,4	-0,3
di cui: industria in senso stretto	4.207	0,1	0,3	0,6	-0,5
servizi privati (1)	11.069	0,4	0,4	0,6	0,1
Dipendenti	19.089	0,7	0,8	0,5	-0,3
Autonomi	6.020	-0,4	-1,2	0,2	-0,4
Ore lavorate	10.884	0,5	0,4	0,5	0,2
di cui: industria in senso stretto	1.881	0,4	0,9	1,0	0,8
servizi privati (1)	5.021	0,2	0,6	0,7	0,4
Dipendenti	7.574	0,8	0,8	0,6	0,2
Autonomi	3.310	-0,3	-0,4	0,0	0,4

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

Prosegue la diminuzione del tasso di disoccupazione

Nei mesi autunnali il tasso di disoccupazione ha continuato a scendere, attestandosi all'11,0 per cento. Nella media del 2017 è diminuito all'11,3 per cento (dall'11,7 del 2016), rispecchiando un aumento del tasso di occupazione (al 57,9 per cento) superiore a quello del tasso di partecipazione (al 65,4 per cento). Nel corso dell'anno anche il tasso di disoccupazione dei giovani tra i 15 e i 24 anni è costantemente diminuito, raggiungendo nell'ultimo trimestre il 33,6 per cento, 4,4 punti percentuali in meno rispetto a un anno prima (fig. 28). I dati preliminari della *Rilevazione sulle forze di lavoro* segnalano per i primi mesi del 2018 un ulteriore miglioramento del tasso di disoccupazione giovanile; il tasso di disoccupazione totale rimane invece stabile rispetto allo scorcio del 2017.

Accelerano le retribuzioni contrattuali

In autunno le retribuzioni contrattuali orarie del settore privato non agricolo sono aumentate dello 0,8 per cento sul periodo corrispondente, in lieve accelerazione rispetto ai trimestri precedenti. La crescita ha raggiunto in febbraio l'1,0 per cento nel confronto con lo stesso mese del 2017.

2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

Il livello contenuto dell'inflazione al consumo negli ultimi mesi, collocatasi all'1,1 per cento in marzo, riflette anche il rallentamento sui dodici mesi dei prezzi delle componenti più volatili come i beni energetici e gli alimentari freschi, dovuto all'effetto statistico dell'accelerazione di queste voci di spesa nella prima parte del 2017. Le imprese, le famiglie e gli analisti prefigurano un moderato aumento dell'inflazione nei prossimi mesi, che tuttavia resterebbe al di sotto del 2 per cento nell'anno in corso.

L'inflazione al consumo è contenuta, rispecchiando l'andamento delle componenti più volatili

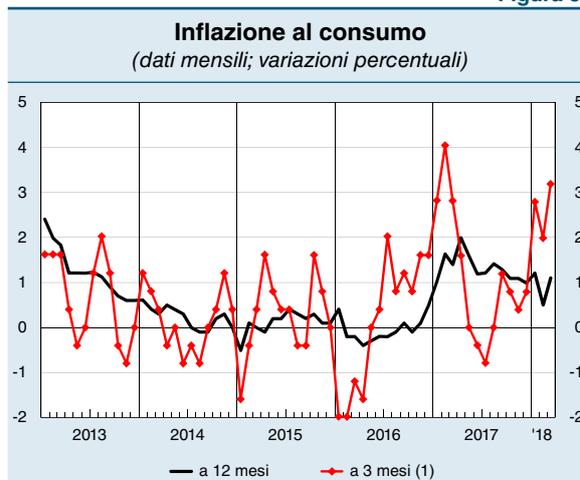
Nei mesi invernali l'inflazione al consumo si è indebolita, nonostante un recupero in marzo, quando si è collocata all'1,1 per cento sui dodici mesi (dato preliminare; fig. 29). Pressioni al ribasso nell'ultimo periodo sono derivate dal rallentamento dei prezzi degli alimentari freschi e dei prodotti energetici, soprattutto nel confronto con l'anno precedente; tali pressioni dovrebbero gradualmente riassorbirsi nei prossimi mesi. L'inflazione sui tre mesi, depurata dai fattori stagionali e in ragione d'anno, è stata più elevata: ha oscillato dall'inizio del 2018 al di sopra del 2 per cento (fig. 30).

Figura 29



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.
(1) IPCA; per marzo 2018 dati preliminari.

Figura 30



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e BCE.
(1) In ragione d'anno e depurata dai fattori stagionali.

**Quella di fondo
resta bassa**

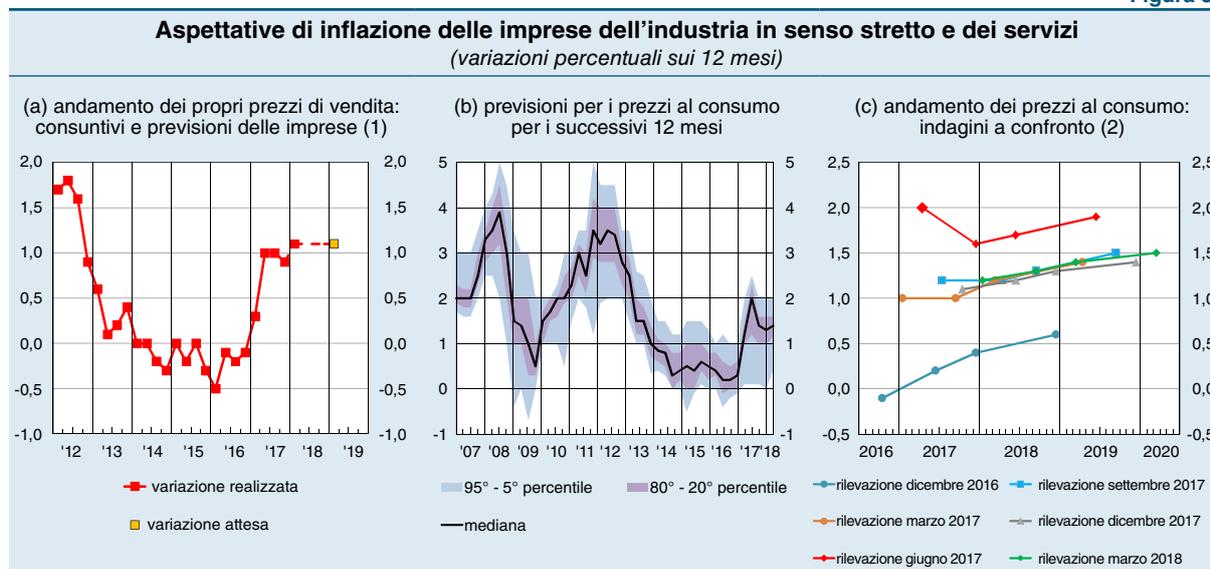
In marzo l'inflazione di fondo è rimasta bassa, allo 0,7 per cento sui dodici mesi (tav. 7) e all'1,4 sui tre mesi (depurata dai fattori stagionali e in ragione d'anno).

Tavola 7

Indicatori di inflazione in Italia (variazioni percentuali sui 12 mesi)								
PERIODO	IPCA (1)			IPC (2)		IPP (3) Indice generale	Deflatore del PIL	
	Indice generale	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale a tassazione costante (4)	Indice generale a 1 mese (5)				
2013	1,2	1,2	1,1	1,2	–	1,1	-1,2	1,2
2014	0,2	0,7	-0,1	0,2	–	0,7	-1,8	1,0
2015	0,1	0,7	0,0	0,0	–	0,5	-3,4	0,9
2016	-0,1	0,5	-0,1	-0,1	–	0,5	-2,2	0,8
2017	1,3	0,8	1,3	1,2	–	0,7	2,6	0,6
2016 – gen.	0,4	0,9	0,4	0,3	-0,2	0,7	-3,0	–
feb.	-0,2	0,5	-0,2	-0,3	-0,2	0,5	-4,1	–
mar.	-0,2	0,8	-0,3	-0,2	0,1	0,7	-3,9	–
apr.	-0,4	0,6	-0,4	-0,5	-0,3	0,5	-4,5	–
mag.	-0,3	0,6	-0,4	-0,3	0,3	0,5	-4,1	–
giu.	-0,2	0,5	-0,3	-0,4	0,1	0,4	-3,4	–
lug.	-0,2	0,5	-0,2	-0,1	0,1	0,6	-1,3	–
ago.	-0,1	0,4	-0,1	-0,1	-0,1	0,5	-1,0	–
set.	0,1	0,4	0,0	0,1	0,2	0,4	-0,7	–
ott.	-0,1	0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,1	-0,7	–
nov.	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1	0,4	-0,3	–
dic.	0,5	0,7	0,5	0,5	0,2	0,6	0,8	–
2017 – gen.	1,0	0,5	1,0	1,0	0,3	0,5	2,9	–
feb.	1,6	0,7	1,5	1,6	0,3	0,6	3,7	–
mar.	1,4	0,6	1,4	1,4	0,0	0,7	3,3	–
apr.	2,0	1,3	1,9	1,9	0,1	1,1	4,3	–
mag.	1,6	0,9	1,6	1,4	-0,1	0,8	3,2	–
giu.	1,2	1,0	1,3	1,2	-0,1	1,0	2,5	–
lug.	1,2	0,9	1,1	1,1	0,0	0,8	0,8	–
ago.	1,4	1,2	1,3	1,2	0,1	0,9	1,6	–
set.	1,3	1,1	1,3	1,1	0,0	0,8	1,6	–
ott.	1,1	0,5	1,1	1,0	0,0	0,4	2,2	–
nov.	1,1	0,4	1,1	0,9	0,1	0,3	2,7	–
dic.	1,0	0,5	0,9	0,9	0,1	0,4	2,2	–
2018 – gen.	1,2	0,7	1,1	0,9	0,3	0,4	1,8	–
feb.	0,5	0,5	0,6	0,5	-0,1	0,5	1,8	–
mar.	(1,1)	(0,7)	....	(0,9)	(0,4)	(0,5)	....	–

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.



(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, 9 aprile 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.

In febbraio i prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno sono cresciuti (all'1,8 per cento sui dodici mesi), in relazione principalmente all'andamento della componente dei beni energetici.

Famiglie e imprese si attendono un moderato aumento dei prezzi...

L'indagine trimestrale condotta in marzo dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* rileva che le aziende hanno rivisto al rialzo i propri listini di vendita dell'1,0 per cento rispetto a un anno prima; prevedono che la crescita dei prezzi praticati nei prossimi dodici mesi sia di poco superiore (1,1 per cento). Le aspettative delle imprese sull'andamento dei prezzi al consumo sono

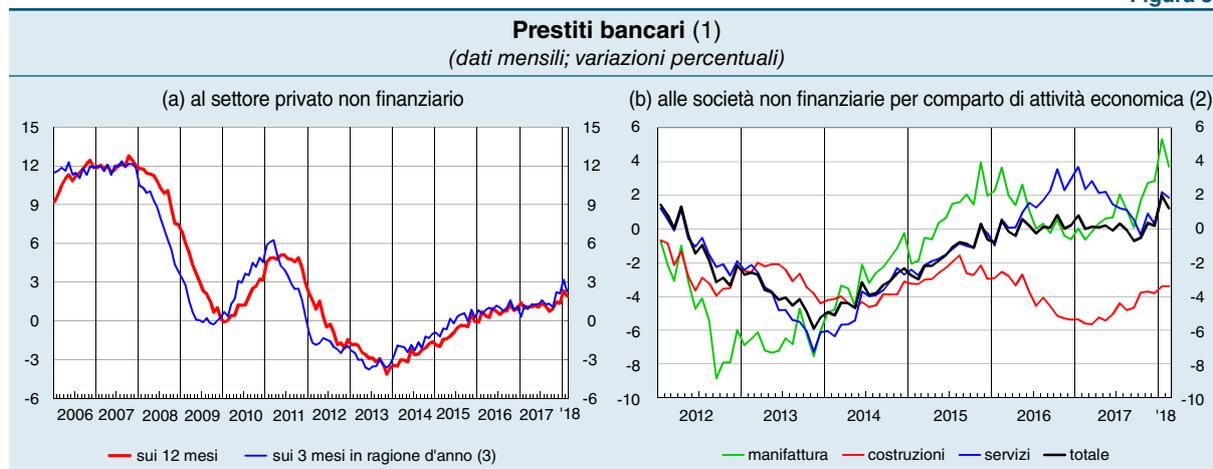
state riviste moderatamente al rialzo rispetto al precedente sondaggio su tutti gli orizzonti temporali (fig. 31); sulla base delle rilevazioni dell'Istat, nella media del primo trimestre del 2018 il saldo tra la quota di imprese manifatturiere che prevede un rialzo dei prezzi di vendita dei propri prodotti e quella che ne anticipa una riduzione è rimasto positivo, seppure in diminuzione; la percentuale di consumatori che si attende prezzi invariati o in calo nei prossimi dodici mesi è lievemente scesa nel confronto con l'ultimo trimestre del 2017 (al 57,3, dal 59,4).

...al pari degli operatori professionali

Secondo gli operatori professionali censiti in marzo da Consensus Economics l'inflazione si collocherebbe all'1,1 per cento nella media del 2018, un livello più contenuto rispetto al complesso dell'area dell'euro (cfr. il par. 1.2).

2.7 LE BANCHE

Nei mesi più recenti i prestiti alle imprese sono cresciuti a un ritmo vivace, riflettendo un aumento della domanda connesso con il consolidarsi del quadro congiunturale e con il rafforzarsi degli investimenti produttivi; vi hanno verosimilmente contribuito anche gli incentivi all'offerta previsti dalle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine. Nell'anno appena trascorso l'incidenza dei prestiti deteriorati per le banche significative si è ridotta di un quinto.



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; fino a dicembre del 2013 le serie per i comparti non sono corrette 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*.

**Il credito
al settore privato
non finanziario
continua
a espandersi...**

Nei tre mesi terminanti in febbraio i prestiti al settore privato non finanziario sono aumentati del 2,3 per cento (correggendo per i fattori stagionali e in ragione d'anno; fig. 32.a), sospinti anche dalla più decisa espansione del credito alle imprese. La dinamica dei finanziamenti alle famiglie è rimasta robusta sia nella componente dei mutui per l'acquisto di abitazioni sia in quella del credito al consumo.

**...anche per effetto
della maggiore
domanda
da parte delle imprese**

L'incremento dei prestiti alle società non finanziarie (1,2 per cento sui dodici mesi terminanti in febbraio, da 0,4 in novembre; 2,1 per cento sul trimestre) ha beneficiato della maggiore domanda connessa con la crescita degli investimenti (cfr. il par. 2.2). Su tale andamento hanno verosimilmente influito anche gli incentivi all'offerta previsti dalle operazioni mirate di rifinanziamento a più

lungo termine, in particolare l'approssimarsi della scadenza del periodo di riferimento, lo scorso gennaio, per il computo del credito concesso a imprese e famiglie, sulla base del quale è definito il costo finale delle operazioni per ciascuna banca partecipante (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate nel marzo 2016*, in *Bollettino economico*, 2, 2016). Il miglioramento ha interessato sia il comparto manifatturiero (3,7 per cento sui dodici mesi; fig. 32.b) sia quello dei servizi (1,9 per cento); è invece proseguita, pur attenuandosi lievemente, la flessione per le imprese di costruzione (-3,4 per cento). La dinamica dei prestiti è stata più accentuata per quelli erogati dalle banche di piccola dimensione e dalle filiali e filiazioni di banche estere (3,0 e 3,4 per cento, rispettivamente, a fronte di 0,5 per le altre banche).

**Aumentano
i depositi dei residenti**

Tra novembre e febbraio la raccolta complessiva delle banche italiane è cresciuta di 15 miliardi (tav. 8), a seguito di un incremento dei depositi dei residenti e della maggiore provvista netta all'ingrosso effettuata mediante le controparti centrali; si sono invece ulteriormente ridotte le obbligazioni.

**Resta favorevole
l'offerta di credito,
la domanda si rafforza**

Le condizioni di offerta continuano a essere favorevoli. Secondo le valutazioni degli intermediari intervistati nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), nel quarto trimestre del 2017 le politiche di offerta sono rimaste pressoché invariate sia per i prestiti alle imprese

Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)

VOCI	Consistenze di fine mese (2)		Variazioni percentuali sui 12 mesi (3)	
	novembre 2017	febbraio 2018	novembre 2017	febbraio 2018
Attività				
Prestiti a residenti in Italia (4)	1.771	1.766	-0,3	-0,4
<i>di cui:</i> a imprese (5)	741	733	0,4	1,2
a famiglie (6)	631	629	2,9	2,8
Attività verso controparti centrali (7)	110	68	24,3	-4,2
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (8)	459	467	-10,0	-7,8
<i>di cui:</i> titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	344	345	-12,7	-12,0
Attività verso l'Eurosistema (9)	136	119	186,9	117,0
Attività sull'estero (10)	361	372	8,2	8,0
Altre attività (11)	1.083	901	-3,3	-3,9
Totale attivo	3.920	3.693	1,2	0,0
Passività				
Depositi di residenti in Italia (4) (12) (13)	1.454	1.480	3,2	4,0
Depositi di non residenti (10)	302	299	0,1	0,3
Passività verso controparti centrali (7)	138	104	-6,9	-25,1
Obbligazioni (13)	285	267	-16,3	-19,0
Passività verso l'Eurosistema (9)	252	251	36,2	25,9
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	110	119	-6,3	0,8
Capitale e riserve	440	441	1,3	-2,7
Altre passività (14)	938	732	0,1	0,4
Totale passivo	3.920	3.693	1,2	0,0

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

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

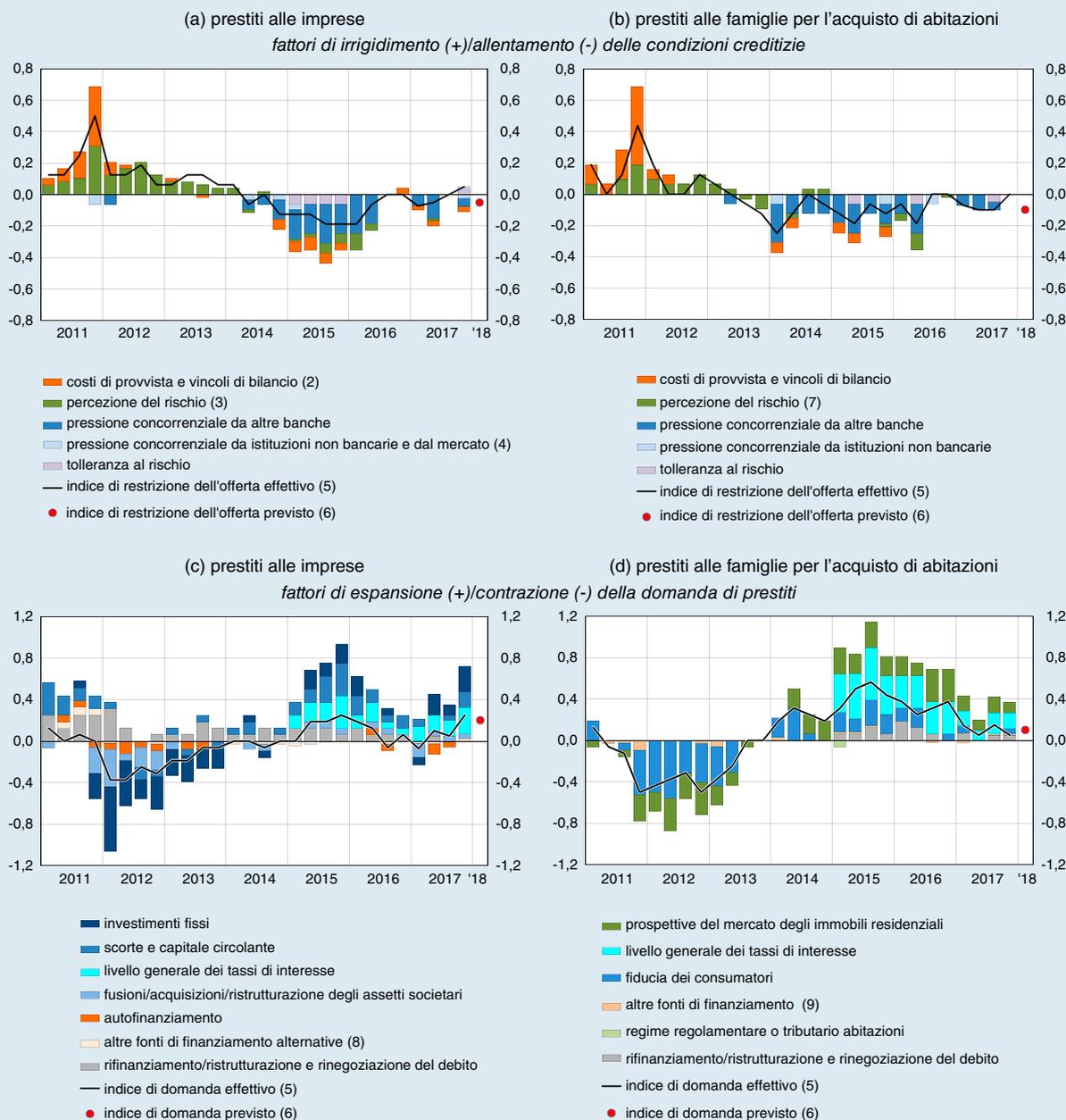
sia per quelli alle famiglie, mentre si è rafforzata la domanda (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*). Sulla base dei dati più recenti rilevati nei sondaggi presso le aziende, condotti in marzo dall'Istat e dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, le condizioni di offerta sono migliorate per le imprese 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 quarto trimestre del 2017 le politiche di offerta sui nuovi finanziamenti sono rimaste pressoché invariate sia per le imprese sia per le famiglie (figura A). I margini applicati alla media dei prestiti hanno continuato a ridursi e gli importi erogati per i finanziamenti alle aziende sono ulteriormente aumentati¹.

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

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



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

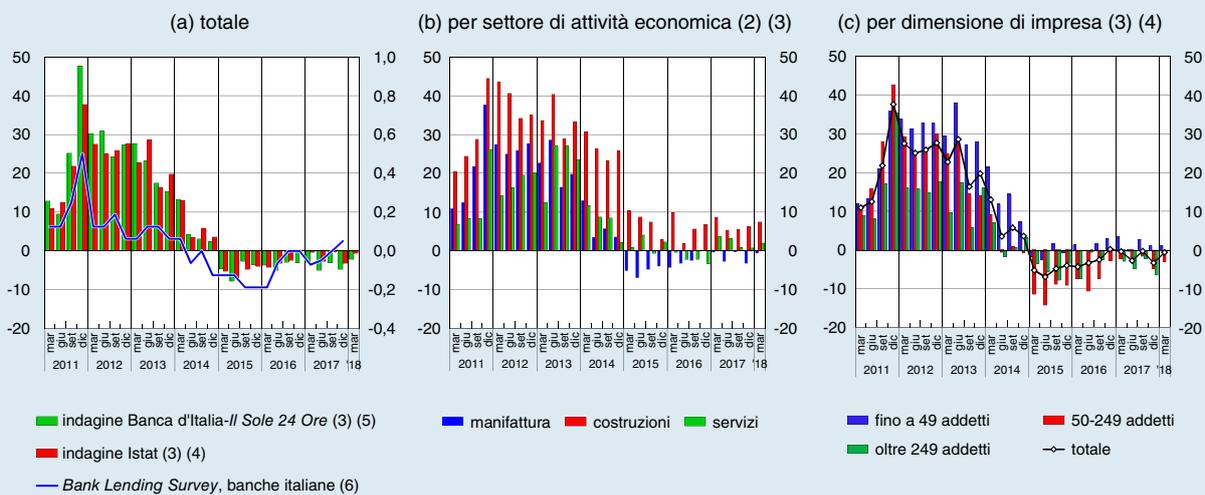
(1) Valori positivi indicano una restrizione dell'offerta o un aumento della domanda rispetto al trimestre precedente. Indici di diffusione costruiti sulla base del seguente schema di ponderazione: per l'offerta, 1=notevole irrigidimento, 0,5=moderato irrigidimento, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderato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

Le banche interpellate hanno segnalato che nel quarto trimestre dello scorso anno si è rafforzata la crescita della domanda di credito da parte delle imprese. Vi hanno contribuito soprattutto il livello ancora molto contenuto dei tassi di interesse e il buon andamento della spesa per investimenti fissi. Il progressivo miglioramento delle prospettive del mercato immobiliare e il basso costo del credito avrebbero continuato a sostenere la domanda di mutui da parte delle famiglie.

All'interno del questionario erano presenti domande specifiche sugli effetti dei nuovi requisiti normativi e di vigilanza concernenti il capitale, la leva finanziaria, la liquidità e gli accantonamenti. In base alle risposte fornite, nei sei mesi terminanti lo scorso dicembre tali misure hanno indotto un incremento di capitale, soprattutto attraverso nuove emissioni azionarie; non hanno avuto un impatto significativo sul totale delle attività, ma sono state accompagnate da una riduzione dell'incidenza dei prestiti più rischiosi, che proseguirebbe anche nel semestre in corso.

Figura B

Condizioni di accesso al credito delle imprese (1)

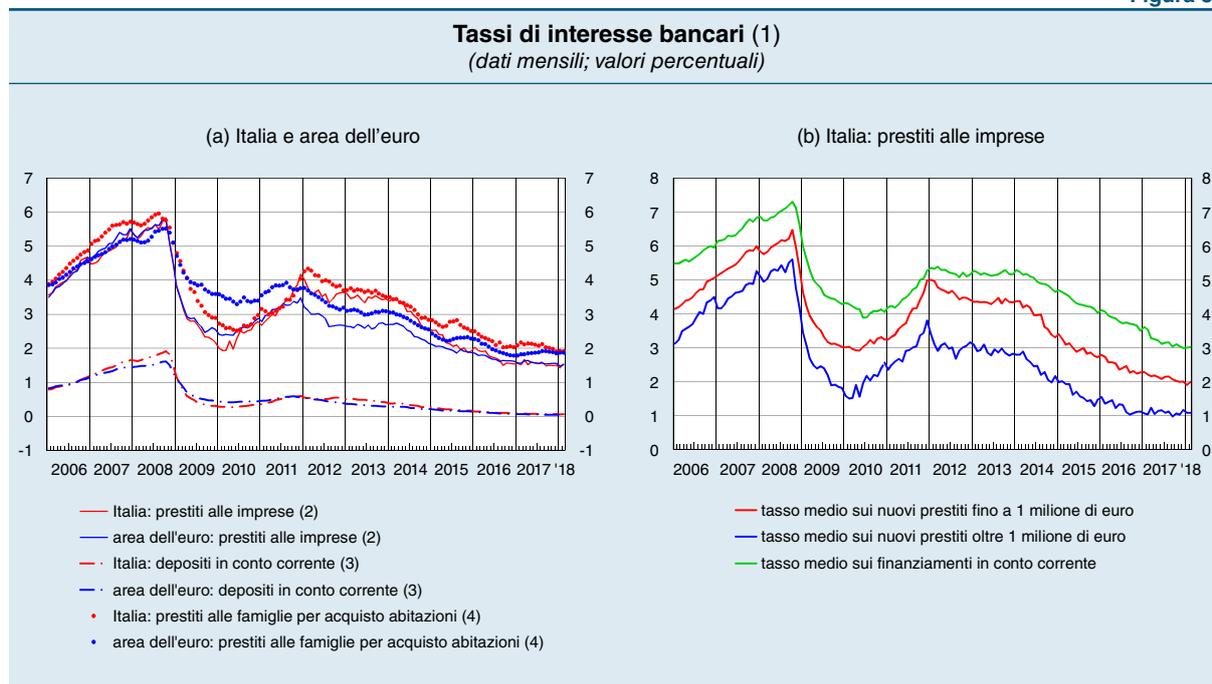


(1) L'indagine Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore è condotta trimestralmente su un campione di imprese medio-grandi (con almeno 50 addetti) appartenenti ai settori dell'industria in senso stretto e dei servizi; le indagini Istat sulla fiducia delle imprese sono condotte su campioni di imprese appartenenti 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.

Sulla base dell'indagine sul clima di fiducia delle imprese condotta dall'Istat e dell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita realizzata dalla Banca d'Italia in collaborazione con Il Sole 24 Ore, nel primo trimestre del 2018 le condizioni di accesso al credito sono migliorate per le aziende manifatturiere di media e grande dimensione, a fronte di un ulteriore peggioramento per quelle operanti nelle costruzioni (figura B).

Si mantiene basso il costo dei nuovi prestiti e se ne riduce la dispersione

Rispetto allo scorso novembre il tasso medio sui nuovi prestiti alle aziende è rimasto sostanzialmente stabile (1,5 per cento in febbraio; fig. 33). Il differenziale tra i tassi sui finanziamenti di importo inferiore al milione di euro e quelli di valore superiore, che fornisce una misura del divario tra l'onere dei prestiti erogati alle piccole imprese e a quelle più grandi, ha registrato un ulteriore lieve



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.

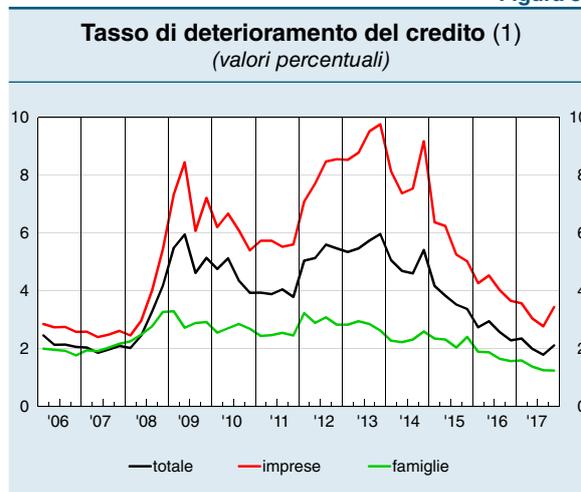
calo, attestandosi a 90 punti base. Il costo dei nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è sceso di circa un decimo di punto percentuale (1,9 per cento), rispecchiando la diminuzione per i contratti a tasso fisso.

Il flusso di nuovi crediti deteriorati rimane sui livelli precedenti la crisi finanziaria

Il flusso dei nuovi crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti è rimasto sui livelli precedenti la crisi finanziaria; nel complesso del 2017 si è ridotto al 2,1 per cento, da 2,6 nel 2016. Nel quarto trimestre, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, per le imprese è lievemente aumentato (al 3,4 per cento; fig. 34), prevalentemente per effetto dell'incremento nel settore delle costruzioni. Per i prestiti concessi alle famiglie il tasso di deterioramento è sceso di un decimo di punto nell'ultimo trimestre (all'1,2 per cento).

L'incidenza dei prestiti deteriorati continua a ridursi

Per il complesso dei gruppi classificati come significativi ai fini di vigilanza, l'incidenza della consistenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti è ulteriormente diminuita nel quarto trimestre dell'anno, sia al lordo sia al



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.

netto delle rettifiche di valore (a 14,5 e 7,3 per cento, rispettivamente, da 15,3 e 7,8 nel terzo trimestre). A tale flessione hanno contribuito sia operazioni di cessione di crediti deteriorati sia l'attività di recupero interno. Il tasso di copertura delle esposizioni deteriorate (ossia il rapporto tra le rettifiche e la consistenza dei prestiti deteriorati) è aumentato al 53,8 per cento (dal 53,3).

La redditività è migliorata

Nel complesso del 2017 il risultato di gestione dei gruppi significativi, al netto delle componenti straordinarie, è cresciuto marcatamente rispetto all'anno precedente (del 22,4 per cento). Il margine di intermediazione è salito dello 0,6 per cento, sospinto dall'aumento delle commissioni (6,6 per cento) che ha più che compensato la flessione del margine di interesse (-1,6 per cento). I costi operativi si sono ridotti (-6,6 per cento), anche per il venir meno dei contributi straordinari al Fondo di risoluzione nazionale e per il calo degli oneri relativi agli incentivi all'esodo del personale; al netto di tali componenti una tantum la diminuzione sarebbe stata del 3,0 per cento. Le rettifiche su crediti sono diminuite del 46,3 per cento; la loro incidenza sul risultato di gestione è scesa all'81,6 per cento (da 204,6 nel 2016).

Il rendimento annualizzato del capitale e delle riserve (ROE) è aumentato all'8,6 per cento (-10,4 nel 2016), anche a seguito dei proventi straordinari connessi con le operazioni di consolidamento realizzate da alcuni gruppi nel primo semestre del 2017 (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2017); escludendo tali proventi il ROE sarebbe stato pari al 4,7 per cento.

I coefficienti patrimoniali sono lievemente aumentati

Nell'ultimo trimestre dell'anno il grado di patrimonializzazione delle banche significative è cresciuto ancora. Alla fine di dicembre il capitale di migliore qualità (*common equity tier 1*, CET1) era pari al 13,3 per cento delle attività ponderate per il rischio (13,2 in settembre; a dicembre del 2016 si collocava al 10,4 per cento).

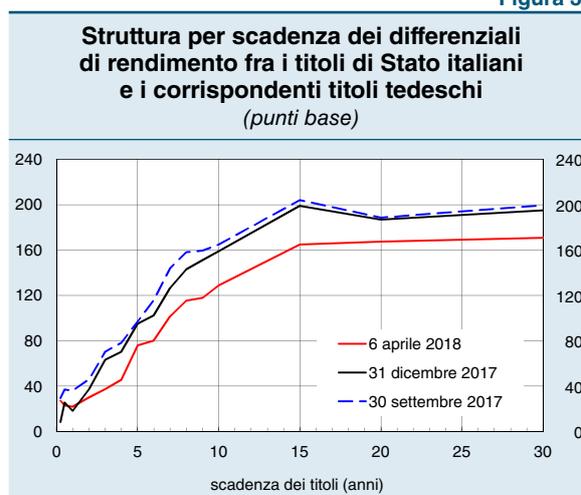
2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

I differenziali di rendimento tra i titoli di Stato italiani e quelli tedeschi si sono ridotti, seguendo una tendenza comune alla maggior parte dei paesi dell'area dell'euro. I corsi azionari, nonostante i cali osservati all'inizio di febbraio in concomitanza con le turbolenze internazionali, sono in aumento, beneficiando del consolidamento del quadro congiunturale e di una revisione al rialzo degli utili attesi delle società quotate; il miglioramento è stato particolarmente accentuato per le banche.

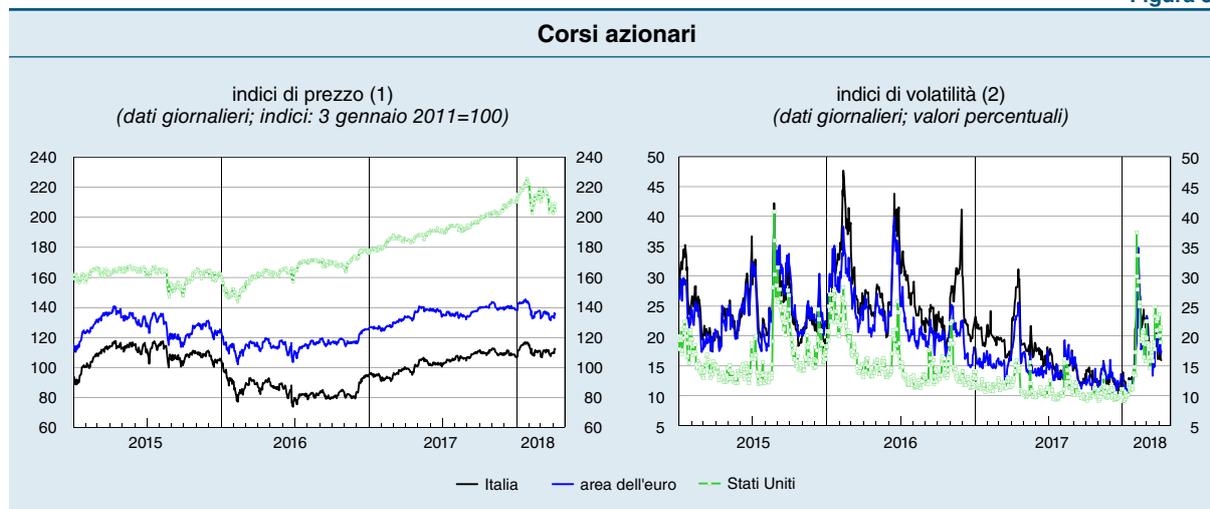
I premi per il rischio sovrano sono diminuiti

Rispetto alla fine del 2017 i rendimenti dei titoli di Stato italiani sono diminuiti di circa 23 punti base; quelli con scadenza decennale si collocavano a metà aprile all'1,79 per cento. Il differenziale di rendimento con il corrispondente titolo tedesco è sceso di 30 punti base, portandosi a 129 (fig. 35). Questa dinamica ha riflesso una tendenza alla riduzione dei premi per il rischio sovrano comune a larga parte dell'area dell'euro, cui ha contribuito il rafforzamento del quadro congiunturale.

Figura 35



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.



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.

Nonostante le tensioni sui mercati internazionali i corsi azionari sono aumentati...

Dopo un andamento molto positivo in gennaio, i corsi azionari hanno risentito in febbraio dei forti incrementi della volatilità osservati sui mercati internazionali. Nel complesso, dalla fine dello scorso anno l'indice generale della borsa italiana è cresciuto del 4,9 per cento, sospinto in prevalenza da revisioni al rialzo degli utili attesi, a fronte di una flessione di quello delle principali società dell'area dell'euro, pari all'1,9 per cento (fig. 36).

...soprattutto nel settore bancario

Dalla fine di dicembre i corsi azionari delle banche sono aumentati in media dell'8,8 per cento. Negli ultimi dodici mesi l'incremento è stato del 18,7 per cento, contro il 13,0 per l'indice generale della borsa italiana e lo 0,2 per le banche europee incluse nell'indice Eurostoxx 300. Nei mesi recenti l'andamento favorevole delle quotazioni può essere in parte spiegato dalle revisioni al rialzo degli utili attesi, cresciuti del 4,0 per cento circa dall'inizio dell'anno sull'orizzonte a dodici mesi. I premi sui credit default swap (CDS) delle banche sono saliti in media di 17 punti base nel primo trimestre, per effetto delle tensioni sul mercato azionario globale e dell'aumento della volatilità.

Le emissioni obbligazionarie nette delle imprese continuano a essere positive

Nel quarto trimestre del 2017 le emissioni nette di obbligazioni da parte delle società non finanziarie italiane sono state particolarmente consistenti. Sono invece proseguiti i rimborsi netti delle banche, per un ammontare di gran lunga superiore rispetto ai primi tre trimestri (cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A10). Nei primi tre mesi del 2018, sulla base di dati preliminari di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, i collocamenti delle banche italiane sarebbero cresciuti (a circa 11 miliardi, da 6 nel periodo precedente) mentre quelli delle imprese risulterebbero diminuiti in misura considerevole (a circa 4 miliardi, da 20 nel periodo precedente).

La raccolta dei fondi comuni è cresciuta

Secondo dati forniti da Assogestioni, nel trimestre autunnale l'afflusso netto di risparmio verso i fondi comuni aperti (di diritto italiano ed estero) è aumentato (19 miliardi, contro 14 nel periodo precedente). Le preferenze dei risparmiatori si sono in larga misura indirizzate verso i comparti flessibile, obbligazionario, bilanciato e azionario; afflussi netti più contenuti si sono registrati nei comparti monetario e speculativo.

2.9 LA FINANZA PUBBLICA

Nel 2017 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è stato pari al 2,3 per cento del PIL, contro il 2,5 del 2016; escludendo gli interventi a sostegno del settore bancario attuati nell'anno, sarebbe diminuito di circa mezzo punto percentuale. Il peso del debito è lievemente sceso al 131,8 per cento; nell'ultimo triennio è rimasto sostanzialmente stabile¹. Nel 2017 l'onere medio del debito si è leggermente ridotto, mentre la vita media residua è aumentata per il terzo anno consecutivo.

Nel 2017 l'indebitamento netto è lievemente diminuito

Lo scorso anno l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche si è portato al 2,3 per cento del PIL, dal 2,5 del 2016 (tav. 9). La riduzione rispecchia il calo della spesa per interessi, passata dal 4,0 al 3,8 per cento del prodotto; l'avanzo primario è rimasto stabile all'1,5 per cento del PIL. Escludendo gli interventi a sostegno del settore bancario attuati nell'anno, il disavanzo sarebbe diminuito di circa mezzo punto percentuale del prodotto, una riduzione sostanzialmente in linea con quanto previsto dal Governo lo scorso autunno (tav. 10).

È proseguito il calo della spesa primaria in rapporto al PIL

Il rapporto tra la spesa primaria delle Amministrazioni pubbliche e il prodotto è diminuito di 0,3 punti percentuali, al 45,1 per cento, riflettendo principalmente la riduzione dell'incidenza delle spese correnti (tav. 11). Tra le uscite in conto capitale, è proseguito il calo degli investimenti fissi lordi (-0,2 punti percentuali del PIL).

La pressione fiscale ha continuato a ridursi

L'incidenza delle entrate delle Amministrazioni pubbliche sul prodotto è ulte-

Tavola 9

Principali indicatori dei conti delle Amministrazioni pubbliche (1) (percentuali del PIL)

VOCI	2014	2015	2016	2017
Indebitamento netto	3,0	2,6	2,5	2,3
Avanzo primario	1,6	1,5	1,5	1,5
Spesa per interessi	4,6	4,1	4,0	3,8
Pressione fiscale	43,3	43,2	42,7	42,5
Fabbisogno	4,1	3,1	2,6	3,4
Fabbisogno netto (2)	4,3	3,4	2,6	3,4
Debito	131,8	131,5	132,0	131,8

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, elaborazioni su dati Istat (comunicato stampa del 4 aprile 2018).

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

Tavola 10

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

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

(1) Variazione del rapporto tra il debito e il PIL rispetto all'anno precedente. – (2) Documento di economia e finanza 2016. – (3) Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2016. – (4) Documento programmatico di bilancio 2017. – (5) Documento di economia e finanza 2017. – (6) Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2017. – (7) Per il PIL, l'indebitamento netto e l'avanzo primario, dati Istat (comunicato stampa del 4 aprile 2018).

¹ Rispetto alle stime iniziali (1,9 e 131,5 per cento del PIL per l'indebitamento netto e per il debito delle Amministrazioni pubbliche, rispettivamente), i dati di consuntivo per il 2017 sono stati rivisti alla fine dello scorso marzo in occasione della notifica all'Eurostat dei dati di finanza pubblica. Le revisioni riflettono principalmente il parere dell'Eurostat, chiesto dall'Istat lo scorso agosto, in merito al trattamento statistico dell'operazione di liquidazione coatta amministrativa di Banca Popolare di Vicenza e di Veneto Banca (cfr. Commissione europea, *Recording of the winding down of Banca Popolare di Vicenza S.p.A. and Veneto Banca S.p.A.*, 31 marzo 2018). Con riferimento al debito, le indicazioni metodologiche fornite dall'Eurostat riguardano in particolare la riclassificazione delle liquidazioni delle due banche venete e/o delle loro passività nel perimetro delle Amministrazioni pubbliche (cfr. *Finanza pubblica: fabbisogno e debito*, Banca d'Italia, Statistiche, 13 aprile 2018).

Tavola 11

Spese ed entrate delle Amministrazioni pubbliche (miliardi di euro e variazioni percentuali)				
VOCI	2016	2017	Variazioni percentuali	
			2016	2017
SPESE				
Spesa per consumi finali	316,5	319,5	1,5	0,9
<i>di cui:</i> redditi da lavoro	163,9	164,0	1,1	0,1
consumi intermedi	92,3	94,8	2,8	2,6
prestazioni sociali in natura	44,7	45,4	1,9	1,7
Prestazioni sociali in denaro	336,4	342,1	1,1	1,7
Interessi passivi	66,4	65,6	-2,3	-1,2
Altre spese	68,2	62,0	4,5	-9,1
Spese correnti	771,9	773,9	1,3	0,3
in % del PIL	45,9	45,1		
Spese correnti al netto degli interessi	705,5	708,3	1,7	0,4
in % del PIL	42,0	41,3		
Investimenti (1)	35,7	33,7	-4,3	-5,6
Contributi agli investimenti	14,2	13,4	-10,9	-5,8
Altre spese in conto capitale	7,6	18,6	-52,5	143,7
Spese in c/capitale	57,5	65,7	-17,0	14,2
Totale spese al netto degli interessi	763,0	774,0	0,0	1,4
in % del PIL	45,4	45,1		
TOTALE SPESE	829,5	839,6	-0,2	1,2
in % del PIL	49,3	48,9		
ENTRATE				
Imposte dirette	248,3	250,5	2,1	0,9
Imposte indirette	243,1	249,9	-2,8	2,8
Contributi sociali	220,6	226,2	0,7	2,5
Produzione vendibile e per uso proprio	37,9	38,2	-0,9	0,7
Altre entrate correnti	31,1	30,3	0,4	-2,7
Entrate correnti	781,0	795,1	-0,1	1,8
in % del PIL	46,5	46,3		
Entrate in c/capitale	6,8	4,8	-0,7	-29,4
<i>di cui:</i> imposte	5,4	2,2	341,9	-58,6
TOTALE ENTRATE	787,8	799,9	-0,1	1,5
in % del PIL	46,9	46,6		
<i>di cui:</i> pressione fiscale	42,7	42,5		
INDEBITAMENTO NETTO	41,6	39,7		
in % del PIL	2,5	2,3		
Saldo primario	24,8	26,0		
in % del PIL	1,5	1,5		
<i>per memoria:</i>				
PIL	1.680,9	1.716,9		2,1

Fonte: elaborazioni su dati Istat (comunicato stampa del 4 aprile 2018).

(1) In questa voce sono contabilizzati con segno negativo i proventi relativi alle vendite di immobili.

riormente scesa di 0,3 punti percentuali, dopo la flessione di quasi un punto registrata nel 2016. La pressione fiscale è lievemente diminuita per il quarto anno consecutivo, portandosi al 42,5 per cento.

Il rapporto tra il debito e il prodotto è sceso in misura contenuta

Nel 2017 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche è stato pari a 3,4 punti percentuali del PIL (tav. 12); di questi, circa un punto è riconducibile agli interventi a sostegno del settore bancario effettuati nell'anno. Il rapporto tra il

Tavola 12

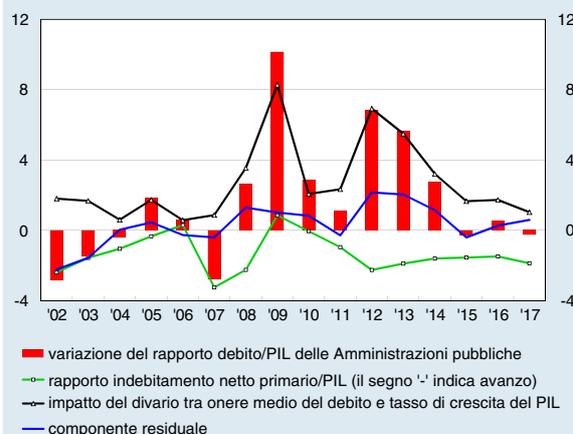
Variazione del debito delle Amministrazioni pubbliche e sue componenti (miliardi di euro)

VOCI	2014	2015	2016	2017
Variazione del debito = (a)+(b)+(c)+(d)	67,1	36,0	46,2	43,5
(a) Fabbisogno complessivo	66,6	50,4	43,2	58,7
<i>di cui:</i> sostegno ai paesi UEM	4,7	-2,1	0,0	0,0
(b) Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro	8,8	-10,7	7,4	-13,8
(c) Scarti e premi di emissione (1)	-8,8	-4,0	-4,5	-1,1
(d) Controvalore in euro di passività in valuta	0,5	0,4	0,0	-0,4

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

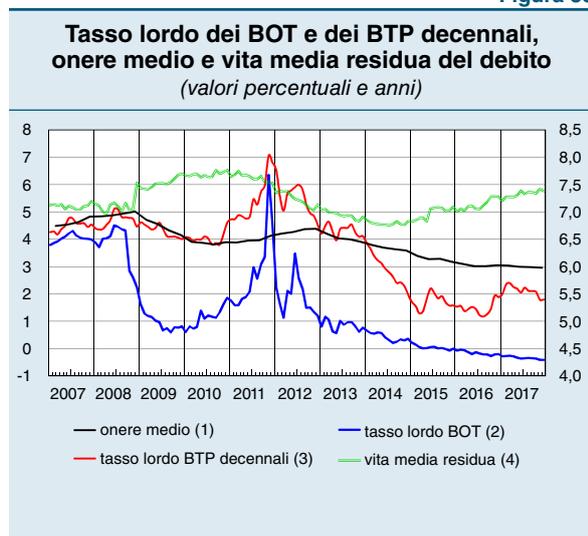
Figura 37

Debito delle Amministrazioni pubbliche: andamento e determinanti delle sue variazioni (dati annuali; in percentuale del PIL)



Fonte: Istat, per il PIL (comunicato stampa del 4 aprile 2018).

Figura 38



Fonte: Istat (comunicato stampa del 4 aprile 2018), per la spesa per interessi. (1) Rapporto tra la spesa per interessi nei 4 trimestri precedenti e la consistenza del debito alla fine del corrispondente trimestre dell'anno precedente. – (2) Rendimento all'emissione calcolato come media ponderata, sulla base delle quantità assegnate, dei tassi composti di aggiudicazione alle aste di emissione regolate nel mese. – (3) Media mensile del rendimento a scadenza del titolo benchmark scambiato sul mercato telematico dei titoli di Stato. – (4) Scala di destra.

Figura 39



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.

debito e il prodotto si è ridotto di due decimi di punto percentuale, collocandosi al 131,8 per cento; al netto della diminuzione delle disponibilità liquide del Tesoro (0,8 punti percentuali del prodotto), il peso del debito sarebbe aumentato di 0,6 punti.

Dopo l'incremento di oltre 30 punti percentuali osservato tra il 2007 e il 2014, nell'ultimo triennio l'incidenza del debito sul prodotto è rimasta sostanzialmente stabile (fig. 37); nello stesso periodo le disponibilità liquide del Tesoro sono scese nel complesso di circa un punto di PIL.

Nel 2017 l'onere medio del debito si è leggermente ridotto, al 3,0 per cento (dal 3,1 del 2016; fig. 38), beneficiando di rendimenti all'emissione che rimangono contenuti. La vita media residua del debito è aumentata per il terzo anno consecutivo, collocandosi a 7,4 anni alla fine dello scorso dicembre (da 7,3 a fine 2016).

Nel primo trimestre di quest'anno il fabbisogno del settore statale è stato pari a 26,7 miliardi (fig. 39), di poco inferiore rispetto al corrispondente periodo del 2017.

DOCUMENTAZIONE STATISTICA

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

INDICE

A1	Conto economico delle risorse e degli impieghi: area dell'euro	45
A2	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia	46
A3	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	47
A4	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	48
A5	Indici armonizzati dei prezzi al consumo: Italia e altri maggiori paesi dell'area dell'euro	49
A6	Produzione industriale e indicatori congiunturali: Italia	50
A7	Forze di lavoro, occupazione e disoccupazione: Italia	51
A8	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	52
A9	Prestiti bancari in Italia per area geografica e settore di attività economica	53
A10	Emissioni nette di obbligazioni: Italia e area dell'euro	54
A11	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche: Italia	55
A12	Debito delle Amministrazioni pubbliche: Italia	56

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

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

Fonte: Eurostat.

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

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

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

Fonte: Istat.

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

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

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

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

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

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

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

PERIODO	Francia		Germania		Italia		Spagna		Area dell'euro (1)	
	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici
2012	2,2	1,5	2,1	1,3	3,3	2,0	2,4	1,3	2,5	1,5
2013	1,0	0,7	1,6	1,2	1,2	1,2	1,5	1,3	1,4	1,1
2014	0,6	1,0	0,8	1,1	0,2	0,7	-0,2	-0,1	0,4	0,8
2015	0,1	0,6	0,1	1,1	0,1	0,7	-0,6	0,3	0,0	0,8
2016	0,3	0,6	0,4	1,1	-0,1	0,5	-0,3	0,7	0,2	0,9
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
2018 – gen.	1,5	1,0	1,4	1,3	1,2	0,7	0,7	1,0	1,3	1,0
feb.	1,3	0,8	1,2	1,4	0,5	0,5	1,2	1,3	1,1	1,0
mar.	(1,7)	....	(1,5)	....	(1,1)	(0,7)	(1,3)	....	(1,4)	(1,0)

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	108,6	109,3	102,4	111,4	114,3	-29,7	-27,4	-27,0	12,1	-1,6
2011	109,0	106,7	106,5	112,0	111,9	-25,1	-14,9	-19,8	9,2	2,3
2012	102,5	102,2	100,3	102,1	109,1	-43,2	-27,5	-36,9	-3,0	3,3
2013	99,4	99,8	95,6	100,8	103,1	-44,4	-18,3	-32,0	4,1	1,5
2014	98,3	99,0	95,5	100,2	97,6	-33,0	-15,1	-19,3	8,8	2,0
2015	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	-21,7	-13,0	-12,7	12,4	3,1
2016	101,4	100,2	102,7	101,9	99,4	-18,5	-15,5	-13,7	10,9	3,7
2017	104,5	102,3	107,7	104,7	101,6	-9,8	-5,4	-3,6	16,7	2,6
2010 – 1° trim.	105,2	108,8	96,7	107,3	115,8	-39,1	-41,1	-38,8	8,1	-3,3
2° trim.	107,2	108,5	100,8	110,6	113,3	-32,7	-29,3	-29,8	11,9	-2,6
3° trim.	109,7	109,9	104,1	110,8	111,1	-25,4	-24,1	-22,5	13,1	-1,1
4° trim.	109,1	107,7	104,6	113,9	116,5	-21,6	-15,0	-17,2	15,4	0,7
2011 – 1° trim.	109,8	107,3	107,5	114,5	114,2	-20,4	-9,2	-14,1	15,0	0,4
2° trim.	110,2	109,1	107,7	113,9	111,8	-20,4	-11,8	-14,6	14,0	1,1
3° trim.	107,9	105,9	107,6	112,1	113,0	-26,3	-16,0	-22,1	7,4	4,3
4° trim.	106,9	104,9	104,6	109,3	109,1	-33,5	-22,7	-28,3	0,3	3,4
2012 – 1° trim.	104,0	102,4	102,2	105,0	112,9	-38,6	-25,5	-32,5	-1,0	3,1
2° trim.	103,1	102,9	100,0	103,4	109,0	-44,4	-27,5	-37,0	-2,6	4,8
3° trim.	102,8	103,1	101,3	101,8	110,7	-44,6	-26,7	-37,8	-4,2	3,9
4° trim.	99,8	100,3	98,9	98,5	103,7	-45,3	-30,1	-40,4	-4,3	1,6
2013 – 1° trim.	99,4	101,0	94,7	99,7	106,0	-46,2	-29,2	-39,2	-1,3	2,8
2° trim.	99,2	98,7	96,8	100,0	103,3	-48,9	-21,6	-38,8	-0,2	2,7
3° trim.	99,0	100,1	95,1	101,6	101,9	-43,0	-11,8	-28,3	7,6	1,0
4° trim.	99,5	99,5	95,5	102,6	101,0	-39,4	-10,7	-21,5	10,3	-0,3
2014 – 1° trim.	99,6	100,3	96,7	102,3	97,1	-36,4	-12,7	-19,9	9,7	-0,9
2° trim.	99,2	99,9	95,6	101,4	100,4	-31,6	-13,6	-17,6	10,3	1,1
3° trim.	97,9	99,3	95,0	100,1	98,0	-33,0	-15,6	-19,6	7,7	4,1
4° trim.	98,1	98,9	97,2	99,3	95,3	-31,0	-18,7	-20,1	7,6	3,6
2015 – 1° trim.	99,2	99,4	98,5	99,5	99,0	-26,6	-15,9	-15,9	10,9	3,3
2° trim.	100,0	99,8	99,9	99,9	101,1	-22,0	-12,4	-12,0	13,0	2,6
3° trim.	99,8	99,1	100,2	99,5	103,2	-20,1	-13,1	-12,1	12,8	3,3
4° trim.	99,6	100,1	99,7	100,6	96,2	-17,9	-10,6	-10,9	13,0	3,2
2016 – 1° trim.	101,3	100,6	103,5	102,0	97,9	-18,8	-15,5	-13,9	10,1	3,7
2° trim.	100,6	99,3	102,0	102,2	95,9	-18,6	-17,3	-13,9	10,4	3,2
3° trim.	101,7	100,4	104,2	102,7	98,7	-19,8	-15,5	-14,5	10,2	3,3
4° trim.	103,4	101,0	105,3	103,5	105,0	-16,6	-13,7	-12,2	12,8	4,8
2017 – 1° trim.	103,6	101,0	105,8	104,1	103,1	-13,6	-7,7	-7,1	15,2	3,3
2° trim.	104,6	102,9	108,1	105,1	100,1	-11,2	-6,2	-4,9	16,0	2,4
3° trim.	106,5	104,0	110,8	107,2	100,9	-9,2	-5,7	-3,3	17,5	2,2
4° trim.	107,3	104,6	111,8	108,1	101,8	-5,0	-1,9	1,1	18,1	2,4
2018 – 1° trim.	....	....	....	....	....	-4,6	-1,9	0,8	17,0	3,7

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) I dati annuali di produzione industriale non sono rettificati per tener conto del numero delle giornate lavorative. – (2) Indici: 2015=100. – (3) Media dei saldi delle risposte all'Indagine sulla fiducia delle imprese manifatturiere.

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

PERIODO	Occupati						Totale	In cerca di occupazione	Forze di lavoro	Tasso di disoccupazione	Tasso di attività 15-64 anni
	Agricoltura	Industria in senso stretto	Costruzioni	Servizi	Centro e Nord	Sud e Isole					
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
2017	871	4.571	1.416	16.165	16.901	6.122	23.023	2.907	25.930	11,2	65,4
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
4° trim.	905	4.635	1.416	16.134	16.958	6.132	23.090	2.914	26.003	11,2	65,7

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
2012	-5.455	16.829	-123	-2.646	-19.516	3.959	1.835	2.124
2013	16.037	36.099	443	-2.433	-18.072	-744	-3.142	2.398
2014	31.102	47.407	-1.017	618	-15.905	2.682	-942	3.624
2015	25.009	51.106	-2.618	-8.184	-15.295	3.901	-1.183	5.085
2016	43.051	57.657	-2.907	5.020	-16.719	-3.111	-1.973	-1.138
2017	47.305	55.663	-3.862	10.224	-14.720	-869	-1.208	339
2017 – 1° trim.	4.971	9.550	-2.719	2.822	-4.682	-281	-262	-20
2° trim.	9.639	14.245	-23	-1.177	-3.406	-738	-276	-462
3° trim.	17.113	15.171	1.747	4.069	-3.875	-284	-248	-36
4° trim.	15.582	16.698	-2.867	4.509	-2.758	434	-422	856
2017 – gen.	-1.012	313	-783	572	-1.114	-48	-57	9
feb.	1.488	2.875	-947	1.088	-1.528	-55	-56	1
mar.	4.496	6.362	-989	1.163	-2.040	-178	-149	-29
apr.	3.045	4.256	-477	312	-1.045	-243	-99	-144
mag.	2.120	4.899	-120	-1.860	-799	-248	-93	-155
giu.	4.474	5.090	574	372	-1.561	-247	-84	-162
lug.	7.833	7.108	769	1.258	-1.302	-81	-81	..
ago.	4.683	3.485	646	1.877	-1.326	-71	-68	-3
set.	4.597	4.578	332	934	-1.247	-131	-99	-33
ott.	5.887	5.542	-634	1.727	-748	301	-79	380
nov.	4.512	5.381	-1.280	1.171	-760	246	-75	321
dic.	5.183	5.775	-953	1.611	-1.250	-113	-268	156
2018 – gen.	(-1.266)	(476)	(-1.194)	(584)	(-1.132)	(-152)	(-120)	(-32)

(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	-2,9	-0,9	-0,4	-2,7	-1,6	1,2	-1,9	-0,4
2016 – giu.	-3,8	0,1	0,0	0,5	-2,5	-1,4	1,9	-4,4	-0,1
set.	-2,9	3,2	-0,1	0,5	-2,6	-1,5	2,1	-3,0	0,3
dic.	-3,8	2,1	0,1	0,7	-2,7	-1,3	2,3	-4,0	0,2
2017 – mar.	-2,2	-1,4	0,1	0,5	-1,9	-0,7	2,8	-2,6	0,3
giu.	1,5	1,7	-0,1	0,3	-1,7	-0,1	2,8	-2,0	1,1
set.	3,9	0,3	-0,6	-0,3	-2,2	0,0	2,9	-1,8	1,1
dic.	-0,4	6,5	0,3	0,6	-1,3	0,7	3,0	-0,5	1,4
2018 – gen.	-0,2	7,1	2,2	2,8	-1,0	0,9	3,0	-4,8	2,4
feb.	-0,1	7,3	1,4	1,9	-1,0	0,9	3,0	-3,2	2,1
Sud e Isole									
2015 – dic.	-4,4	-2,2	0,1	0,4	-0,8	-0,3	1,2	-3,1	0,1
2016 – 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	0,4	0,7	-0,3	0,0	2,9	-3,4	1,2
2017 – mar.	-2,9	5,5	0,4	0,5	0,2	0,6	3,4	-2,0	1,4
giu.	-3,1	2,9	0,3	0,4	0,2	0,9	3,7	-1,9	1,5
set.	-3,4	1,4	0,0	-0,2	0,5	1,0	3,8	0,2	1,4
dic.	-7,6	9,6	0,2	0,1	0,6	1,4	3,8	3,9	1,3
2018 – gen.	-4,5	8,2	0,6	0,5	0,8	1,4	3,8	2,1	1,7
feb.	-4,7	6,5	0,2	0,1	0,6	1,0	3,8	0,6	1,5
Italia									
2015 – dic.	0,0	-2,9	-0,7	-0,3	-2,3	-1,3	1,2	-2,1	-0,3
2016 – giu.	-4,0	0,2	0,1	0,6	-1,9	-0,9	2,1	-4,2	0,0
set.	-2,8	3,2	0,0	0,5	-2,1	-1,0	2,2	-3,0	0,5
dic.	-3,7	2,2	0,1	0,7	-2,2	-1,0	2,5	-3,9	0,4
2017 – mar.	-2,3	-1,2	0,1	0,5	-1,5	-0,4	2,9	-2,6	0,4
giu.	1,1	1,7	0,0	0,3	-1,3	0,2	3,0	-2,0	1,1
set.	3,3	0,4	-0,5	-0,3	-1,6	0,2	3,1	-1,6	1,1
dic.	-1,0	6,6	0,3	0,5	-0,9	0,9	3,2	0,0	1,4
2018 – gen.	-0,5	7,1	1,9	2,5	-0,6	1,1	3,2	-4,1	2,3
feb.	-0,5	7,3	1,2	1,7	-0,7	1,0	3,2	-2,8	2,0

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati dell'ultimo mese sono provvisori. I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, aggiustamenti di valore, aggiustamenti di cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. I tassi di crescita differiscono lievemente da quelli pubblicati nello scorso Bollettino per l'introduzione della correzione relativa agli aggiustamenti di cambio. – (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				
2016	-66,9	0,6	-2,1	-68,5
2017	-64,9	15,0	21,1	-28,8
2016 – 1° trim.	-34,2	-5,2	-8,6	-47,9
2° trim.	-4,1	0,9	4,0	0,7
3° trim.	-12,3	2,5	2,5	-7,3
4° trim.	-16,3	2,4	0,0	-14,0
2017 – 1° trim.	-13,8	0,6	4,6	-8,5
2° trim.	-12,5	-5,1	2,7	-14,9
3° trim.	-15,2	1,9	3,4	-9,8
4° trim.	-23,5	17,6	10,4	4,4
Area dell'euro				
2016	-146,3	-39,7	88,6	-97,4
2017	-51,2	24,9	66,9	40,6
2016 – 1° trim.	-32,7	-124,8	1,3	-156,2
2° trim.	-4,5	-29,1	31,4	-2,2
3° trim.	-55,0	68,9	27,9	41,8
4° trim.	-54,1	45,3	28,0	19,3
2017 – 1° trim.	5,7	-3,7	13,9	15,9
2° trim.	4,9	42,3	18,0	65,3
3° trim.	-36,4	-15,4	20,4	-31,4
4° trim.	-25,5	1,7	14,6	-9,2

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

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

Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche: Italia (1)
 (miliardi di euro)

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Altre passività	Transazioni in strumenti di debito	Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro (2)		Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	
		<i>di cui:</i> raccolta postale							<i>di cui:</i> impieghi della liquidità		<i>di cui:</i> connesso con sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)
2012	7,0	-1,3	20,4	24,1	1,3	23,8	76,6	-10,1	0,0	66,5	29,5
2013	-1,8	-2,2	-11,0	91,7	-3,6	4,9	80,3	-3,2	-10,0	77,0	13,0
2014	14,7	-1,1	-16,0	82,1	-4,3	-1,2	75,3	-8,8	-28,0	66,6	4,7
2015	5,1	-1,5	-9,5	43,5	1,7	-1,0	39,8	10,7	8,0	50,4	-2,1
2016	-4,9	0,1	-8,0	62,7	1,1	-0,3	50,6	-7,4	-3,0	43,2	0,0
2017	0,0	-1,9	-0,5	41,1	3,7	0,6	45,0	13,8	10,5	58,7	0,0
2016 – gen.	1,6	0,6	4,5	17,1	-0,2	-0,6	22,4	-27,8	-22,1	-5,4	0,0
feb.	-2,6	-1,0	-1,1	25,0	0,9	-0,3	21,9	-11,2	-0,5	10,8	0,0
mar.	-0,7	0,2	0,2	16,3	1,3	0,4	17,5	4,7	-2,1	22,2	0,0
apr.	-2,0	-0,3	0,2	4,9	-0,1	-0,5	2,5	5,2	3,3	7,7	0,0
mag.	0,0	0,1	-0,1	9,5	0,8	-0,1	10,0	-8,0	4,8	2,1	0,0
giu.	-2,4	0,4	-0,8	14,3	-2,9	0,5	8,7	-19,8	-9,5	-11,0	0,0
lug.	0,7	-0,6	-0,6	3,3	1,0	-0,4	3,9	-8,5	9,5	-4,6	0,0
ago.	-0,5	0,2	-0,3	-29,2	-0,5	-0,5	-31,0	36,4	0,6	5,4	0,0
set.	-1,1	-0,1	-0,7	-8,3	0,5	0,5	-9,1	25,3	13,9	16,2	0,0
ott.	1,1	0,0	-1,4	12,6	-1,4	-0,4	10,3	-8,4	-3,5	1,9	0,0
nov.	-2,0	-0,2	-0,6	7,9	1,2	0,3	6,7	1,6	2,5	8,3	0,0
dic.	3,1	0,9	-7,2	-10,6	0,6	0,8	-13,3	3,0	0,1	-10,3	0,0
2017 – gen.	2,3	-1,4	7,3	24,1	-1,3	-0,1	32,3	-34,3	-2,9	-2,1	0,0
feb.	-1,9	0,5	0,2	-10,9	1,1	-0,2	-11,7	20,7	-0,1	9,0	0,0
mar.	2,4	0,2	-0,2	18,5	0,8	0,0	21,6	2,2	-0,2	23,7	0,0
apr.	1,1	0,0	0,5	7,5	0,1	0,1	9,4	-3,9	0,8	5,5	0,0
mag.	1,3	0,5	0,7	5,9	-0,3	0,0	7,6	-0,5	5,0	7,1	0,0
giu.	3,5	-1,0	0,2	-0,3	5,4	0,6	9,6	6,3	-5,8	15,9	0,0
lug.	-0,1	0,1	0,3	21,1	-1,9	0,2	19,6	-32,9	0,3	-13,3	0,0
ago.	1,9	0,0	-0,1	-23,4	0,0	-0,1	-21,7	22,2	-0,2	0,5	0,0
set.	2,1	-0,4	-0,8	3,3	0,8	-0,2	5,2	11,3	0,0	16,5	0,0
ott.	-0,9	0,4	-0,9	9,5	-1,7	-0,7	5,3	-1,3	0,8	4,0	0,0
nov.	-0,4	-0,5	-1,0	-13,4	0,6	-0,1	-14,3	20,2	17,4	5,9	0,0
dic.	-11,4	-0,1	-6,8	-0,8	0,0	1,2	-17,7	3,8	-4,6	-13,9	0,0
2018 – gen.	7,0	0,4	6,3	12,7	-2,4	0,0	23,7	-25,2	-9,1	-1,5	0,0
feb.	-1,5	-0,3	0,0	1,6	-0,1	-0,3	-0,5	6,2	16,0	5,7	0,0

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

(2) Depositi del Tesoro presso la Banca d'Italia e operazioni di liquidità presso il sistema bancario. – (3) Include i prestiti in favore di paesi dalla UEM erogati sia bilateralmente sia attraverso lo European Financial Stability Facility (EFSF), e il contributo al capitale dello European Stability Mechanism (ESM).

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

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Altre passività	Debito delle Amministrazioni pubbliche	Per memoria:				
	<i>di cui:</i> raccolta postale							disponibilità liquide del Tesoro (2)	depositi presso IFM residenti al netto delle operazioni di liquidità	sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)		
2012	160,3	20,8	151,6	1.502,6	134,4	41,3	26,9	1.990,1	34,4	0,0	27,2	42,7
2013	158,5	18,6	140,6	1.593,9	131,1	46,2	34,1	2.070,3	37,6	10,0	24,7	55,6
2014	173,2	17,5	124,5	1.667,7	126,8	45,0	36,0	2.137,3	46,4	38,0	25,7	60,3
2015	178,3	16,0	115,0	1.707,2	128,9	44,0	33,9	2.173,4	35,7	30,0	26,9	58,2
2016	173,4	16,2	107,0	1.765,3	130,1	43,7	33,9	2.219,5	43,1	33,0	29,9	58,2
2017	173,3	14,3	106,6	1.805,0	133,8	44,4	33,9	2.263,1	29,3	22,5	32,2	58,2
2016 – gen.	179,8	16,7	119,6	1.724,0	128,8	43,4	33,9	2.195,6	63,5	52,1	26,5	58,2
feb.	177,3	15,7	118,5	1.748,6	129,6	43,1	33,9	2.217,1	74,7	52,6	27,6	58,2
mar.	176,6	15,9	118,7	1.762,0	130,9	43,5	33,9	2.231,7	70,0	54,6	27,4	58,2
apr.	174,5	15,6	118,9	1.766,4	130,9	43,0	33,9	2.233,7	64,7	51,4	27,9	58,2
mag.	174,5	15,6	118,7	1.776,7	131,6	43,0	33,9	2.244,6	72,7	46,6	29,9	58,2
giu.	172,2	16,1	117,9	1.790,2	128,7	43,5	33,9	2.252,5	92,5	56,1	29,0	58,2
lug.	172,9	15,5	117,3	1.793,7	129,7	43,1	33,9	2.256,7	101,0	46,6	31,0	58,2
ago.	172,4	15,6	117,0	1.764,6	129,2	42,5	33,9	2.225,8	64,6	46,0	32,1	58,2
set.	171,2	15,5	116,3	1.754,4	129,7	43,0	33,9	2.214,7	39,3	32,1	31,2	58,2
ott.	172,3	15,5	114,9	1.766,8	128,3	42,6	33,9	2.224,8	47,7	35,6	31,7	58,2
nov.	170,3	15,2	114,2	1.774,8	129,5	42,9	33,9	2.231,6	46,1	33,1	33,5	58,2
dic.	173,4	16,2	107,0	1.765,3	130,1	43,7	33,9	2.219,5	43,1	33,0	29,9	58,2
2017 – gen.	175,7	14,8	114,3	1.789,1	128,7	43,6	33,9	2.251,5	77,4	35,9	29,9	58,2
feb.	173,8	15,2	114,5	1.779,2	129,9	43,4	33,9	2.240,7	56,8	36,0	31,4	58,2
mar.	176,3	15,5	114,3	1.796,6	130,7	43,3	33,9	2.261,2	54,6	36,2	32,6	58,2
apr.	177,4	15,5	114,8	1.805,1	130,8	43,5	33,9	2.271,6	58,5	35,4	33,9	58,2
mag.	178,6	16,0	115,5	1.811,7	130,6	43,5	33,9	2.279,8	58,9	30,3	35,3	58,2
giu.	182,2	15,0	115,7	1.811,5	136,0	44,1	33,9	2.289,5	52,6	36,2	35,3	58,2
lug.	182,1	15,1	116,0	1.831,6	134,1	44,3	33,9	2.308,0	85,6	35,9	37,0	58,2
ago.	184,0	15,1	115,9	1.808,6	134,1	44,1	33,9	2.286,7	63,4	36,1	36,7	58,2
set.	186,1	14,6	115,2	1.811,2	134,9	43,9	33,9	2.291,2	52,1	36,1	35,2	58,2
ott.	185,2	15,0	114,3	1.820,3	133,2	43,2	33,9	2.296,1	53,3	35,3	34,7	58,2
nov.	184,8	14,5	113,3	1.806,4	133,8	43,1	33,9	2.281,4	33,1	17,9	35,3	58,2
dic.	173,3	14,3	106,6	1.805,0	133,8	44,4	33,9	2.263,1	29,3	22,5	32,2	58,2
2018 – gen.	180,4	14,7	112,9	1.817,5	131,4	44,4	33,9	2.286,6	54,5	31,6	33,5	58,2
feb.	178,8	14,4	112,8	1.819,5	131,3	44,0	33,9	2.286,5	48,3	15,6	34,4	58,2

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

