



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Bollettino Economico

gennaio 2019

1 | 2019



**BANCA D'ITALIA**  
EUROSISTEMA

# **Bollettino Economico**

**Numero 1 / 2019**  
**Gennaio**

---

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

**Relazione annuale**

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

**Rapporto sulla stabilità finanziaria**

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

**Economie regionali**

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

**Temi di discussione (Working Papers)**

Collana di studi economici, empirici e teorici

**Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)**

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

**Newsletter sulla ricerca economica**

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

**Quaderni di storia economica**

Collana di analisi storica dell'economia italiana

---

Queste pubblicazioni sono disponibili su internet all'indirizzo: [www.bancaditalia.it/pubblicazioni](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni)  
Copie a stampa possono essere richieste alla casella della Biblioteca Paolo Baffi: [richieste.pubblicazioni@bancaditalia.it](mailto:richieste.pubblicazioni@bancaditalia.it)

---

**© Banca d'Italia, 2019**

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**

Eliana Viviano e Giuseppe Ferrero (coordinamento), Marco Bernardini, Margherita Bottero, Giulia Bovini,

Enrica Di Stefano, Elisa Guglielminetti, Santiago Pereda Fernandez, Lisa Rodano, Enrico Tosti

Daniela Falcone, Fabrizio Martello e Silvia Mussolin (aspetti editoriali), Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Valentina Aprigliano, Ginette Eramo, Alessandro Ferrari, Lisa Rodano, 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 all'11 gennaio 2019, salvo diversa indicazione

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

# INDICE

SINTESI	5
<b>1</b> L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
1.1 Il ciclo internazionale	7
1.2 L'area dell'euro	9
1.3 I mercati finanziari internazionali	13
<b>2</b> L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	16
2.2 Le imprese	18
2.3 Le famiglie	21
2.4 La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	22
2.5 Il mercato del lavoro	25
2.6 La dinamica dei prezzi	26
2.7 Le banche	29
2.8 Il mercato finanziario	35
2.9 La finanza pubblica	37
2.10 Le prospettive	40
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	49

---

## INDICE DEI RIQUADRI

Le misure di politica monetaria adottate nel dicembre 2018	12
L'attività economica nel quarto trimestre del 2018	17
Gli investimenti delle imprese italiane nell' <i>Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita</i>	19
L'offerta e la domanda di credito	31
Le ipotesi sottostanti allo scenario macroeconomico	41
Effetti sulle proiezioni di variazioni delle ipotesi	42

---

---

## **AVVERTENZE**

---

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

Segni convenzionali:

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

## SINTESI

### **Sono peggiorate le prospettive del commercio mondiale**

*Negli ultimi mesi è proseguita la crescita dell'economia mondiale, ma si sono manifestati segnali di deterioramento ciclico in molte economie avanzate ed emergenti; continuano a peggiorare le prospettive del commercio mondiale, dopo il rallentamento nella prima parte dello scorso anno. Le incertezze sul quadro congiunturale hanno avuto ripercussioni sui mercati finanziari internazionali, con una flessione dei rendimenti a lungo termine e la caduta dei corsi azionari. Sulle prospettive globali gravano i rischi relativi a un esito negativo del negoziato commerciale tra gli Stati Uniti e la Cina, al possibile riacutizzarsi delle tensioni finanziarie nei paesi emergenti e alle modalità con le quali avrà luogo la Brexit.*

### **Il Consiglio direttivo della BCE ha ribadito che manterrà elevato lo stimolo monetario**

*Nell'area dell'euro la crescita si è indebolita; in novembre la produzione industriale è diminuita significativamente in Germania, in Francia e in Italia. L'inflazione, pur restando su valori ampiamente positivi, è scesa per effetto del rallentamento dei prezzi dei beni energetici. Il Consiglio direttivo della BCE ha ribadito l'intenzione di mantenere un significativo stimolo monetario per un periodo prolungato.*

### **In Italia prosegue la debolezza dell'attività produttiva**

*In Italia, dopo che la crescita si era interrotta nel terzo trimestre, gli indicatori congiunturali disponibili suggeriscono che l'attività potrebbe essere ancora diminuita nel quarto. All'indebolimento dei mesi estivi ha contribuito la riduzione della domanda interna, in particolare degli investimenti e, in misura minore, della spesa delle famiglie. Secondo il consueto sondaggio congiunturale condotto dalla Banca d'Italia in collaborazione con Il Sole 24 Ore, nel 2019 i piani di investimento delle imprese dell'industria e dei servizi sarebbero più conte-*

*nuti a seguito sia dell'incertezza politica ed economica sia delle tensioni commerciali.*

### **Resta ampio l'attivo di parte corrente**

*L'andamento delle esportazioni italiane è risultato ancora favorevole nella seconda metà dell'anno; il rallentamento del commercio globale ha però influenzato le valutazioni prospettive delle imprese sugli ordinativi esteri. Resta ampiamente positivo il saldo di conto corrente; continua a migliorare la posizione debitoria netta sull'estero del Paese, che si è ridotta alla fine di settembre a poco più del 3 per cento del PIL.*

### **Aumentano le ore lavorate ma non l'occupazione; prosegue la crescita moderata dei salari**

*Nel trimestre estivo sono aumentate le ore lavorate mentre il numero di occupati è lievemente diminuito; secondo i primi dati disponibili, in autunno l'occupazione sarebbe rimasta sostanzialmente stazionaria. È proseguito l'incremento delle retribuzioni contrattuali in tutti i comparti.*

### **L'inflazione è scesa e la componente di fondo è rimasta debole**

*L'inflazione complessiva si è ridotta in dicembre all'1,2 per cento, soprattutto per effetto del rallentamento dei prezzi dei beni energetici; la dinamica della componente di fondo si è mantenuta debole (0,5 per cento). Sono state riviste lievemente al ribasso le aspettative delle imprese sull'andamento dei prezzi.*

### **Vi sono stati sviluppi favorevoli sul mercato dei titoli di Stato...**

*I premi per il rischio sui titoli sovrani sono scesi, per effetto dell'accordo tra il Governo italiano e la Commissione europea sui programmi di bilancio; il differenziale tra i rendimenti dei titoli di Stato italiani e di quelli tedeschi a metà gennaio era di circa 260 punti base, 65 in meno rispetto ai massimi di novembre. Le condizioni complessive*

dei mercati finanziari restano tuttavia più tese di quelle osservate prima dell'estate.

**...e sui CDS delle banche**

*I corsi azionari delle aziende di credito sono diminuiti in media del 14 per cento dalla fine di settembre, riflettendo, come nel complesso dell'area dell'euro, un peggioramento delle prospettive di crescita. Dalla fine dello scorso anno i premi per il rischio sui titoli obbligazionari del settore bancario si sono tuttavia ridotti per l'allentamento delle tensioni sui titoli sovrani. A metà gennaio i premi sui CDS delle principali banche erano di 40 punti base inferiori rispetto alla metà di novembre.*

**Le condizioni del credito rimangono ancora distese; si riducono i prestiti deteriorati**

*Le condizioni di offerta del credito rimangono nel complesso distese; i tassi di interesse sui prestiti sono solo lievemente più elevati che in maggio, prima del manifestarsi delle tensioni sul mercato dei titoli di Stato. In prospettiva, però, il persistere dell'elevato livello dei rendimenti sovrani e del costo della raccolta bancaria continuerebbe a spingere al rialzo il costo del credito. Negli ultimi sondaggi le imprese indicano condizioni di accesso al credito meno favorevoli.*

*La riduzione dell'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti è proseguita, raggiungendo il 4,5 per cento nel terzo trimestre al netto delle rettifiche, 1,8 punti in meno rispetto a un anno prima. Anche il flusso dei nuovi crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti resta contenuto (1,7 per cento, nel trimestre, correggendo per fattori stagionali e in ragione d'anno).*

**La manovra di bilancio amplia il disavanzo**

*La manovra di bilancio accresce il disavanzo degli anni 2019-2021 rispetto al suo valore tendenziale; secondo le valutazioni ufficiali l'indebitamento netto si collocherebbe al 2,0 per cento del PIL nell'anno in corso, interrompendo il calo in atto dal 2014. In considerazione delle modifiche apportate alla manovra, che nella versione inizialmente presentata era coerente con un obiettivo di disavanzo per il 2019 pari al 2,4 per cento del PIL, la Commissione europea ha deciso di non avviare nella fase attuale*

*una Procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti dell'Italia.*

**Le proiezioni indicano un rallentamento della crescita nell'anno in corso**

*In questo Bollettino si presentano le proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana nel triennio 2019-2021. Le proiezioni aggiornano quelle prodotte nell'ambito dell'esercizio previsivo dell'Eurosistema, che utilizzavano i dati diffusi fino al 27 novembre.*

*La proiezione centrale della crescita del PIL è pari allo 0,6 per cento quest'anno, 0,4 punti in meno rispetto a quanto valutato in precedenza. Alla revisione concorrono: dati più sfavorevoli sull'attività economica osservati nell'ultima parte del 2018, che hanno ridotto la crescita già acquisita per la media di quest'anno di 0,2 punti; il ridimensionamento dei piani di investimento delle imprese che risulta dagli ultimi sondaggi; le prospettive di rallentamento del commercio mondiale. Sono invece moderatamente positivi gli effetti sulla crescita dell'accordo raggiunto dal Governo con la Commissione europea: l'impatto favorevole della diminuzione dei tassi di interesse a lungo termine compensa ampiamente quello degli interventi correttivi apportati alla manovra. Le proiezioni centrali della crescita nel 2020 e nel 2021 sono dello 0,9 e dell'1,0 per cento, rispettivamente. La dispersione della distribuzione di probabilità attorno a questi valori centrali è particolarmente ampia.*

*L'inflazione aumenterebbe gradualmente, dall'1,0 per cento quest'anno all'1,5 nella media del biennio successivo, a seguito dell'incremento delle retribuzioni private e del graduale allineamento delle aspettative di inflazione.*

**I rischi per la crescita sono al ribasso**

*Oltre ai fattori globali di incertezza già ricordati, i rischi al ribasso per la crescita sono legati all'eventualità di un nuovo rialzo dei rendimenti sovrani, a un più rapido deterioramento delle condizioni di finanziamento del settore privato e a un ulteriore rallentamento della propensione a investire delle imprese. Un più accentuato rientro delle tensioni sui rendimenti dei titoli di Stato potrebbe invece favorire ritmi di crescita più elevati.*

# 1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

## 1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

L'economia globale ha continuato a crescere, ma si indeboliscono le prospettive per il commercio mondiale. Sull'espansione dell'attività economica internazionale gravano numerosi fattori di rischio: le ripercussioni di un esito negativo del negoziato commerciale tra Stati Uniti e Cina, il riacutizzarsi delle tensioni finanziarie nei paesi emergenti, le modalità con le quali si concluderà il processo di uscita del Regno Unito dall'Unione europea (Brexit).

**Emergono segnali di deterioramento ciclico** Nel terzo trimestre del 2018 nelle principali economie avanzate l'attività economica ha avuto andamenti differenziati (tav. 1). Secondo gli indicatori più recenti, nella parte finale dell'anno il tasso di crescita sarebbe rimasto robusto negli Stati Uniti e sarebbe tornato positivo in Giappone, dopo la marcata contrazione del prodotto registrata nel terzo trimestre per le calamità naturali che hanno colpito questo paese. Nel Regno Unito l'espansione si sarebbe mantenuta in linea con quella media del primo semestre. In prospettiva, gli indici ricavati dai sondaggi presso i responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI) segnalano un deterioramento delle condizioni cicliche, soprattutto nell'area dell'euro e negli Stati Uniti; rimane elevata l'incertezza connessa con l'esito dei negoziati per la Brexit (fig. 1).

Tra le principali economie emergenti, in Cina il rallentamento dell'attività economica, in atto dall'inizio del 2018, sarebbe proseguito anche negli ultimi mesi, nonostante le misure di stimolo fiscale introdotte dal governo. L'espansione ciclica è invece rimasta sostenuta in India, sebbene su tassi più contenuti rispetto

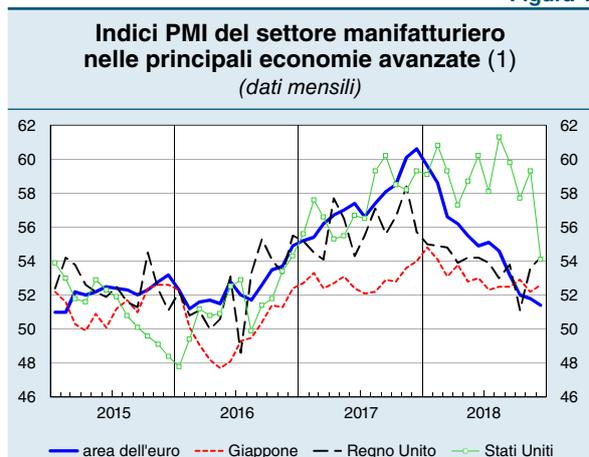
Tavola 1

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

Fonte: Thomson Reuters Datastream; OCSE, *OECD Economic Outlook*, novembre 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) Dato di novembre 2018. – (4) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente. – (5) Elaborazioni su dati di contabilità nazionale e doganali. Dati trimestrali destagionalizzati, variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno.

Figura 1



Fonte: Markit, ISM e Thomson Reuters Datastream.

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

alla prima parte dell'anno; in Brasile il quadro macroeconomico resta fragile.

**Si indeboliscono le prospettive per il commercio mondiale**

Nei mesi estivi il commercio mondiale ha rallentato lievemente; in prospettiva gli indicatori PMI sugli ordinativi esteri prefigurano un indebolimento più accentuato nello scorcio dell'anno.

L'inflazione al consumo è diminuita negli Stati Uniti e nel Regno Unito (fig. 2); ha oscillato intorno all'1 per cento in Giappone, sebbene la componente di fondo si mantenga prossima allo zero.

**Le previsioni sono state riviste al ribasso...**

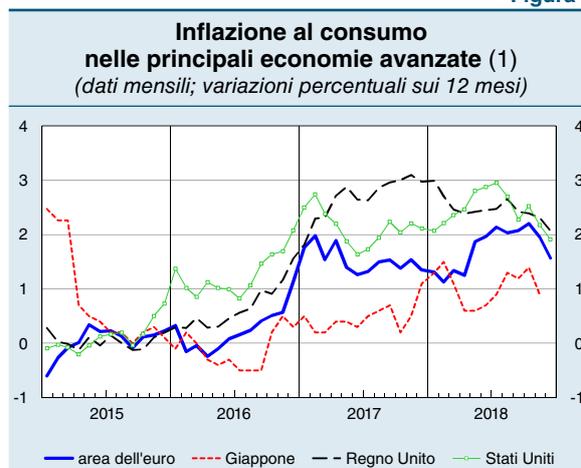
Secondo le previsioni diffuse dall'OCSE lo scorso novembre, nel 2018 la crescita dell'economia mondiale sarebbe stata pari al 3,7 per cento, un decimo di punto in più rispetto all'anno precedente (tav. 2). Nel 2019 il PIL mondiale aumenterebbe del 3,5 per cento, due decimi di punto in meno rispetto a quanto previsto in settembre: la revisione riflette un lieve deterioramento delle prospettive nell'area dell'euro, in Giappone e nelle principali economie emergenti, a cui si accompagna il già atteso rallentamento negli Stati Uniti, anche per il progressivo venir meno degli effetti espansivi dello stimolo fiscale.

Sulla base di nostre stime, nel 2018 gli scambi commerciali internazionali sarebbero aumentati del 4,4 per cento, in marcata decelerazione rispetto all'anno precedente; nel 2019 il commercio rallenterebbe ulteriormente, al 3,5 per cento, oltre due punti percentuali in meno rispetto al 2017.

**...in un contesto di elevata incertezza**

I rischi per le prospettive dell'economia mondiale sono elevati. L'avvio di negoziati tra gli Stati Uniti e la Cina non ha dissipato l'incertezza connessa con la possibilità che nuove misure protezionistiche pesino sul commercio internazionale nei prossimi mesi. Inoltre eventuali cambiamenti repentini dei premi per scadenza negli Stati Uniti o delle aspettative sul corso della politica monetaria della Riserva federale potrebbero comportare una riduzione degli afflussi di capitale verso le economie emergenti. Resta alta infine l'incertezza circa i futuri rapporti economici tra il Regno Unito e l'Unione europea (UE), in seguito al voto del Parlamento britannico che non ha ratificato l'accordo negoziato raggiunto in novembre dal governo.

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

Fonte: OCSE, *OECD Economic Outlook*, novembre 2018; Banca d'Italia per il commercio mondiale.  
(1) Revisioni rispetto al precedente scenario previsionale. – (2) Previsioni tratte da OCSE, *OECD Economic Outlook*, novembre 2018, revisioni rispetto a OCSE, *OECD Interim Economic Outlook*, settembre 2018. – (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 2019; le revisioni a ottobre 2018.

### I corsi petroliferi sono scesi in misura marcata

Dall'inizio di ottobre i prezzi del greggio sono scesi fortemente, per effetto soprattutto di fattori di offerta, quali l'incremento della produzione negli Stati Uniti, in Arabia Saudita e in Russia, nonché la tenuta delle esportazioni dell'Iran, a seguito dell'allentamento temporaneo delle sanzioni applicate dagli Stati Uniti a questo paese. Successivamente le quotazioni avrebbero risentito delle attese meno ottimistiche sulla domanda di petrolio derivanti dalle prospettive di rallentamento dell'economia mondiale. L'accordo su nuovi tagli alla produzione raggiunto all'inizio di dicembre tra i paesi OPEC e altri paesi produttori (OPEC+) non è stato sufficiente per arrestare la discesa dei corsi. Le quotazioni dei futures prospettano, nel medio periodo, un aumento contenuto dei prezzi, al momento intorno a 61 dollari al barile per la varietà Brent, circa 25 in meno rispetto al massimo toccato all'inizio dello scorso ottobre (fig. 3).

### La Riserva federale ha alzato i tassi di riferimento

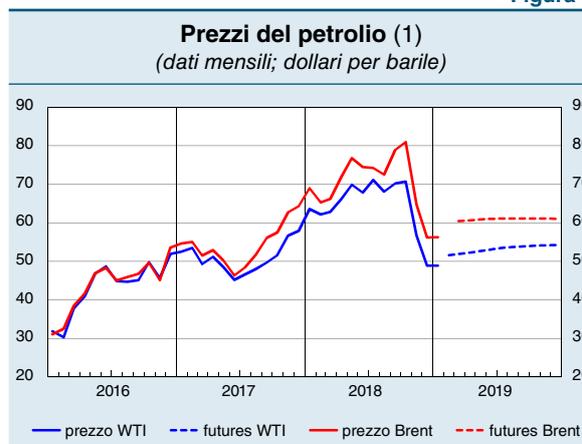
Come atteso, nella riunione del 19 dicembre la Riserva federale ha alzato di 25 punti base l'intervallo obiettivo dei tassi di interesse sui federal funds, portandolo a 2,25-2,50 per cento; per il prossimo anno le quotazioni dei futures sui federal funds e le aspettative del Federal Open Market Committee (FOMC) prefigurano un più graduale innalzamento dei tassi di riferimento (fig. 4). La Banca d'Inghilterra ha lasciato invariato il tasso di riferimento, in considerazione delle crescenti incertezze sull'evoluzione del quadro congiunturale e della Brexit. La Banca centrale cinese ha continuato ad allentare le condizioni monetarie annunciando la riduzione del

coefficiente di riserva obbligatoria di 100 punti base all'inizio dell'anno.

## 1.2 L'AREA DELL'EURO

L'attività nell'area dell'euro ha rallentato, in parte a causa di fattori temporanei, ma anche per un deterioramento delle attese delle imprese e per la debolezza della domanda estera. In novembre la produzione industriale è scesa significativamente in tutte le principali economie. In autunno l'inflazione è diminuita per effetto dell'andamento dei prezzi dei beni energetici. Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha ribadito l'intenzione di preservare a lungo un ampio grado di accomodamento monetario.

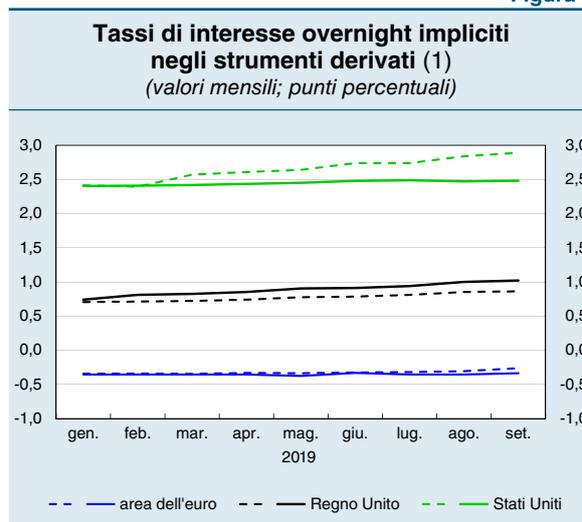
Figura 3



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

(1) Per i prezzi a pronti, dati medi mensili fino a dicembre 2018; l'ultimo dato si riferisce alla media dei dati giornalieri disponibili dal 2 all'11 gennaio 2019.

Figura 4



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.

(1) Tasso di interesse atteso implicito nelle quotazioni degli *overnight indexed swaps* (OIS). La linea tratteggiata indica i tassi previsti il 10 ottobre 2018; la linea continua segnala quelli previsti l'11 gennaio 2019.

### L'attività ha rallentato nel terzo trimestre...

Nel terzo trimestre il PIL dell'area è aumentato dello 0,2 per cento sul periodo precedente (tav. 3), in marcato rallentamento rispetto ai mesi primaverili. Ha pesato il sostanziale ristagno delle esportazioni. La domanda interna ha continuato a sostenere il prodotto per 0,5 punti percentuali, sospinta dalla variazione delle scorte e, in misura minore, dagli investimenti.

L'attività è cresciuta in Francia ed è diminuita in Germania e in Italia, anche a causa dell'entrata in vigore della cosiddetta procedura di prova per veicoli leggeri armonizzata a livello mondiale, riguardante le emissioni nel settore automobilistico (*Worldwide Harmonized Light Vehicles Test Procedure, WLTP*). Tale normativa ha causato uno stallo sia nella produzione sia nell'immatricolazione di autoveicoli; ha avuto un impatto particolarmente pronunciato in Germania e in Italia a causa dell'elevato peso del settore e dell'indotto in questi paesi. Questi effetti negativi sarebbero in parte di natura temporanea.

### ...e nel quarto

Negli ultimi mesi dell'anno la produzione industriale ha subito una caduta superiore alle attese in Germania, in Francia e in Italia. In dicembre l'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che stima la dinamica di fondo del PIL dell'area, ha registrato una nuova diminuzione; si colloca ora a 0,42, il livello più basso dalla fine del 2016 (fig. 5). Informazioni qualitative segnalano una crescita modesta nell'ultimo trimestre: gli indicatori PMI sono scesi sia nella manifattura sia nei servizi; le attese delle imprese sulle vendite all'estero sono peggiorate in connessione con le incerte prospettive del commercio mondiale (cfr. il par. 1.1). Anche le valutazioni delle famiglie rimangono caute.

### L'inflazione è scesa, frenata dai beni energetici

L'inflazione è scesa nei mesi autunnali, portandosi a fine anno all'1,6 per cento a causa della decelerazione dei prezzi dei beni energetici (fig. 6). Nella media dell'anno l'inflazione è stata pari all'1,7 per cento (1,5 nel 2017). La componente di fondo rimane debole: in dicembre si è mantenuta all'1,0 per cento. In prospettiva l'inflazione di fondo potrebbe essere sostenuta dagli incrementi salariali registrati in alcuni paesi sin dalla metà del 2017. Secondo le proiezioni dell'Eurosistema diffuse in dicembre, l'inflazione scenderebbe all'1,6 per cento nel 2019, in linea con le attese degli

Tavola 3

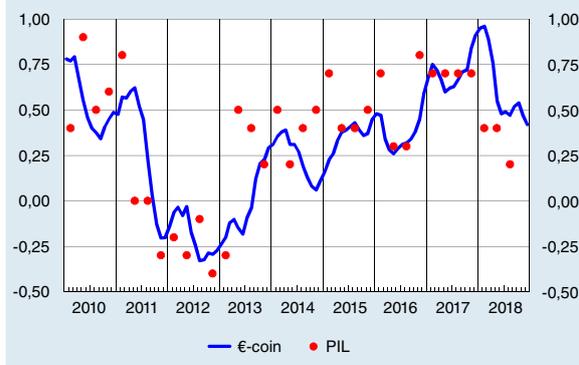
### Crescita del PIL e inflazione nell'area dell'euro (punti percentuali)

PAESI	Crescita del PIL		Inflazione	
	2017	2018 2° trim. (1)	2018 3° trim. (1)	2018 dicembre (2)
Francia	2,2	0,2	0,3	1,9
Germania	2,2	0,5	-0,2	1,7
Italia	1,6	0,2	-0,1	1,2
Spagna	3,0	0,6	0,6	1,2
Area dell'euro (3)	2,4	0,4	0,2	1,6

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: dicembre 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.

analisti censiti da Consensus Economics, per risalire gradualmente nel biennio successivo.

Dalla metà di ottobre le aspettative di inflazione desunte dai rendimenti degli *inflation swaps* si sono ridotte: sugli orizzonti a due e a cinque anni sono più basse di circa cinque e tre decimi di punto, collocandosi rispettivamente allo 0,9 e all'1,1 per cento a metà gennaio (fig. 7.a); quelle sull'orizzonte tra cinque e dieci anni in avanti sono scese di un decimo, all'1,6 per cento. Il calo è riconducibile alla flessione delle quotazioni del petrolio e al peggioramento delle prospettive di crescita dell'area. In base ai prezzi delle opzioni sull'inflazione, è lievemente aumentata la probabilità che i prezzi crescano meno dell'1,5 per cento nella media dei prossimi cinque anni; è rimasta invece pressoché nulla la probabilità di deflazione (fig. 7.b).

Figura 6

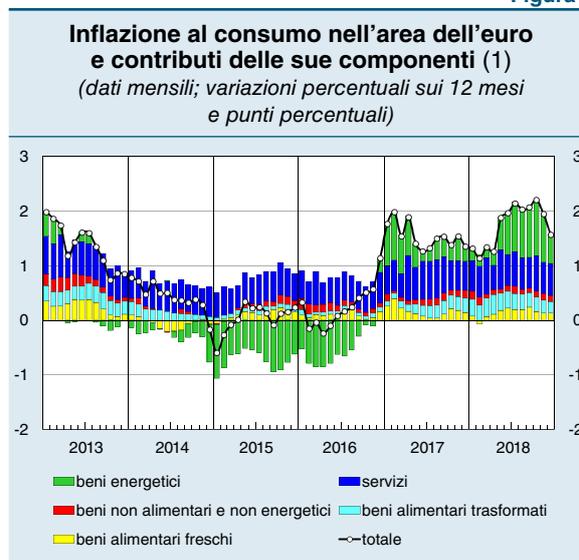
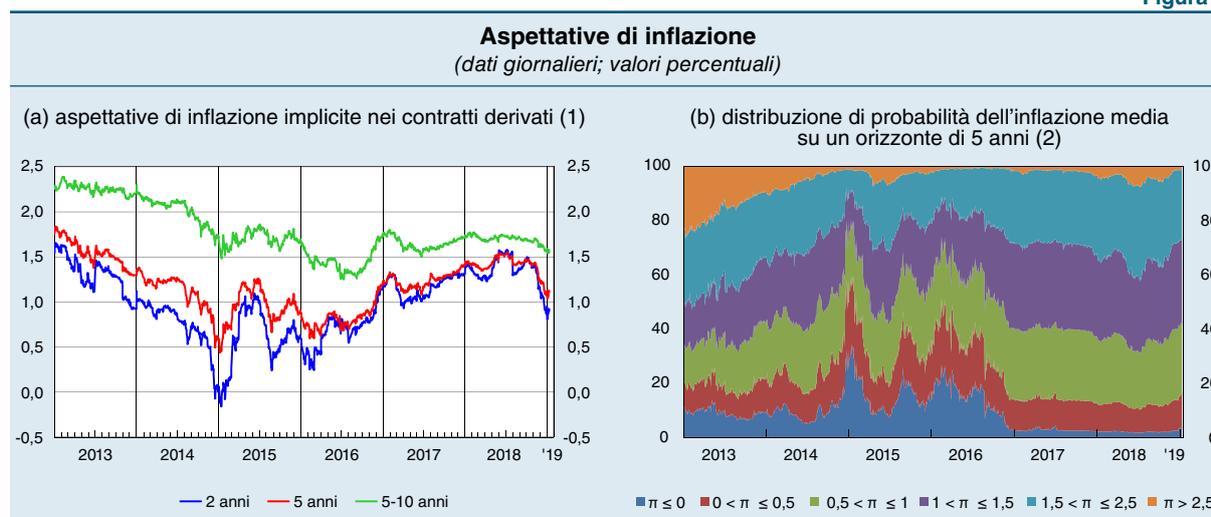


Figura 7



Fonte: Bloomberg.

(1) Tassi di inflazione attesi impliciti nei contratti di *inflation swaps* con durata a 2 anni, a 5 anni e a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti. – (2) Distribuzione di probabilità neutrale al rischio (*risk-neutral*) dell'inflazione nell'area dell'euro nei prossimi 5 anni, implicita nei prezzi delle opzioni sul tasso di inflazione (cfr. S. Cecchetti, F. Natoli e L. Sigalotti, *Tail comovement in option-implied inflation expectations as an indicator of anchoring*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1025, 2015). Le probabilità *risk-neutral* riflettono sia l'inflazione attesa sia i premi per il rischio. La figura mostra l'evoluzione delle probabilità che l'inflazione, nei prossimi 5 anni, si collochi in diversi intervalli di valore.

### Il Consiglio direttivo della BCE manterrà ampio lo stimolo monetario

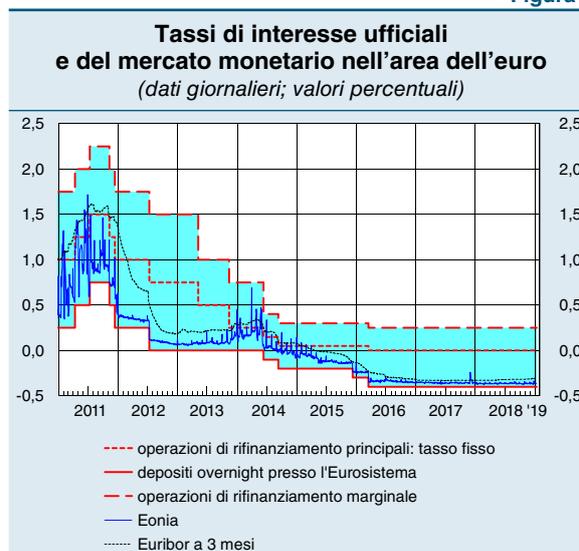
Alla fine del 2018 hanno avuto termine gli acquisti netti di attività nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP; cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate nel dicembre 2018*). Il Consiglio direttivo della BCE ha tuttavia ribadito l'importanza di un ampio stimolo monetario a sostegno della dinamica dei prezzi nel medio periodo. A tale

scopo ha annunciato che intende reinvestire interamente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito dell'APP per un prolungato periodo di tempo dopo il primo rialzo dei tassi ufficiali, e in ogni caso fino a quando necessario per preservare un elevato grado di accomodamento monetario. Secondo le

attese del Consiglio i tassi di interesse di riferimento si manterranno sugli attuali livelli almeno fino all'estate del 2019 e comunque finché necessario (fig. 8).

All'11 gennaio il valore in bilancio dei titoli pubblici acquistati dall'Eurosistema nell'ambito dell'APP era pari a 2.101 miliardi, quello delle obbligazioni bancarie garantite a 263, quelli delle *asset-backed securities* e delle obbligazioni societarie a 28 e a 178, rispettivamente. Alla fine di dicembre l'ammontare dei titoli pubblici italiani acquistati ammontava a 365 miliardi (di cui 329 da parte della Banca d'Italia). Il valore delle attività che giungeranno a scadenza nei prossimi dodici mesi e saranno reinvestite dall'Eurosistema è pari a 203 miliardi, di cui l'83 per cento è costituito da titoli pubblici.

Figura 8



## LE MISURE DI POLITICA MONETARIA ADOTTATE NEL DICEMBRE 2018

Nella riunione di politica monetaria del 13 dicembre scorso il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha deciso, in linea con le intenzioni annunciate a partire da giugno del 2018, di porre termine agli acquisti netti nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie dell'Eurosistema (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP) alla fine dello scorso anno. Al tempo stesso il Consiglio ha annunciato che il reinvestimento dell'intero capitale rimborsato dei titoli in scadenza nell'ambito dell'APP continuerà per un periodo di tempo prolungato dopo il primo rialzo dei tassi e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario. Contestualmente sono stati annunciati e pubblicati sul sito della BCE i parametri tecnici sulle modalità operative con cui il reinvestimento sarà effettuato dopo il termine degli acquisti netti<sup>1</sup>.

Il Consiglio ha ribadito che per rafforzare la dinamica dell'inflazione nel medio periodo rimane necessario un significativo stimolo monetario. Anche dopo il termine degli acquisti netti, tale sostegno continuerà a essere garantito dalle ampie consistenze dei titoli in portafoglio, dal reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza e dal basso livello dei tassi di interesse che, secondo le attese del Consiglio, rimarranno sugli attuali livelli almeno fino all'estate del 2019 e in ogni caso fino a quando necessario.

L'elevata consistenza di titoli in portafoglio contribuirà a preservare un forte stimolo monetario: in primo luogo continuerà a esercitare pressioni al ribasso sulla struttura a termine dei tassi di interesse; in secondo luogo garantirà abbondante liquidità al sistema bancario, attenuando il rischio di tensioni sul mercato interbancario e mantenendo i tassi del mercato monetario prossimi a quello sulla *deposit facility*.

Il Consiglio ha inoltre annunciato che valuterà tutte le possibili misure al fine di assicurare al sistema bancario la liquidità necessaria per un corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria nei prossimi anni.

<sup>1</sup> BCE, *ECB decides on technical parameters for the reinvestment of its asset purchase programme*, comunicato stampa del 13 dicembre 2018.

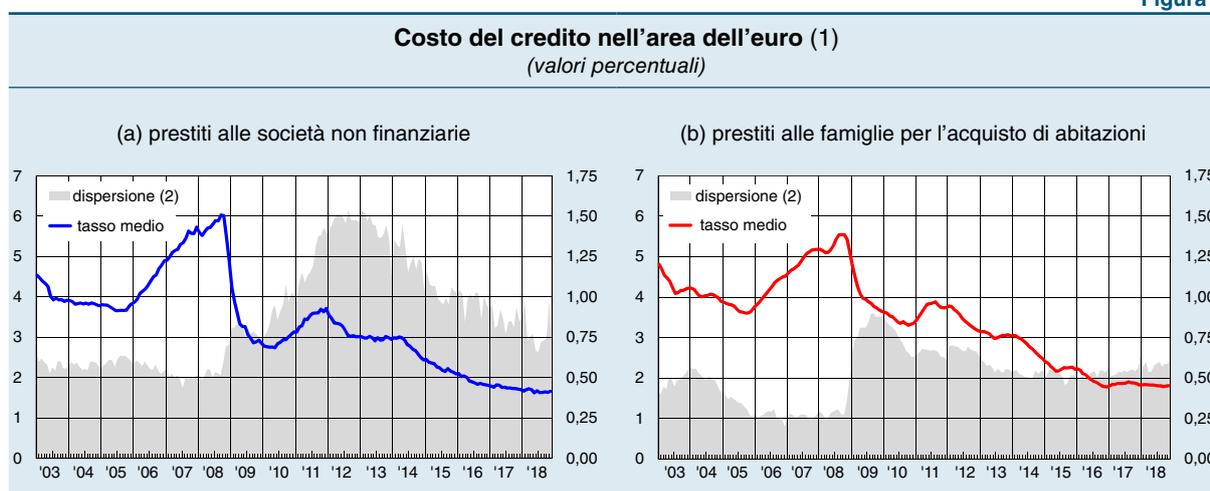
Le indicazioni prospettiche (*forward guidance*) sui tassi ufficiali e quelle sulla durata del reinvestimento del portafoglio APP sono legate all'evoluzione del quadro congiunturale. Il Consiglio direttivo ha ribadito che rimane comunque pronto ad adeguare tutti i suoi strumenti, ove necessario.

### Il credito continua a crescere

Sulla base dei dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni, nei tre mesi terminanti in novembre il credito alle società non finanziarie nell'area dell'euro ha continuato a espandersi (3,9 per cento, in ragione d'anno, dal 4,1 in agosto). È proseguita la crescita sui tre mesi del credito alle famiglie (3,5 per cento), che resta diffusa tra quasi tutti i principali paesi.

Il costo dei nuovi prestiti alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasto sostanzialmente invariato (1,7 e 1,8 per cento in novembre, rispettivamente); la dispersione dei tassi di interesse tra paesi si è mantenuta su livelli contenuti (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

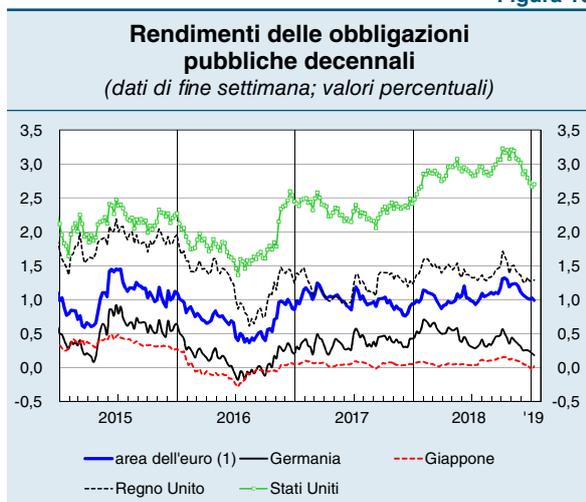
Con l'aumento dell'incertezza sulle prospettive della crescita economica mondiale, i tassi a lungo termine nelle principali economie avanzate, dopo l'incremento registrato all'inizio di ottobre, sono tornati a scendere; si è accentuata la riduzione dei corsi azionari, in un contesto di elevata volatilità. Nell'area dell'euro i premi per il rischio sono leggermente aumentati.

### I rendimenti a lungo termine sono scesi

Nel corso del quarto trimestre i rendimenti dei titoli pubblici decennali sono diminuiti in tutte le principali aree economiche. Alle cause globali del ribasso si sono affiancate negli Stati Uniti le attese di una maggiore gradualità nel processo di normalizzazione della politica monetaria, nel Regno Unito l'incertezza connessa con la Brexit (fig. 10).

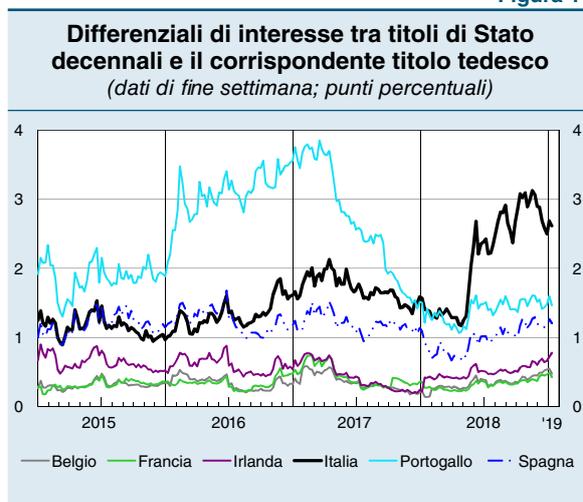
I tassi di interesse dei titoli di Stato decennali tedeschi sono scesi di 23 punti base nel quarto trimestre, collocandosi allo 0,24 per cento. I differenziali di rendimento fra i titoli di Stato decennali

Figura 10



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

Figura 11



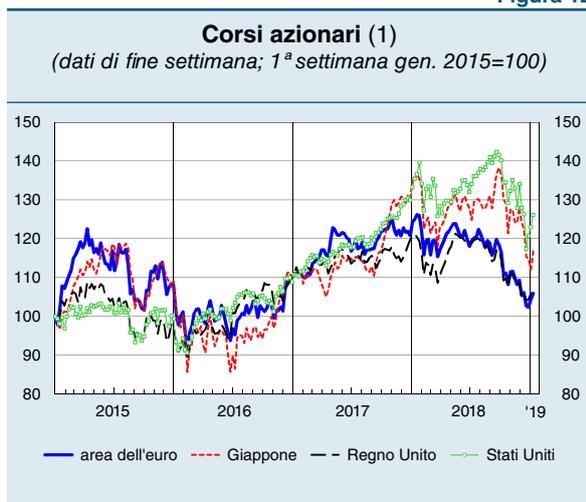
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

e i corrispondenti titoli tedeschi sono cresciuti di circa 20 punti base in Irlanda e Spagna e di circa 10 punti in Belgio, Francia e Portogallo (fig. 11). In Italia lo spread è diminuito di 65 punti base rispetto al massimo di metà novembre, grazie all'accordo tra il Governo e la Commissione europea (cfr. i parr. 2.8 e 2.9): a metà gennaio è tornato sui livelli di fine settembre (262 punti base).

**Diminuiscono i corsi azionari, in un contesto di volatilità elevata**

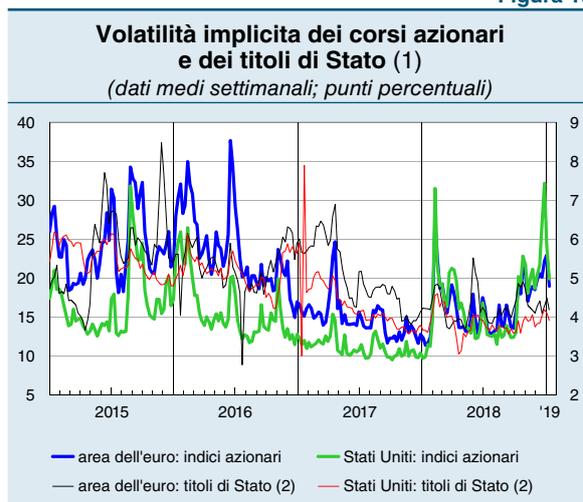
Dalla fine del terzo trimestre in tutte le principali economie avanzate i corsi azionari sono diminuiti in media di circa l'11 per cento (fig. 12); negli Stati Uniti la flessione è stata particolarmente accentuata, riflettendo anche il peggioramento delle prospettive di crescita globali; le quotazioni hanno

Figura 12



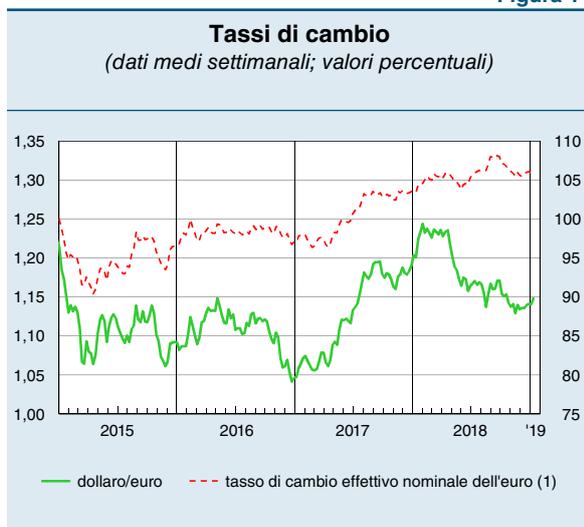
Fonte: Thomson Reuters Datastream.  
(1) Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Nikkei 225 per il Giappone, FTSE All Share per il Regno Unito e Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti.

Figura 13



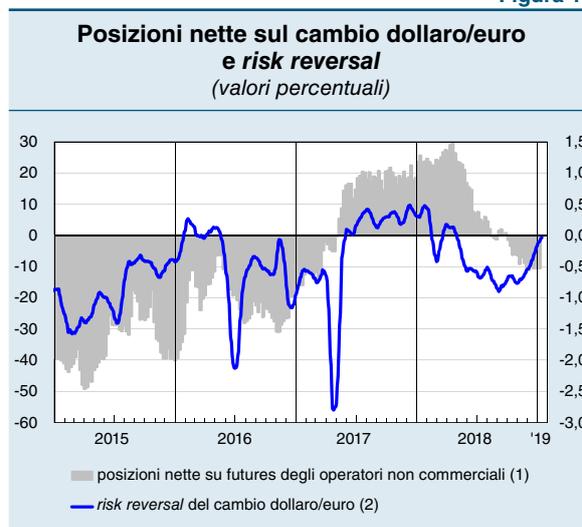
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.  
(1) Indici azionari: VSTOXX per l'area dell'euro e VIX per gli Stati Uniti. Titoli di Stato: volatilità implicita nelle opzioni sui contratti futures sul Bund tedesco per l'area dell'euro e sul Treasury Note per gli Stati Uniti. - (2) Scala di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

Figura 14



Fonte: BCE, Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.  
 (1) Un incremento del tasso di cambio effettivo nominale indica un suo apprezzamento.

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) che misura l'asimmetria della distribuzione delle attese sul cambio dell'euro rispetto al dollaro. Valori negativi indicano il prevalere di rischi di deprezzamento dell'euro. – (2) Scala di destra.

parzialmente recuperato nelle ultime settimane, dopo la pubblicazione di dati positivi sull'andamento del mercato del lavoro statunitense. La volatilità è aumentata sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro (fig. 13).

**Anche nei paesi emergenti è aumentata la volatilità**

Dalla fine di settembre le condizioni sui mercati finanziari dei paesi emergenti sono state caratterizzate da elevata volatilità. Le quotazioni azionarie, dopo le perdite registrate in autunno, hanno recuperato nelle ultime settimane, in parallelo con l'avvio del negoziato commerciale tra Cina e Stati Uniti.

**Prevalgono le attese di un deprezzamento dell'euro**

L'euro si è deprezzato rispetto al dollaro e nei confronti dei principali partner commerciali (in termini effettivi nominali) di circa il 2 per cento (fig. 14). Le posizioni nette in euro contro dollari degli operatori non commerciali segnalano che i mercati si attendono un ulteriore indebolimento della valuta comune (fig. 15).

# 2 L'ECONOMIA ITALIANA

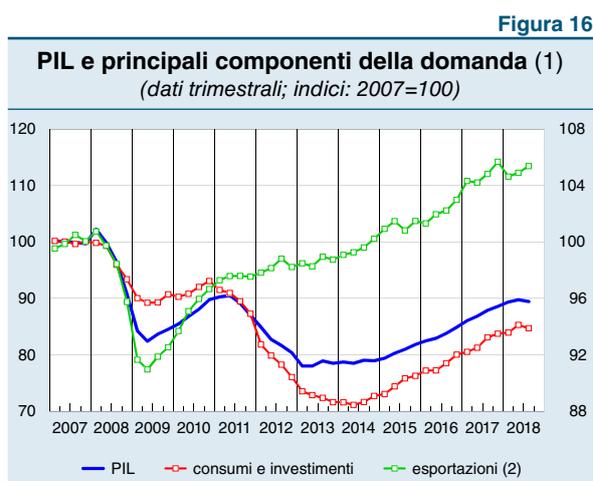
## 2.1 LA FASE CICLICA

In Italia, dopo che nel terzo trimestre si era interrotta l'espansione dell'attività economica in atto da oltre un triennio, a seguito della flessione della domanda interna, negli ultimi tre mesi del 2018 il PIL potrebbe essere ancora diminuito. Sarebbe invece proseguito il recupero delle esportazioni.

**La crescita si è interrotta nel terzo trimestre...**

Nel trimestre estivo il prodotto è diminuito dello 0,1 per cento sul periodo precedente, interrompendo l'espansione in atto dal secondo trimestre del 2014 (fig. 16). L'attività è stata frenata soprattutto dalla flessione degli investimenti (-1,1 per cento), in particolare in beni strumentali, ma anche dal lieve calo della spesa

per consumi e investimenti. La crescita si è interrotta nel terzo trimestre...



**Tavola 4**

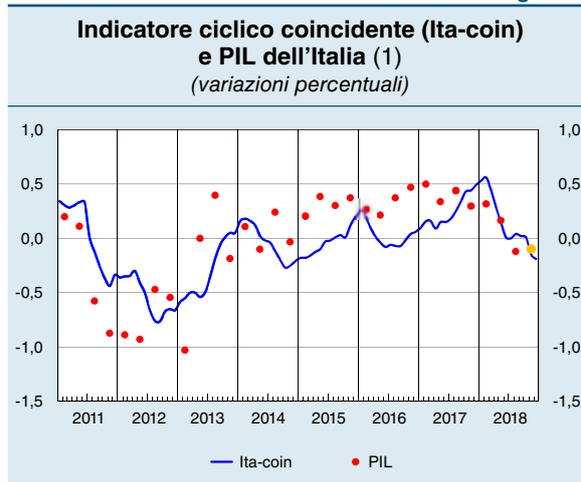
**PIL e principali componenti (1)**  
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

VOCI	2017		2018		2017
	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	
PIL	0,3	0,3	0,2	-0,1	1,6
Importazioni totali	1,9	-2,6	2,4	0,8	5,2
Domanda nazionale (2)	0,2	0,3	0,7	-0,2	1,3
Consumi nazionali	0,0	0,3	0,1	-0,1	1,1
spesa delle famiglie (3)	0,0	0,4	0,0	-0,1	1,5
altre spese (4)	0,0	0,0	0,2	0,0	-0,1
Investimenti fissi lordi	1,5	-0,8	2,8	-1,1	4,3
costruzioni	0,9	0,1	0,7	0,5	1,6
impianti, macchinari e armamenti (5)	2,7	-2,8	6,9	-2,8	8,8
Variaz. delle scorte (6) (7)	-0,1	0,2	0,1	0,0	-0,4
Esportazioni totali	1,9	-2,3	0,6	1,1	5,7

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) Includono i mezzi di trasporto. – (6) Include gli oggetti di valore. – (7) Contributi alla crescita del PIL sul periodo precedente; punti percentuali.

**Figura 17**



delle famiglie (tav. 4). Sulla domanda hanno inciso inoltre fattori temporanei, in particolare lo stallo dell'attività produttiva e commerciale del settore automobilistico causato dall'introduzione di una nuova normativa sulle emissioni (cfr. il par. 1.2). L'interscambio con l'estero ha nel complesso fornito un apporto positivo alla crescita: le esportazioni italiane hanno accelerato, registrando un incremento maggiore di quello delle importazioni (cfr. il par. 2.4). Il valore aggiunto è diminuito sia nella manifattura sia nei servizi; è ancora aumentato nel settore delle costruzioni (cfr. il par. 2.2).

#### ...e nel quarto

Secondo le informazioni finora disponibili in autunno l'attività potrebbe essersi ulteriormente contratta (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel quarto trimestre del 2018*). La debolezza dell'attuale fase ciclica è confermata dall'indicatore Ita-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che negli ultimi mesi dello scorso anno è sceso su valori negativi (-0,19 in dicembre; fig. 17). Segnali analoghi derivano anche dalla diminuzione degli indici dei responsabili degli acquisti delle imprese (PMI) e dal peggioramento degli indicatori della fiducia di imprese e consumatori, che rimangono tuttavia su valori relativamente elevati. Sulla base di queste valutazioni nel complesso del 2018 la crescita del PIL sarebbe stata dell'1,0 per cento sulla base dei dati annuali (0,9 sulla base dei dati trimestrali destagionalizzati e tenendo conto degli effetti di calendario).

### L'ATTIVITÀ ECONOMICA NEL QUARTO TRIMESTRE DEL 2018

I modelli di previsione della Banca d'Italia<sup>1</sup> indicano che nel quarto trimestre del 2018 il PIL italiano potrebbe essere ancora sceso, dopo la leggera flessione registrata nei tre mesi precedenti (figura A). L'attività sarebbe rimasta pressoché stabile nei servizi e si sarebbe ridotta nell'industria in senso stretto; sarebbe aumentata marginalmente nel comparto edile.

Sulla base dei nostri modelli, nell'ultimo trimestre del 2018 l'attività industriale sarebbe diminuita; tra gli indicatori disponibili, alle informazioni positive provenienti dai flussi di trasporto di merci si è contrapposta la riduzione dei consumi elettrici. Le nuove immatricolazioni di autovetture hanno registrato una contrazione per il terzo trimestre consecutivo (figura D). È proseguito il calo della fiducia delle imprese manifatturiere (figura C); segnali analoghi provengono dall'indice dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI), che è sceso per la prima volta dalla fine del 2014 sotto la soglia compatibile con l'espansione dell'attività.

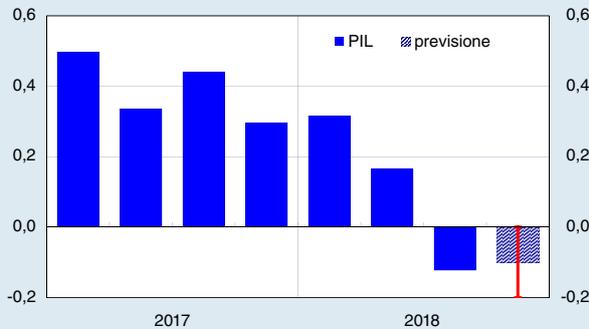
Nel settore dei servizi l'indice PMI è diminuito nel quarto trimestre, raggiungendo il livello minimo dall'estate del 2013 (figura B). Nostre stime, che tengono conto anche delle nascite e delle cessazioni di aziende e dei servizi finanziari a famiglie e imprese, prefigurano un sostanziale ristagno del valore aggiunto del comparto.

Il settore delle costruzioni avrebbe rallentato, in linea con il peggioramento degli indicatori di fiducia, che rimangono comunque su valori relativamente elevati (figura C). Indicazioni analoghe provengono anche dalle indagini condotte dalla Banca d'Italia, secondo cui la domanda nelle costruzioni avrebbe continuato a crescere nel quarto trimestre sebbene in misura più moderata (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 14 gennaio 2019).

<sup>1</sup> La stima preliminare del PIL sarà diffusa dall'Istat il prossimo 31 gennaio. La valutazione presentata in questo riquadro si basa su una gamma di informazioni parziali (quali i consumi elettrici, il traffico merci, la produzione industriale), su sondaggi presso le imprese e su altre indicazioni di tipo qualitativo, che possono essere combinate attraverso 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*.

Figura A

Andamento del PIL (1)  
(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) PIL e stime: variazioni percentuali sul periodo precedente. L'incertezza delle stime è segnalata dalla barra rossa che comprende un intervallo di 0,1 punti percentuali al di sopra e al di sotto della stima centrale, di ampiezza complessivamente pari a due volte l'errore quadratico medio delle previsioni degli ultimi 3 anni.

Figura B

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

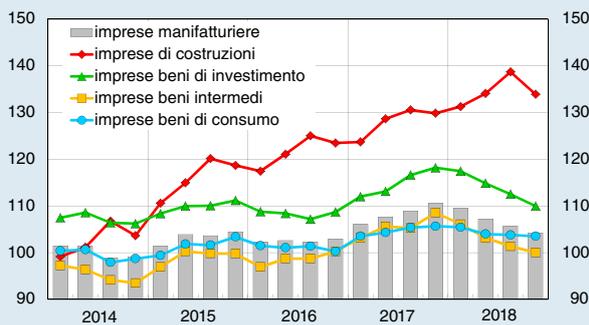


Fonte: elaborazioni su dati Istat e Markit.

(1) Indice PMI: livello medio nel trimestre di riferimento. Valore aggiunto nel terziario: variazione percentuale sul periodo precedente e dati destagionalizzati. – (2) Scala di destra. – (3) Il dato del valore aggiunto nel quarto trimestre del 2018 non è ancora disponibile.

Figura C

Indici di fiducia delle imprese industriali (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. Tali indicatori sono soggetti a revisione.

## 2.2 LE IMPRESE

In autunno la produzione industriale si sarebbe contratta. Gli investimenti, dopo essere scesi nel terzo trimestre, avrebbero invece ripreso ad aumentare. Secondo le valutazioni delle imprese, la crescita degli investimenti proseguirebbe nel corso del 2019, pur rallentando rispetto al 2018. Le aziende sono meno ottimiste circa l'evoluzione della propria domanda e della situazione economica generale rispetto alle indagini condotte in settembre.

**La produzione industriale si sarebbe ridotta**

In novembre la produzione industriale è scesa dell'1,6 per cento sul mese precedente; la caduta è stata comune agli altri principali paesi dell'area dell'euro (cfr. il par. 1.2). In base a nostre stime, nel complesso del quarto trimestre sarebbe diminuita di circa

mezzo punto percentuale (fig. 18; cfr. il riquadro: *L'attività economica nel quarto trimestre del 2018*). Vi avrebbero contribuito anche le difficoltà del settore automobilistico emerse nel terzo trimestre (cfr. il par. 2.1). Nella media del 2018 la dinamica dell'attività manifatturiera avrebbe rallentato, all'1,7 per cento, dal 3,1 del 2017.

**Gli indici di fiducia delle imprese sono diminuiti**

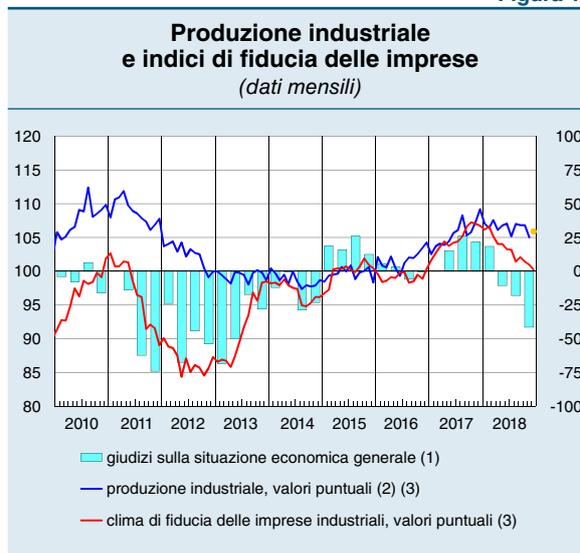
Nello scorso autunno la fiducia delle imprese è ancora peggiorata. Nella manifattura gli indici PMI sono scesi su livelli appena al di sotto del valore che indica un'espansione; nei servizi sono attorno a tale soglia, ma hanno toccato il minimo da cinque anni. L'indagine trimestrale condotta in dicembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* fornisce indicazioni analoghe: sono peggiorati sia i giudizi relativi alla situazione economica generale sia quelli sull'andamento della domanda, soprattutto con riferimento alla componente nazionale.

**Gli investimenti pianificati rallentano**

Dopo essere cresciuti del 2,8 per cento nel secondo trimestre, nei mesi autunnali gli investimenti sono diminuiti dell'1,1 per cento. La riduzione degli acquisti di beni strumentali (-2,8 per cento) si è contrapposta al forte incremento registrato nel periodo precedente (6,9 per cento). Tali accentuate oscillazioni rifletterebbero la tempistica degli incentivi fiscali ancora in vigore nel 2018 e di quelli per il 2019 inseriti nella recente manovra di bilancio. Gli investimenti in costruzioni hanno invece continuato ad aumentare per il quinto trimestre consecutivo (0,5 per cento; 0,7 nel secondo trimestre), anche se rimangono molto al di sotto dei livelli precedenti la crisi finanziaria. Secondo nostre stime, in autunno gli investimenti sarebbero tornati a salire in tutti i comparti, pur se moderatamente.

L'indagine Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore* segnala un rallentamento dei piani di investimento delle imprese per il complesso del 2019 (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese italiane nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*), in linea con le nostre previsioni (cfr. il par. 2.10). Sull'attività delle aziende continuano a pesare l'incertezza imputabile a fattori economici e politici e, in misura meno rilevante, le tensioni commerciali.

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, 14 gennaio 2019). – (2) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi; il punto rappresenta la previsione del dato di dicembre. – (3) Indici 2015=100.

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

Nel mese di dicembre la Banca d'Italia ha condotto, in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, 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, 14 gennaio 2019).

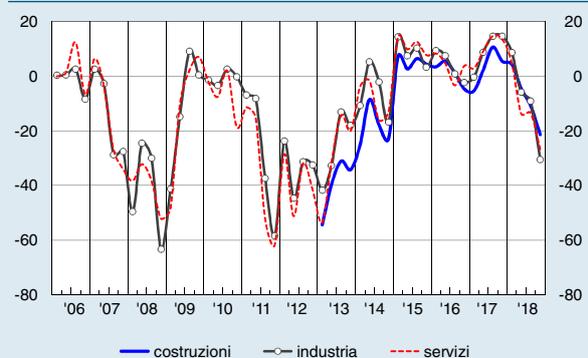
I giudizi sulla situazione economica generale hanno segnato un deterioramento in tutti i settori di attività; anche le attese per il primo trimestre del 2019 sono peggiorate, soprattutto per l'acuirsi dell'incertezza connessa con fattori economici e politici. Hanno inoltre inciso le tensioni sugli scambi internazionali. Le aspettative a breve termine sull'andamento corrente della domanda, sia sui mercati esteri sia su quello interno, sono divenute meno favorevoli.

Rispetto alla rilevazione di settembre, il saldo fra i giudizi di miglioramento e quelli di peggioramento delle condizioni per investire è nettamente sceso (a -28 punti percentuali, da -11 della rilevazione di settembre; figura A), portandosi sul livello più basso dalla metà del 2013. La flessione, significativa in tutti i settori, è stata più marcata nell'industria in senso stretto (-30,5 punti, da -9 nella precedente rilevazione).

La quota di aziende che pianificano un'espansione della spesa nominale per investimenti nel 2019 continua a prevalere, per quasi 11 punti, su quella delle imprese che intendono ridurli (lo scarto era di circa 25 punti nella media delle quattro rilevazioni relative al 2018; figura B); il divario tra le attese di aumento e di diminuzione della spesa è il più basso dal 2014 ed è pressoché nullo nel settore delle costruzioni.

Figura A

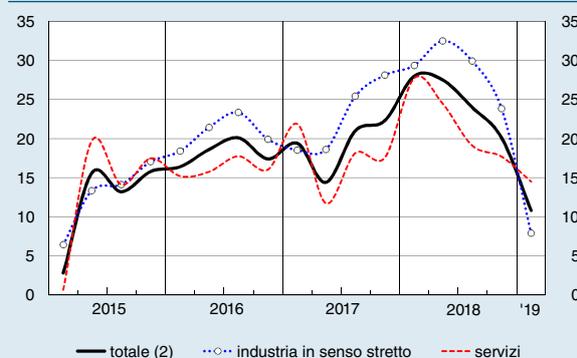
**Giudizio sulle condizioni per investire rispetto al trimestre precedente (1)**  
(dati trimestrali; punti percentuali)



(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, 14 gennaio 2019).

Figura B

**Andamento degli investimenti secondo le attese delle imprese (1)**  
(dati trimestrali; punti percentuali)



(1) Saldi tra giudizi di miglioramento e giudizi di peggioramento rispetto all'anno 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, 14 gennaio 2019); la prima indicazione delle attese sull'anno di riferimento viene rilevata nel 4° trimestre dell'anno precedente. - (2) Il totale include le costruzioni.

**Per le costruzioni emergono segnali di minore ottimismo**

Nei mesi estivi è proseguito il recupero delle compravendite di abitazioni, a fronte di una nuova flessione dei prezzi (fig. 19). Secondo il *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* condotto in ottobre, le pressioni al ribasso sui prezzi di vendita si sono attenuate. Le attese degli agenti sull'evoluzione del mercato restano favorevoli su un orizzonte sia di breve sia di medio termine. Le indicazioni più recenti tuttavia suggeriscono un rallentamento del settore delle costruzioni: le imprese edili intervistate nell'ambito del sondaggio svolto in dicembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* sono diventate meno ottimiste circa l'evoluzione della domanda e dell'occupazione.

**L'avanzo finanziario delle imprese continua a contrarsi**

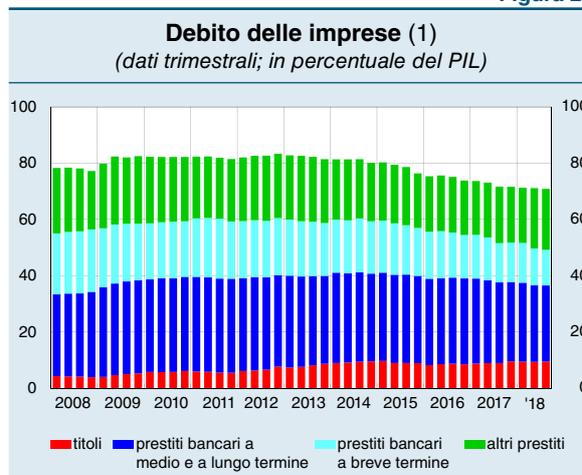
Sulla base dei dati diffusi dall'Istat, nel terzo trimestre del 2018 il tasso di profitto delle imprese (definito dal rapporto tra risultato lordo di gestione e valore aggiunto) è diminuito nel confronto con il periodo precedente risentendo dell'incremento del costo del lavoro. Il tasso di risparmio (definito dal rapporto tra risparmio lordo e valore aggiunto) è leggermente salito in presenza di una riduzione della spesa per trasferimenti correnti; il saldo finanziario in rapporto al valore aggiunto (in surplus dalla fine del 2012) si è ulteriormente ridotto, anche per effetto di un aumento della spesa per investimenti. Nel trimestre estivo il debito complessivo delle imprese in percentuale del PIL ha registrato un ulteriore calo, collocandosi al 70,9 per cento (dal 71,1 di fine giugno; fig. 20). La domanda di credito bancario ha continuato a crescere moderatamente, beneficiando del livello ancora molto contenuto dei tassi di interesse (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*).

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 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.

### 2.3 LE FAMIGLIE

Nel trimestre estivo i consumi delle famiglie sono lievemente diminuiti. Le informazioni più recenti indicano che la spesa sarebbe rimasta debole anche nella parte finale dell'anno, a fronte di segnali ancora poco incoraggianti provenienti dal mercato del lavoro.

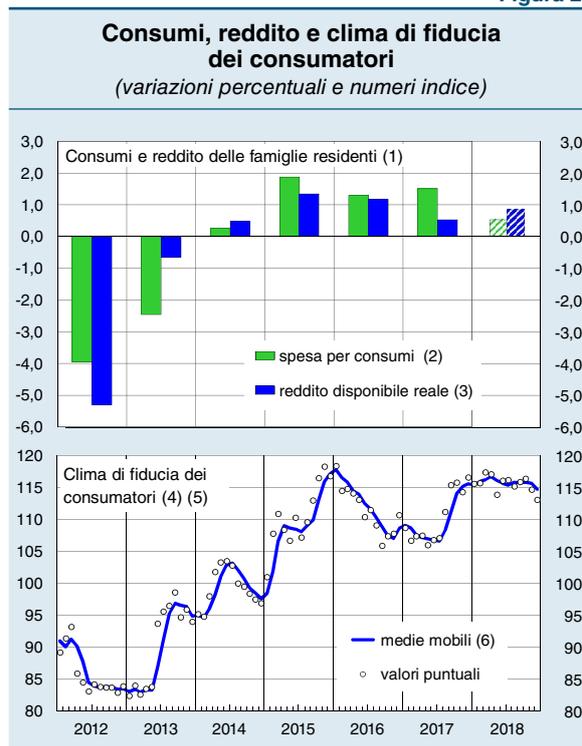
**I consumi sono diminuiti nel terzo trimestre...**

Nel terzo trimestre i consumi delle famiglie, in graduale rallentamento dall'inizio dell'anno, sono

scesi dello 0,1 per cento rispetto al periodo precedente, con un calo per la spesa in beni non durevoli e, in misura minore, per quelli durevoli.

Sulle scelte delle famiglie avrebbe inciso l'andamento incerto delle condizioni reddituali: dopo la marcata accelerazione nei mesi primaverili, il reddito disponibile al netto dell'inflazione si è ridotto dello 0,2 per cento sul trimestre precedente, risentendo di dinamiche occupazionali meno favorevoli (cfr. il par. 2.5); è invece proseguita la crescita in termini tendenziali (0,8 per cento; fig. 21). In tale contesto è proseguito il rialzo della propensione al risparmio, che si è portata all'8,1 per cento nella media degli ultimi

Figura 21



Fonte: elaborazioni su dati Istat.  
 (1) Variazioni percentuali sull'anno precedente. Fino al 2017 dati annuali; per il 2018 variazioni percentuali dei primi 9 mesi sullo stesso periodo del 2017. – (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.

quattro trimestri (fig. 22), segnalando l'intensificarsi dei motivi precauzionali.

**...e sarebbero rimasti deboli nel quarto**

Gli indicatori congiunturali più recenti suggeriscono che negli ultimi tre mesi dell'anno l'andamento dei consumi si sarebbe confermato debole, in linea con le più recenti dinamiche del mercato del lavoro (cfr. il par. 2.5). Le immatricolazioni di automobili hanno parzialmente recuperato il forte calo registrato in settembre, quando avevano risentito dell'entrata in vigore della normativa sulle emissioni. Al contempo la fiducia delle famiglie, pur mantenendosi su livelli elevati, ha riflesso attese meno favorevoli sulla situazione economica generale e sull'occupazione.

**L'indebitamento delle famiglie è rimasto stabile**

Nel terzo trimestre del 2018 il debito delle famiglie italiane in rapporto al reddito disponibile è rimasto sostanzialmente invariato (61,3 per cento; fig. 23), un livello ben al di sotto di quello medio dell'area dell'euro (94,8 per cento). In rapporto al PIL il debito si è mantenuto pari al 41,0 per cento (57,7 nell'area dell'euro). L'incidenza sul reddito disponibile degli oneri sostenuti per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale) è stata pari al 9,8 per cento, come nel trimestre precedente. Il costo medio dei nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasto su valori contenuti (1,9 per cento in ottobre), pur essendo salito di circa dieci punti base rispetto al livello minimo osservato a luglio (cfr. il par. 2.7).

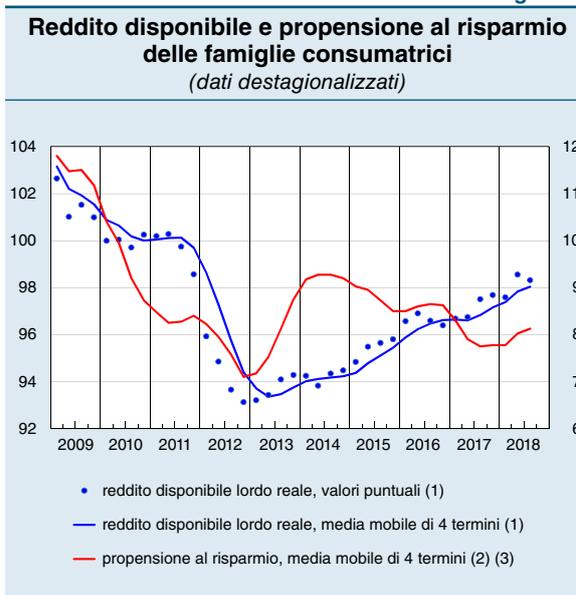
**2.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI**

Nel terzo trimestre del 2018 le esportazioni italiane sono tornate a crescere, anche se le prospettive risentono dei timori sull'economia globale. L'attivo di parte corrente rimane assai elevato e contribuisce alla riduzione della posizione debitoria netta sull'estero, che è ormai quasi in pareggio.

**Nel terzo trimestre le esportazioni sono cresciute...**

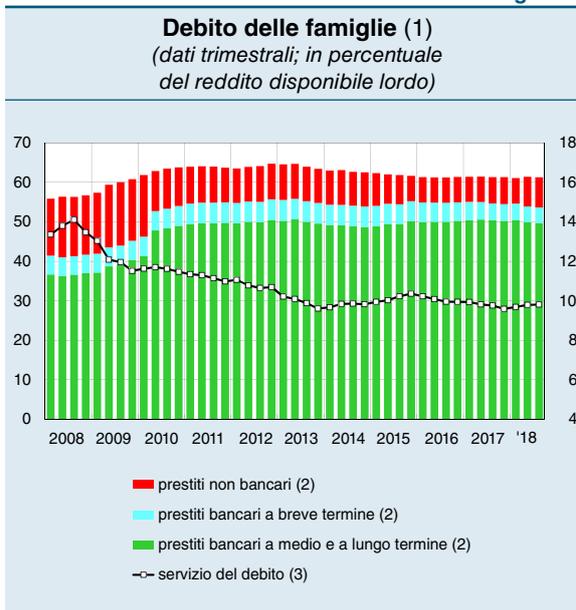
Dopo il brusco calo di inizio anno e la debolezza dei mesi primaverili, nel

Figura 22



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

Figura 23



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.

terzo trimestre le esportazioni hanno accelerato (1,1 per cento in volume, da 0,6 nel secondo trimestre). L'aumento della componente dei beni è stato pari all'1,2 per cento, inferiore a quello della domanda potenziale proveniente in particolare dai mercati esterni all'Unione monetaria, anche per via dell'apprezzamento in termini effettivi e reali dell'euro registrato fino ai mesi estivi. L'andamento delle esportazioni è stato più favorevole verso i mercati interni all'Unione europea (UE), nonostante il forte rallentamento delle vendite destinate alla Germania, dovuto alla contrazione dell'attività nel paese. L'incremento dei volumi complessivi ha riguardato soprattutto il settore della meccanica e, in misura inferiore, quelli degli apparecchi elettrici e dell'elettronica. Si sono invece ridotte le esportazioni nel comparto della farmaceutica e in quello dei mezzi di trasporto.

Le importazioni hanno rallentato (0,8 per cento in volume, dal 2,4 nel trimestre precedente). Alla crescita degli acquisti di materie prime e di prodotti elettronici e farmaceutici si è contrapposta la forte diminuzione di quelli di mezzi di trasporto, soprattutto di autoveicoli.

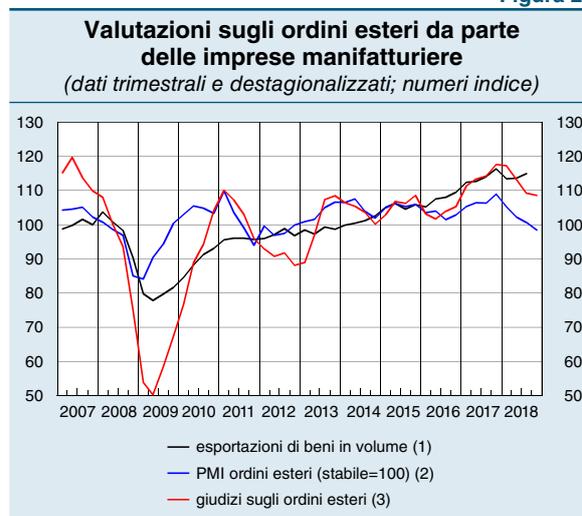
#### ...ma i giudizi sugli ordini esteri sono peggiorati

Secondo i dati più recenti, in ottobre e novembre le esportazioni di beni, valutate a prezzi correnti e corrette per la stagionalità, sono aumentate verso i mercati extra UE, in concomitanza con il recente deprezzamento del cambio (cfr. il par. 1.3). I giudizi sugli ordini esteri complessivi delle imprese manifatturiere forniscono tuttavia segnali di indebolimento, confermando l'elevata incertezza sull'evoluzione di questa componente della domanda (fig. 24).

#### L'avanzo di conto corrente rimane elevato

L'avanzo di conto corrente si è lievemente ridotto nei primi undici mesi del 2018 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, ma rimane elevato (tav. 5). Il calo del surplus mercantile, dovuto alla maggiore spesa per le materie prime energetiche, è stato in parte compensato dal maggiore avanzo nei redditi primari e dal saldo dei servizi, migliorato

Figura 24



Fonte: Istat, Markit e Thomson Reuters Datastream.

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

Tavola 5

#### Bilancia dei pagamenti dell'Italia (1)

(saldi in miliardi di euro)

VOCI	2016	2017	gen.-nov. 2017	gen.-nov. 2018
<b>Conto corrente</b>	<b>42,9</b>	<b>48,0</b>	<b>42,7</b>	<b>41,3</b>
per memoria: in % del PIL	2,5	2,8	–	–
Merci	57,7	55,8	50,0	43,7
prodotti non energetici (2)	83,1	87,6	78,6	79,4
prodotti energetici (2)	-25,5	-31,8	-28,6	-35,7
Servizi	-3,4	-3,5	-2,6	-0,3
Redditi primari	5,4	10,8	9,0	12,1
Redditi secondari	-16,8	-15,0	-13,7	-14,2
<b>Conto capitale</b>	<b>-3,1</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,3</b>
<b>Conto finanziario</b>	<b>59,9</b>	<b>51,4</b>	<b>56,4</b>	<b>28,1</b>
Investimenti diretti	-9,7	3,3	9,0	7,5
Investimenti di portafoglio	159,5	87,5	81,4	112,5
Derivati	-3,0	-7,3	-7,4	-4,0
Altri investimenti (3)	-85,8	-34,7	-29,1	-90,1
Variazione riserve ufficiali	-1,2	2,7	2,5	2,2
<b>Errori e omissioni</b>	<b>20,1</b>	<b>4,4</b>	<b>14,6</b>	<b>-11,9</b>

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

soprattutto grazie all'andamento favorevole delle spese dei turisti stranieri in Italia. In rapporto al PIL il saldo di conto corrente si è collocato al 2,7 per cento (valutato nella media dei quattro trimestri terminanti in settembre; fig. 25).

Nei primi undici mesi dello scorso anno gli investimenti netti in titoli esteri di portafoglio da parte dei residenti sono stati pari a 51 miliardi di euro, la metà in fondi comuni, in marcato rallentamento rispetto allo stesso periodo del 2017; in ottobre e novembre sono stati negativi per 9,3 miliardi.

Seppure con un'intensità significativamente minore rispetto a quella registrata nei mesi di maggio e giugno (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2018), gli investitori non residenti hanno ridotto le loro consistenze di titoli di debito pubblico e di titoli bancari italiani (rispettivamente di 35,6 e 18,1 miliardi nei primi undici mesi; di 19,4 e 4,9 miliardi tra luglio e novembre). Le banche italiane hanno incrementato invece la raccolta netta sull'estero in prestiti e depositi di circa 41 miliardi nei primi undici mesi del 2018 (soprattutto tra aprile e settembre), a fronte di una contrazione di 44 miliardi nello stesso periodo del 2017.

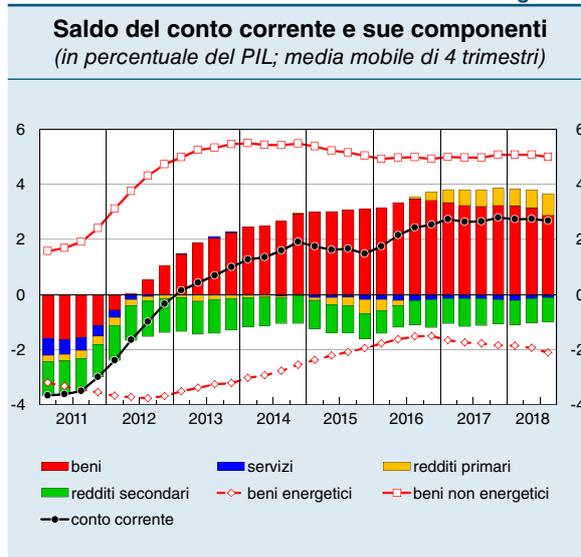
Secondo i dati più recenti, negli ultimi mesi si sono attenuati i movimenti complessivi di capitali in uscita: nella parte finale del 2018 la posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2 è migliorata, con afflussi concentrati nel mese di dicembre; si è portata a fine anno a 482 miliardi (fig. 26).

### La posizione netta sull'estero dell'Italia è quasi in pareggio

Alla fine di settembre del 2018 la posizione debitoria netta sull'estero dell'Italia è risultata pari a 54,7 miliardi (3,1 per cento del PIL), riducendosi di quasi 32 miliardi rispetto al trimestre precedente. Il miglioramento è stato determinato dall'avanzo di conto corrente (per 15,1 miliardi) e dalla flessione del valore di mercato delle passività di portafoglio (per 18,4 miliardi), dovuta alla discesa dei corsi azionari e, in

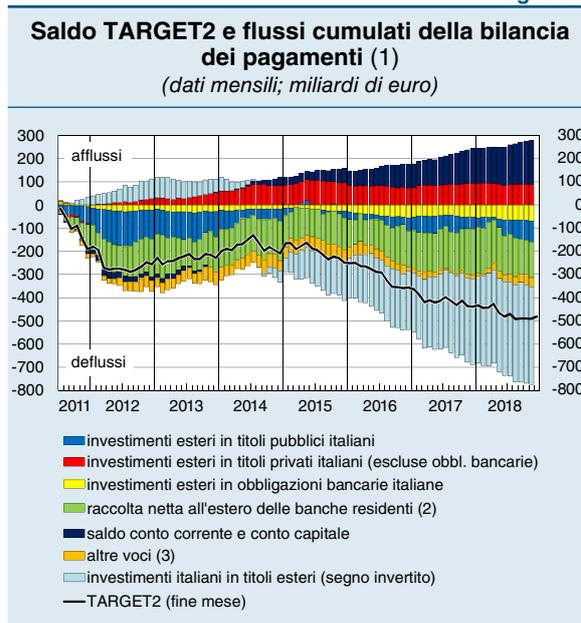
particolare, delle quotazioni dei titoli pubblici

Figura 25



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

Figura 26



(1) Utilizzando l'identità contabile della bilancia dei pagamenti, un miglioramento del saldo passivo della Banca d'Italia nei confronti della Banca centrale europea (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) Raccolta netta per prestiti, depositi e altri investimenti del settore bancario (compresa quella intermediata da controparti centrali residenti). – (3) Investimenti diretti, derivati, altri investimenti, riserve ufficiali, errori e omissioni.

## 2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Nel terzo trimestre del 2018 le ore lavorate hanno continuato a salire. Il numero degli occupati è diminuito nel complesso dell'economia; secondo le indicazioni più recenti, è rimasto stabile nel bimestre ottobre-novembre. Continua in tutti i comparti l'incremento delle retribuzioni contrattuali.

**Nel terzo trimestre le ore lavorate sono cresciute, ma il numero di occupati è diminuito**

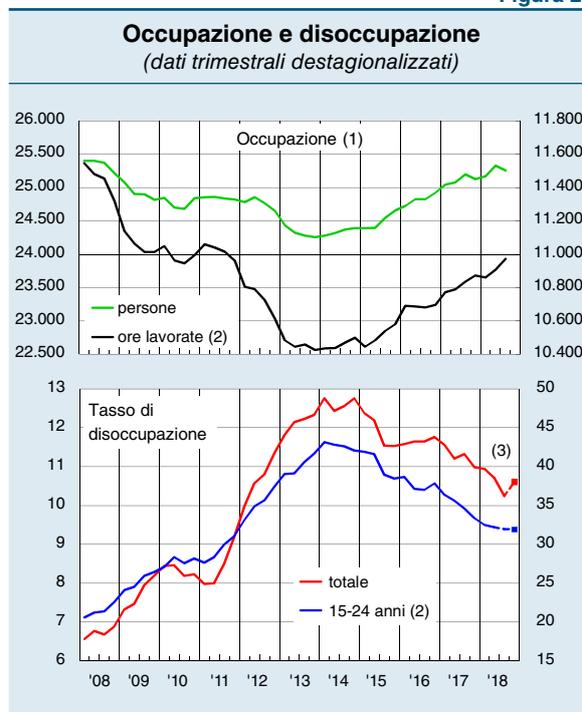
Nei mesi estivi è proseguita la crescita delle ore lavorate, in aumento dello 0,6 per cento sul periodo precedente (fig. 27 e tav. 6); si è inoltre ridotto il ricorso alla Cassa

integrazione guadagni nell'industria e nelle costruzioni. Dopo la marcata espansione registrata in primavera, il numero di occupati è invece diminuito dello 0,3 per cento nel trimestre estivo. La flessione si è concentrata nel settore dei servizi alle famiglie e agli individui (attività di intrattenimento, lavoro domestico e altri servizi per la persona e la casa): negli altri principali comparti l'occupazione è invece salita. Sulla base dei dati preliminari della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, nel bimestre ottobre-novembre il numero di occupati è rimasto sostanzialmente invariato rispetto ai due mesi precedenti.

**Rallenta l'occupazione dipendente, aumentano i contratti a tempo indeterminato**

Secondo i dati amministrativi di fonte INPS sui rapporti di lavoro alle dipendenze nel settore privato, il saldo tra assunzioni e cessazioni è significativamente sceso nei primi dieci mesi del 2018 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, per effetto della frenata della componente a termine, particolarmente intensa a partire da giugno. È invece migliorato il saldo dei rapporti a tempo indeterminato, sospinto dalla crescita delle trasformazioni in atto dall'inizio del 2018 e in parte riconducibile agli incentivi strutturali in vigore dall'inizio dello stesso anno per i nuovi contratti di tipo permanente relativi a lavoratori con meno di 35 anni.

Figura 27



Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali* per l'occupazione e *Rilevazione sulle forze di lavoro* per il tasso di disoccupazione.  
(1) Migliaia di persone; milioni di ore. – (2) Scala di destra. – (3) Il punto indica il valore medio del bimestre ottobre-novembre.

Tavola 6

VOCI	Consistenze 3° trim. 2018	Variazioni			
		4° trim. 2017	1° trim. 2018	2° trim. 2018	3° trim. 2018
<b>Occupati</b>	<b>25.257</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,3</b>
di cui: industria in senso stretto	4.276	-0,5	0,6	0,8	0,1
costruzioni	1.552	0,4	-1,6	0,3	0,7
servizi privati (1)	11.161	0,2	0,4	0,2	0,3
<b>Ore lavorate</b>	<b>10.973</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>
di cui: industria in senso stretto	1.914	0,7	0,2	0,5	1,3
costruzioni	712	2,2	-3,3	-0,4	1,6
servizi privati (1)	5.047	0,6	0,1	0,3	0,5

Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali*.

(1) Esclusi i servizi alle famiglie e agli individui (attività artistiche, di intrattenimento e divertimento; lavoro domestico; altri servizi per la persona e la casa).

**All'inizio dell'autunno il tasso di disoccupazione è tornato a salire**

Dopo la flessione osservata in estate, secondo i dati preliminari della *Rilevazione sulle forze di lavoro* nella media del periodo ottobre-novembre il tasso di disoccupazione si è riportato su valori simili a quelli osservati alla fine della primavera, trainato da un più elevato tasso di partecipazione (fig. 27). Il tasso di disoccupazione giovanile è rimasto sostanzialmente stabile, attorno al 32,0 per cento.

**È proseguita la crescita delle retribuzioni nel settore privato**

Nel trimestre estivo è proseguita la crescita delle retribuzioni, avviatasi all'inizio del 2018. Nel settore privato non agricolo la componente contrattuale è aumentata dell'1,1 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente; un valore simile è stato registrato anche dalle retribuzioni orarie di fatto (fig. 28). Nel complesso dell'economia l'incremento dei salari è stato più accentuato (1,9 per cento per le retribuzioni contrattuali e 1,3 per quelle di fatto), anche a seguito del pagamento di tranches retributive nel settore pubblico. Sulla base delle indicazioni congiunturali più recenti, in ottobre e novembre i salari hanno continuato a salire a ritmi simili a quelli osservati in estate.

Nel terzo trimestre il costo orario del lavoro per unità di prodotto è ulteriormente cresciuto nel settore privato non agricolo (del 2,5 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, dall'1,4 dei mesi primaverili), anche per effetto della flessione della produttività.

## 2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

Negli ultimi mesi del 2018 l'inflazione è diminuita, riflettendo il rallentamento dei prezzi dei beni energetici in atto da ottobre; la componente di fondo è rimasta debole. Le imprese hanno rivisto al ribasso le proprie attese di inflazione per il 2019.

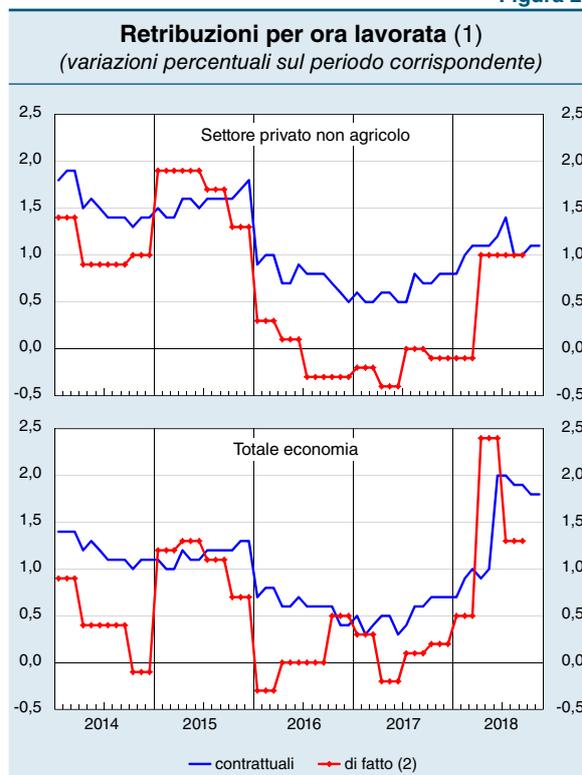
**L'inflazione è frenata dal rallentamento dei prezzi dei beni energetici**

Da ottobre si è attenuata la crescita della componente energetica; l'inflazione al consumo è scesa in dicembre, all'1,2 per cento (da 1,6 in novembre; fig. 29). Nello stesso mese la variazione dei prezzi valutata sui tre mesi, depurata dai fattori stagionali e in ragione d'anno, si è portata su valori lievemente negativi (fig. 30). Nella media dell'anno l'inflazione al consumo è stata dell'1,2 per cento (1,3 nel 2017).

**La componente di fondo si è indebolita...**

L'inflazione di fondo è diminuita: in dicembre è scesa allo 0,5 per cento (0,6 per cento nella media del 2018; tav. 7). Sul rallentamento ha inciso anche un fattore di natura transitoria, rappresentato dalla riduzione delle tasse

Figura 28



Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali e Indagini sulle retribuzioni contrattuali*.

(1) Dati mensili grezzi per le retribuzioni contrattuali; dati trimestrali destagionalizzati per le retribuzioni di fatto. - (2) Retribuzioni lorde.

Figura 29

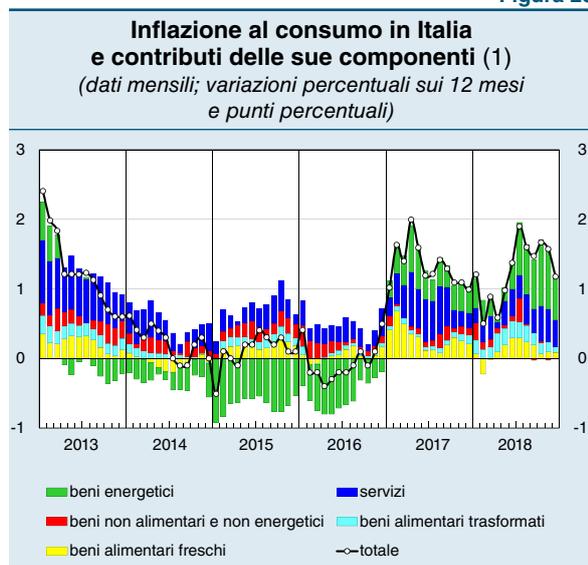
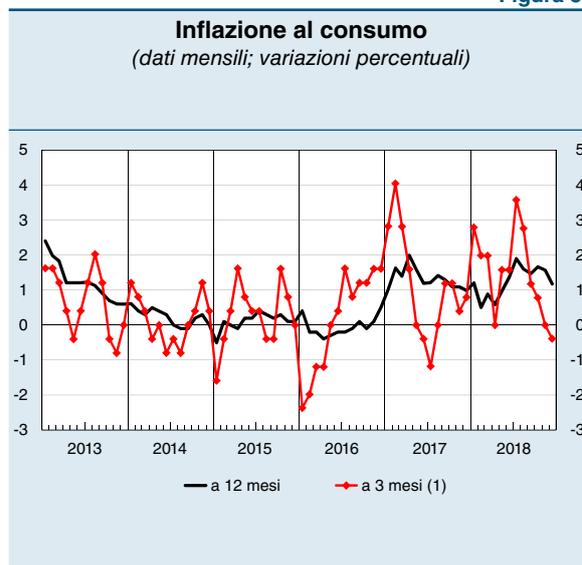


Figura 30



universitarie nell'ottobre del 2017, che ha frenato la crescita tendenziale dei prezzi nei primi mesi del 2018 (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2018).

In novembre l'inflazione alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno, pur restando su valori elevati, è diminuita (al 5,7 per cento), per effetto soprattutto dell'andamento dei prezzi dei beni energetici. La dinamica della componente dei beni non alimentari destinati al consumo rimane moderata (0,9 per cento, come nel mese precedente), ma si colloca ora sul valore più alto dal 2014.

**...ma potrebbero aumentare le pressioni esercitate dai salari**

In prospettiva pressioni al rialzo sui prezzi potrebbero derivare dall'andamento delle retribuzioni, tornate

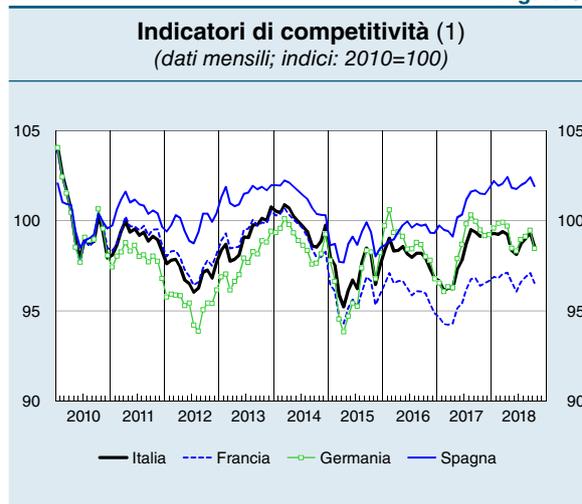
a crescere nel settore privato dalla scorsa primavera e previste in graduale rafforzamento nel corso del 2019 (cfr. anche il par. 2.10). Nel terzo trimestre la crescita salariale, unita al calo della produttività, ha sospinto verso l'alto il costo del lavoro per unità di prodotto nel settore privato non agricolo (cfr. il par. 2.5).

**La competitività di prezzo delle imprese è migliorata**

Secondo nostre stime nei mesi autunnali la competitività di prezzo, valutata sulla base dei prezzi alla produzione dei beni manufatti e tenendo conto della struttura degli scambi commerciali dell'Italia, sarebbe migliorata, come negli altri maggiori paesi dell'area, grazie al deprezzamento del cambio nominale dell'euro (fig. 31).

Secondo nostre stime nei mesi autunnali la competitività di prezzo, valutata sulla base dei prezzi alla produzione dei beni manufatti e tenendo conto della struttura degli scambi commerciali dell'Italia, sarebbe migliorata, come negli altri maggiori paesi dell'area, grazie al deprezzamento del cambio nominale dell'euro (fig. 31).

Figura 31

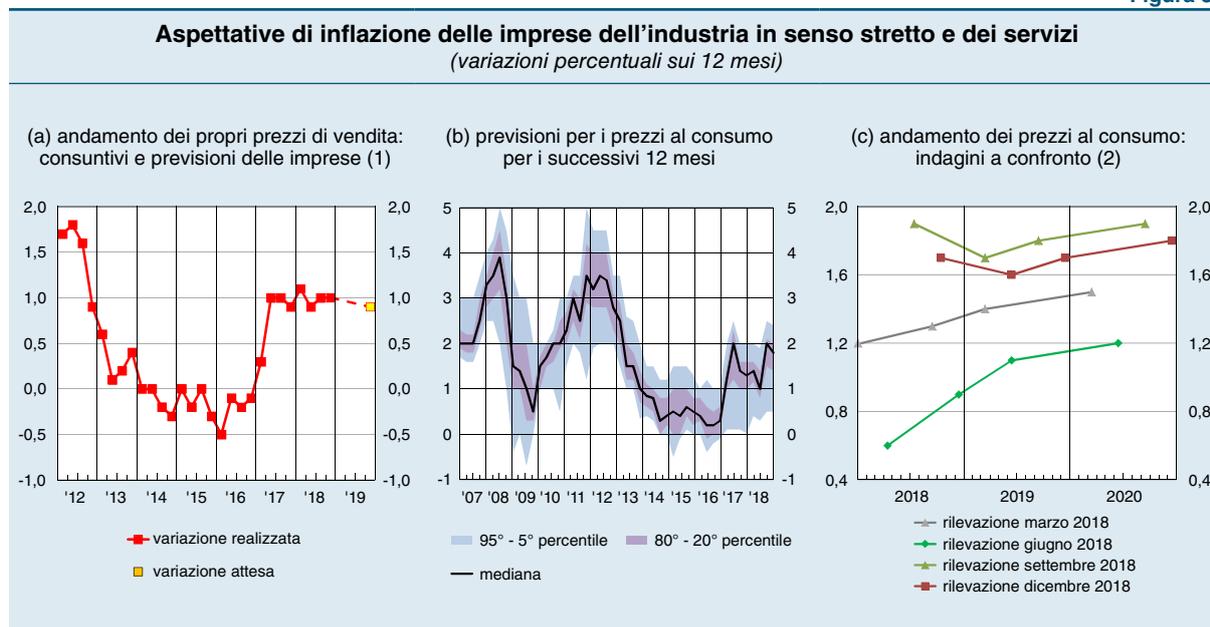


**Indicatori di inflazione in Italia**  
*(variazioni percentuali sui 12 mesi)*

PERIODO	IPCA (1)			IPC (2)		IPP (3)		Deflatore del PIL
	Indice generale	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale a tassazione costante (4)	Indice generale a 1 mese (5)		Al netto di energetici e alimentari	Indice generale	
2013	1,2	1,2	1,1	1,2	-	1,1	-1,2	1,2
2014	0,2	0,7	-0,1	0,2	-	0,7	-1,8	1,0
2015	0,1	0,7	0,0	0,0	-	0,5	-3,4	0,9
2016	-0,1	0,5	-0,1	-0,1	-	0,5	-2,2	1,1
2017	1,3	0,8	1,3	1,2	-	0,7	2,6	0,5
2018	1,2	0,6	1,2	1,1	-	0,5	....	....
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	1,0	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.	0,9	0,7	0,9	0,8	0,3	0,5	2,2	-
apr.	0,6	0,2	0,6	0,5	-0,2	0,2	1,4	-
mag.	1,0	0,6	1,0	1,0	0,4	0,5	2,7	-
giu.	1,4	0,7	1,3	1,3	0,2	0,5	3,2	-
lug.	1,9	0,9	1,9	1,5	0,2	0,5	5,1	-
ago.	1,6	0,6	1,6	1,6	0,2	0,7	5,2	-
set.	1,5	0,5	1,4	1,4	-0,2	0,6	5,6	-
ott.	1,7	0,7	1,7	1,6	0,2	0,7	7,1	-
nov.	1,6	0,7	1,6	1,6	0,1	0,6	5,7	-
dic.	1,2	0,5	1,2	1,1	-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, 14 gennaio 2019). – (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.

### Le attese di inflazione sono state riviste al ribasso

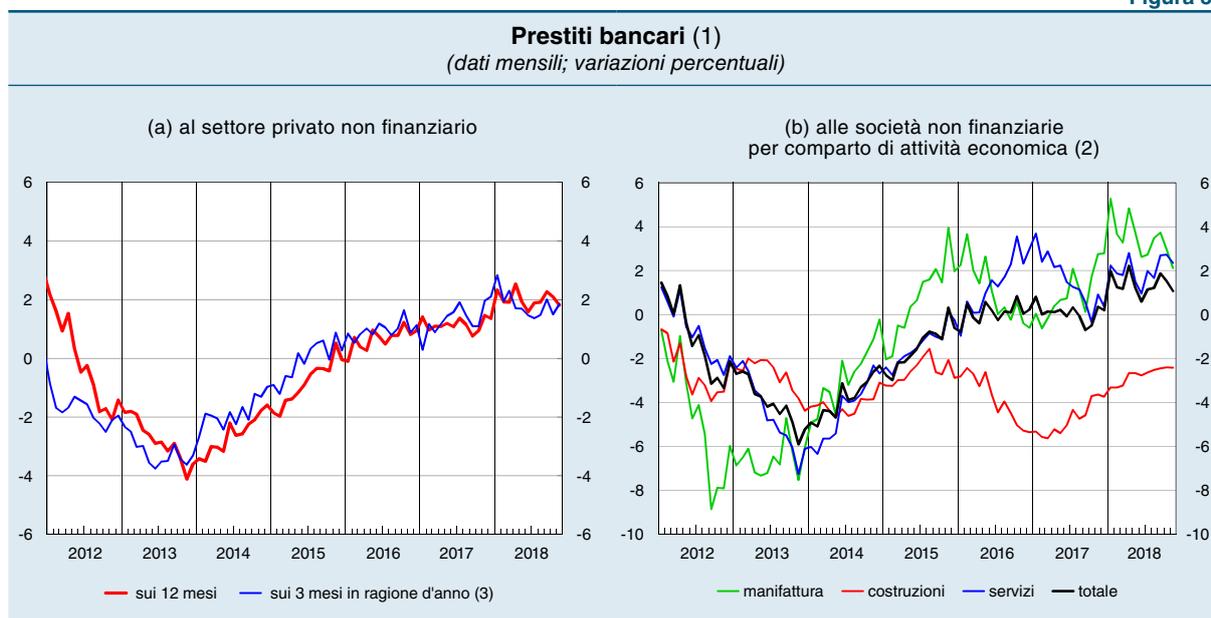
I listini di vendita delle imprese intervistate nell'ambito dell'indagine trimestrale condotta in dicembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* sono saliti dell'1,0 per cento rispetto a un anno prima; nel 2019 la crescita proseguirebbe con intensità appena inferiore. Nel confronto con il precedente sondaggio le aziende hanno rivisto lievemente al ribasso le proprie aspettative di inflazione su tutti gli orizzonti temporali (fig. 32). Secondo le inchieste dell'Istat, in autunno 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 diminuito, pur rimanendo su valori positivi. La percentuale di consumatori che si attende prezzi invariati o in calo nei prossimi dodici mesi è scesa al 61,3 (da 64,4 nel terzo trimestre). Gli analisti censiti in dicembre da Consensus Economics si attendono nel 2019 un'inflazione al consumo pari all'1,3 per cento, come nei due anni precedenti.

## 2.7 LE BANCHE

Le condizioni di offerta del credito rimangono nel complesso distese, anche se dai sondaggi presso le imprese provengono alcuni segnali di irrigidimento. Il costo del credito resta contenuto: la trasmissione dei maggiori oneri della raccolta all'ingrosso ai tassi sui prestiti è stata finora rallentata dalle buone condizioni di patrimonializzazione delle banche e dall'elevata stabilità delle loro fonti di finanziamento, ma potrebbe rafforzarsi se il più alto livello dei rendimenti sovrani si mostrasse persistente. È proseguita la riduzione dei crediti deteriorati.

### Continua la moderata espansione del credito

Nel mese di novembre la crescita del credito al settore privato non finanziario è proseguita a un ritmo moderato (1,8 per cento sia sui dodici sia sui tre mesi, correggendo per i fattori stagionali e in ragione d'anno; fig. 33.a).



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*.

La dinamica dei finanziamenti alle famiglie è rimasta solida nel comparto dei mutui come in quello del credito al consumo.

I prestiti alle società non finanziarie sono aumentati dell'1,1 per cento sui dodici mesi. La crescita ha interessato il credito alle imprese manifatturiere (2,1 per cento; fig. 33.b) e quello alle società dei servizi (2,3 per cento); è continuata la flessione dei finanziamenti alle imprese di costruzioni (-2,4 per cento). In tutti i settori i prestiti alle società di minore dimensione si sono ulteriormente contratti (-3,2 per cento).

**La raccolta si è mantenuta stabile**

In autunno la raccolta complessiva delle banche italiane è rimasta pressoché invariata (tav. 8). L'incremento dei depositi di residenti e della provvista netta all'ingrosso sul mercato dei pronti contro termine ha compensato la riduzione della raccolta obbligazionaria, che ha riflesso prevalentemente maggiori rimborsi. Nel mese di novembre la quota di prestiti non finanziata dalla raccolta al dettaglio (*funding gap*) è ulteriormente diminuita (di circa sette decimi su base annua), portandosi al 4,7 per cento.

**È emerso qualche segnale di irrigidimento delle condizioni di offerta**

Secondo le banche italiane intervistate nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), nel terzo trimestre del 2018 i criteri di offerta applicati ai nuovi finanziamenti si sono mantenuti nel complesso distesi (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*). Tuttavia, il peggioramento delle condizioni di raccolta nel corso dell'estate si è tradotto in un lieve inasprimento dei termini e delle condizioni generali dei contratti. Sulla base delle informazioni più aggiornate tratte dalle indagini presso le imprese, nell'ultimo trimestre del 2018 le condizioni di accesso al credito avrebbero registrato un irrigidimento.

## Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)

VOCI	Consistenze di fine mese (2)		Variazioni percentuali sui 12 mesi (3)	
	Agosto 2018	Novembre 2018	Agosto 2018	Novembre 2018
<b>Attività</b>				
Prestiti a residenti in Italia (4)	1.728	1.727	-1,2	-1,8
<i>di cui:</i> a imprese (5)	696	697	1,2	1,1
a famiglie (6)	628	631	2,8	2,7
Attività verso controparti centrali (7)	73	74	37,8	-32,9
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (8)	501	514	7,3	17,2
<i>di cui:</i> titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	372	386	4,9	18,8
Attività verso l'Eurosistema (9)	68	89	-46,4	-35,1
Attività sull'estero (10)	406	398	14,6	9,8
Altre attività (11)	939	888	1,6	1,5
<b>Totale attivo</b>	<b>3.715</b>	<b>3.689</b>	<b>1,0</b>	<b>0,2</b>
<b>Passività</b>				
Depositi di residenti in Italia (4) (12) (13)	1.498	1.505	2,4	3,5
Depositi di non residenti (10)	317	317	5,8	4,2
Passività verso controparti centrali (7)	138	144	32,2	4,3
Obbligazioni (13)	251	236	-18,2	-18,3
Passività verso l'Eurosistema (9)	245	244	-3,9	-3,3
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	119	115	8,7	3,8
Capitale e riserve	401	392	-8,7	-9,9
Altre passività (14)	747	737	6,7	6,4
<b>Totale passivo</b>	<b>3.715</b>	<b>3.689</b>	<b>1,0</b>	<b>0,2</b>

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

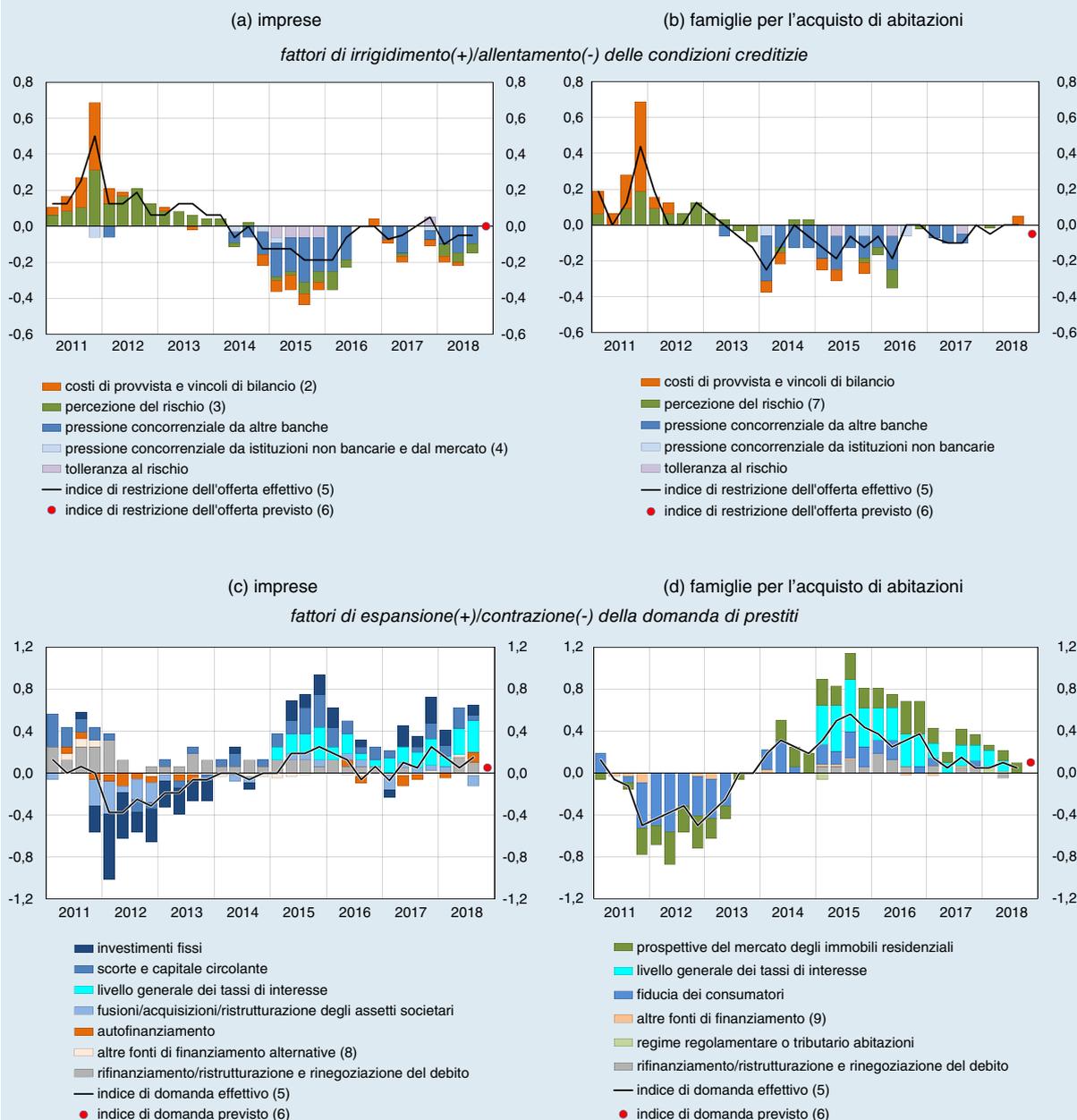
(1) I dati di novembre 2018 sono provvisori. – (2) Miliardi di euro. – (3) Corrette per riclassificazioni, variazioni dovute ad aggiustamenti di valore e a fluttuazioni del cambio. Le variazioni dei prestiti alle imprese e alle famiglie sono corrette per le cartolarizzazioni. – (4) Esclude l'operatività 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.

## L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO

Secondo le banche italiane intervistate nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), nel terzo trimestre del 2018 i criteri di offerta applicati ai nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono rimasti invariati; quelli relativi ai nuovi finanziamenti alle imprese sono stati lievemente allentati, beneficiando sia dell'impatto della pressione concorrenziale tra gli intermediari sia di una minore percezione del rischio (figura A)<sup>1</sup>. Nel complesso è proseguita la riduzione dei margini applicati alla media dei prestiti. Il peggioramento delle condizioni di finanziamento delle banche, connesso con le tensioni sul mercato del debito sovrano, si è tuttavia riflesso in un lieve inasprimento dei termini e delle condizioni generali dei prestiti erogati.

<sup>1</sup> All'indagine, conclusa il 1° ottobre 2018, hanno partecipato dieci tra i principali gruppi bancari italiani. I risultati per l'Italia sono consultabili sul sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it), quelli per l'area dell'euro sul sito [www.ecb.int](http://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. - (6) Previsioni formulate nel trimestre precedente. - (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.

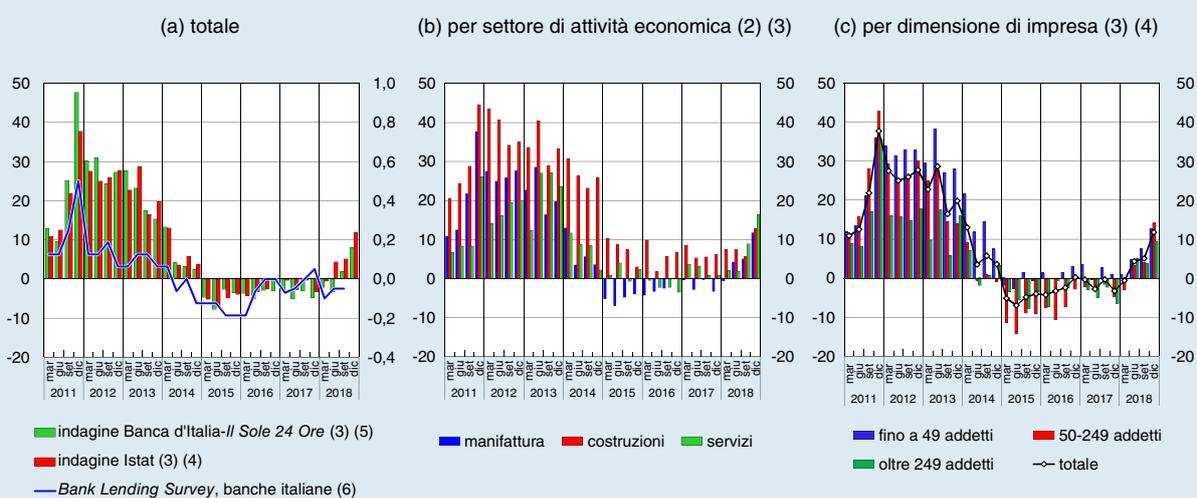
Nei giudizi degli intermediari la domanda di credito da parte delle imprese ha continuato a crescere moderatamente, sostenuta in prevalenza dal livello contenuto dei tassi di interesse. Le favorevoli prospettive del mercato immobiliare hanno sospinto la domanda di mutui da parte delle famiglie.

Alle banche è stata chiesta una valutazione circa l'impatto sulle condizioni creditizie di alcune misure adottate dal Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) nei sei mesi terminanti a settembre del 2018. Secondo le risposte degli intermediari il programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme, APP*) ha esercitato un effetto positivo sulle condizioni di finanziamento e sulla liquidità delle banche, sebbene in misura inferiore rispetto a quanto dichiarato nelle precedenti indagini; il programma ha inoltre concorso a sostenere i volumi di credito e ad allentare i termini e le condizioni dei prestiti erogati. Il tasso negativo applicato sui depositi detenuti presso l'Eurosistema ha continuato a favorire la riduzione del costo del credito bancario per famiglie e imprese.

Tuttavia, segnali di crescente preoccupazione sulle condizioni del credito provengono dai sondaggi rivolti alle imprese; queste indicano dalla primavera condizioni applicate ai prestiti in progressivo e generalizzato irrigidimento, pur nell'ambito di una situazione ancora relativamente distesa. Tale dinamica si è accentuata alla fine del 2018: sulla base delle informazioni più aggiornate, nell'ultimo trimestre dell'anno le condizioni di accesso al credito avrebbero registrato un ulteriore peggioramento, che ha riguardato tutte le aziende e i comparti, ma è stato più marcato per quelle operanti nel settore dei servizi e, all'interno della manifattura, per le imprese di medio-piccola dimensione (figura B).

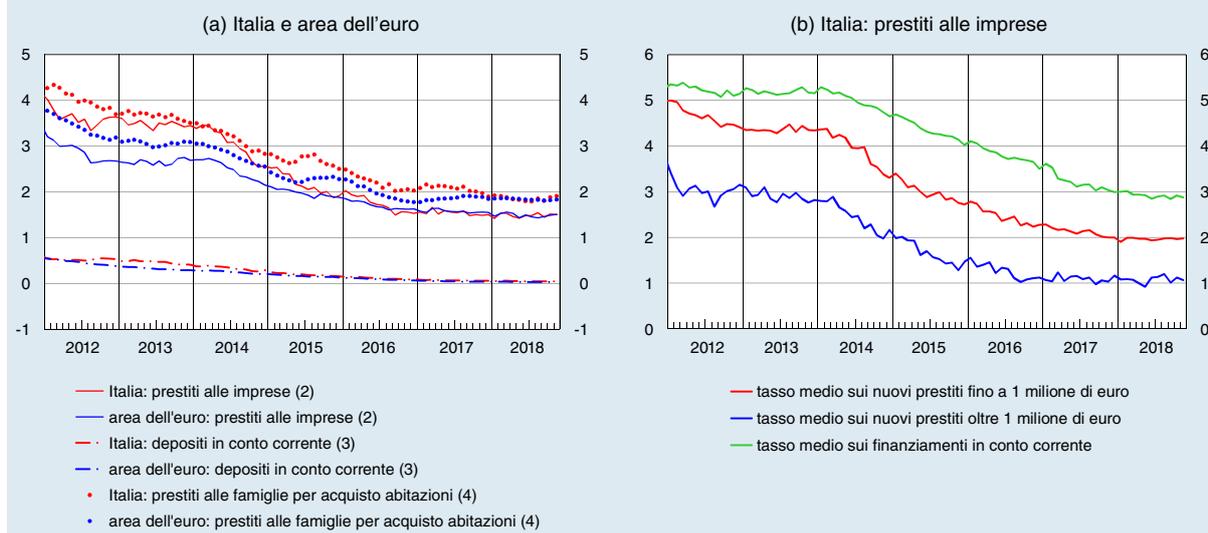
Figura B

Condizioni di accesso al credito delle imprese (1)



(1) L'indagine Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore è condotta trimestralmente su un campione di imprese medio-grandi (con almeno 50 addetti) appartenenti ai settori dell'industria in senso stretto e dei servizi; le indagini Istat sulla fiducia delle imprese sono condotte su campioni di imprese appartenenti ai settori manifatturiero, dei servizi (con esclusione del commercio) e delle costruzioni. I dati per l'indagine Istat sono tratti dalla rilevazione di fine trimestre; a giugno 2013 sono state introdotte alcune innovazioni metodologiche, riguardanti il campione e le tecniche di rilevazione, che rendono non direttamente confrontabile il dato con quello dei periodi precedenti. Per la Bank Lending Survey, cfr. figura A. – (2) Istat, indagini sulla fiducia delle imprese. – (3) Percentuale netta di imprese che riportano difficoltà di accesso al credito 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.

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



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

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

#### Il costo del credito continua a essere basso...

Il costo del credito è rimasto sostanzialmente invariato rispetto ad agosto, su livelli molto contenuti nel confronto storico, leggermente superiori a quelli minimi osservati nella scorsa primavera. Il tasso sui nuovi prestiti alle imprese si è collocato all'1,5 per cento in novembre (fig. 34.a); quello sui prestiti di ammontare inferiore al milione di euro, che approssima il costo del finanziamento per le aziende di minore dimensione, al 2,0 per cento (fig. 34.b); quello sugli importi oltre il milione di euro all'1,1 per cento. Il tasso sui nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è stato pari all'1,9 per cento. Nel confronto con il mese di maggio, prima del manifestarsi delle tensioni sul mercato dei titoli di Stato, il costo del nuovo credito alle imprese e alle famiglie è più elevato di circa un decimo di punto.

#### ...ma potrebbe salire se il più elevato livello dei rendimenti sovrani si mostrasse persistente

Rispetto a precedenti episodi di tensione finanziaria, la trasmissione dei più elevati costi della raccolta all'ingrosso osservati dalla scorsa estate ai tassi di interesse praticati a famiglie e imprese è stata finora rallentata da diversi fattori. In primo luogo da una più stabile composizione del passivo degli intermediari, che ricorrono in misura minore alle fonti di finanziamento caratterizzate da costo e disponibilità più reattivi alle condizioni sui mercati finanziari. In secondo luogo dalla più ampia patrimonializzazione del sistema bancario nel suo complesso. Infine potrebbero avere contribuito a moderare il meccanismo di trasmissione la maggiore concorrenza tra gli istituti di credito e l'incertezza sull'evoluzione futura dei rendimenti del mercato finanziario italiano (cfr. i parr. 2.8 e 2.9). Il costo del credito continuerebbe però a essere spinto gradualmente al rialzo se il più elevato livello dei rendimenti sovrani si dimostrasse persistente.

#### Il flusso dei nuovi crediti deteriorati resta su livelli molto contenuti...

Nel terzo trimestre del 2018 il flusso dei nuovi crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, è rimasto su valori molto contenuti (1,7 per cento; fig. 35). Il lieve aumento rilevato per i prestiti alle imprese (2,8 per cento, da 2,3 nel periodo precedente) è stato determinato dalla riclassificazione di una singola esposizione di importo particolarmente elevato. Il rapporto è sceso di un decimo di punto per i prestiti concessi alle famiglie (all'1,1 per cento).

L'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti erogati dai gruppi bancari significativi ha continuato a ridursi, sia al lordo sia al netto delle rettifiche, raggiungendo nel terzo trimestre del 2018 rispettivamente il 9,4 e il 4,5 per cento (da 9,7 e 4,7 nel periodo precedente). Alla diminuzione ha contribuito l'attuazione dei piani di cessione delle posizioni in sofferenza; il tasso di copertura delle esposizioni deteriorate si è mantenuto stabile rispetto al trimestre precedente (al 54,5 per cento).

#### ...e la redditività aumenta

Nei primi nove mesi del 2018 il risultato di gestione dei gruppi classificati come significativi è cresciuto del 21 per cento sul corrispondente periodo dell'anno precedente. L'aumento del margine di intermediazione (4,3 per cento) è da ricondurre alla crescita sia del margine di interesse (5,8 per cento) sia degli altri ricavi (2,9 per cento), che hanno beneficiato dell'incremento delle commissioni nette (3,0 per cento). La contrazione delle spese per il personale si è riflessa nella riduzione dei costi operativi (-3,5 per cento), la cui incidenza sul margine di intermediazione è scesa di oltre due punti percentuali, al 63,4 per cento. Le rettifiche di valore su crediti sono diminuite del 41 per cento. Rispetto a settembre del 2017 il rendimento annualizzato del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE), valutato al netto dei proventi straordinari, è salito dal 4,4 per cento al 6,1 per cento.

#### Il grado di patrimonializzazione è rimasto invariato

Nel terzo trimestre dello scorso anno il grado di patrimonializzazione delle banche significative si è mantenuto stabile. A settembre il capitale di migliore qualità (*common equity tier 1*, CET1) era pari al 12,7 per cento delle attività ponderate per il rischio (*risk weighted assets*, RWA), come a giugno: l'effetto della riduzione delle riserve su titoli di Stato valutati al *fair value*, dovuta al calo delle loro quotazioni, è stato compensato dalla flessione degli RWA.

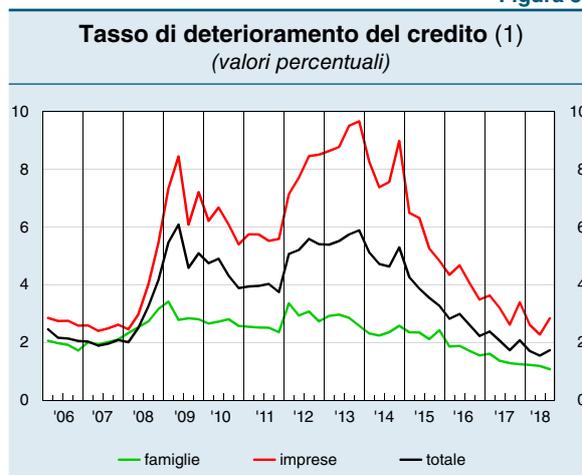
Il 7 gennaio il Governo ha approvato un decreto legge che introduce misure urgenti a sostegno di Banca Carige spa; quest'ultima, al fine di garantire la stabilità della raccolta a medio termine, si è attivata per chiedere il rilascio della garanzia statale sull'emissione di obbligazioni.

## 2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

Dalla metà di novembre i premi per il rischio sui titoli di Stato italiani sono scesi in misura sensibile anticipando il raggiungimento, lo scorso 18 dicembre, di un accordo tra il Governo italiano e la Commissione europea che ha evitato l'applicazione di una Procedura per i disavanzi eccessivi. Tuttavia le condizioni dei mercati finanziari restano più tese rispetto a quelle osservate prima dell'estate.

#### Il premio per il rischio sovrano si è significativamente ridotto nell'ultima parte del 2018

Tra la fine di settembre e la metà di novembre del 2018 il premio per il rischio sovrano, misurato dal differenziale tra i rendimenti dei titoli di Stato decennali italiani e di quelli tedeschi, è aumentato di circa 60 punti base collocandosi poco al di sotto dei 330 punti (fig. 36); ciò ha riflesso sia l'acuirsi dell'incertezza sulla manovra di bilancio italiana per il triennio 2019-2021 sia



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.

la diffusione di dati macroeconomici peggiori delle attese.

Successivamente il graduale allentamento delle incertezze sulla politica di bilancio italiana e il raggiungimento di un accordo con la Commissione europea (cfr. il par. 2.9) hanno favorito una marcata flessione del differenziale, che a metà gennaio è tornato sui livelli di fine settembre (262 punti base), 65 punti al di sotto del picco di metà novembre. Su tale dinamica ha in parte inciso la riduzione del rischio di ridenominazione del debito percepito dagli investitori, come desumibile dal calo di 24 punti base (tra la metà di novembre e la metà di gennaio) della differenza tra il premio sui credit default swap (CDS) sui titoli di Stato italiani disciplinati dal nuovo regolamento ISDA 2014 – che offre protezione anche da un'eventuale ridenominazione dei titoli in una valuta differente – e quello sui CDS stipulati in base al regolamento precedente (fig. 37). A metà gennaio i rendimenti sulla scadenza decennale si sono portati al 2,85 per cento, 76 e 29 punti base in meno nel confronto con i valori di metà novembre e di fine settembre, rispettivamente.

**Sono diminuite le quotazioni azionarie...**

Dalla fine di settembre dello scorso anno l'indice generale della borsa italiana è sceso del 6,9 per

cento, a fronte di un calo del 10,6 di quello delle principali società dell'area dell'euro (fig. 38). La volatilità desunta dai prezzi delle opzioni sull'indice azionario è rimasta su livelli elevati, simili a quelli osservati nel complesso dell'area.

**...ma sono migliorati i CDS bancari nell'ultima parte dell'anno**

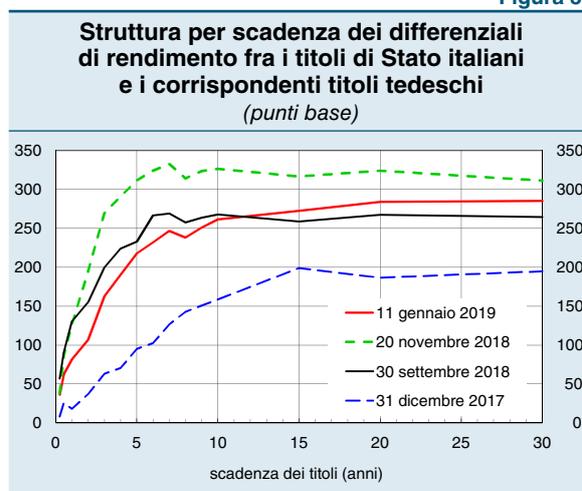
Anche le quotazioni delle aziende di credito, diminuite in media del 14,1 per cento dalla fine di settembre, hanno continuato a risentire dei segnali di peggioramento delle prospettive di crescita dell'economia italiana e internazionale. I premi sui CDS dei principali istituti bancari italiani hanno tuttavia beneficiato dell'allentamento

delle tensioni legate alla politica di bilancio; a metà gennaio i premi si sono ridotti di 40 punti base rispetto ai valori di metà novembre, dopo essere aumentati di 55 punti nella prima parte del quarto trimestre del 2018.

**I collocamenti obbligazionari netti di banche e imprese sono stati modesti...**

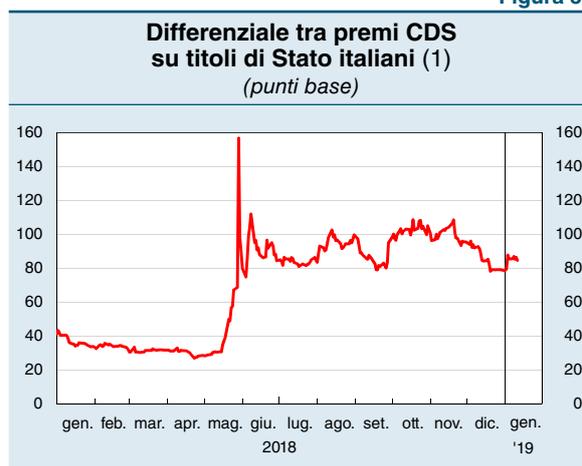
La scorsa estate le società non finanziarie italiane hanno effettuato collocamenti obbligazionari netti di modesta entità; le emissioni nette delle banche sono state lievemente positive, in presenza di una marcata flessione dei rimborsi (cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A8). Sulla base di dati preliminari

Figura 36



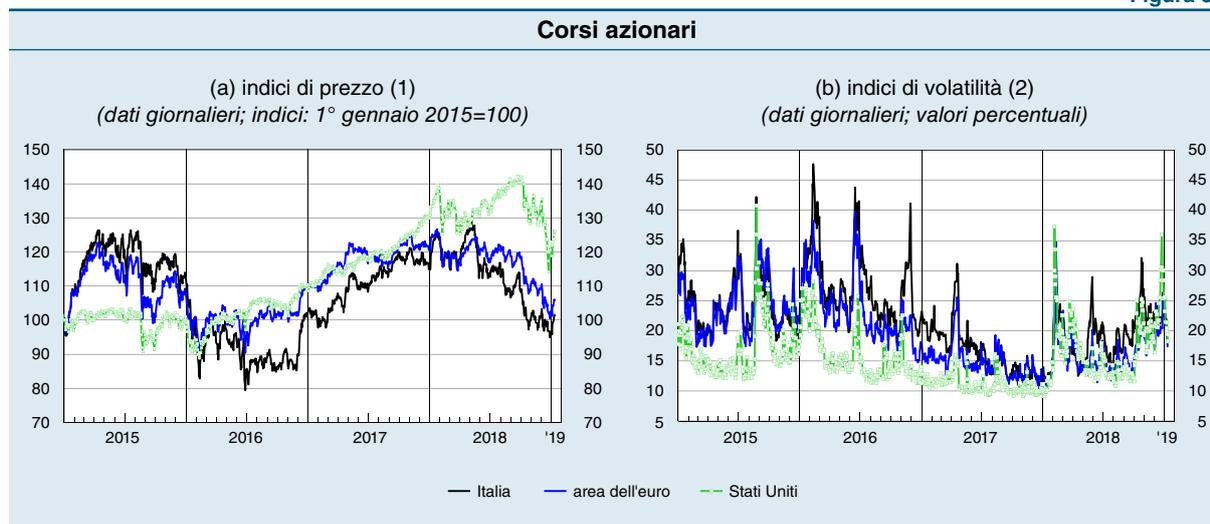
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Figura 37



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

(1) Differenza tra il premio sul contratto CDS ISDA 2014 a 5 anni sul debito sovrano italiano e quello sul CDS ISDA 2003 di pari scadenza. L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) ha definito le caratteristiche contrattuali dei CDS nel 2003 e nel 2014; il nuovo regolamento ISDA 2014 offre una maggiore protezione nel caso di ridenominazione del debito sottostante rispetto al precedente regolamento del 2003.



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

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

di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, nel quarto trimestre i collocamenti delle banche italiane sarebbero leggermente aumentati (da 3,8 a 4,8 miliardi di euro), mentre quelli delle società non finanziarie sarebbero significativamente diminuiti (da 12,3 a 1,1 miliardi di euro).

**...e si è registrato un deflusso netto di risparmio dai fondi comuni**

Secondo i dati forniti da Assogestioni, nel terzo trimestre dello scorso anno si è verificato un deflusso netto di risparmio dai fondi comuni aperti di diritto italiano ed estero (-0,6 miliardi di euro, contro 1,1 miliardi nel secondo trimestre del 2018). Il deflusso, in parte legato al deterioramento delle condizioni del mercato dei titoli di Stato osservato a partire da maggio, ha

interessato principalmente il comparto obbligazionario (-5,8 miliardi) e, in misura più contenuta, quello monetario. La raccolta si è invece concentrata nei comparti azionario e bilanciato (per complessivi 4,4 miliardi).

## 2.9 LA FINANZA PUBBLICA

Le informazioni preliminari finora disponibili sono coerenti con una riduzione dell'indebitamento netto nel 2018 rispetto all'anno precedente; il rapporto tra il debito e il prodotto sarebbe invece lievemente aumentato.

Nelle valutazioni ufficiali la manovra di bilancio accresce il disavanzo degli anni 2019-2021 di oltre mezzo punto in media all'anno rispetto al suo valore tendenziale; l'indebitamento netto raggiungerebbe il 2,0 per cento del PIL nell'anno in corso, interrompendo il calo in atto dal 2014. La manovra approvata è significativamente diversa dalla versione inizialmente presentata dal Governo. Alla luce di tale revisione, la Commissione europea ha deciso di non avviare in questa fase una Procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti dell'Italia. Nel prossimo biennio l'indebitamento netto programmato dal Governo diminuirebbe nuovamente, risultando pari all'1,5 per cento del PIL nel 2021; escludendo il gettito delle cosiddette clausole di salvaguardia, nel prossimo biennio il disavanzo si collocherebbe intorno al 3 per cento del PIL.

**Secondo dati preliminari, l'indebitamento netto è sceso rispetto al 2017**

Il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni mobiliari nei primi undici mesi del 2018 è stato pari a 52,4 miliardi, inferiore di 20,7

rispetto al corrispondente periodo del 2017. Tenendo conto dei dati preliminari di dicembre e dei principali fattori di raccordo tra il fabbisogno e l'indebitamento netto (operazioni finanziarie e differenze cassa-competenza), si può valutare che nel 2018 quest'ultimo si sia collocato su un livello prossimo al 2 per cento del prodotto, in diminuzione dal 2,4 del 2017 (tav. 9).

Il fabbisogno del settore statale nel 2018 ammontava a 45,5 miliardi, inferiore di 6,6 rispetto a quello del 2017 (fig. 39).

In base alle stime dei conti trimestrali diffuse dall'Istat, nei primi nove mesi del 2018 l'indebitamento netto si è collocato all'1,9 per cento del prodotto, in miglioramento di circa 0,7 punti percentuali rispetto allo stesso periodo del 2017.

**Il rapporto tra il debito e il PIL sarebbe lievemente aumentato**

Alla fine di novembre il debito delle Amministrazioni pubbliche ammontava a 2.345,3 miliardi, 63,1 in più nel confronto con il 2017.

Sulla base dei dati preliminari di dicembre, si stima che nel 2018 il rapporto tra il debito e il PIL sia lievemente aumentato, riflettendo sostanzialmente l'incremento delle disponibilità liquide del Tesoro (0,3 punti percentuali del prodotto).

Nel 2018 il rendimento medio all'emissione è cresciuto di circa 40 punti base rispetto all'anno precedente. Alla fine di settembre dello scorso anno l'onere medio del debito era pari al 2,8 per cento, contro il 3,0 osservato alla fine del 2017 (fig. 40). La vita media residua si era lievemente ridotta, collocandosi a 7,2 anni alla fine di novembre (7,4 alla fine del 2017).

**Il Governo ha presentato la manovra in ottobre**

Con la manovra presentata al Parlamento nel mese di ottobre il Governo accresceva il disavanzo, rispetto ai suoi valori tendenziali, in media di 1,3 punti percentuali del PIL all'anno nel triennio 2019-2021, disattivando le clausole di salvaguardia per l'anno in corso e riducendo, seppure di poco, il loro importo

nel prossimo biennio. Nei programmi del Governo l'indebitamento netto del 2019 si sarebbe collocato al 2,4 per cento del prodotto, valore superiore di 1,2 punti percentuali nel confronto con il

Tavola 9

**Consuntivi e obiettivi ufficiali dei principali indicatori di finanza pubblica (1)**  
(percentuali del PIL)

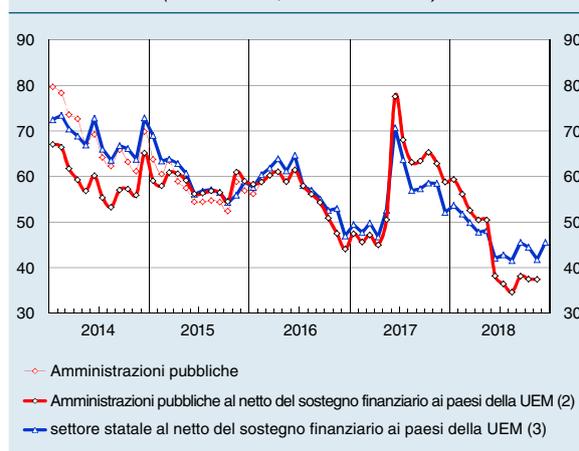
VOCI	2016	2017	2018	2019
Indebitamento netto	2,5	2,4	1,9	2,0
Avanzo primario	1,4	1,4	1,8	1,7
Spesa per interessi	3,9	3,8	3,7	3,7
Debito	131,4	131,2	131,7	130,7

Fonte: Istat, per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, per gli anni 2016-17; Ministero dell'Economia e delle finanze, *Aggiornamento del quadro macroeconomico e di finanza pubblica*, dicembre 2018, per gli anni 2018-19.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti.

Figura 39

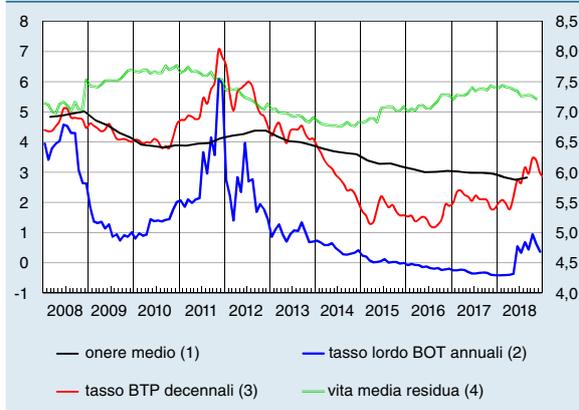
**Fabbisogno cumulato degli ultimi 12 mesi (1)**  
(dati mensili; miliardi di euro)



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

Figura 40

**Tasso medio lordo sui BOT annuali, rendimento lordo dei BTP decennali, onere medio e vita media residua del debito**  
(valori percentuali e anni)



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

quadro tendenziale di ottobre e di oltre mezzo punto percentuale rispetto al valore allora indicato nelle stime ufficiali per il 2018; il peggioramento del saldo strutturale sarebbe stato pari a 0,8 punti percentuali del PIL<sup>1</sup>. La manovra stanziava risorse per l'avvio del reddito di cittadinanza, per la revisione del sistema pensionistico e per maggiori investimenti pubblici.

**Dopo i rilievi della Commissione europea...**

In ottobre la Commissione europea, valutando il *Documento programmatico di bilancio 2019* dell'Italia, riscontrava una "inosservanza particolarmente grave"<sup>2</sup> delle regole del Patto di stabilità e crescita e invitava il Governo a rivedere la manovra di bilancio.

Secondo le stime della Commissione presentate all'inizio di novembre, il saldo strutturale sarebbe peggiorato di 1,2 punti percentuali nel 2019, invece di migliorare di 0,6 punti come richiesto dal Consiglio dell'UE a luglio. A fine novembre, dopo l'invio da parte dell'Italia di una versione rivista del *Documento programmatico di bilancio* nella quale si chiedevano margini di flessibilità per interventi di messa in sicurezza delle infrastrutture viarie e per la gestione dei rischi connessi con il dissesto idrogeologico, la Commissione confermava la sua valutazione e riteneva giustificato l'avvio di una Procedura per i disavanzi eccessivi per il mancato rispetto della regola del debito; tale valutazione veniva condivisa dal Comitato economico e finanziario (Economic and Financial Committee, EFC) dell'Unione europea.

**...è stato modificato l'obiettivo di disavanzo per il 2019**

Nel mese di dicembre il Governo con una lettera alla Commissione manifestava l'intenzione di ridurre il valore dell'obiettivo di disavanzo per il 2019, portandolo dal 2,4 al 2,0 per cento del PIL, e di introdurre di conseguenza modifiche alla manovra, tenendo conto anche del peggioramento del quadro macroeconomico.

In considerazione del nuovo quadro nelle valutazioni ufficiali il disavanzo tendenziale del 2019 veniva stimato pari all'1,4 per cento del PIL, contro l'1,2 inizialmente indicato dal Governo. Nelle valutazioni della Commissione gli interventi proposti, se approvati dal Parlamento entro la fine del 2018, avrebbero consentito di evitare l'apertura – in questa fase – della Procedura per i disavanzi eccessivi. Il Governo presentava quindi un emendamento al disegno di legge di bilancio.

**La manovra aumenta il disavanzo di oltre mezzo punto del PIL l'anno nel triennio 2019-2021**

Alla fine di dicembre veniva approvata dal Parlamento una manovra coerente con l'obiettivo di bilancio per il 2019 concordato con la Commissione europea (2,0 per cento del PIL). La manovra accresce il disavanzo, rispetto ai suoi valori tendenziali, in media di oltre mezzo punto percentuale del prodotto all'anno nel triennio 2019-2021, disattivando le clausole di

<sup>1</sup> Per commenti dettagliati, cfr. *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2019-2021*, testimonianza del Vice Direttore generale della Banca d'Italia L.F. Signorini, Camera dei deputati, Roma, 9 novembre 2018.  
<sup>2</sup> Commissione europea, *Parere della Commissione europea del 23.10.2018 sul documento programmatico di bilancio dell'Italia con contestuale richiesta all'Italia di presentare un Documento programmatico di bilancio riveduto*, C(2018) 7510 final, 2018.

salvaguardia per l'anno in corso ma ampliando in misura significativa il loro importo nel prossimo biennio.

Nel nuovo quadro programmatico del Governo il disavanzo strutturale del 2019 aumenta, sebbene in misura minore rispetto a quanto inizialmente programmato (0,2 punti percentuali del PIL contro 0,8); al netto delle spese di natura eccezionale, a fronte delle quali il Governo ha chiesto il riconoscimento di margini di flessibilità alla Commissione europea, resterebbe sostanzialmente invariato rispetto allo scorso anno. Il Governo pianifica dismissioni per un punto percentuale del prodotto, grazie alle quali il peso del debito diminuirebbe dal 131,7 per cento atteso per il 2018 al 130,7 nell'anno corrente.

Rispetto a quanto prefigurato a ottobre, la manovra approvata prevede per il 2019 un ridimensionamento del fondo per il reddito di cittadinanza e di quello per gli interventi in materia pensionistica: complessivamente la riduzione sarebbe pari a 4,6 miliardi (circa lo 0,25 per cento del prodotto), a fronte di una spesa inizialmente programmata di 13,5 miliardi (quasi lo 0,75 per cento del PIL).

Nelle valutazioni ufficiali l'indebitamento netto scenderebbe nel biennio 2020-21 rispettivamente all'1,8 e all'1,5 per cento del PIL; escludendo il gettito delle cosiddette clausole di salvaguardia, il disavanzo si collocherebbe intorno al 3 per cento del prodotto in entrambi gli anni. Tali clausole erano già previste dalla legislazione precedente, con un gettito atteso di 19,2 miliardi nel 2020 e di 19,6 nel 2021. Il disegno di legge di bilancio presentato a ottobre prefigurava un ridimensionamento delle clausole, con riduzione del gettito a 13,7 e 15,6 miliardi, rispettivamente. La manovra approvata dal Parlamento lo scorso dicembre ne amplia invece la dimensione: nelle stime ufficiali il gettito attualmente atteso dalla clausole di salvaguardia è pari a circa 23 miliardi nel 2020 e a circa 29 nel 2021 (ossia rispettivamente all'1,2 e all'1,5 per cento del prodotto).

Nei programmi del Governo il debito diminuirebbe ancora nel biennio 2020-21, raggiungendo il 128,2 per cento del PIL.

## 2.10 LE PROSPETTIVE

Le proiezioni per l'economia italiana presentate in questo Bollettino aggiornano il quadro predisposto nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema<sup>3</sup>, che era stato formulato sulla base delle informazioni disponibili al 27 novembre. Da allora sono stati diffusi dati congiunturali sul commercio internazionale, sull'attività economica e sulle opinioni delle imprese in Italia e nell'area dell'euro, che nel complesso configurano un'evoluzione dell'economia globale e di quella italiana meno favorevole rispetto a quanto suggerito dalle informazioni disponibili a fine novembre. Il Governo ha inoltre ridefinito la dimensione dell'espansione di bilancio prefigurata per l'anno in corso con la manovra di finanza pubblica (cfr. il par. 2.9); a tale ridefinizione si è accompagnata una riduzione dei rendimenti sovrani, di circa 75 punti base rispetto ai massimi di fine novembre per i titoli a scadenza decennale.

**Le proiezioni  
incorporano  
un rallentamento  
del commercio globale**

Lo scenario qui presentato ipotizza andamenti degli scambi internazionali che riflettono le tensioni commerciali, le più modeste prospettive di crescita dell'economia cinese e l'andamento meno favorevole degli ordini esteri delle imprese (cfr. il par. 2.4). Si assume una crescita della domanda estera dell'Italia, ponderata per i mercati di destinazione, poco al di sopra del 3 per cento nel 2019 e attorno al 3,5 in media in ciascuno dei successivi due anni; tali proiezioni risultano

<sup>3</sup> Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Proiezioni macroeconomiche per l'Italia*, 14 dicembre 2018.

complessivamente inferiori di circa due punti percentuali (di cui 1,4 nel 2019) rispetto a quanto ipotizzato nell'esercizio previsivo di luglio (cfr. *Bollettino economico*, 3, 2018). L'incertezza sulle prospettive di medio termine dell'economia globale rimane molto elevata.

**Le condizioni monetarie rimangono accomodanti, ma la volatilità finanziaria è elevata**

Lo scenario presuppone che le condizioni monetarie si mantengano molto accomodanti, coerentemente con gli orientamenti manifestati dal Consiglio direttivo della BCE nella riunione di dicembre; sulla base di quanto attualmente atteso dai mercati finanziari i tassi a breve termine, negativi quest'anno e il prossimo, salirebbero nel 2021 allo 0,1 per cento.

Nelle ultime settimane, con il parziale rientro dell'incertezza legata alla discussione con la Commissione europea sui saldi di bilancio per i prossimi anni, sono diminuiti i premi per il rischio sui rendimenti dei titoli di Stato italiani, pur restando superiori a quelli medi osservati nel biennio 2016-17. Secondo le attese desumibili dalle quotazioni di mercato nelle dieci giornate lavorative terminanti l'11 gennaio, i tassi di interesse sui titoli di Stato italiani a scadenza decennale sarebbero pari al 3,2 per cento nella media di quest'anno e aumenterebbero lievemente nel prossimo biennio (cfr. il riquadro: *Le ipotesi sottostanti allo scenario macroeconomico*). Il rialzo dei rendimenti sovrani si trasmetterebbe gradualmente alle condizioni di finanziamento del settore privato. Il costo medio del credito alle imprese salirebbe di circa 100 punti base nel triennio.

#### LE IPOTESI SOTTOSTANTI ALLO SCENARIO MACROECONOMICO

Il quadro macroeconomico per l'economia italiana, elaborato dagli esperti della Banca d'Italia nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema, viene pubblicato all'inizio dei mesi di giugno e di dicembre simultaneamente alla diffusione delle proiezioni per l'area dell'euro<sup>1</sup>. Le proiezioni per l'Italia qui presentate aggiornano quelle basate sui dati disponibili fino alla data del 27 novembre e fanno seguito alla pubblicazione di informazioni più recenti, tra le quali i nuovi dati di contabilità nazionale diffusi dall'Istat lo scorso 30 novembre, successivamente alla data di chiusura del precedente esercizio di proiezione. Anche le ipotesi tecniche sono state riviste, alla luce degli andamenti delle variabili esogene alla data dell'11 gennaio.

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

- a) la domanda estera ponderata per i mercati di destinazione delle nostre esportazioni cresce in media del 3,4 per cento nel triennio 2019-2021;
- b) il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro, pari in media a 1,18 nel 2018, si colloca a 1,15 nel triennio 2019-2021<sup>2</sup>;
- c) il prezzo del greggio (qualità Brent), pari a 72 dollari al barile nella media del 2018, scende a 58 nel 2019 per risalire leggermente fino a 59 nel 2021 (alla data dell'11 gennaio era pari a 58,9);
- d) il tasso di interesse a tre mesi sul mercato interbancario (Euribor), pari a -0,3 per cento quest'anno, risale allo 0,1 nella media del 2021;

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

<sup>2</sup> Le ipotesi tecniche su tassi di interesse, tasso di cambio e prezzo del petrolio sono calcolate sulla base delle quotazioni, a pronti e a termine, osservate sui mercati nelle dieci giornate lavorative fino all'11 gennaio.

e) il tasso di interesse sui buoni del Tesoro poliennali (BTP) a dieci anni, pari al 2,6 per cento nel 2018, aumenta al 3,2 per cento nel 2019, al 3,5 nel 2020 e al 3,8 nel 2021, in linea con i valori dei tassi a termine impliciti nella struttura per scadenza dei rendimenti dei titoli di Stato;

f) lo scenario tiene conto delle misure delineate nella manovra economica per il 2019. Come in occasione dei precedenti esercizi di proiezione macroeconomica, si assume che le clausole di salvaguardia relative all'incremento delle aliquote IVA e delle accise nel biennio 2020-21 non vengano attivate. Coerentemente con i principi guida sottostanti alle previsioni dell'Eurosistema, che non consentono di tenere conto di interventi non ancora definiti con un sufficiente grado di dettaglio, il quadro macroeconomico non incorpora misure alternative di recupero del mancato gettito.

Tavola

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

VOCI	2018	2019	2020	2021
Domanda estera potenziale	3,6	3,1	3,5	3,5
Dollaro/euro (1)	1,18	1,15	1,15	1,15
Cambio effettivo nominale (2)	-1,1	0,8	0,0	0,0
Prezzo del greggio (1) (3)	71,8	58,2	58,9	59,4
Tasso Euribor a 3 mesi (1)	-0,3	-0,3	-0,1	0,1
Tasso BOT a 1 anno (1)	0,1	0,4	0,6	0,9
Tasso BTP a 10 anni (1)	2,6	3,2	3,5	3,8

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

Le ipotesi alla base dello scenario tengono conto della manovra di finanza pubblica approvata a fine dicembre. Ai diversi interventi programmati dal Governo sono associati effetti sull'attività economica coerenti con le regolarità storiche stimate con il modello econometrico della Banca d'Italia; rispetto a queste si è tuttavia ipotizzato che i trasferimenti interessino famiglie con propensione al consumo più elevata della media (cfr. il riquadro: *Effetti sulle proiezioni di variazioni delle ipotesi*).

### EFFETTI SULLE PROIEZIONI DI VARIAZIONI DELLE IPOTESI

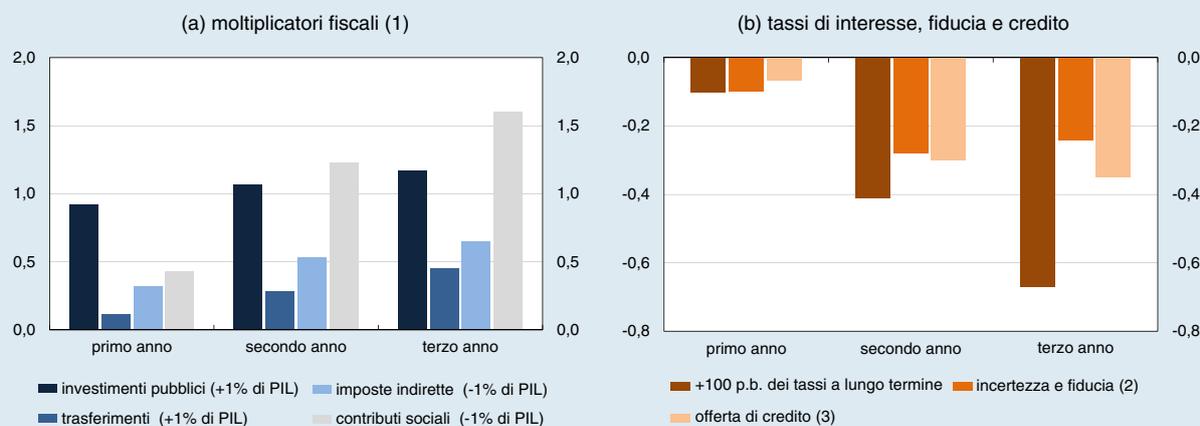
Le proiezioni presentate in questo Bollettino si basano su ipotesi tecniche relative al contesto esterno, agli andamenti delle variabili finanziarie, alle politiche economiche, alla fiducia di famiglie e imprese. Per i tassi di interesse, i premi al rischio, i prezzi del petrolio e i cambi, si tiene conto delle attese incorporate nelle quotazioni dei mercati finanziari; per le misure di politica economica, dei provvedimenti già approvati o definiti con sufficiente grado di dettaglio; per lo stato della fiducia e le condizioni di offerta del credito, delle informazioni tratte dalle indagini. Nell'attuale contesto queste ipotesi devono essere valutate con particolare cautela, in considerazione dell'ampia incertezza che le circonda, ma anche del fatto che gli andamenti di tali variabili non sono tra loro indipendenti; la loro evoluzione congiunta, soprattutto in fasi cicliche caratterizzate da elevata volatilità e incertezza, può amplificarne o attenuarne l'impatto sull'attività economica.

Un'analisi degli effetti sulle proiezioni di crescita di variazioni delle ipotesi relative alla composizione della politica di bilancio, alle condizioni dei mercati finanziari e del credito, e alla fiducia delle imprese può essere ricavata mediante simulazioni condotte con il modello econometrico della Banca d'Italia<sup>1</sup>. I risultati degli esercizi sono riportati nella figura.

<sup>1</sup> G. Bulligan, F. Busetti, M. Caivano, P. Cova, D. Fantino, A. Locarno e L. Rodano, *The Bank of Italy econometric model: an update of the main equations and model elasticities*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1130, 2017.

### Effetti sul PIL di shock alternativi

(deviazioni percentuali del prodotto rispetto alla simulazione di base)



(1) Effetti sul livello del PIL di interventi alternativi di aumenti di spesa o di riduzione di entrate di entità pari all'1 per cento del PIL. – (2) Aumento dell'incertezza e caduta dell'indice del clima di fiducia pari a circa metà di quanto osservato nella crisi del 2008-09; shock temporaneo della durata di due anni. – (3) Shock all'offerta di credito, pari a circa metà di quanto osservato nella crisi del 2008-09.

L'impatto sull'attività economica di una manovra di bilancio dipende in misura rilevante dalla sua composizione e dai dettagli delle singole misure. Nel pannello (a) della figura sono riportate le variazioni del PIL tipicamente associate a interventi di bilancio che comportano aumenti di spese o riduzioni di entrate pubbliche di entità pari all'1 per cento di PIL (moltiplicatori)<sup>2</sup>.

Tra gli interventi che determinano un incremento di spesa, un impatto più elevato sul prodotto è associato agli investimenti pubblici, il cui moltiplicatore è prossimo all'unità già dal primo anno; tale dimensione del moltiplicatore presuppone che essi siano attuati con procedure efficienti e celeri e contribuiscano efficacemente alla crescita della produttività dell'economia<sup>3</sup>.

I trasferimenti alle famiglie normalmente hanno un effetto meno intenso, con un moltiplicatore pari a poco meno di 0,5 dopo tre anni. Nelle proiezioni macroeconomiche presentate in questo Bollettino si è ipotizzato che i trasferimenti connessi con il reddito e le pensioni di cittadinanza interessino prevalentemente famiglie caratterizzate da una propensione al consumo elevata, che implicherebbe un moltiplicatore pari a circa 0,7 dopo tre anni. Il moltiplicatore potrebbe risultare superiore qualora le misure fossero definite in modo da essere dirette a nuclei familiari soggetti a stringenti vincoli di liquidità.

Tra gli interventi che comportano una diminuzione delle entrate, uno stimolo particolarmente elevato, anche se graduale, si può ottenere con misure volte ad abbassare il cuneo contributivo a carico delle imprese sul costo del lavoro, che favoriscono la competitività all'esportazione e

<sup>2</sup> Le stime dei moltiplicatori qui riportate presuppongono che il disegno e le modalità di attuazione degli interventi siano simili a quanto osservato in media in passato e non contengano elementi specifici in grado, occasionalmente, di rafforzarne o indebolirne l'impatto.

<sup>3</sup> *Investimenti pubblici per lo sviluppo dell'economia*, intervento del Governatore della Banca d'Italia I. Visco, 64° Convegno di Studi Amministrativi, Varenna, 22 settembre 2018; cfr. anche: F. Busetti, C. Giorgiantonio, G. Ivaldi, S. Mocetti, A. Notarpietro e P. Tommasino, *Capitale e investimenti pubblici in Italia: misurazione, effetti macroeconomici, criticità procedurali*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

sostengono i redditi reali delle famiglie; ne deriverebbe un moltiplicatore superiore all'unità dopo due anni. Una riduzione delle imposte indirette ha invece un impatto più contenuto, con un moltiplicatore di poco superiore a 0,5 dopo tre anni.

Agli effetti di un'espansione o di una restrizione fiscale possono tuttavia associarsi, in alcuni casi compensandoli ampiamente, quelli di variazioni nelle condizioni finanziarie, nella fiducia delle imprese o nelle condizioni del credito, che potrebbero essere indotte da modifiche nell'orientamento delle politiche economiche. Nel pannello (b) della figura si considerano gli effetti sul PIL di: (a) una crescita di 100 punti base dei premi per il rischio sui rendimenti dei titoli di Stato a medio e a lungo termine; (b) un aumento dell'incertezza economica e un peggioramento della fiducia delle imprese, di entità pari a circa la metà di quelli – particolarmente marcati – registrati nel corso della crisi finanziaria globale sulla base dei principali indici; (c) una restrizione quantitativa dell'offerta di prestiti bancari (razionamento del credito) pari alla metà di quella stimata per la crisi del 2008-09, misurata sulla base della *Bank Lending Survey*<sup>4</sup>.

In ciascuno di questi tre casi gli effetti negativi sul prodotto derivano principalmente da una compressione della spesa per gli investimenti privati e risultano crescenti nel tempo. Nella prima simulazione, l'incremento dei premi per il rischio si trasmette al costo del capitale delle imprese – che riducono i piani d'investimento – e innalza la propensione al risparmio delle famiglie; ne discende una contrazione del PIL pari complessivamente a circa sette decimi di punto percentuale dopo tre anni. Nella seconda simulazione, il deterioramento del clima di fiducia e l'aumento dell'incertezza sulle prospettive di crescita inducono una maggiore cautela nelle decisioni di investimento delle imprese, sottraendo quasi tre decimi di punto di prodotto nell'arco di un triennio. Nel terzo caso, le restrizioni nell'erogazione del credito si traducono in una caduta dell'investimento privato, con una diminuzione del PIL complessivamente pari a oltre tre decimi di punto percentuale<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> L'impatto macroeconomico dell'incertezza e delle condizioni di credito è ottenuto sulla base delle stime dell'equazione degli investimenti del modello econometrico della Banca d'Italia; cfr. F. Busetti, C. Giordano e G. Zevi, *The drivers of Italy's investment slump during the double recession*, "Italian Economic Journal", 2, 2, 2016, pp. 143-165. Queste simulazioni non ipotizzano quindi ripercussioni dirette sui consumi derivanti da un calo della fiducia delle famiglie.

<sup>5</sup> In queste simulazioni l'effetto sull'attività economica di ciascun fattore è valutato separatamente dagli altri. È possibile tuttavia che interdipendenze e non linearità, di cui in questi esercizi non si tiene conto, amplifichino gli effetti complessivi dei fattori stessi.

**In questo scenario  
la crescita prosegue  
a ritmi modesti**

Sulla base di queste ipotesi e degli andamenti congiunturali più recenti, la proiezione centrale della crescita del PIL è pari allo 0,6 per cento nel 2019 e allo 0,9 e all'1,0 per cento nel 2020 e nel 2021, rispettivamente<sup>4</sup> (tav. 10 e figg. 41 e 42); la dispersione della distribuzione di probabilità attorno a questi valori è nelle attuali condizioni particolarmente ampia.

I consumi delle famiglie si espanderebbero in linea con il prodotto e il reddito disponibile, beneficiando delle misure di sostegno incluse nella manovra di bilancio. Pur in presenza di condizioni monetarie ancora accomodanti, nel triennio 2019-2021 gli investimenti risentirebbero dell'incremento dei costi di finanziamento e del deterioramento della fiducia delle imprese, connessi anche con le peggiori prospettive del commercio internazionale. Alla decelerazione della componente in beni strumentali contribuirebbe inoltre la rimodulazione degli incentivi fiscali, inferiori rispetto a quelli del triennio precedente. La spesa in costruzioni crescerebbe a ritmi moderati, sostenuta dal graduale rafforzamento del mercato immobiliare e dall'apporto degli investimenti

<sup>4</sup> Proiezioni su dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative.

Tavola 10

Scenario macroeconomico (variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)				
VOCI	2018	2019	2020	2021
PIL (1)	0,9	0,6	0,9	1,0
Consumi delle famiglie	0,6	0,6	1,0	0,9
Consumi collettivi	0,2	0,3	0,0	-0,2
Investimenti fissi lordi	3,8	0,6	0,2	0,8
di cui: investimenti in beni strumentali	5,2	-0,3	-1,2	0,5
Esportazioni totali	0,8	3,0	3,3	3,5
Importazioni totali	1,7	2,8	2,5	2,5
Variazione delle scorte (2)	0,1	-0,1	0,0	0,0
per memoria: PIL (3)	1,0	0,6	1,0	1,0
Prezzi (IPCA)	1,2	1,0	1,3	1,6
IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici	0,6	0,8	1,2	1,5
Occupazione (unità standard) (4)	0,6	0,4	0,6	0,7
Tasso di disoccupazione (5)	10,5	10,3	10,3	10,0
Competitività all'export (6)	-1,1	1,7	0,9	0,3
Saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti (7)	2,5	2,8	2,8	2,9

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

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

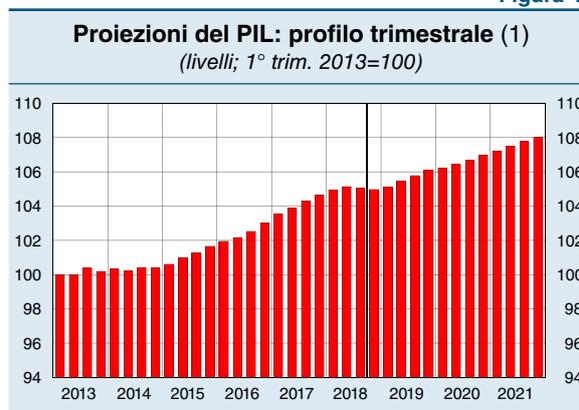
pubblici. Il rapporto tra gli investimenti in beni strumentali e il PIL, riportatosi lo scorso anno in prossimità dei valori antecedenti alla doppia recessione, non aumenterebbe ulteriormente; per la componente in costruzioni nel 2021 tale rapporto sarebbe più basso di circa 3,5 punti percentuali ai livelli pre-crisi (fig. 43).

Le vendite all'estero, dopo la battuta d'arresto registrata nei primi mesi del 2018, in parte connessa con gli effetti ritardati dell'apprezzamento del cambio nel corso del 2017, tornerebbero a espandersi a ritmi moderati, prossimi a quelli della domanda estera. La dinamica delle importazioni sarebbe leggermente meno sostenuta, risentendo in parte del rallentamento della domanda interna. L'avanzo di conto corrente della bilancia dei pagamenti si manterrebbe stabilmente al di sopra del 2,5 per cento del PIL (fig. 44).

### L'inflazione sale gradualmente

L'inflazione, misurata con l'indice armonizzato dei prezzi al consumo, sarebbe pari all'1,0 per cento nel 2019, lievemente inferiore allo scorso anno (fig. 45). Salirebbe in media all'1,5 per cento nel biennio successivo, sospinta soprattutto dalla dinamica della componente di fondo. Vi contribuirebbe principalmente l'accelerazione delle retribuzioni private, sostenuta dal graduale miglioramento delle attese di inflazione incorporate nei nuovi contratti. I margini di profitto del settore privato aumenterebbero complessivamente di circa mezzo punto percentuale nel triennio 2019-2021.

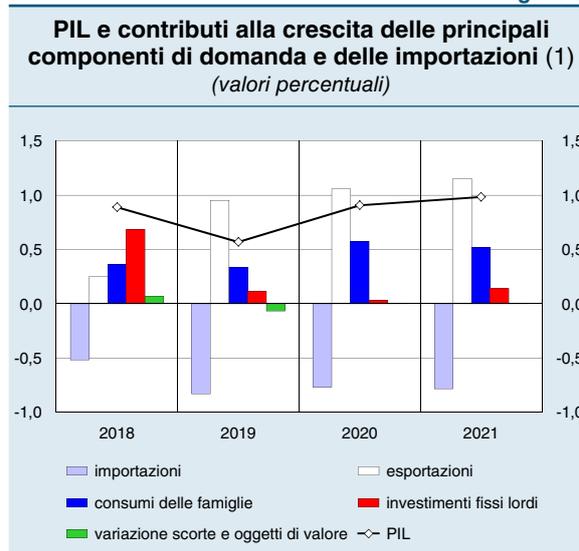
Figura 41



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

(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. Dati storici fino al 3° trimestre del 2018; proiezioni per i trimestri successivi.

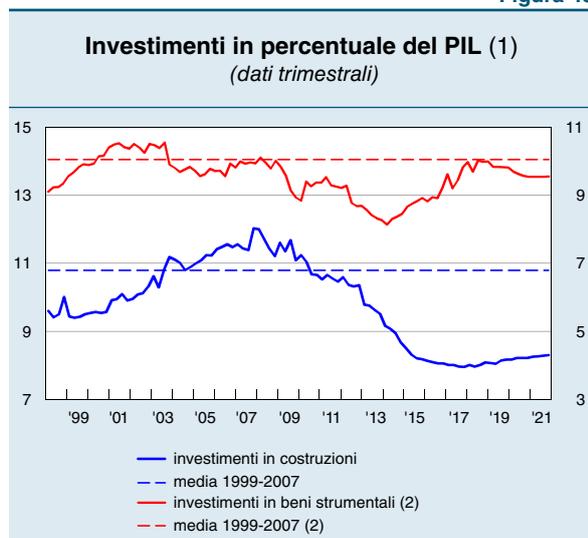
Figura 42



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

(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative.

Figura 43



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.  
(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. – (2) Scala di destra.

**Le proiezioni di crescita sono riviste al ribasso**

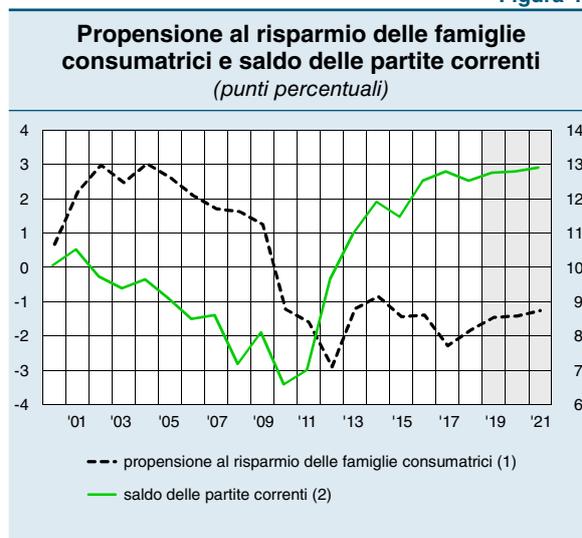
Le proiezioni di crescita del PIL sono inferiori a quelle basate sui dati di fine novembre per 0,4 punti percentuali nel 2019, per 0,2 nel 2020. Quelle di inflazione sono inferiori alle stime precedenti in media di 0,2 punti percentuali nel biennio 2019-2020, riflettendo principalmente i più bassi corsi petroliferi; per il 2021 sono pressoché invariate.

La minore crescita del prodotto nel 2019 è in larga misura riconducibile alle nuove informazioni disponibili (fig. 46), che indicano un più accentuato rallentamento congiunturale (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel quarto trimestre del 2018*), una minore domanda estera e un ridimensionamento dei piani di investimento, indicato anche dal sondaggio trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita, condotto a dicembre (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese italiane nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*). Lo stimolo favorevole associato ai più bassi tassi di interesse a lungo termine, dopo l'accordo raggiunto con la Commissione europea, compensa invece ampiamente gli effetti diretti della revisione della manovra di bilancio (cfr. il riquadro: *Effetti sulle proiezioni di variazioni delle ipotesi*).

**I rischi per la crescita restano al ribasso**

I rischi rispetto a queste proiezioni sono al ribasso (fig. 47). Quelli di origine internazionale rispecchiano le tensioni sulle politiche commerciali, che oltre a frenare l'attività economica mondiale potrebbero alimentare nuovi episodi di volatilità finanziaria e tradursi in un più accentuato deterioramento delle aspettative delle imprese. Sul piano interno, nuovi rialzi dei tassi di interesse sui titoli pubblici, una più rapida trasmissione

Figura 44



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

Figura 45

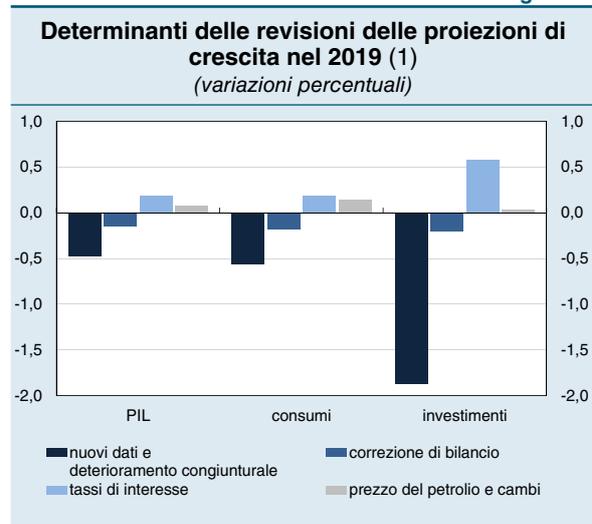


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.

dei loro attuali livelli alle condizioni di finanziamento del settore privato o un più marcato deterioramento della propensione all'investimento delle imprese metterebbero a rischio la prosecuzione dell'espansione. Per contro, ritmi di crescita più sostenuti di quelli prefigurati in questo scenario potrebbero essere conseguiti nel medio termine se si riducessero ancora gli spread sovrani.

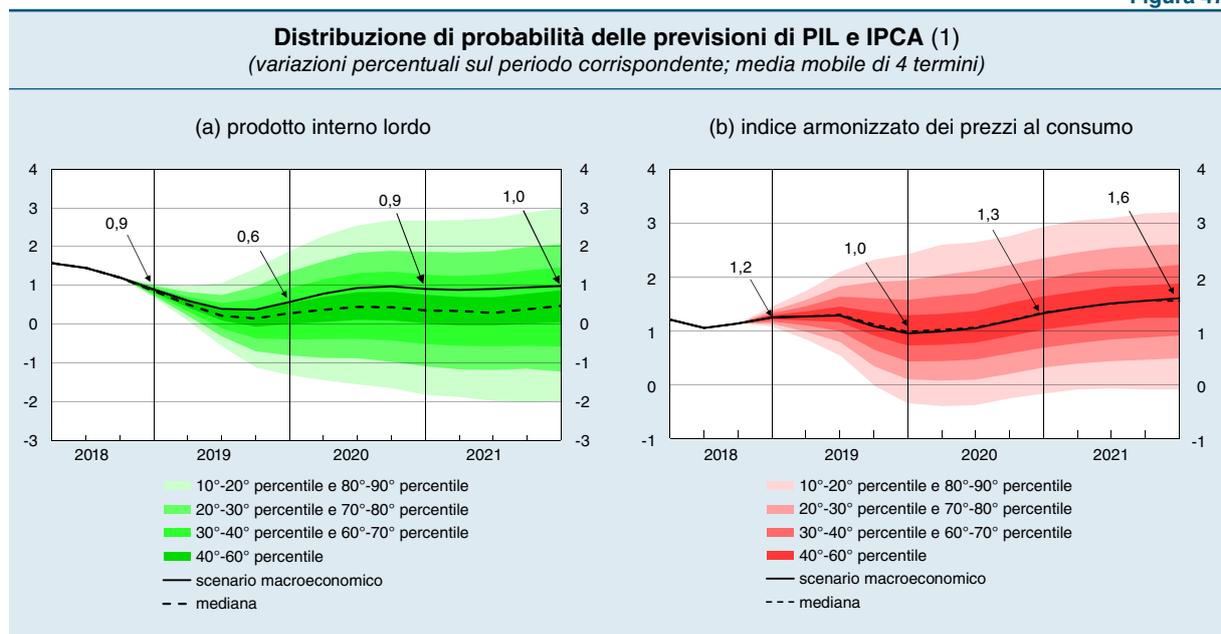
Per l'inflazione i rischi al rialzo derivanti da pressioni connesse con gli aumenti delle quotazioni delle materie prime energetiche sono compensati dagli effetti di un possibile indebolimento dell'attività economica interna e internazionale e dall'eventualità che, in un contesto di domanda relativamente debole, la trasmissione ai prezzi degli incrementi salariali fin qui osservati sia più lenta che in analoghi episodi verificatisi in passato.

Figura 46



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.  
(1) Revisioni delle proiezioni di crescita di PIL, consumi e investimenti rispetto al quadro basato sui dati di fine novembre. Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative.

Figura 47



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



## **DOCUMENTAZIONE STATISTICA**

Informazioni più estese sono contenute nell'Appendice statistica del Bollettino Economico disponibile sul sito internet [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it).



## INDICE

A1	Indicatori di competitività di prezzo basati sui prezzi alla produzione di manufatti	<b>53</b>
A2	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	<b>55</b>
A3	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	<b>56</b>
A4	Prezzi al consumo: Italia, area dell'euro e principali paesi	<b>57</b>
A5	Posizione patrimoniale dell'Italia verso l'estero: consistenze e raccordo con i flussi del conto finanziario della bilancia dei pagamenti	<b>58</b>
A6	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	<b>59</b>
A7	Prestiti delle IFM corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni: Italia e area dell'euro	<b>60</b>
A8	Emissioni nette di obbligazioni: Italia e area dell'euro	<b>61</b>
A9	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche italiane	<b>62</b>
A10	Debito delle Amministrazioni pubbliche italiane	<b>63</b>



## Indicatori di competitività di prezzo basati sui prezzi alla produzione di manufatti (1)

(dati medi nel periodo; indici: 1999=100)

PERIODO	Belgio	Canada	Cina	Corea del Sud	Francia	Germania
2012	115,8	121,9	92,6	92,8	93,8	87,7
2013	118,0	118,9	95,9	95,1	95,5	89,9
2014	116,4	113,8	95,7	99,0	95,6	91,0
2015	107,2	106,3	101,9	97,6	92,0	88,7
2016	106,8	105,0	97,1	94,1	92,4	90,8
2017	113,0	106,4	97,3	97,4	91,9	90,4
2017 – 1° trim.	111,2	106,3	97,1	98,5	90,7	88,6
2° trim.	111,2	104,2	95,6	97,9	91,3	89,8
3° trim.	113,5	107,9	97,3	95,3	92,8	92,0
4° trim.	116,0	107,3	99,1	97,9	92,8	91,3
2018 – 1° trim.	117,4	106,8	100,6	97,6	93,2	91,8
2° trim.	118,0	106,2	100,7	97,9	92,8	90,9
3° trim.	119,1	105,6	96,2	97,7	93,1	91,2
2017 – gen.	111,3	106,7	97,5	96,6	91,0	88,8
feb.	111,4	107,1	97,0	99,2	90,6	88,4
mar.	111,0	105,2	96,9	99,6	90,6	88,6
apr.	111,3	104,8	95,7	98,6	90,6	88,6
mag.	111,3	103,6	95,2	98,5	91,4	90,0
giu.	111,1	104,3	95,8	96,7	91,7	90,8
lug.	111,9	107,3	95,9	96,0	92,4	91,8
ago.	113,8	107,5	97,0	94,9	93,0	92,3
set.	114,8	109,0	98,9	94,9	93,1	92,0
ott.	115,4	107,6	99,1	95,9	92,6	91,5
nov.	116,2	107,3	99,1	98,4	92,8	91,2
dic.	116,3	106,9	99,1	99,3	92,9	91,3
2018 – gen.	117,3	108,7	100,2	98,7	93,1	91,6
feb.	117,4	106,9	101,0	96,8	93,1	91,9
mar.	117,4	104,8	100,6	97,3	93,3	91,9
apr.	117,9	106,6	100,7	97,6	93,4	91,7
mag.	117,8	106,7	101,1	98,4	92,9	90,6
giu.	118,2	105,4	100,3	97,6	92,3	90,4
lug.	118,6	105,1	97,1	96,8	92,8	91,0
ago.	118,8	105,8	95,8	98,0	93,1	91,2
set.	120,0	105,7	95,6	98,4	93,3	91,5
ott.	120,0	106,0	94,9	97,6	92,8	90,6

(1) Nella tavola sono riportati gli indicatori di competitività calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti di 61 paesi. Per il metodo di calcolo cfr. A. Feletigh e C. Giordano, *Rethinking prices and markets underlying price-competitiveness indicators*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 447, 2018 e *Bilancio dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero*, Banca d'Italia, Statistiche, Metodi e fonti: note metodologiche, 20 dicembre 2018. Eventuali differenze tra i dati mensili, trimestrali e annuali dipendono da arrotondamenti.

continua

**Indicatori di competitività di prezzo basati sui prezzi alla produzione di manufatti (1)***(dati medi nel periodo; indici: 1999=100)*

PERIODO	Giappone	Italia	Paesi Bassi	Regno Unito	Spagna	Stati Uniti
2012	82,8	97,5	112,9	83,5	108,2	91,7
2013	68,2	99,6	115,1	82,7	110,1	93,2
2014	65,7	100,2	115,5	87,2	109,9	96,1
2015	63,1	97,4	109,4	91,2	107,0	105,3
2016	71,1	98,5	111,1	82,8	107,8	107,3
2017	67,1	98,4	112,9	78,9	109,1	106,1
2017 – 1° trim.	67,6	96,8	111,7	78,5	107,9	108,5
2° trim.	68,6	97,5	112,2	79,3	108,3	107,1
3° trim.	66,8	99,6	113,9	78,2	110,0	104,1
4° trim.	65,3	99,6	113,7	79,6	110,1	104,6
2018 – 1° trim.	66,0	99,8	114,2	80,6	110,7	102,0
2° trim.	66,0	99,0	114,3	81,2	110,6	104,9
3° trim.	66,7	99,5	115,2	80,2	110,8	107,7
2017 – gen.	67,2	97,1	111,7	78,5	108,1	109,6
feb.	67,8	96,5	111,6	79,0	107,9	108,0
mar.	67,8	96,7	111,9	78,0	107,8	107,8
apr.	69,4	96,7	111,5	79,6	107,5	107,6
mag.	67,9	97,7	112,5	80,0	108,6	107,2
giu.	68,4	98,2	112,6	78,3	108,8	106,4
lug.	66,9	99,2	113,3	78,5	109,7	105,0
ago.	67,5	100,0	114,1	77,2	110,2	103,9
set.	66,1	99,8	114,3	78,8	110,3	103,4
ott.	65,5	99,6	113,8	79,0	110,1	104,6
nov.	65,4	99,7	113,8	79,4	110,0	104,8
dic.	65,0	99,7	113,6	80,2	110,4	104,4
2018 – gen.	64,8	99,7	114,0	80,4	110,8	102,1
feb.	66,1	99,7	114,2	80,5	110,5	101,7
mar.	67,2	99,8	114,4	80,7	110,7	102,1
apr.	66,1	99,7	114,9	81,9	111,1	102,4
mag.	65,8	98,8	114,0	80,9	110,4	105,5
giu.	66,2	98,6	114,0	80,7	110,3	106,9
lug.	66,4	99,2	114,8	80,3	110,6	107,4
ago.	67,2	99,4	115,0	79,7	110,7	107,9
set.	66,6	99,8	115,9	80,7	111,0	108,0
ott.	66,8	99,0	115,2	81,4	110,5	109,0

(1) Nella tavola sono riportati gli indicatori di competitività calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti di 61 paesi. Per il metodo di calcolo cfr. A. Feletigh e C. Giordano, *Rethinking prices and markets underlying price-competitiveness indicators*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 447, 2018 e *Bilancio dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero*, Banca d'Italia, Statistiche, Metodi e fonti: note metodologiche, 20 dicembre 2018. Eventuali differenze tra i dati mensili, trimestrali e annuali dipendono da arrotondamenti.

**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		
<b>Totale industria al netto delle costruzioni</b>					
2014	1,0	0,9	-0,3	-1,2	0,1
2015	2,0	1,1	1,1	0,0	0,8
2016	-0,3	0,4	2,1	1,7	-0,8
2017	0,4	2,2	3,7	1,5	-1,7
2016 – 1° trim.	-0,5	0,4	3,1	2,7	-0,9
2° trim.	-0,4	-0,7	1,4	2,2	0,3
3° trim.	-0,9	0,6	2,2	1,7	-1,4
4° trim.	-0,4	2,5	3,7	1,3	-2,8
2017 – 1° trim.	0,5	2,2	2,4	0,2	-1,7
2° trim.	-0,2	3,1	4,4	1,3	-3,2
3° trim.	0,5	2,6	4,9	2,3	-2,0
4° trim.	0,3	1,2	4,1	2,9	-0,9
2018 – 1° trim.	-0,1	0,9	3,3	2,4	-1,0
2° trim.	1,4	-0,1	2,0	2,1	1,5
3° trim.	1,2	-2,4	0,1	2,6	3,7
<b>Servizi</b>					
2014	-0,1	0,5	0,8	0,4	-0,5
2015	0,4	-0,2	0,8	1,0	0,5
2016	-0,1	-0,6	1,0	1,5	0,5
2017	0,0	0,0	1,1	1,1	0,0
2016 – 1° trim.	-0,6	-1,2	0,9	2,2	0,6
2° trim.	-0,1	-0,9	1,1	2,0	0,8
3° trim.	0,0	-0,1	1,0	1,1	0,1
4° trim.	0,7	-0,2	0,9	1,1	0,9
2017 – 1° trim.	0,4	0,6	1,4	0,8	-0,2
2° trim.	-0,5	0,1	1,1	1,0	-0,6
3° trim.	-0,2	-0,6	1,1	1,7	0,4
4° trim.	0,2	-0,4	1,0	1,4	0,6
2018 – 1° trim.	0,6	-0,2	0,8	1,0	0,8
2° trim.	3,3	0,0	1,0	0,9	3,3
3° trim.	1,8	-0,2	0,6	0,8	2,1
<b>Totale economia</b>					
2014	0,3	0,3	0,2	-0,1	0,0
2015	0,8	0,2	0,9	0,7	0,6
2016	-0,2	-0,4	1,1	1,6	0,2
2017	0,1	0,4	1,5	1,1	-0,4
2016 – 1° trim.	-0,7	-1,0	1,4	2,4	0,2
2° trim.	-0,3	-0,7	1,2	1,9	0,5
3° trim.	-0,3	-0,1	1,2	1,3	-0,2
4° trim.	0,4	0,2	1,3	1,1	0,2
2017 – 1° trim.	0,2	0,7	1,5	0,8	-0,5
2° trim.	-0,4	0,6	1,6	1,0	-1,0
3° trim.	-0,1	0,2	1,7	1,4	-0,3
4° trim.	0,2	-0,1	1,5	1,6	0,3
2018 – 1° trim.	0,5	0,5	1,3	0,8	0,0
2° trim.	2,7	0,1	1,2	1,1	2,6
3° trim.	1,7	-0,6	0,6	1,3	2,3

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.

**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	
<b>Totale industria al netto delle costruzioni</b>					
2014	1,7	2,5	2,5	0,0	-0,8
2015	1,6	3,1	3,6	0,5	-1,4
2016	1,2	2,5	3,4	0,9	-1,3
2017	1,5	1,9	3,1	1,2	-0,4
2016 – 1° trim.	1,3	2,2	3,2	1,0	-0,8
2° trim.	0,8	2,0	3,0	1,0	-1,2
3° trim.	1,3	2,0	2,7	0,8	-0,6
4° trim.	1,2	3,7	4,6	0,9	-2,3
2017 – 1° trim.	1,3	1,2	2,2	1,0	0,0
2° trim.	1,2	2,0	3,2	1,3	-0,7
3° trim.	0,9	2,7	4,5	1,8	-1,7
4° trim.	1,1	1,9	3,9	2,0	-0,7
2018 – 1° trim.	1,4	1,4	3,1	1,7	0,0
2° trim.	1,8	0,5	2,4	1,8	1,3
3° trim.	1,7	-0,7	0,9	1,7	2,5
<b>Servizi</b>					
2014	1,2	0,3	1,2	0,9	0,9
2015	1,2	0,1	1,6	1,5	1,0
2016	0,9	-0,2	1,5	1,8	1,1
2017	1,8	0,6	2,1	1,5	1,1
2016 – 1° trim.	0,8	-0,5	1,5	2,0	1,4
2° trim.	0,8	-0,3	1,5	1,8	1,1
3° trim.	1,0	0,0	1,5	1,5	1,0
4° trim.	1,4	0,1	1,5	1,4	1,2
2017 – 1° trim.	1,5	0,5	2,0	1,4	1,0
2° trim.	1,7	0,6	2,2	1,6	1,2
3° trim.	1,5	0,5	2,4	1,9	1,1
4° trim.	1,6	0,6	2,4	1,7	1,0
2018 – 1° trim.	2,0	0,8	2,2	1,5	1,3
2° trim.	2,0	0,4	2,1	1,7	1,6
3° trim.	2,2	0,2	1,7	1,5	2,0
<b>Totale economia</b>					
2014	1,3	0,9	1,4	0,6	0,4
2015	1,2	0,7	1,9	1,2	0,5
2016	1,0	0,4	1,9	1,5	0,6
2017	1,7	1,0	2,4	1,4	0,7
2016 – 1° trim.	0,9	0,1	1,8	1,7	0,8
2° trim.	0,8	0,3	1,8	1,5	0,5
3° trim.	1,1	0,5	1,7	1,2	0,7
4° trim.	1,3	0,9	2,1	1,2	0,4
2017 – 1° trim.	1,4	0,7	2,0	1,3	0,7
2° trim.	1,6	1,0	2,4	1,4	0,6
3° trim.	1,3	1,1	2,8	1,8	0,3
4° trim.	1,5	1,0	2,8	1,8	0,5
2018 – 1° trim.	1,8	1,0	2,5	1,4	0,8
2° trim.	1,9	0,5	2,2	1,7	1,4
3° trim.	2,0	0,0	1,6	1,6	2,0

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.

**Prezzi al consumo: Italia, area dell'euro e principali paesi**  
(indici: 2015=100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Italia		Francia		Germania		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
2013	1,2	1,2	1,0	0,7	1,6	1,2	1,4	1,1
2014	0,2	0,7	0,6	1,0	0,8	1,1	0,4	0,8
2015	0,1	0,7	0,1	0,6	0,1	1,1	0,0	0,8
2016	-0,1	0,5	0,3	0,6	0,4	1,1	0,2	0,9
2017	1,3	0,8	1,2	0,6	1,7	1,3	1,5	1,0
2018	1,2	0,6	2,1	0,9	1,9	1,2	1,7	1,0
2016 – gen.	0,4	0,9	0,3	0,9	0,4	1,1	0,3	1,0
feb.	-0,2	0,5	-0,1	0,7	-0,2	0,8	-0,2	0,8
mar.	-0,2	0,8	-0,1	0,7	0,1	1,3	0,0	1,0
apr.	-0,4	0,6	-0,1	0,6	-0,3	0,7	-0,2	0,7
mag.	-0,3	0,6	0,1	0,6	0,0	1,1	-0,1	0,8
giu.	-0,2	0,5	0,3	0,6	0,2	1,2	0,1	0,9
lug.	-0,2	0,5	0,4	0,6	0,4	1,3	0,2	0,9
ago.	-0,1	0,4	0,4	0,5	0,3	1,0	0,2	0,8
set.	0,1	0,4	0,5	0,7	0,5	1,1	0,4	0,8
ott.	-0,1	0,2	0,5	0,6	0,7	1,1	0,5	0,8
nov.	0,1	0,4	0,7	0,6	0,7	1,0	0,6	0,8
dic.	0,5	0,7	0,8	0,4	1,7	1,4	1,1	0,9
2017 – gen.	1,0	0,5	1,6	0,7	1,9	1,1	1,8	0,9
feb.	1,6	0,7	1,4	0,3	2,2	1,1	2,0	0,9
mar.	1,4	0,6	1,4	0,5	1,5	0,9	1,5	0,7
apr.	2,0	1,3	1,4	0,6	2,0	1,6	1,9	1,2
mag.	1,6	0,9	0,9	0,5	1,4	1,1	1,4	0,9
giu.	1,2	1,0	0,8	0,6	1,5	1,5	1,3	1,1
lug.	1,2	0,9	0,8	0,6	1,5	1,5	1,3	1,2
ago.	1,4	1,2	1,0	0,6	1,8	1,5	1,5	1,2
set.	1,3	1,1	1,1	0,6	1,8	1,5	1,5	1,1
ott.	1,1	0,5	1,2	0,6	1,5	1,1	1,4	0,9
nov.	1,1	0,4	1,2	0,6	1,8	1,3	1,5	0,9
dic.	1,0	0,5	1,2	0,6	1,6	1,4	1,4	0,9
2018 – gen.	1,2	0,7	1,5	1,0	1,4	1,3	1,3	1,0
feb.	0,5	0,5	1,3	0,8	1,2	1,4	1,1	1,0
mar.	0,9	0,7	1,7	1,0	1,5	1,3	1,3	1,0
apr.	0,6	0,2	1,8	0,9	1,4	1,0	1,3	0,8
mag.	1,0	0,6	2,3	1,1	2,2	1,5	1,9	1,1
giu.	1,4	0,7	2,3	0,8	2,1	1,1	2,0	0,9
lug.	1,9	0,9	2,6	1,0	2,1	1,2	2,1	1,1
ago.	1,6	0,6	2,6	1,0	1,9	1,1	2,0	0,9
set.	1,5	0,5	2,5	0,8	2,2	1,2	2,1	0,9
ott.	1,7	0,7	2,5	0,8	2,4	1,5	2,2	1,1
nov.	1,6	0,7	2,2	0,7	2,2	1,2	1,9	1,0
dic.	1,2	0,5	1,9	0,6	1,7	1,4	1,6	1,0

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

**Posizione patrimoniale dell'Italia verso l'estero:  
consistenze e raccordo con i flussi del conto finanziario della bilancia dei pagamenti (1)**  
(miliardi di euro; valori percentuali)

PERIODO	Consistenze									Raccordo stock-flussi		
	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio			Strumenti derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	Totale	Totale in percentuale del PIL	Variazione del totale consistenze (a)=(b)+(c)	Aggiustamenti di valutazione (2) (b)	Saldo del conto finanziario (c)
		Totale	Azioni e fondi comuni	Titoli di debito								
<b>Attività (3)</b>												
2013	506	921	505	416	104	468	106	2.104	131,1	-32	-58	26
2014	521	1.059	613	446	126	493	117	2.315	142,7	211	81	130
2015	540	1.184	708	476	99	480	120	2.424	146,7	109	-8	117
2016	555	1.288	769	519	92	489	129	2.552	151,0	128	28	100
2017	564	1.414	875	539	75	506	126	2.685	155,7	133	-16	148
2017 – 1° trim.	560	1.346	816	530	85	509	134	2.634	155,0	82	11	72
2° trim.	566	1.363	836	526	80	499	128	2.635	154,4	1	-24	25
3° trim.	567	1.395	861	534	78	500	127	2.667	155,4	32	5	27
4° trim.	564	1.414	875	539	75	506	126	2.685	155,7	18	-7	25
2018 – 1° trim.	566	1.419	871	549	72	516	125	2.697	155,6	12	-34	46
2° trim.	573	1.423	874	549	74	532	127	2.728	156,3	31	8	23
3° trim.	574	1.453	895	559	71	536	124	2.758	157,4	29	-4	33
<b>Passività</b>												
2013	382	1.165	185	980	146	774	..	2.467	153,8	-27	-31	4
2014	407	1.324	198	1.127	188	736	..	2.656	163,8	189	110	79
2015	423	1.387	247	1.140	150	787	..	2.747	166,3	91	9	82
2016	445	1.259	207	1.052	148	873	..	2.725	161,3	-22	-62	41
2017	455	1.295	250	1.045	119	925	..	2.794	162,0	69	-28	97
2017 – 1° trim.	451	1.259	231	1.027	136	938	..	2.783	163,7	58	-13	71
2° trim.	457	1.278	238	1.040	125	917	..	2.776	162,6	-7	-13	6
3° trim.	459	1.282	257	1.025	122	933	..	2.797	163,0	21	19	2
4° trim.	455	1.295	250	1.045	119	925	..	2.794	162,0	-3	-21	18
2018 – 1° trim.	457	1.335	258	1.077	114	938	..	2.843	164,0	49	4	45
2° trim.	462	1.213	242	971	115	1.025	..	2.815	161,2	-29	-51	22
3° trim.	470	1.187	240	948	108	1.046	..	2.812	160,5	-2	-21	18
<b>Posizione netta</b>												
2013	124	-244	320	-565	-43	-306	106	-364	-22,7	-5	-27	22
2014	114	-266	415	-681	-62	-244	117	-341	-21,0	22	-29	52
2015	117	-203	461	-664	-51	-307	120	-323	-19,5	18	-17	35
2016	110	29	562	-533	-56	-385	129	-173	-10,2	150	90	60
2017	108	120	625	-505	-44	-419	126	-109	-6,3	63	12	51
2017 – 1° trim.	109	87	585	-498	-51	-428	134	-148	-8,7	24	23	1
2° trim.	109	85	599	-514	-46	-418	128	-141	-8,3	7	-11	19
3° trim.	107	112	604	-491	-44	-433	127	-130	-7,6	11	-14	25
4° trim.	108	120	625	-505	-44	-419	126	-109	-6,3	21	14	7
2018 – 1° trim.	109	84	613	-528	-42	-422	125	-147	-8,5	-37	-38	0
2° trim.	111	210	632	-422	-41	-494	127	-86	-4,9	60	59	1
3° trim.	104	266	655	-389	-38	-510	124	-55	-3,1	32	17	15

(1) Dati elaborati secondo gli standard internazionali pubblicati in FMI, *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6 ed., 2009 (BPM6). – (2) Aggiustamenti di cambio, di prezzo e altri aggiustamenti in volume. – (3) Per effetto di una revisione dei metodi di stima dei fondi esteri detenuti direttamente all'estero dai residenti in Italia, le attività sono state riviste al ribasso a partire dal quarto trimestre del 2017; rispetto a quanto riportato nel *Bollettino economico*, 4, 2018, alla fine di giugno 2018 la riduzione è risultata pari a circa 23 miliardi, con un conseguente peggioramento del saldo della posizione patrimoniale sull'estero. Per ulteriori dettagli, cfr. sul sito della Banca d'Italia l'avviso pubblicato il 28 dicembre 2018 nella sezione *Calendario e avvisi* della *Base dati statistica* (BDS).

**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	15.847	36.099	430	-2.610	-18.072	-744	-3.142	2.398
2014	30.960	47.407	-1.075	533	-15.905	2.682	-942	3.624
2015	24.412	51.105	-3.159	-8.211	-15.324	3.901	-1.183	5.085
2016	42.862	57.663	-3.414	5.368	-16.755	-3.123	-1.973	-1.150
2017	48.042	55.772	-3.546	10.816	-15.001	-1.044	-1.208	164
2017 – 1° trim.	5.471	9.589	-2.422	3.007	-4.702	-345	-262	-83
2° trim.	9.903	14.242	62	-949	-3.452	-700	-276	-424
3° trim.	16.228	15.191	1.843	3.260	-4.066	-366	-248	-118
4° trim.	16.440	16.751	-3.029	5.498	-2.780	367	-422	789
2018 – 1° trim.	4.783	9.554	-2.595	2.939	-5.114	-543	-478	-65
2° trim.	10.528	13.207	784	-346	-3.118	-700	-347	-353
3° trim.	15.141	10.940	2.942	5.595	-4.336	-353	-327	-26
2017 – gen.	-970	329	-818	640	-1.121	-65	-57	-8
feb.	1.844	2.887	-662	1.153	-1.534	-76	-56	-20
mar.	4.597	6.372	-942	1.214	-2.047	-204	-149	-55
apr.	3.123	4.249	-446	380	-1.061	-229	-99	-129
mag.	2.285	4.900	-17	-1.784	-815	-232	-93	-139
giu.	4.495	5.093	525	454	-1.577	-240	-84	-156
lug.	7.324	7.121	672	947	-1.417	-110	-81	-29
ago.	4.461	3.482	781	1.575	-1.377	-100	-68	-31
set.	4.443	4.587	390	738	-1.272	-156	-99	-57
ott.	6.287	5.562	-663	2.139	-751	278	-79	357
nov.	4.773	5.400	-1.386	1.524	-765	224	-75	299
dic.	5.381	5.790	-980	1.835	-1.264	-136	-268	133
2018 – gen.	-936	500	-724	492	-1.204	-117	-112	-5
feb.	2.431	3.745	-835	1.212	-1.691	-115	-102	-13
mar.	3.289	5.309	-1.036	1.235	-2.218	-311	-264	-47
apr.	3.009	3.652	-202	569	-1.010	-237	-118	-120
mag.	1.804	3.900	236	-1.608	-724	-247	-116	-131
giu.	5.716	5.655	750	693	-1.383	-215	-114	-102
lug.	7.110	6.046	1.054	1.316	-1.306	-107	-106	-1
ago.	5.106	3.132	1.206	2.249	-1.481	-95	-92	-3
set.	2.924	1.761	682	2.031	-1.550	-151	-129	-22
ott.	(6.043)	(4.889)	(-375)	(2.220)	(-690)	(170)	(-113)	(283)
nov.	(4.806)	(5.095)	(-1.093)	(1.734)	(-930)	(118)	(-116)	(234)

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

**Prestiti delle IFM corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni: Italia e area dell'euro (1)**  
(variazioni percentuali sui 12 mesi)

PERIODO	Italia (2)				Area dell'euro (3)			
	Settore privato (4)	Settore privato non finanziario	Società non finanziarie	Famiglie	Settore privato (4)	Settore privato non finanziario	Società non finanziarie	Famiglie
2012	-0,9	-1,4	-2,1	-0,5	-0,5	-0,7	-1,5	0,1
2013	-3,7	-3,6	-5,2	-1,3	-2,4	-1,7	-3,2	-0,3
2014	-1,6	-1,6	-2,3	-0,5	-0,3	-0,7	-1,6	0,1
2015	-0,3	0,0	-0,6	0,7	0,7	1,0	0,6	1,4
2016	1,1	0,9	0,2	1,9	2,4	2,2	2,3	2,0
2017	1,8	1,4	0,2	2,8	2,9	3,1	3,1	2,9
2016 – gen.	-0,1	-0,1	-0,8	0,8	1,0	1,3	1,1	1,4
feb.	0,7	0,7	0,5	1,0	1,3	1,6	1,5	1,5
mar.	0,3	0,4	-0,1	1,1	1,1	1,5	1,3	1,6
apr.	0,4	0,3	-0,4	1,1	1,2	1,6	1,5	1,5
mag.	0,9	1,0	0,6	1,5	1,3	1,7	1,7	1,6
giu.	0,7	0,7	0,2	1,5	1,6	1,9	1,9	1,8
lug.	0,5	0,5	-0,3	1,5	1,9	1,9	2,0	1,8
ago.	0,8	0,8	0,1	1,6	1,9	2,0	2,1	1,8
set.	1,0	0,8	0,1	1,7	2,1	2,0	2,1	1,8
ott.	1,2	1,2	0,8	1,7	2,2	2,1	2,2	1,9
nov.	0,5	0,8	0,0	1,8	2,2	2,1	2,1	1,9
dic.	1,1	0,9	0,2	1,9	2,4	2,2	2,4	2,0
2017 – gen.	1,2	1,4	0,8	2,2	2,5	2,3	2,3	2,2
feb.	0,8	1,0	0,0	2,2	2,3	2,2	2,0	2,3
mar.	0,9	1,1	0,1	2,3	2,7	2,5	2,4	2,4
apr.	0,7	1,1	0,1	2,3	2,6	2,6	2,5	2,5
mag.	1,0	1,2	0,2	2,4	2,7	2,6	2,4	2,6
giu.	1,1	1,1	-0,1	2,6	2,5	2,4	2,0	2,6
lug.	1,4	1,4	0,3	2,7	2,6	2,6	2,3	2,6
ago.	1,1	1,1	-0,1	2,7	2,6	2,6	2,4	2,7
set.	0,7	0,8	-0,7	2,6	2,7	2,7	2,5	2,7
ott.	1,0	0,9	-0,5	2,8	2,8	2,9	2,8	2,7
nov.	1,4	1,5	0,4	2,9	2,9	3,0	3,1	2,8
dic.	1,8	1,4	0,2	2,8	2,9	3,1	3,1	2,9
2018 – gen.	2,7	2,3	2,0	2,8	3,3	3,2	3,4	2,9
feb.	2,4	1,9	1,2	2,8	3,1	3,1	3,2	2,9
mar.	2,4	1,9	1,2	2,8	3,0	3,2	3,3	2,9
apr.	3,0	2,5	2,2	2,9	3,1	3,2	3,3	2,9
mag.	2,5	1,9	1,2	2,8	3,3	3,3	3,7	2,9
giu.	2,4	1,6	0,6	2,8	3,5	3,6	4,1	3,0
lug.	2,5	1,9	1,1	2,8	3,4	3,6	4,1	3,0
ago.	2,6	1,9	1,2	2,8	3,4	3,7	4,2	3,1
set.	2,9	2,3	1,9	2,7	3,4	3,8	4,3	3,2
ott.	2,7	2,1	1,5	2,8	3,3	3,6	3,9	3,2
nov.	2,3	1,8	1,1	2,7	3,3	3,7	4,0	3,3

(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. Per ulteriori dettagli sui dati relativi all'area dell'euro, cfr. sul sito della BCE: *Monetary Developments in the Euro Area*. – (2) Prestiti a residenti in Italia. – (3) Prestiti a residenti nell'area dell'euro. – (4) Le serie sono basate sulle nuove definizioni degli aggregati monetari e delle contropartite adottate dalla BCE a settembre 2012, in base alle quali vengono esclusi i pronti contro termine con contropartiti centrali (per l'area dell'euro, a partire dai dati di giugno 2010).

**Emissioni nette di obbligazioni: Italia e area dell'euro (1)**  
(miliardi di euro)

PERIODO	Banche	Altre società finanziarie	Società non finanziarie	Totale
<b>Italia</b>				
2016	-66,9	1,7	18,5	-46,7
2017	-64,9	15,6	21,5	-27,8
2017 – 1° trim.	-13,8	0,6	4,6	-8,5
2° trim.	-12,5	-5,0	2,8	-14,7
3° trim.	-15,2	2,0	3,4	-9,7
4° trim.	-23,5	18,0	10,6	5,1
2018 – 1° trim.	-15,8	-5,6	-2,9	-24,3
2° trim.	-16,9	1,1	0,6	-15,2
3° trim.	1,1	3,8	1,8	6,8
<b>Area dell'euro</b>				
2016	-146,1	-19,1	75,0	-90,2
2017	-46,9	5,5	64,1	22,6
2017 – 1° trim.	6,7	-8,9	11,4	9,2
2° trim.	5,0	41,1	17,5	63,6
3° trim.	-36,3	-13,1	19,4	-29,9
4° trim.	-22,3	-13,7	15,7	-20,3
2018 – 1° trim.	31,1	41,0	20,4	92,4
2° trim.	-19,8	29,1	1,7	11,1
3° trim.	46,9	-17,3	19,1	48,7

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 italiane (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: raccolta postale</i>							<i>di cui: impieghi della liquidità</i>		<i>di cui: connesso con sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)</i>
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	66,5	4,7
2015	5,1	-1,5	-9,5	43,4	1,7	-1,0	39,7	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	40,8	3,7	1,0	45,0	13,8	10,5	58,8	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	12,5	-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	0,9	-13,2	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	5,8	-0,3	0,7	8,1	-0,5	5,0	7,6	0,0
giu.	3,5	-1,0	0,2	-0,3	5,4	0,7	9,7	6,3	-5,8	16,0	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	9,3	-1,7	-0,7	5,1	-1,3	0,8	3,8	0,0
nov.	-0,4	-0,5	-1,0	-13,4	0,6	-0,1	-14,4	20,2	17,4	5,9	0,0
dic.	-11,4	-0,1	-6,8	-0,8	0,0	0,8	-18,1	3,8	-4,6	-14,3	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	0,6	-0,4	0,2	6,2	16,0	6,4	0,0
mar.	2,1	-0,2	0,0	14,7	0,0	-0,1	16,7	3,5	5,5	20,1	0,0
apr.	-2,1	-0,1	0,0	12,4	0,4	0,1	10,7	-7,3	2,0	3,4	0,0
mag.	-0,4	-0,5	-0,1	13,3	0,1	0,1	13,0	-5,4	0,0	7,6	0,0
giu.	-2,6	0,3	0,7	-5,6	1,2	0,8	-5,4	9,2	-4,8	3,8	0,0
lug.	5,1	-0,2	-0,2	17,0	-4,1	-1,2	16,5	-31,6	-2,5	-15,1	0,0
ago.	-2,0	0,4	-0,6	-13,8	0,2	0,0	-16,2	14,9	-1,0	-1,3	0,0
set.	-1,3	-0,6	0,2	5,5	0,3	-0,1	4,6	15,4	-5,6	20,0	0,0
ott.	-1,2	0,2	0,0	4,6	-0,4	-0,7	2,2	1,0	-1,4	3,2	0,0
nov.	0,3	-0,5	0,5	6,4	0,8	1,1	9,1	-3,3	2,1	5,8	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 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 italiane (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	sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)	<i>di cui:</i> impieghi della liquidità	residenti al netto delle operazioni di liquidità
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	2.219,6	43,1	33,0	29,9	58,2
2017	173,3	14,3	106,6	1.805,0	133,8	44,8	33,9	2.263,5	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	129,7	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	131,0	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	131,7	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	128,8	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	2.219,6	43,1	33,0	29,9	58,2
2017 – gen.	175,7	14,8	114,3	1.789,1	128,8	43,6	33,9	2.251,5	77,4	35,9	29,9	58,2
feb.	173,8	15,2	114,5	1.779,2	129,9	43,4	33,9	2.240,8	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	130,9	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	44,2	33,9	2.280,6	58,9	30,3	35,3	58,2
giu.	182,2	15,0	115,7	1.811,5	136,0	44,9	33,9	2.290,4	52,6	36,2	35,3	58,2
lug.	182,1	15,1	116,0	1.831,6	134,1	45,1	33,9	2.308,9	85,6	35,9	37,0	58,2
ago.	184,0	15,1	115,9	1.808,6	134,1	45,0	33,9	2.287,6	63,4	36,1	36,7	58,2
set.	186,1	14,6	115,2	1.811,2	134,9	44,7	33,9	2.292,1	52,1	36,1	35,2	58,2
ott.	185,2	15,0	114,3	1.820,3	133,2	44,0	33,9	2.297,0	53,3	35,3	34,7	58,2
nov.	184,8	14,5	113,3	1.806,4	133,8	43,9	33,9	2.282,2	33,1	17,9	35,3	58,2
dic.	173,3	14,3	106,6	1.805,0	133,8	44,8	33,9	2.263,5	29,3	22,5	32,2	58,2
2018 – gen.	180,4	14,7	112,9	1.817,5	131,5	44,8	33,9	2.287,0	54,5	31,6	33,5	58,2
feb.	178,8	14,4	112,8	1.819,5	132,0	44,4	33,9	2.287,6	48,3	15,6	34,4	58,2
mar.	180,9	14,2	112,8	1.833,4	132,0	44,3	33,9	2.303,5	44,8	10,1	33,2	58,2
apr.	178,8	14,1	112,8	1.845,4	132,4	44,4	33,9	2.313,9	52,1	8,1	34,8	58,2
mag.	178,4	13,6	112,7	1.860,3	132,5	44,5	33,9	2.328,4	57,6	8,1	35,9	58,2
giu.	175,8	13,8	113,4	1.856,0	133,7	45,4	33,9	2.324,4	48,4	12,9	33,8	58,2
lug.	180,9	13,6	113,2	1.874,9	129,6	44,2	33,9	2.342,8	80,0	15,4	35,1	58,2
ago.	178,9	14,0	112,6	1.861,8	129,7	44,2	33,9	2.327,3	65,1	16,4	34,8	58,2
set.	177,6	13,4	112,8	1.867,4	130,0	44,1	33,9	2.332,0	49,6	22,0	33,6	58,2
ott.	176,4	13,6	112,8	1.872,9	129,6	43,4	33,9	2.335,1	48,7	23,4	33,7	58,2
nov.	176,7	13,0	113,3	1.880,5	130,4	44,5	33,9	2.345,3	51,9	21,4	33,1	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 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).