



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Luglio 2019

3 | 2019



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 3 / 2019
Luglio

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
Copie a stampa possono essere richieste alla casella della Biblioteca Paolo Baffi: 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

Giuseppe Ferrero e Alberto Felettigh (coordinamento), Simone Auer, Raffaele De Marchi, Simone Emiliozzi, Salvatore Lo Bello, Giacomo Oddo, Claudia Pacella, Daniele Pianeselli

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

Riquadri: Francesco Caprioli, Cristina Conflitti, Ginette Eramo, Alessandro Ferrari, Elena Mattevi, Claudia Pacella, Roberto Torrini, Stefania Villa, Francesco Zollino

Indirizzo

Via Nazionale 91 – 00184 Roma – Italia

Telefono

+39 0647921

Sito internet

<http://www.bancaditalia.it>

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

ISSN 0393-2400 (stampa)

ISSN 2280-7632 (online)

Aggiornato con i dati disponibili al 5 luglio 2019, salvo diversa indicazione

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

INDICE

SINTESI	5
1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
1.1 Il ciclo internazionale	7
1.2 L'area dell'euro	10
1.3 I mercati finanziari internazionali	14
2 L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	16
2.2 Le imprese	18
2.3 Le famiglie	23
2.4 La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	25
2.5 Il mercato del lavoro	28
2.6 La dinamica dei prezzi	30
2.7 Le banche	32
2.8 Il mercato finanziario	37
2.9 Le prospettive	40
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	49

INDICE DEI RIQUADRI

Le misure di politica monetaria adottate nel giugno 2019	12
L'attività economica nel secondo trimestre del 2019	17
Gli investimenti delle imprese italiane nell' <i>Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita</i>	19
L'indagine annuale della Banca d'Italia sulle imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi privati non finanziari	21
L'offerta e la domanda di credito	36
I recenti provvedimenti di bilancio e le valutazioni della Commissione europea	38
Le ipotesi sottostanti allo scenario macroeconomico	41
Le stime dell'output gap in Italia	43
Affinamenti metodologici delle stime del prodotto potenziale dell'Italia basate sulla funzione di produzione	47

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.

Nelle figure con differenti scale di destra e di sinistra viene richiamata in nota la sola scala di destra.

LA SINTESI

Persistono i rischi per l'economia globale

I rischi per le prospettive dell'economia globale, derivanti dal protrarsi delle tensioni commerciali internazionali e dal rallentamento dell'attività in Cina, non si sono attenuati. I rendimenti a lungo termine sono diminuiti nei paesi avanzati, risentendo del deterioramento delle prospettive di crescita e dell'orientamento più accomodante delle principali banche centrali: la Riserva federale ha segnalato la possibilità di future riduzioni dei tassi di interesse.

La BCE considererà le opzioni di accomodamento monetario

L'attività economica nell'area dell'euro resta debole e soggetta a rischi al ribasso; l'inflazione rimane su valori contenuti. Il Consiglio direttivo della BCE ha esteso l'orizzonte entro il quale prevede di mantenere bassi i tassi di interesse, ha definito i dettagli della nuova serie di operazioni di rifinanziamento (TLTRO3) e ha annunciato che, in assenza di miglioramenti, sarà necessario un ulteriore accomodamento monetario, avviando una discussione sulle opzioni che potranno essere utilizzate.

In Italia il ciclo industriale debole ha frenato l'attività...

Gli indicatori congiunturali più recenti segnalano che l'attività economica in Italia sarebbe rimasta stazionaria o leggermente diminuita nel secondo trimestre. A ciò avrebbe contribuito soprattutto la debolezza del ciclo industriale, comune anche alla Germania, determinata dal persistere delle tensioni commerciali. Nelle indagini della Banca d'Italia le valutazioni delle imprese sull'andamento della domanda per i propri prodotti sono lievemente migliorate; prefigurano tuttavia un rallentamento nei prossimi mesi e indicano

piani di investimento in espansione molto modesta per l'anno in corso.

...mentre le esportazioni sono cresciute, pur in un contesto incerto

Nonostante la flessione del commercio internazionale, le esportazioni sono moderatamente cresciute nei primi quattro mesi dell'anno. Le incertezze sull'evoluzione del contesto globale si riflettono in giudizi sfavorevoli delle imprese sulle prospettive future degli ordini esteri. Si è però ancora ampliato l'avanzo di conto corrente; la posizione debitoria netta sull'estero del Paese si è quasi annullata. Dall'inizio dell'anno gli investitori esteri hanno acquistato titoli pubblici italiani; il saldo passivo della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti TARGET2 si è ridotto.

La debolezza ciclica contiene l'andamento dei prezzi

Il rallentamento dei prezzi dei beni energetici e la debolezza del ciclo economico frenano l'inflazione, che è diminuita in giugno allo 0,8 per cento (0,4 al netto delle componenti alimentari ed energetiche). Le aspettative di inflazione delle famiglie e delle imprese desunte dai sondaggi restano contenute, anche se sono state riviste lievemente al rialzo rispetto al primo trimestre dell'anno.

I corsi azionari e i rendimenti dei titoli di Stato hanno registrato ampie oscillazioni

I differenziali di rendimento tra i titoli di Stato italiani e quelli tedeschi hanno risentito dell'evoluzione dell'incertezza sulla politica di bilancio: sono aumentati in maggio e sono scesi a partire dalla prima settimana di giugno. A tale diminuzione hanno contribuito, in un quadro di generalizzata flessione dei premi per il rischio favorita dalle prospettive di acco-

modamento monetario, la revisione del disavanzo atteso per l'anno in corso e la conseguente decisione della Commissione europea di non raccomandare l'avvio di una Procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti dell'Italia. Lo spread sovrano rispetto ai titoli di Stato tedeschi resta tuttavia superiore al livello prevalente ad aprile del 2018.

I prestiti alle imprese sono diminuiti

Il credito bancario al settore privato si è leggermente indebolito; la crescita è ancora solida per le famiglie, mentre i finanziamenti alle imprese si sono lievemente contratti. L'aumento dell'onere della provvista obbligazionaria delle banche registrato lo scorso anno si è finora trasmesso in misura contenuta ai tassi di interesse praticati sui prestiti alla clientela, anche grazie all'elevata liquidità e al miglioramento dei bilanci bancari; si confermano tuttavia segnali di irrigidimento delle condizioni di accesso al credito per le imprese di minore dimensione.

L'aggiornamento delle proiezioni per l'Italia...

Le proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana nel triennio 2019-2021 presentate in questo Bollettino aggiornano quelle predisposte nell'ambito dell'esercizio previsivo dell'Eurosystema, che includevano informazioni disponibili al 22 maggio.

Le proiezioni sono basate sulle ipotesi di un indebolimento del commercio mondiale, in un contesto di perduranti tensioni commerciali, di un orientamento monetario molto accomodante, coerentemente con quanto manifestato dal Consiglio direttivo della BCE, e di spread sovrani ancora elevati, che si trasmetterebbero gradualmente alle condizioni di finanziamento del settore privato.

...incorpora un rallentamento nel 2019 e un recupero nel biennio 2020-21...

La proiezione centrale della crescita del PIL è pari allo 0,1 per cento quest'anno, allo 0,8 il prossimo e all'1,0 nel 2021. Il quadro è caratterizzato da un rallentamento degli investimenti, in linea con quanto segnalato dalle nostre indagini presso le imprese e con il progressivo aumento dei costi di finanziamento; le esportazioni risentirebbero della decelerazione del commercio mondiale. Le aziende italiane manterrebbero tuttavia le proprie quote di mercato. A partire dalla seconda metà dell'anno in corso l'attività recupererebbe gradualmente, soprattutto grazie alla spesa delle famiglie e alle esportazioni. L'inflazione scenderebbe allo 0,7 per cento nel 2019, per poi rafforzarsi progressivamente per effetto del graduale recupero della dinamica della componente di fondo.

...soggetto tuttavia a rischi di origine esterna e interna

Questo quadro è soggetto a rischi per la crescita. Un proseguimento delle tensioni sulle politiche commerciali, frenando le esportazioni e ripercuotendosi sulla propensione a investire delle imprese, potrebbe pregiudicare il recupero dell'attività ipotizzato per la seconda metà del 2019 in Italia e nell'area dell'euro. Sul piano interno, un accentuarsi dell'incertezza riguardo agli orientamenti della politica di bilancio negli anni successivi a quello in corso potrebbe determinare nuove turbolenze sui mercati finanziari e riflettersi sugli investimenti delle imprese; dall'avvio di un circolo virtuoso tra politiche di bilancio e condizioni finanziarie potrebbe invece derivare un impulso all'attività economica. I rischi per l'inflazione, che provengono da un lato da rialzi del prezzo dell'energia e dall'altro da un indebolimento dell'attività economica, sono nel complesso bilanciati.

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

Sulle prospettive dell'economia internazionale continuano a gravare i rischi connessi con un ulteriore inasprimento delle tensioni commerciali globali e con un rallentamento della crescita in Cina. Permangono le incertezze circa i tempi e le modalità dell'uscita del Regno Unito dall'Unione europea (Brexit).

Si confermano i segnali di rallentamento ciclico Le prospettive dell'economia globale appaiono deboli, nonostante la crescita registrata nel primo trimestre del 2019 (tav. 1). Tra i paesi avanzati, negli Stati Uniti e in Giappone l'espansione del prodotto nei primi tre mesi di quest'anno è stata determinata soprattutto dal calo delle importazioni e dall'accumulo delle scorte, in un contesto di debolezza della domanda finale interna. Secondo le più recenti valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI) del settore manifatturiero, nel secondo trimestre le condizioni cicliche si sono deteriorate in tutte le principali economie (fig. 1).

In Brasile, in India e in Russia l'espansione del PIL ha rallentato nel primo trimestre; in Cina la crescita è rimasta stabile, ma gli indicatori congiunturali più recenti segnalano una decelerazione dell'attività in primavera.

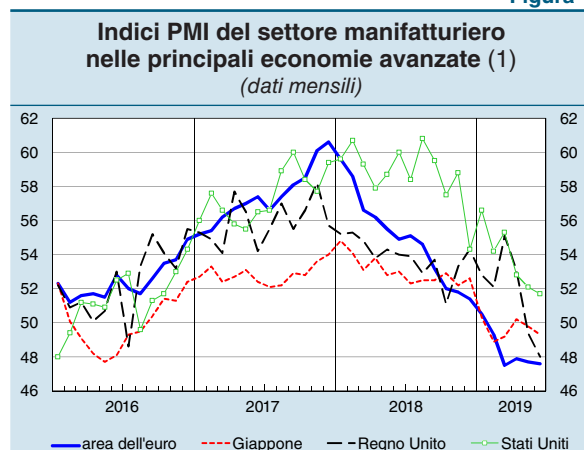
Il commercio mondiale si è contratto... Il commercio mondiale ha subito un'ulteriore contrazione nei primi tre mesi del 2019 (-0,8 per cento in ragione d'anno secondo nostre stime; fig. 2); sono diminuite le importazioni degli Stati Uniti, del Giappone e dell'Asia emergente, in particolare della Cina, mentre quelle dell'area dell'euro hanno registrato un moderato incremento. Sull'andamento degli scambi internazionali pesano sia le restrizioni

Tavola 1

Crescita del PIL e inflazione (punti percentuali)				
VOCI	Crescita del PIL (1)			Inflazione (2)
	2018	2018 4° trim.	2019 1° trim.	maggio 2019
Paesi avanzati				
Giappone	0,8	1,8	2,2	0,7
Regno Unito	1,4	0,9	2,0	2,0
Stati Uniti	2,9	2,2	3,1	1,8
Paesi emergenti				
Brasile	1,1	1,1	0,5	4,7
Cina	6,6	6,4	6,4	2,7
India	7,4	6,6	5,8	3,0
Russia	2,3	2,8	0,6	5,1
<i>per memoria:</i>				
Commercio mondiale (3)	4,1	-0,6	-0,8	

Fonte: statistiche nazionali; Banca d'Italia per il commercio mondiale.
(1) Per i dati annuali, variazioni percentuali. Per i dati trimestrali: per i paesi avanzati, variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno e al netto dei fattori stagionali; per i paesi emergenti, variazioni percentuali sul periodo corrispondente. – (2) Variazioni tendenziali dell'indice dei prezzi al consumo. – (3) Elaborazioni Banca d'Italia 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 Refinitiv.
(1) Indici di diffusione desumibili dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (PMI), relativi all'attività economica nel settore manifatturiero.

commerciali adottate a partire dallo scorso anno sia il conseguente deterioramento degli investimenti e del clima di fiducia delle imprese (cfr. il riquadro: *Le recenti tensioni commerciali e le loro implicazioni* del capitolo 1 nella *Relazione annuale* sul 2018).

...e le tensioni commerciali non sono diminuite

Nel mese di maggio l'amministrazione statunitense ha inaspettatamente innalzato dal 10 al 25 per cento i dazi su circa 200 miliardi di dollari di prodotti importati dalla Cina, che a sua volta ha aumentato le tariffe su circa 60 miliardi di dollari di importazioni dagli Stati Uniti. Il presidente americano ha ipotizzato l'applicazione di ulteriori misure protezionistiche, anche nei confronti di altri paesi, contribuendo ad accentuare i timori di una guerra commerciale, solo parzialmente mitigati dal recente annuncio di una ripresa dei negoziati fra Stati Uniti e Cina. L'amministrazione statunitense ha rinviato la decisione riguardo un eventuale inasprimento delle tariffe sulle importazioni di automobili e componenti; tale misura penalizzerebbe in modo marcato le esportazioni dei paesi dell'Unione europea.

L'inflazione rimane moderata

L'inflazione al consumo si mantiene moderata nelle principali economie avanzate (fig. 3), nonostante le condizioni generalmente buone del mercato del lavoro. Le aspettative di inflazione a lungo termine desunte dai rendimenti sui mercati finanziari sono scese sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro (cfr. il par. 1.2).

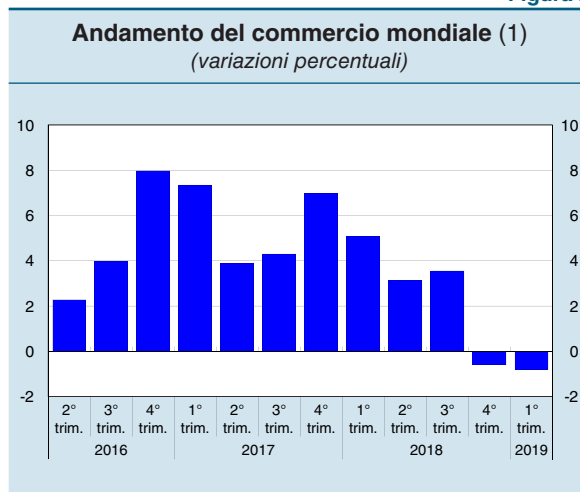
Le prospettive di crescita sono peggiorate...

Secondo le previsioni diffuse in maggio dall'OCSE, nell'anno in corso il PIL mondiale rallenterebbe al 3,2 per cento (tav. 2): la debolezza del settore manifatturiero, soprattutto nelle economie più esposte al commercio internazionale, sarebbe solo in parte compensata dall'espansione dell'attività nel settore dei servizi e dalle misure di sostegno alla crescita adottate da alcuni paesi, in particolare dalla Cina. Le nostre stime per il commercio mondiale sono state riviste al ribasso; la crescita nel 2019 sarebbe pari all'1,5 per cento, in netto calo rispetto al 4,1 dello scorso anno.

...con rischi al ribasso

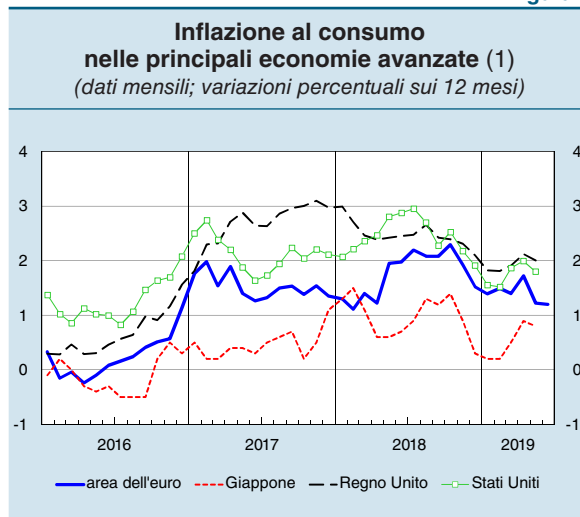
Sulle prospettive dell'economia mondiale, oltre ai rischi di un ulteriore inasprimento delle tensioni commerciali, permangono quelli connessi con un rallentamento superiore alle attese in Cina e con le incognite su tempi e modalità della Brexit.

Figura 2



Fonte: elaborazioni Banca d'Italia su dati di contabilità nazionale e doganali. (1) Dati trimestrali destagionalizzati; variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno.

Figura 3



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

I prezzi petroliferi sono diminuiti

I prezzi petroliferi, dopo il recupero nei primi mesi dell'anno, sono scesi in primavera (fig. 4). Hanno risentito di un aumento della produzione in alcuni paesi, in particolare negli Stati Uniti, nonché della debolezza della congiuntura internazionale. In tale contesto, all'inizio di luglio i paesi OPEC+ hanno concordato di estendere fino a marzo del 2020 i tagli alla produzione stabiliti a dicembre dello scorso anno¹. L'inclinazione della struttura a termine del prezzo dei futures resta negativa.

L'orientamento della Riserva federale è diventato più accomodante

Nella riunione conclusa il 19 giugno la Riserva federale ha lasciato inalterati i tassi di riferimento, rivedendo però al ribasso le previsioni di inflazione per il biennio 2019-2020 e segnalando la possibilità di future riduzioni dei tassi. Le quotazioni dei contratti swap sui federal funds prefigurano un calo dei tassi entro l'anno (fig. 5). La Banca d'Inghilterra nella riunione di giugno ha mantenuto invariate le condizioni monetarie e le prospettive di un graduale incremento dei tassi nel corso dei prossimi tre anni. Nello stesso mese la Banca

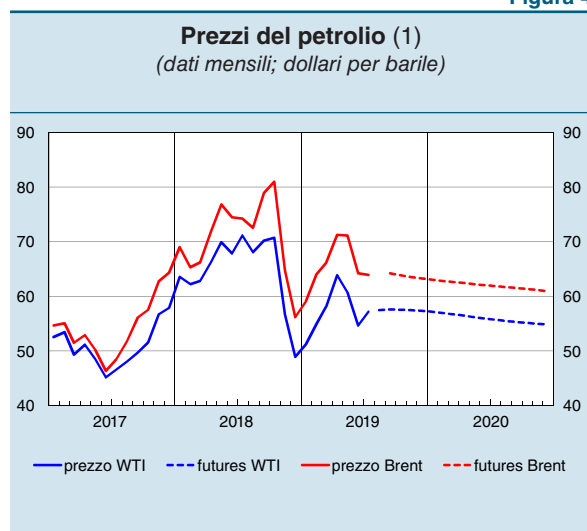
Tavola 2

Scenari macroeconomici (variazioni e punti percentuali)					
VOCI	2018	Previsioni (1)		Revisioni (2)	
		2019	2020	2019	2020
PIL					
Mondo	3,5	3,2	3,4	-0,1	0,0
Paesi avanzati					
di cui: area dell'euro	1,8	1,2	1,4	0,2	0,2
Giappone	0,8	0,7	0,6	-0,1	-0,1
Regno Unito	1,4	1,2	1,0	0,4	0,1
Stati Uniti	2,9	2,8	2,3	0,2	0,1
Paesi emergenti					
di cui: Brasile	1,1	1,4	2,3	-0,5	-0,1
Cina	6,6	6,2	6,0	0,0	0,0
India (3)	7,0	7,2	7,4	0,0	0,1
Russia	2,3	1,4	2,1	0,0	0,6
Commercio mondiale (4)	4,1	1,5	....	-1,4	....

Fonte: OCSE, *OECD Economic Outlook*, maggio 2019; Banca d'Italia per il commercio mondiale.

(1) Per il PIL, previsioni tratte da OCSE, *OECD Economic Outlook*, maggio 2019; variazioni percentuali. – (2) Per il PIL, revisioni rispetto allo scenario previsionale di marzo, tratto da OCSE, *OECD Interim Economic Outlook*, marzo 2019; punti percentuali. – (3) I dati si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile. – (4) Elaborazioni Banca d'Italia su dati di contabilità nazionale e doganali; le previsioni si riferiscono a giugno 2019; le revisioni sono calcolate rispetto alle previsioni pubblicate ad aprile (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2019).

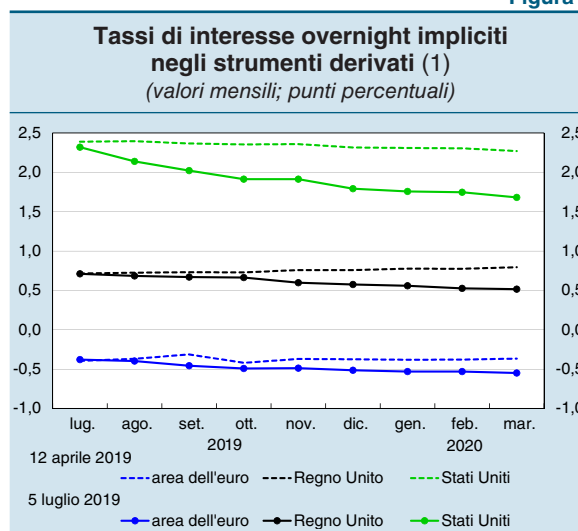
Figura 4



Fonte: Refinitiv.

(1) Per i prezzi a pronti, medie mensili fino a giugno 2019; l'ultimo dato si riferisce alla media giornaliera dal 1° al 5 luglio.

Figura 5



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) Tasso di interesse atteso implicito nelle quotazioni degli *overnight indexed swaps* (OIS).

¹ Il gruppo OPEC+ comprende, oltre ai paesi OPEC, quelli che hanno aderito agli accordi di riduzione della produzione di greggio concordati a più riprese a partire da novembre del 2016 (tra i quali Kazakistan, Messico e Russia).

del Giappone ha mantenuto l'orientamento ampiamente accomodante e confermato l'intenzione di lasciare i tassi di riferimento sui livelli attuali almeno fino alla primavera del 2020. In maggio la Banca centrale cinese ha avviato una progressiva diminuzione del coefficiente di riserva obbligatoria per le banche di minore dimensione (per complessivi 350 punti base), con l'obiettivo di sostenere il credito alle piccole e medie imprese.

1.2 L'AREA DELL'EURO

Nonostante la lieve accelerazione all'inizio del 2019, l'attività economica nell'area dell'euro resta debole e soggetta a rischi al ribasso. L'inflazione rimane su valori contenuti. Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha prolungato l'espansione monetaria e ha avviato la discussione sulle ulteriori misure espansive che dovranno essere adottate in assenza di miglioramenti del quadro macroeconomico.

Il PIL ha accelerato all'inizio del 2019...

Nel primo trimestre dell'anno il prodotto è cresciuto dello 0,4 per cento sul periodo precedente (tav. 3), grazie alla spinta della domanda interna e al debole contributo positivo dell'interscambio con l'estero. Fra i maggiori paesi, l'attività ha accelerato in Spagna, in Germania e, in misura minore, in Italia; ha appena rallentato in Francia.

...ma avrebbe rallentato nel secondo trimestre

Gli indicatori congiunturali più recenti suggeriscono che in primavera il PIL dell'area sarebbe aumentato a ritmi inferiori rispetto ai primi tre mesi dell'anno, a causa soprattutto degli effetti delle tensioni commerciali sulla domanda estera, che hanno interessato in particolare il settore manifatturiero tedesco. In giugno l'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che stima la dinamica di fondo del prodotto, si è mantenuto su livelli molto contenuti (fig. 6). I PMI segnalano una contrazione dell'attività nel settore manifatturiero e una crescita moderata in quello dei servizi. Le attese delle imprese sulle vendite all'estero sono deboli, in particolare in Germania.

Sulla base delle proiezioni elaborate in giugno dalle banche centrali dell'Eurosistema, il PIL aumenterebbe dell'1,2 per cento nel 2019 e dell'1,4 per cento all'anno nel biennio 2020-21 (circa 0,3 punti percentuali in meno rispetto a quanto previsto in marzo). Su queste proiezioni gravano rischi al ribasso.

Tavola 3

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

PAESI	Crescita del PIL			Inflazione
	2018	2018 4° trim. (1)	2019 1° trim. (1)	2019 giugno (2)
Francia	1,7	0,4	0,3	1,4
Germania	1,4	0,0	0,4	1,3
Italia	0,9	-0,1	0,1	0,8
Spagna	2,6	0,6	0,7	0,6
Area dell'euro	1,9	0,2	0,4	1,2

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat.
(1) Serie trimestrali destagionalizzate e corrette per i giorni lavorativi; variazioni sul periodo precedente. - (2) Variazioni rispetto al periodo corrispondente.

Figura 6

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: giugno 2019*. 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.

L'inflazione è rimasta contenuta

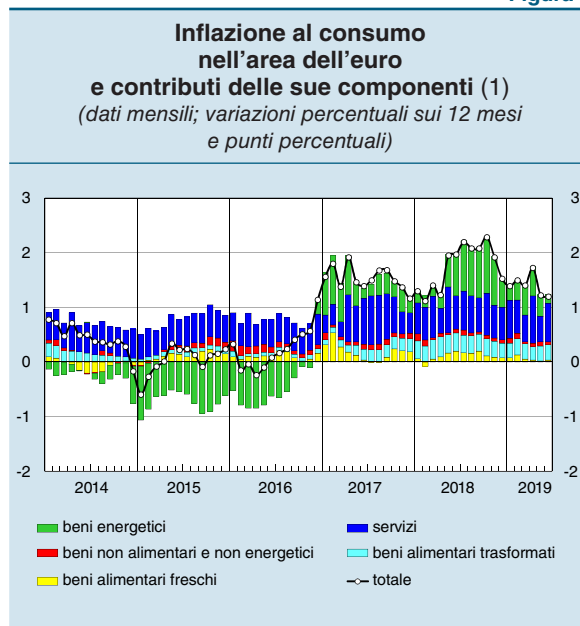
In primavera l'inflazione sui dodici mesi si è mantenuta su valori moderati, nonostante un temporaneo

incremento in aprile per via degli effetti di calendario legati alla ricorrenza della Pasqua; in giugno, sulla base dei dati preliminari, si è collocata all'1,2 per cento (fig. 7). Anche la dinamica della componente di fondo è rimasta contenuta (1,1 per cento in giugno) risentendo soprattutto della debole dinamica dei prezzi dei beni industriali non energetici.

Nelle proiezioni formulate in giugno dagli esperti dell'Eurosistema le previsioni di inflazione per il 2019 sarebbero pari all'1,3 per cento nella media dell'anno; nel 2020 e nel 2021 la crescita dei prezzi si porterebbe all'1,4 e all'1,6 per cento, rispettivamente.

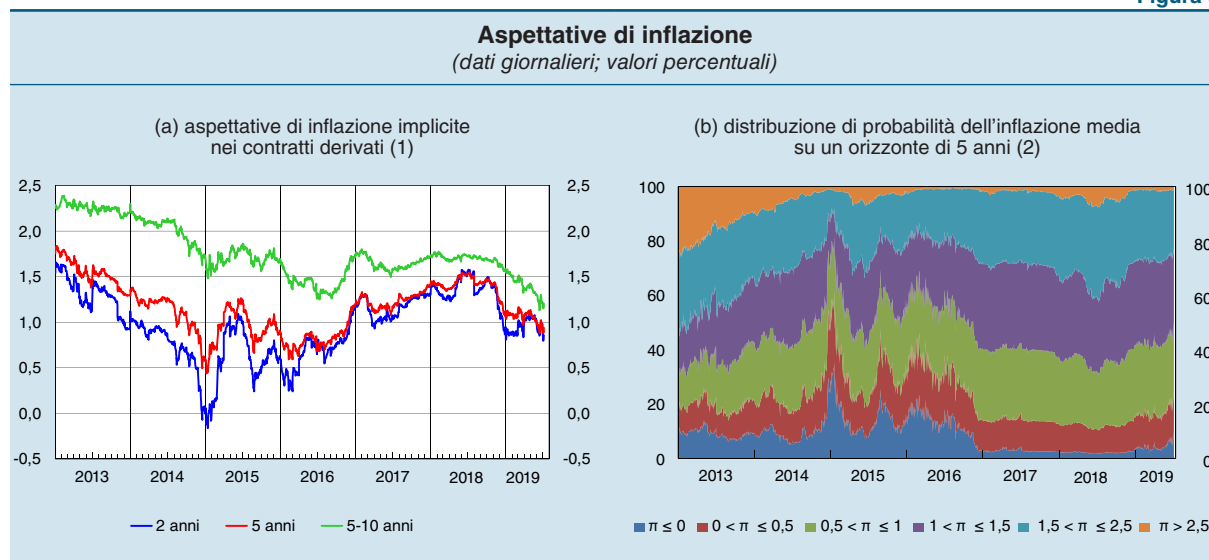
Dalla metà di aprile le aspettative di inflazione desunte dai rendimenti degli *inflation swaps* si sono ridotte di circa 0,2 punti percentuali su tutti gli orizzonti (fig. 8.a); quelle a cinque anni sull'orizzonte cinque anni in avanti, dopo aver toccato un minimo storico a metà giugno (1,1 per cento), si sono portate all'1,2 per cento all'inizio di luglio. In base ai prezzi delle opzioni, la probabilità che l'inflazione resti inferiore all'1,5 per cento nei prossimi cinque anni è lievemente salita, portandosi attorno al 75 per cento (fig. 8.b).

Figura 7



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

Figura 8

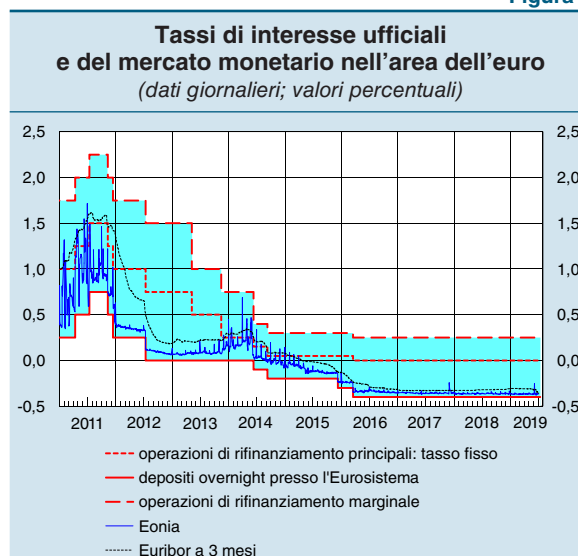


Fonte: Bloomberg.
(1) Tassi di inflazione attesi impliciti nei contratti di *inflation swaps* con durata a 2 anni, a 5 anni e a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti. – (2) Distribuzione di probabilità neutrale al rischio (*risk-neutral*) dell'inflazione nell'area dell'euro nei prossimi 5 anni, implicita 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* (π) 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.

La BCE ha prolungato l'espansione monetaria

Il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato misure espansive: ha esteso l'orizzonte minimo entro il quale si attende di mantenere invariati i tassi di riferimento (fig. 9) e ha confermato la decisione di reinvestire interamente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP) per un prolungato periodo di tempo dopo il primo rialzo dei tassi ufficiali. Ha inoltre comunicato i dettagli delle nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3), con l'obiettivo di contribuire a mantenere condizioni monetarie espansive (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate nel giugno 2019*).

Figura 9



Fonte: BCE e Refinitiv.

LE MISURE DI POLITICA MONETARIA ADOTTATE NEL GIUGNO 2019

Nella riunione del 6 giugno il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha mantenuto i tassi ufficiali invariati e ha annunciato di attendersi che questi si mantengano su livelli pari a quelli attuali almeno fino a tutta la prima metà del 2020 e in ogni caso finché sarà necessario. Con riferimento ai titoli in scadenza nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP), il Consiglio ha ribadito che intende reinvestire interamente il capitale rimborsato per un prolungato periodo di tempo dopo il primo rialzo dei tassi ufficiali e in ogni caso fino a quando necessario per preservare condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.

Il Consiglio direttivo ha comunicato i dettagli della nuova serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3), annunciata lo scorso marzo al fine di preservare condizioni di liquidità favorevoli e di garantire l'ordinata trasmissione della politica monetaria.

Le operazioni – nel complesso sette, da attuarsi tra il settembre 2019 e il marzo 2021 – avranno cadenza trimestrale e una durata pari a due anni ciascuna. Il tasso di interesse sarà di dieci punti base superiore alla media dei tassi in vigore sulle operazioni di rifinanziamento principali nel corso dell'operazione. Le TLTRO3 prevedono un meccanismo di incentivo all'erogazione del credito a famiglie e imprese analogo a quello delle operazioni ancora in essere (TLTRO2): il costo per le banche potrà ridursi in funzione del credito da esse erogato sino a raggiungere un valore corrispondente alla media del tasso sulla *deposit facility* maggiorato di dieci punti base¹. La quantità massima di liquidità erogabile a ciascun istituto di credito sarà pari al 30 per cento delle consistenze di prestiti a imprese e famiglie (al netto dei finanziamenti per l'acquisto di abitazioni) in essere alla fine dello scorso febbraio.

Per le banche italiane l'ammontare massimo erogabile nel complesso delle sette operazioni è di circa 260 miliardi, al lordo dei finanziamenti già ottenuti con le TLTRO2 (intorno a 240 miliardi), che

¹ Per i dettagli riguardanti le operazioni TLTRO3 e il loro costo per le banche, cfr. BCE, *ECB announces details of new targeted longer-term refinancing operations (TLTRO III)*, comunicato stampa del 6 giugno 2019.

arriveranno a scadenza tra giugno 2020 e marzo 2021 e potranno essere sostituiti con le nuove operazioni. Le TLTRO3, a differenza delle TLTRO2, non prevedono possibilità di rimborso anticipato dei fondi presi a prestito; l'ammontare che può essere richiesto in ciascuna operazione è limitato a un terzo del massimale complessivo².

In assenza di miglioramenti nel quadro macroeconomico, un ulteriore stimolo monetario sarà necessario, utilizzando tutti gli strumenti a disposizione del Consiglio per assicurare che l'inflazione continui stabilmente a convergere su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine³.

Il Consiglio ha avviato una discussione dettagliata su tutti gli strumenti a sua disposizione e sulle misure che potranno essere prese qualora necessario. A tal proposito ha valutato che al momento il contributo dei tassi di interesse negativi all'orientamento accomodante di politica monetaria non è pregiudicato da possibili effetti collaterali sulla capacità di intermediazione del sistema bancario; continuerà tuttavia a verificare se in futuro possa essere opportuna l'adozione di misure di attenuazione di questi effetti.

² Il limite per ogni operazione corrisponde quindi al 10 per cento dell'ammontare dei prestiti a imprese e famiglie (al netto di quelli per l'acquisto di abitazioni) in essere alla fine dello scorso febbraio.

³ *Twenty Years of the ECB's monetary policy*, discorso di M. Draghi all'ECB forum on Central Banking, Sintra, 18 giugno 2019.

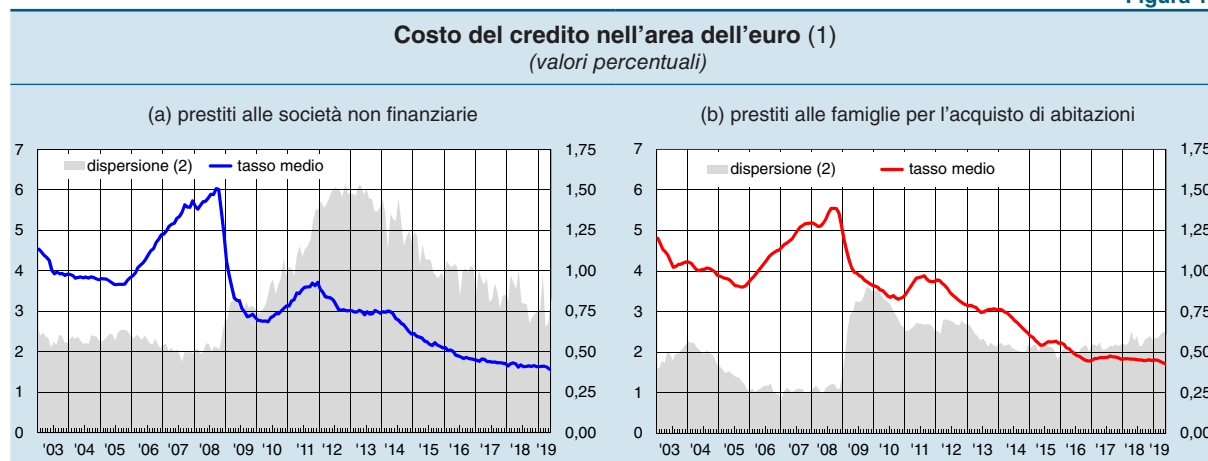
È stato inoltre sottolineato che, in assenza di miglioramenti nel quadro macroeconomico, sarà necessario un ulteriore stimolo monetario, considerando tutti gli strumenti a disposizione.

La crescita del credito è stata differenziata tra le principali economie

Sulla base dei dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni, in maggio i prestiti alle società non finanziarie nell'area dell'euro hanno accelerato al 4,7 per cento sui tre mesi in ragione d'anno; la dinamica del credito alle imprese è stata sostenuta in Germania e in Francia, debole in Spagna e lievemente negativa in Italia. L'espansione dei finanziamenti alle famiglie si è mantenuta solida (3,3 per cento sui tre mesi in ragione d'anno, nella media dell'area).

In maggio il costo dei nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e alle imprese si è leggermente ridotto (all'1,7 e all'1,6 per cento, rispettivamente); la dispersione dei tassi di interesse tra paesi resta contenuta (fig. 10).

Figura 10



Fonte: BCE.

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

1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

Il riacutizzarsi delle tensioni commerciali e il deterioramento delle prospettive di crescita si sono riflessi in una generalizzata diminuzione dei rendimenti a lungo termine nelle principali economie avanzate; è aumentata la volatilità dei corsi azionari. Restano incerte le prospettive sul cambio dell'euro nei confronti del dollaro.

I rendimenti a lungo termine si sono ridotti...

Nel secondo trimestre dell'anno i tassi a lungo termine hanno continuato a ridursi in tutte le maggiori economie (fig. 11) in seguito al peggioramento delle prospettive di crescita e alle conseguenti attese di un prolungato periodo di accomodamento monetario

da parte delle principali banche centrali (cfr. i par. 1.1 e 1.2).

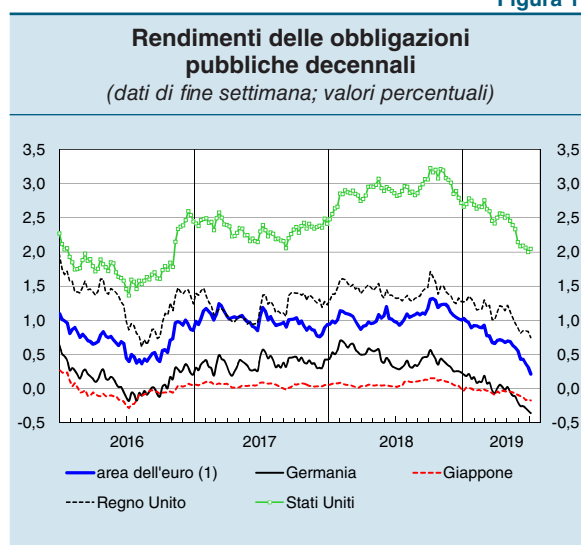
Tra la fine di marzo e l'inizio di luglio i rendimenti dei titoli di Stato decennali tedeschi sono scesi di circa 30 punti base, a -0,36 per cento. I premi per il rischio sovrano sono diminuiti in tutti i paesi dell'area dell'euro: sulla scadenza decennale, i differenziali di rendimento con i titoli di Stato tedeschi si sono ridotti di 130 punti base in Grecia, 75 in Italia (cfr. il par. 2.8), 50 in Portogallo e Spagna; la riduzione è stata più contenuta in Belgio, Francia e Irlanda (fig. 12).

...e la volatilità dei corsi azionari è aumentata

I corsi azionari nei principali paesi avanzati hanno registrato ampie oscillazioni (fig. 13); in

giugno i prezzi hanno ripreso a crescere, recuperando le perdite che avevano subito nel mese precedente a seguito dei segnali di

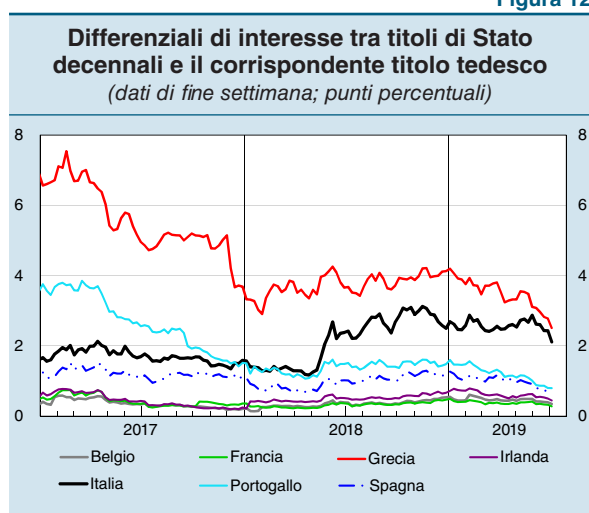
Figura 11



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

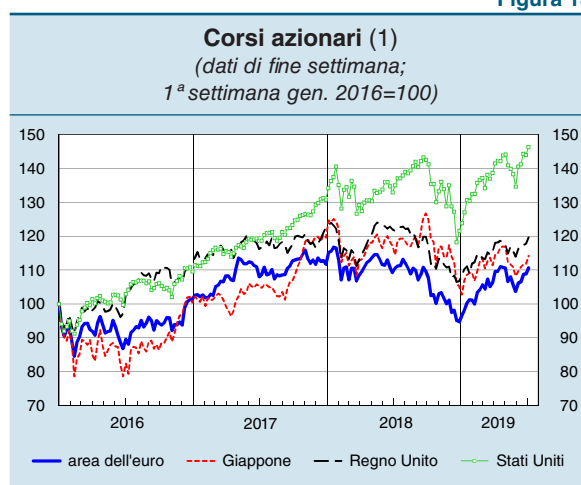
(1) Rendimenti medi dei titoli di Stato benchmark decennali dei paesi dell'area dell'euro, ponderati con il PIL a prezzi concatenati del 2010; il dato esclude Cipro, Estonia, Grecia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Slovacchia e Slovenia.

Figura 12



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

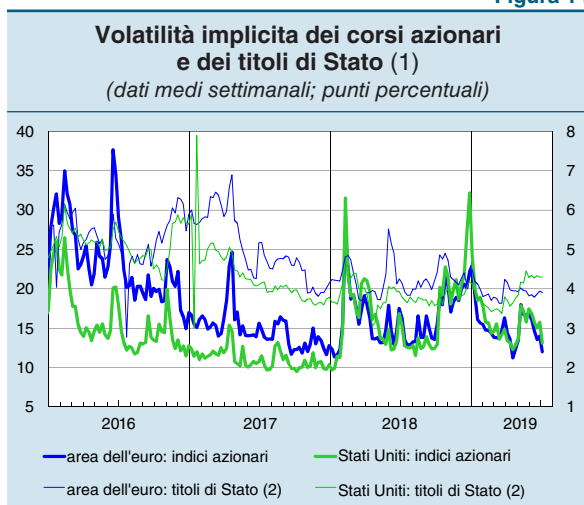
Figura 13



Fonte: Refinitiv.

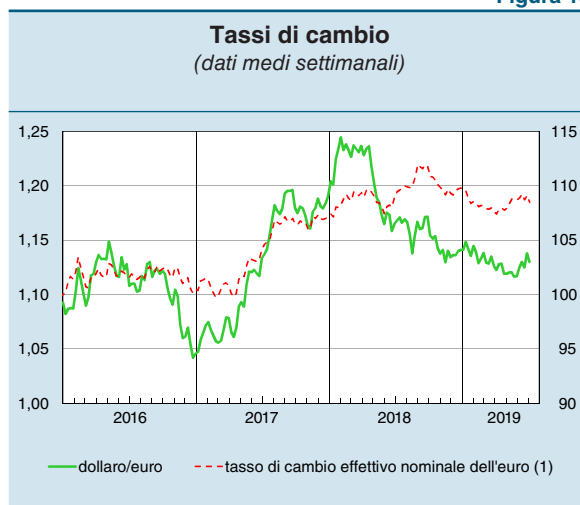
(1) Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Nikkei 225 per il Giappone, FTSE All Share per il Regno Unito e Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti.

Figura 14



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

Figura 15



Fonte: BCE, Bloomberg e Refinitiv.
 (1) Un incremento del tasso di cambio effettivo nominale indica un apprezzamento dell'euro. Scala di destra (1ª settimana gen. 2016=100).

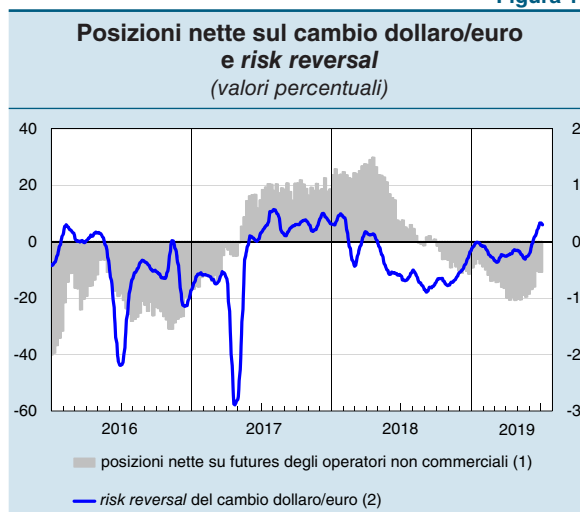
deterioramento congiunturale e del riaccendersi delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina (cfr. il par. 1.1). La volatilità implicita degli indici azionari si è temporaneamente accentuata, rimanendo comunque ben al di sotto dei livelli raggiunti in occasione di passati episodi di particolare tensione sui mercati (fig. 14).

L'euro è rimasto stabile rispetto al dollaro

Nel secondo trimestre il cambio dell'euro si è mantenuto sostanzialmente stabile rispetto al dollaro

(fig. 15), mentre si è rafforzato in termini effettivi nominali, a causa soprattutto dell'apprezzamento sulla sterlina e sullo yuan cinese. Nelle valutazioni dei mercati dei derivati le prospettive sull'evoluzione del cambio bilaterale dell'euro nei confronti del dollaro appaiono incerte. Da un lato le posizioni in euro degli operatori non commerciali sono negative e segnalano un rischio di indebolimento della valuta comune; dall'altro il *risk reversal* a un mese indica che il costo per assicurarsi contro un significativo apprezzamento rispetto alla moneta statunitense è lievemente superiore a quello per assicurarsi contro un suo forte deprezzamento (fig. 16).

Figura 16



Fonte: BCE, Bloomberg e Refinitiv.
 (1) Differenza tra le posizioni lunghe e quelle corte in euro degli operatori non commerciali su futures sul cambio dollaro/euro, in percentuale del totale delle posizioni in essere. – (2) 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 (positivi) indicano il prevalere di rischi di un deprezzamento (apprezzamento) dell'euro. Scala di destra.

2 L'ECONOMIA ITALIANA

2.1 LA FASE CICLICA

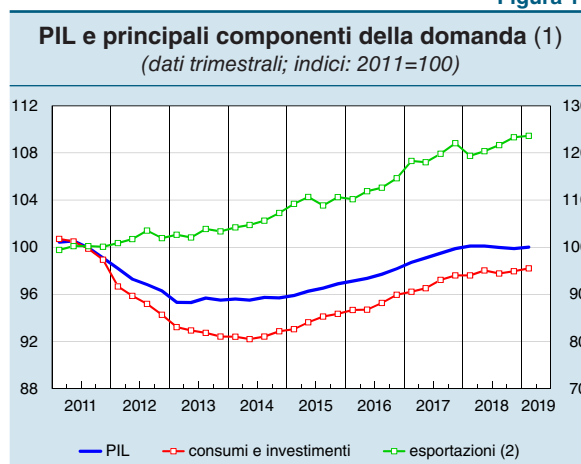
Dopo il modesto incremento registrato nei primi tre mesi del 2019, in primavera l'attività economica in Italia sarebbe rimasta stazionaria o leggermente diminuita; la debolezza del ciclo industriale, che riflette soprattutto il perdurare delle tensioni commerciali a livello internazionale, sarebbe stata solo in parte controbilanciata dall'andamento favorevole dell'attività nei servizi e nelle costruzioni.

Il prodotto è aumentato lievemente all'inizio dell'anno...

Nel primo trimestre la crescita del PIL è tornata appena positiva (0,1 per cento sul periodo precedente). L'attività è stata

sostenuta dall'interscambio con l'estero, dagli investimenti in costruzioni e dai consumi, ma è stata frenata dal decumulo delle scorte e dalla riduzione degli investimenti in macchinari,

Figura 17



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Valori concatenati; dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. I dati antecedenti il 2017 non sono ancora stati rivisti dall'Istat alla luce della nuova definizione del perimetro delle Amministrazioni pubbliche (cfr. Istat, *PIL e indebitamento delle Amministrazioni pubbliche: aggiornamento*, Nota informativa, 9 aprile 2019). – (2) Scala di destra.

Tavola 4

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

VOCI	2018				2019
	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	
PIL	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,9
Importazioni totali	1,6	0,4	1,3	-1,5	2,3
Domanda nazionale (2)	0,2	-0,4	-0,2	-0,4	0,9
Consumi nazionali	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,5
spesa delle famiglie (3)	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,6
spesa delle Amministrazioni pubbliche	0,1	-0,2	-0,2	0,2	0,2
Investimenti fissi lordi	2,7	-1,2	0,6	0,6	3,4
costruzioni	1,2	0,9	0,4	2,6	2,6
macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	3,8	-2,9	0,8	-1,1	4,0
Variazione delle scorte (4) (5)	-0,2	-0,1	-0,4	-0,6	0,0
Esportazioni totali	0,8	1,1	1,4	0,2	1,9
Esportazioni nette (5)	-0,2	0,2	0,1	0,5	-0,1

Fonte: Istat.

(1) Valori 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) Include gli oggetti di valore. – (5) Contributi alla crescita del PIL sul periodo precedente; punti percentuali.

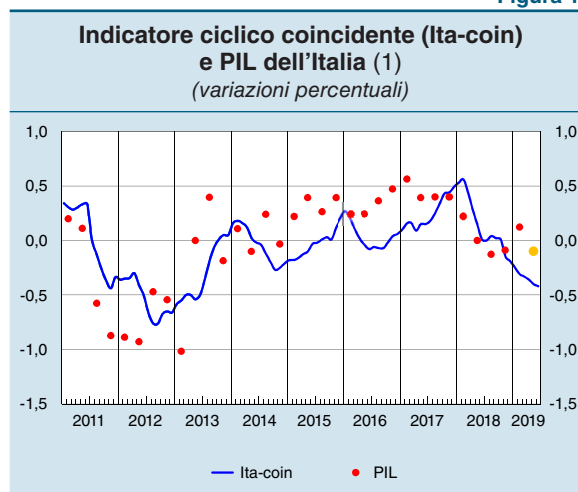
attrezzature e mezzi di trasporto (fig. 17 e tav. 4). Il forte calo delle importazioni è imputabile principalmente alla flessione della domanda di mezzi di trasporto (cfr. il par. 2.4). L'aumento del valore aggiunto è stato robusto nelle costruzioni, moderato nell'industria in senso stretto; l'attività si è invece contratta nei servizi.

...e sarebbe rimasto stazionario o in leggero calo in primavera

Secondo le informazioni finora disponibili, nel secondo trimestre il PIL sarebbe rimasto stazionario o in lieve diminu-

zione (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel secondo trimestre del 2019*). L'indicatore Ita-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che coglie la dinamica di fondo dell'economia italiana, è diminuito (fig. 18), risentendo delle prospettive incerte del commercio internazionale e della debolezza del ciclo manifatturiero. Quest'ultima ha interessato in particolare l'Italia e la Germania, paesi accomunati da forti legami produttivi e commerciali.

Figura 18



Fonte: Banca d'Italia e Istat.

(1) Per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. il riquadro: *Ita-coin: un indicatore coincidente del ciclo economico italiano*, in *Bollettino economico*, 2, 2015. Dettagli sull'indicatore sono disponibili sul sito della Banca d'Italia: *Indicatore ciclico coincidente (Ita-coin)*. Per il PIL, dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente. Il punto giallo rappresenta la previsione del tasso di crescita del PIL basata sui modelli *bridge*. I dati antecedenti al 2017 non sono ancora stati rivisti dall'Istat alla luce della nuova definizione del perimetro delle Amministrazioni pubbliche (cfr. Istat, *PIL e indebitamento delle Amministrazioni pubbliche: aggiornamento*, Nota informativa, 9 aprile 2019). Per Ita-coin, stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche.

L'ATTIVITÀ ECONOMICA NEL SECONDO TRIMESTRE DEL 2019

Sulla base delle informazioni più recenti, elaborate utilizzando i modelli previsivi della Banca d'Italia¹, il PIL italiano sarebbe rimasto stazionario o in leggero calo nel secondo trimestre del 2019 (figura A). L'andamento negativo dell'attività industriale sarebbe stato solo in parte controbilanciato da un lieve aumento nei settori dei servizi e delle costruzioni.

Nostre proiezioni relative al mese di giugno segnalano che nel trimestre primaverile la produzione industriale sarebbe diminuita (-0,7 per cento). I consumi elettrici si sono ridotti, mentre i flussi di trasporto di merci sono lievemente cresciuti (figura B). L'indice dei responsabili degli acquisti delle aziende manifatturiere (*purchasing managers' index*, PMI) è rimasto sotto la soglia compatibile con l'espansione (cfr. fig. 19.b). I segnali di debolezza ciclica sono confermati anche dagli indicatori della fiducia delle imprese del settore, che restano su livelli bassi (figura C).

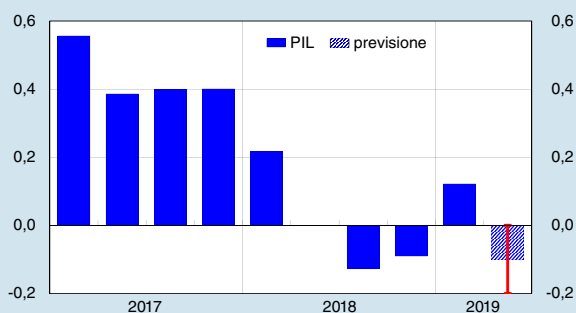
Il valore aggiunto nei servizi sarebbe marginalmente aumentato, come indicato dall'andamento dell'indice PMI del comparto, che si è attestato su livelli coerenti con un modesto incremento dell'attività (figura D).

¹ La valutazione si basa su un'ampia gamma di informazioni parziali di tipo quantitativo (quali i consumi elettrici, il traffico merci, la produzione industriale), su sondaggi presso le imprese e su altre valutazioni di tipo qualitativo, che sono 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*. La stima preliminare del PIL sarà diffusa dall'Istat il prossimo 31 luglio.

L'espansione nel settore delle costruzioni si sarebbe indebolita in primavera: lo suggerisce il calo della produzione registrato in aprile, nonostante l'ulteriore aumento dell'indice di fiducia delle imprese (figura C).

Figura A

Andamento del PIL (1)
(variazioni percentuali)

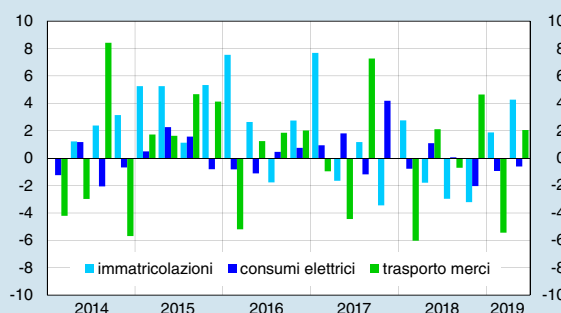


Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(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

Indicatori congiunturali (1)
(variazioni percentuali destagionalizzate)

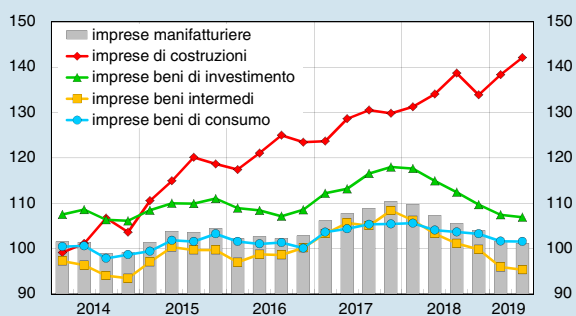


Fonte: elaborazioni su dati Anfia, Autostrade per l'Italia, Ferrovie dello Stato, Istat e Terna.

(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 (dati soggetti a revisione). Le due società non sono responsabili delle elaborazioni effettuate e delle indicazioni che ne derivano.

Figura C

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

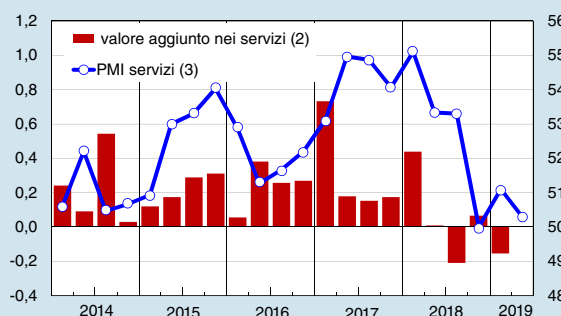


Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Livello medio nel trimestre di riferimento.

Figura D

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

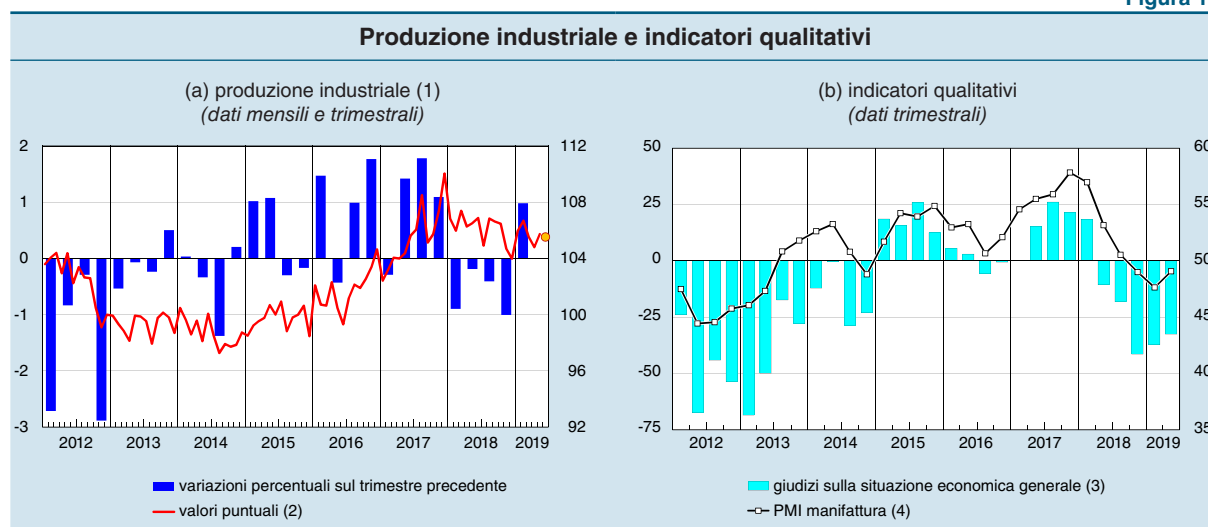


Fonte: elaborazioni su dati Istat e Markit.

(1) Indice PMI: livello medio nel trimestre di riferimento. Valore aggiunto nei servizi: variazione percentuale sul periodo precedente, dati destagionalizzati. – (2) Il dato del valore aggiunto nel 2° trimestre 2019 non è ancora disponibile. – (3) Scala di destra.

2.2 LE IMPRESE

Gli indicatori congiunturali disponibili segnalano che la produzione industriale sarebbe tornata a scendere nel secondo trimestre, dopo essere aumentata in inverno. Le imprese prefigurano nei prossimi mesi un rallentamento della domanda, a causa del deteriorarsi della componente estera, e indicano un modesto incremento dei piani di investimento per il complesso dell'anno.



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

(1) Dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Indici: 2015=100; il punto rappresenta la previsione del dato di giugno. Scala di destra. – (3) Saldo in punti percentuali tra le risposte “migliore” e “peggiore” al quesito sulla situazione economica generale dell'Italia (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 10 luglio 2019). – (4) Indici di diffusione desumibili dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (PMI), relativi all'attività economica nel settore manifatturiero. Scala di destra.

La produzione industriale sarebbe diminuita in primavera

In maggio l'attività industriale è cresciuta dello 0,9 per cento, grazie al rimbalzo della produzione di beni strumentali e di consumo, recuperando solo parzialmente il calo dei due mesi precedenti (fig. 19.a); sulla base delle nostre stime per giugno, nel complesso del secondo trimestre la produzione industriale sarebbe diminuita dello 0,7 per cento.

I giudizi delle imprese restano sfavorevoli

L'indice di fiducia delle imprese manifatturiere è peggiorato in giugno, risentendo del deterioramento dei giudizi sugli ordini e delle attese di produzione. L'indice dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI) della manifattura si è mantenuto al di sotto della soglia compatibile con l'espansione (fig. 19.b); nei servizi gli indicatori qualitativi prefigurano un marginale aumento dell'attività. I giudizi sulla situazione economica corrente espressi dalle aziende intervistate nell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, realizzata in giugno dalla Banca d'Italia, sono risultati ancora negativi anche se più favorevoli rispetto all'indagine di marzo. Le valutazioni delle imprese sull'evoluzione nei successivi tre mesi della domanda per i propri prodotti segnalano una crescita moderata delle vendite, che risentono del deterioramento delle aspettative sulla domanda estera (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese italiane nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*).

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

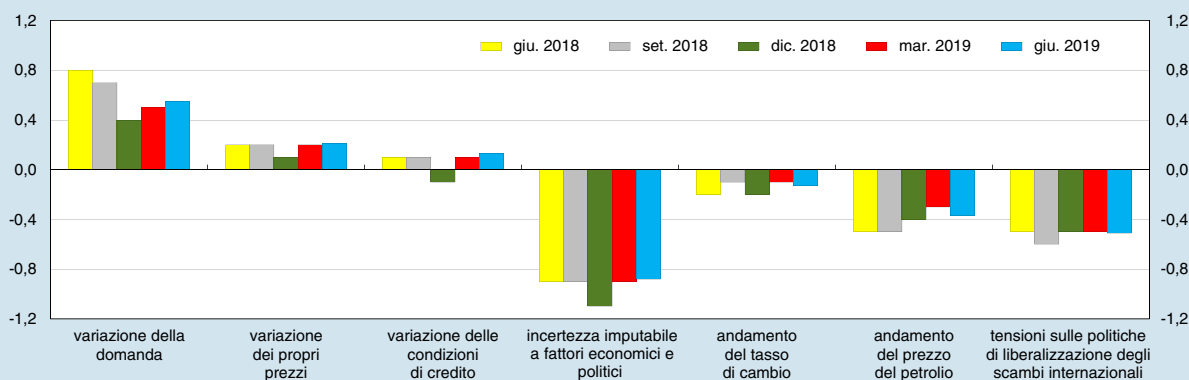
Tra il 27 maggio e il 14 giugno la Banca d'Italia ha condotto la consueta indagine sulle aspettative di inflazione e crescita, volta a ottenere informazioni congiunturali a frequenza trimestrale, su un campione di circa 1.000 imprese con almeno 50 addetti dell'industria in senso stretto, dei servizi e delle costruzioni (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 10 luglio 2019).

I giudizi forniti dalle imprese segnalano valutazioni ancora sfavorevoli, pur se lievemente migliorate, sulla domanda per i propri prodotti nel secondo trimestre; per i successivi tre mesi prefigurano una crescita modesta, frenata dal peggioramento delle aspettative sulla domanda estera. Il saldo tra le

aspettative di un aumento e quelle di una diminuzione della domanda resta positivo ma si è ridotto a 14 punti percentuali (da 25); circa il 70 per cento delle imprese si attende che resti stazionaria la domanda dall'estero. Le imprese inoltre indicano come principali fattori che agiranno da freno alla propria attività le tensioni sugli scambi internazionali e, soprattutto, l'incertezza connessa con fattori economici e politici (figura A).

Figura A

Giudizi delle imprese sui fattori che influenzeranno la propria attività nel breve termine (1)
(dati trimestrali)

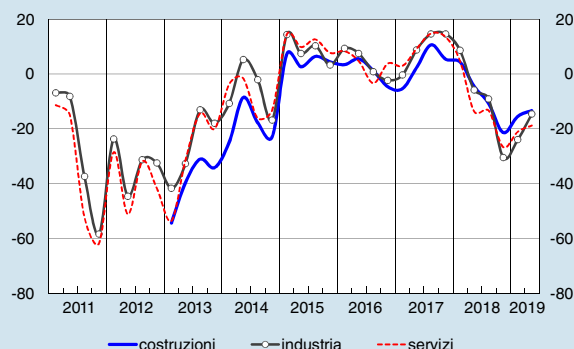


(1) Alle imprese viene richiesto di esprimere un giudizio su come ciascun fattore influenzerà le proprie condizioni di attività nei prossimi 3 mesi. Le risposte in termini di direzione (ribasso o rialzo) e di intensità (forte/moderato/modesto) sono prima codificate su una scala da -3 a 3 (dove 0 indica un giudizio neutrale) e poi ponderate per il numero di imprese.

Il saldo fra i giudizi di miglioramento e di peggioramento delle condizioni per investire rimane negativo, sebbene in lieve recupero nel confronto con la scorsa indagine (figura B). La metà delle imprese pianifica nel complesso dell'anno una spesa per investimenti invariata rispetto a quella effettuata nel 2018; tra le rimanenti, la quota di aziende che programma un'espansione della spesa prevale solo di poco su quella delle imprese che intende ridurla, in linea con la precedente valutazione (figura C).

Figura B

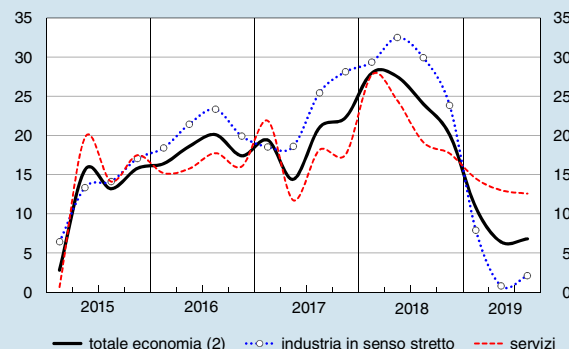
Giudizio sulle condizioni per investire rispetto al trimestre precedente (1)
(dati trimestrali; punti percentuali)



(1) Saldi tra giudizi di miglioramento e giudizi di peggioramento rispetto al trimestre precedente nell'indagine condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia presso le imprese italiane con almeno 50 addetti (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 10 luglio 2019).

Figura C

Andamento degli investimenti per l'anno di riferimento secondo le attese delle imprese (1)
(dati trimestrali; punti percentuali)



(1) Saldi tra giudizi di aumento e giudizi di diminuzione rispetto all'anno precedente nell'indagine condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia presso le imprese italiane con almeno 50 addetti (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 10 luglio 2019); la prima indicazione delle attese sull'anno di riferimento viene rilevata nel 4° trimestre dell'anno precedente. - (2) Include le costruzioni.

Nei piani delle imprese la crescita degli investimenti per il 2019 è modesta

Nel primo trimestre l'accumulazione di capitale è aumentata dello 0,6 per cento, sostenuta da una decisa accelerazione nel comparto delle costruzioni; sono diminuiti gli investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto, risentendo del calo della spesa per autoveicoli. Indicazioni di una crescita modesta dei piani di investimento delle imprese per il complesso del 2019 sono

riportate nell'indagine annuale della Banca d'Italia (cfr. il riquadro: *L'indagine annuale della Banca d'Italia sulle imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi privati non finanziari*) e confermate nella rilevazione trimestrale condotta nel mese di giugno (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese italiane nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*).

L'INDAGINE ANNUALE DELLA BANCA D'ITALIA SULLE IMPRESE DELL'INDUSTRIA IN SENSO STRETTO E DEI SERVIZI PRIVATI NON FINANZIARI

La Banca d'Italia conduce annualmente un'indagine sulle imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi privati non finanziari con almeno 20 addetti. I risultati della rilevazione, che quest'anno ha coinvolto circa 4.200 aziende tra febbraio e maggio, confermano il rallentamento dell'attività produttiva nel 2018, pur con investimenti in crescita, e prospettive complessivamente sfavorevoli per il 2019 (cfr. *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*, Banca d'Italia, Statistiche, 1° luglio 2019).

Il volume delle vendite è aumentato lo scorso anno dello 0,6 per cento (tavola), dal 2,3 nel 2017; alla decelerazione hanno contribuito sia l'indebolimento della domanda interna, che le imprese avevano già in parte anticipato in occasione della rilevazione precedente, sia l'inatteso deterioramento di quella estera.

Tavola

Principali andamenti nel 2018 e attese per il 2019
(variazioni percentuali)

VOCI	Fatturato (1)		Investimenti (1)		Occupazione	
	2018	2019	2018	2019	2018	2019
Settore						
Industria in senso stretto	0,2	0,0	6,7	0,6	0,9	0,8
di cui: manifattura	0,9	1,0	5,5	-2,0	1,0	0,8
Servizi non finanziari	1,0	1,5	-1,2	0,3	1,2	-0,1
Classe di addetti						
20-49	0,9	1,6	3,0	-12,6	0,9	0,4
50-199	1,1	1,1	4,1	-4,7	1,3	1,0
200-499	-0,2	0,8	10,7	-4,3	1,9	0,3
500 e oltre	0,3	-0,2	0,3	9,7	0,7	-0,2
Totale	0,6	0,8	3,0	0,4	1,1	0,3

(1) Valori a prezzi costanti calcolati sulla base dei deflatori medi rilevati dall'indagine. Medie ponderate per i pesi di riporto al numero delle imprese dell'universo. Elaborazioni su dati elementari winsorizzati.

La crescita media dei prezzi di vendita (1,4 per cento) è stata inferiore di tre decimi di punto a quella registrata nel 2017. Rispetto alla scorsa indagine si è sensibilmente ampliata la quota di imprese che hanno indicato l'andamento della domanda come il principale fattore che ha influenzato i propri prezzi di vendita (dal 25 al 42 per cento); oltre la metà di queste aziende non li ha aumentati.

L'occupazione media nell'anno ha continuato a crescere, accompagnata da un incremento delle ore lavorate per addetto, una misura dell'intensità dell'impiego del fattore lavoro nella produzione.

La spesa per investimenti rilevata nell'indagine è salita nel 2018 a un ritmo simile a quello dell'anno precedente (3,0 e 2,7 per cento, rispettivamente). L'accumulazione è aumentata per le imprese di piccola dimensione, a fronte della contrazione prefigurata all'inizio dell'anno; ha accelerato per le imprese di media dimensione (tra 50 e 499 addetti) sostanzialmente in linea con le loro attese; è rimasta invariata per quelle più grandi, disattendendo previsioni molto positive. Nel complesso la spesa per investimenti è cresciuta poco più della metà di quanto pianificato all'inizio del 2018 (5,3 per cento).

Oltre metà delle aziende ha beneficiato di almeno una delle misure di incentivo agli investimenti¹. La spesa realizzata da tali imprese ha rappresentato nel 2018 più di due terzi degli investimenti complessivi; circa un terzo di queste ha dichiarato che almeno parte dell'accumulazione è stata realizzata grazie alle misure di sostegno.

Secondo le valutazioni espresse dal complesso delle imprese, nel 2019 la spesa per investimenti a prezzi costanti si assesterebbe su livelli appena superiori a quelli del 2018, frenata dal calo prefigurato dalle aziende manifatturiere. Le imprese di piccola e media dimensione, che hanno trainato la crescita degli investimenti dal 2016, prevedono una sensibile riduzione della spesa, mentre quelle di maggiore dimensione, che nell'ultimo triennio hanno fornito un contributo contenuto, ne pianificano una significativa accelerazione (figura). Le imprese dei servizi, che nel 2018 hanno ridimensionato la spesa, ne prevedono una ripresa.

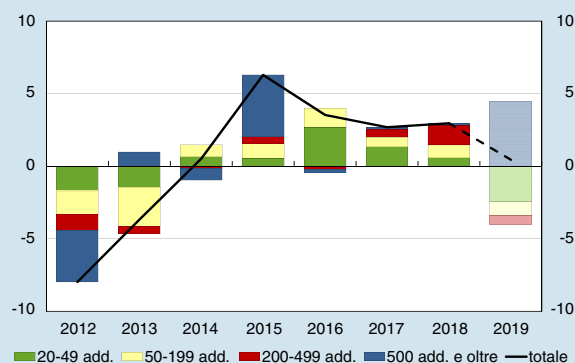
¹ Alle imprese è stato chiesto di valutare le misure di incentivo ancora in vigore nel 2018: (a) l'agevolazione agli investimenti in macchinari, attrezzature, impianti, beni strumentali a uso produttivo e hardware, nonché software e tecnologie digitali (cosiddetta nuova Sabatini); (b) il credito di imposta per l'acquisto di beni strumentali in strutture produttive ubicate nel Mezzogiorno; (c) il super ammortamento per gli investimenti in beni strumentali, che prevede un incremento del valore dei beni ammortizzabili ai fini fiscali; (d) l'iper ammortamento per gli investimenti in tecnologie avanzate, che prevede un incremento del valore dei beni ammortizzabili ai fini fiscali; (e) il super ammortamento per beni immateriali, che prevede un incremento del valore di tutti i beni ammortizzabili acquistati (di cui possono beneficiare le imprese che usufruiscono dell'iper ammortamento).

L'attività nel settore delle costruzioni si sarebbe indebolita

Il numero delle compravendite di abitazioni ha continuato a salire nei mesi invernali (0,4 per cento); la discesa dei prezzi tuttavia non si è ancora arrestata (fig. 20). Il *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* realizzato in maggio segnala che le prospettive degli operatori sull'evoluzione del mercato immobiliare sono rimaste favorevoli nel breve e nel medio termine. Nel secondo trimestre l'espansione dell'attività nel comparto delle costruzioni si sarebbe lievemente indebolita (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel secondo trimestre del 2019*).

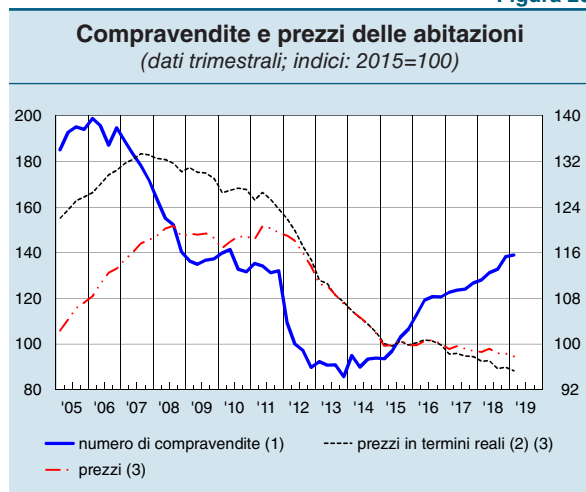
Figura

Investimenti (1)
(variazioni percentuali;
contributi alla crescita per classe dimensionale)



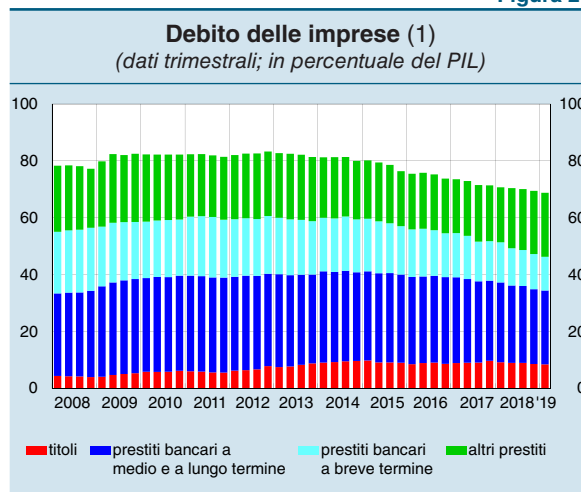
(1) Valori a prezzi costanti calcolati sulla base dei deflatori rilevati dall'indagine. Statistiche ponderate per il peso di riporto al numero delle imprese dell'universo e per la spesa per investimenti. La linea tratteggiata e l'area di colore meno intenso indicano le previsioni delle imprese per il 2019.

Figura 20



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 21



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat. (1) Consistenze di fine trimestre; flussi cumulati su 4 trimestri. I dati dell'ultimo periodo sono provvisori. Il debito include i prestiti cartolarizzati.

Il debito delle imprese si è ridotto

Sulla base dei dati diffusi dall'Istat, nel primo trimestre del 2019 la quota dei profitti delle imprese (definita dal rapporto tra risultato lordo di gestione e valore aggiunto, entrambi annualizzati mediante somma degli ultimi quattro periodi) è diminuita nel confronto con il periodo precedente risentendo dell'aumento del costo del lavoro (cfr. par. 2.6). Anche la capacità di autofinanziamento (definita dal rapporto tra risparmio lordo e valore aggiunto) si è ridotta. L'avanzo finanziario in rapporto al valore aggiunto si è mantenuto invariato per effetto della flessione della spesa in conto capitale. Il debito complessivo delle imprese in percentuale del PIL ha registrato un ulteriore calo, collocandosi al 68,7 per cento (fig. 21).

2.3 LE FAMIGLIE

Nonostante il robusto recupero del reddito disponibile, nei primi tre mesi del 2019 la spesa delle famiglie è cresciuta solo di poco; la propensione al risparmio è tornata ad aumentare. Le informazioni congiunturali più recenti suggeriscono una crescita debole dei consumi anche nel secondo trimestre.

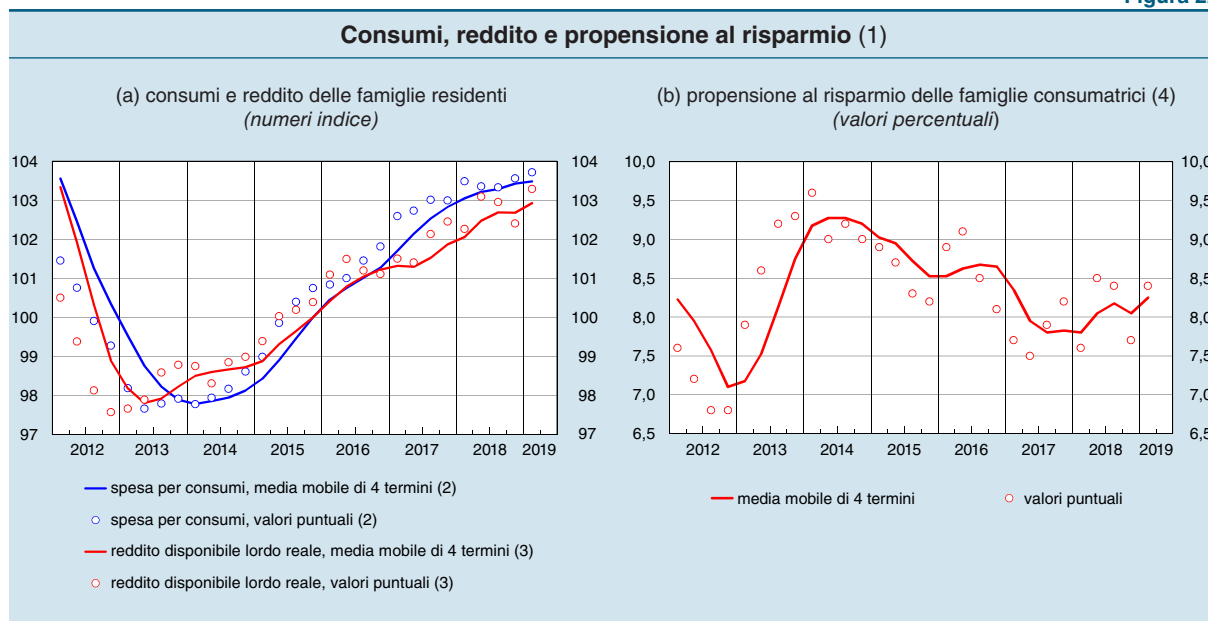
I consumi sono lievemente cresciuti all'inizio dell'anno...

Nel primo trimestre i consumi delle famiglie sono aumentati dello 0,1 per cento sul periodo precedente (fig. 22.a), per effetto del nuovo rialzo della spesa per servizi; sono invece diminuiti gli acquisti di beni, in particolare di quelli durevoli. L'espansione dei consumi ha solo in parte riflesso il forte incremento del reddito disponibile al netto dell'inflazione (0,9 per cento sul trimestre precedente), sostenuto dal rialzo dei redditi da lavoro. La propensione al risparmio è risalita (all'8,4 per cento; fig. 22.b), anche in connessione con l'accresciuta incertezza sulle prospettive economiche segnalata dalle indagini sul clima di fiducia delle famiglie.

...e sarebbero rimasti deboli in primavera

Secondo nostre stime basate sulle informazioni congiunturali più recenti, in primavera i consumi sarebbero cresciuti a un ritmo molto contenuto; la spesa per beni non durevoli avrebbe ristagnato. I consumi durevoli, che rappresentano circa un decimo della spesa delle famiglie, avrebbero invece fornito un contributo positivo, connesso con il forte aumento delle immatricolazioni di automobili; queste tuttavia rimangono ancora al di sotto dei livelli precedenti l'entrata in vigore, nel settembre dello scorso anno, della nuova

Figura 22

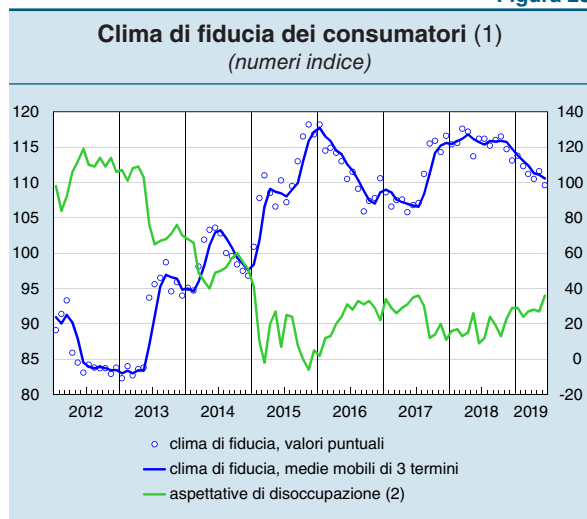


Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) I dati antecedenti il 2017 non sono ancora stati rivisti dall'Istat alla luce della nuova definizione del perimetro delle Amministrazioni pubbliche (cfr. Istat, *PIL e indebitamento delle Amministrazioni pubbliche: aggiornamento*, Nota informativa, 9 aprile 2019). – (2) Valori concatenati e destagionalizzati. Indici: 2015=100. – (3) Al netto della dinamica del deflatore della spesa per consumi finali delle famiglie residenti. Indici: 2015=100. Dati destagionalizzati. – (4) Rapporto percentuale tra il risparmio e il reddito disponibile lordo delle famiglie consumatrici. Dati destagionalizzati.

normativa sulle emissioni. Dopo il temporaneo incremento in maggio, l'indice di fiducia delle famiglie è tornato a diminuire, proseguendo la tendenza in atto dalla fine del 2018. Le attese sulla situazione economica generale e sull'occupazione sono peggiorate (fig. 23).

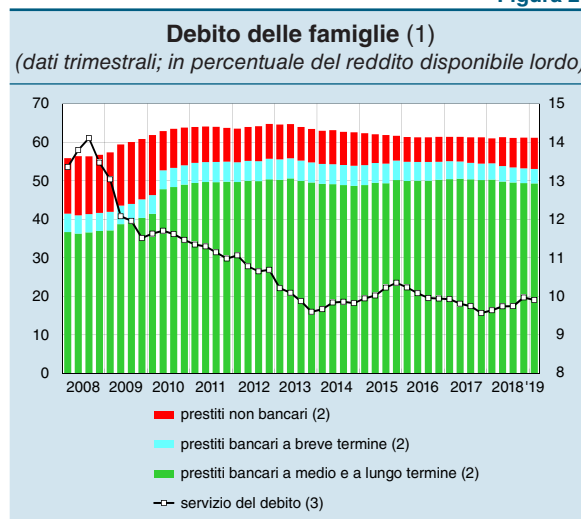
Figura 23



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Dati mensili destagionalizzati. Indici: 2010=100. Nel giugno 2013 sono state introdotte innovazioni metodologiche che rendono i dati diffusi a partire da quella data non direttamente confrontabili con quelli precedenti. – (2) Saldo tra le risposte "in aumento" e "in diminuzione". Un aumento del saldo segnala un peggioramento delle attese sul tasso di disoccupazione. Scala di destra.

Figura 24



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

(1) Consistenze di fine trimestre; flussi cumulati su 4 trimestri. I dati dell'ultimo periodo sono provvisori. Il debito include 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) Stima degli oneri per il servizio del debito (pagamento di interessi più rimborso delle quote di capitale) imputabili alle sole famiglie consumatrici. Scala di destra.

Il debito delle famiglie si è mantenuto stabile

Nel primo trimestre del 2019 il debito delle famiglie italiane in rapporto al reddito disponibile è rimasto sostanzialmente invariato (61,1 per cento; fig. 24), un livello ben al di sotto di quello medio dell'area dell'euro (94,1 per cento). In rapporto al PIL esso si è mantenuto al 41,1 per cento (57,5 nell'area dell'euro). L'incidenza sul reddito disponibile degli oneri sostenuti per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale) si è confermata attorno al 10 per cento.

Nei mesi primaverili il costo medio dei nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasto su livelli contenuti (1,9 per cento a maggio; cfr. il par. 2.7).

2.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Le esportazioni italiane sono lievemente aumentate nel primo trimestre, nonostante la contrazione del commercio mondiale. Nei primi quattro mesi dell'anno l'avanzo di conto corrente si è ampliato e gli investitori esteri hanno acquistato titoli pubblici italiani. Il saldo debitorio della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti TARGET2 si è ridotto. La posizione estera netta dell'Italia è prossima al pareggio.

Le esportazioni sono cresciute lievemente

Nel primo trimestre le esportazioni di beni e servizi in volume sono aumentate dello 0,2 per cento sul periodo precedente (tav. 5). Il rallentamento della componente dei beni è stato marcato, in particolare nei mercati esterni all'Unione europea (UE), dove ha pesato la flessione delle vendite negli Stati Uniti seguita alla forte crescita nei mesi finali del 2018. La farmaceutica e i prodotti in metallo hanno fornito il principale contributo all'incremento delle esportazioni complessive di beni.

Le importazioni di beni e servizi in volume si sono contratte (-1,5 per cento); sono diminuite in modo particolarmente marcato quelle di mezzi di trasporto, in connessione con il calo degli investimenti in questa tipologia di prodotti (cfr. i parr. 2.1 e 2.2).

Sono deboli le valutazioni delle imprese sugli ordini esteri

In aprile le esportazioni di beni, valutate a prezzi correnti e corrette per la stagionalità, sono aumentate dello 0,3 per cento rispetto al mese precedente; in maggio è proseguita la crescita delle vendite nei mercati extra UE. I giudizi sugli ordini esteri delle imprese manifatturiere rilevati dall'Istat e il corrispondente indicatore PMI si collocano nella media del secondo trimestre in prossimità della soglia che segnala una stagnazione delle vendite (fig. 25). Le indagini condotte dalla Banca d'Italia nel mese di giugno indicano un peggioramento delle aspettative sulla domanda estera da parte delle imprese (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese italiane nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*).

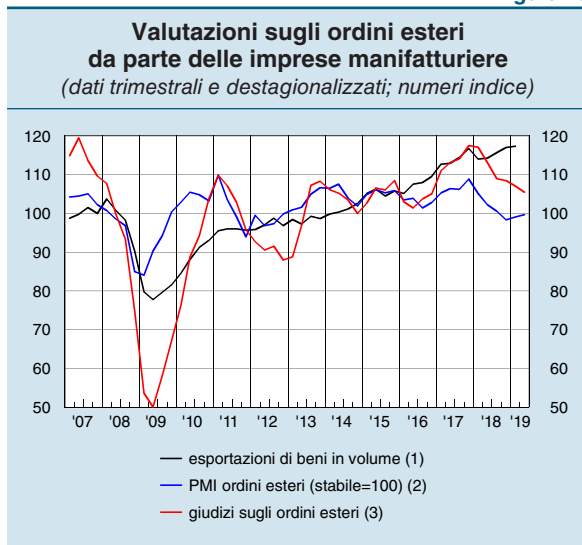
Tavola 5

Esportazioni e importazioni dell'Italia (1) <i>(variazioni percentuali sul trimestre precedente)</i>		
VOCI	2018 4° trim.	2019 1° trim.
Esportazioni	1,4	0,2
Beni	1,1	0,2
intra UE	0,4	0,3
extra UE	2,2	0,2
Servizi	2,3	0,3
Importazioni	1,3	-1,5
Beni	1,0	-1,9
intra UE	1,9	-2,0
extra UE	-0,2	-1,6
Servizi	2,3	-0,1

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Valori concatenati; dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi.

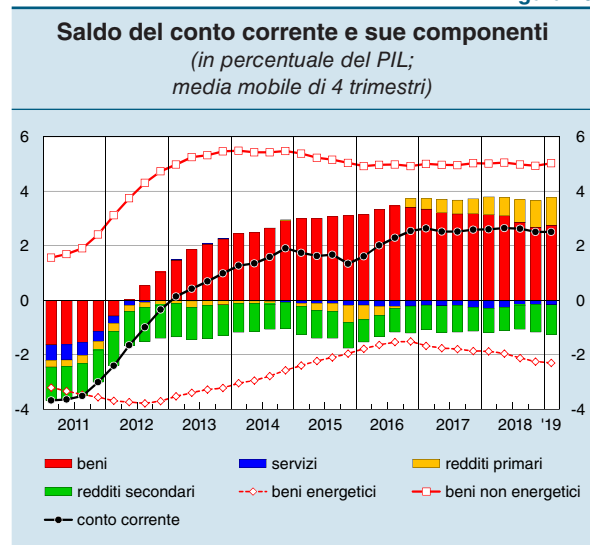
Figura 25



Fonte: Istat, Markit e Refinitiv.

(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 sommato il valore 100.

Figura 26



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

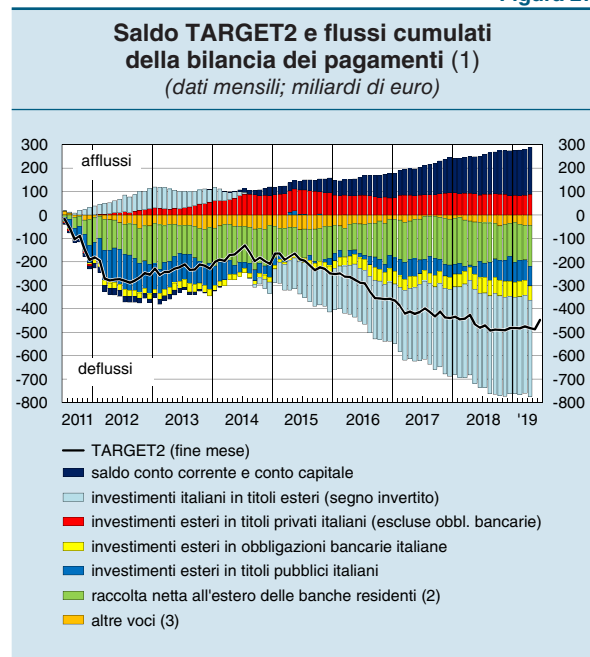
L'avanzo di conto corrente si è ampliato

L'avanzo di conto corrente è cresciuto fino a 8,4 miliardi nei primi quattro mesi del 2019 (circa un miliardo in più rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente). Vi hanno contribuito il maggiore surplus dei beni non energetici e l'ulteriore incremento dell'avanzo dei redditi primari (tav. 6). In rapporto al PIL l'avanzo di conto corrente è stato pari al 2,5 per cento (valutato nella media dei quattro trimestri terminanti in marzo; fig. 26).

Gli investitori esteri sono tornati ad acquistare titoli pubblici italiani

Nei primi quattro mesi dell'anno gli investitori esteri hanno effettuato acquisti netti di titoli italiani (29,2 miliardi), soprattutto di quelli emessi dal settore pubblico (22,3 miliardi), assorbendo oltre il 40 per cento delle emissioni nette del Tesoro nello stesso periodo. Dal lato delle attività, i residenti hanno disinvestito dai titoli di portafoglio esteri per 5,5 miliardi (a fronte degli oltre 30 miliardi di investimenti nello stesso periodo dell'anno precedente), proseguendo la tendenza in atto dagli ultimi mesi del 2018.

Figura 27



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

Il passivo TARGET2 si è ridotto

La posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2, che nei primi cinque mesi dell'anno aveva registrato modeste oscillazioni intorno ai livelli di fine 2018 (482 miliardi; fig. 27), è scesa alla fine di giugno a 448 miliardi (tav. 7), in concomitanza con il significativo miglioramento delle condizioni sui mercati finanziari italiani (cfr. il par. 2.8).

La posizione netta sull'estero dell'Italia è migliorata

Alla fine di marzo la posizione debitoria netta sull'estero dell'Italia era pari a 45,1 miliardi (2,6 per cento del PIL), inferiore di 23,9 miliardi rispetto alla fine del 2018. Il miglioramento è dovuto sia all'avanzo complessivo di conto corrente e conto capitale, sia soprattutto agli aggiustamenti di valutazione sulle ingenti attività estere di portafoglio: queste sono costituite per circa il 60 per cento da azioni e quote di fondi comuni, che hanno beneficiato del recupero dei mercati finanziari internazionali nel primo trimestre dell'anno (cfr. il par. 1.3).

Tavola 6

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

VOCI	2017	2018	gen.-apr. 2018	gen.-apr. 2019
Conto corrente	44,9	44,0	7,5	8,4
<i>per memoria: in % del PIL</i>	2,6	2,5	-	-
Merci	55,0	47,1	13,2	14,9
prodotti non energetici (2)	87,0	86,6	25,1	27,8
prodotti energetici (2)	-32,0	-39,5	-11,9	-13,0
Servizi	-4,3	-2,7	-3,6	-3,8
Redditi primari	9,3	17,3	4,1	5,1
Redditi secondari	-15,1	-17,6	-6,2	-7,8
Conto capitale	0,6	-0,6	-0,5	-0,6
Conto finanziario	51,4	30,0	-2,5	13,6
Investimenti diretti	3,3	-3,1	-0,6	2,6
Investimenti di portafoglio	87,5	121,7	-5,7	-34,7
Derivati	-7,3	-2,8	-0,5	0,5
Altri investimenti (3)	-34,7	-88,5	4,5	43,7
Variazione riserve ufficiali	2,7	2,6	-0,1	1,6
Errori e omissioni	5,9	-13,5	-9,5	5,7

(1) Secondo gli standard internazionali pubblicati in FMI, *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6 ed., 2009 (BPM6). Per il mese di aprile 2019, dati provvisori. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat. – (3) Include la variazione del saldo TARGET2.

Tavola 7

Variazioni del saldo TARGET2 e relazione con le altre voci di bilancia dei pagamenti (1)
(miliardi di euro)

PERIODO	Saldo TARGET2 (alla fine del periodo)	Variazione del saldo TARGET2 (rispetto alla fine del periodo precedente)	Investimenti di portafoglio esteri in titoli pubblici italiani (A)	Investimenti di portafoglio esteri in titoli privati italiani (escluse obbligazioni bancarie) (B)	Investimenti di portafoglio esteri in obbligazioni bancarie italiane (C)	Raccolta netta all'estero delle istituzioni finanziarie monetarie residenti (esclusa la banca centrale) in prestiti e depositi (D)		Saldo di conto corrente e conto capitale (E)	Altre voci (2) (F)	Investimenti di portafoglio italiani in titoli esteri (G)
						di cui: intermediata da controparti centrali residenti				
2018	-482	-43	-51	-13	-12	53	43	43	-17	46
2018 – 1° trim.	-442	-3	32	-2	-2	-1	2	4	-4	30
2° trim.	-481	-38	-48	-8	-11	31	33	10	-11	2
3° trim.	-489	-8	-11	5	-2	16	-4	16	-4	29
4° trim.	-482	7	-24	-8	3	7	12	13	2	-15
2019 – 1° trim.	-475	7	17	1	0	-5	-18	4	-9	1
2019 – gen.	-482	0	21	1	0	-28	-32	-1	2	-5
feb.	-483	-1	-4	1	-3	16	16	2	-7	6
mar.	-475	8	0	-1	3	7	-3	3	-4	-1
apr.	-481	-7	5	4	2	-29	-19	4	1	-7
mag.	-486	-5	....	....	....	....	....	....	....	....
giu.	-448	39	....	....	....	....	....	....	....	....

(1) Un valore negativo della variazione del saldo TARGET2 indica un aumento delle passività della Banca d'Italia su TARGET2. I dati sono disponibili sul sito della Banca d'Italia: *Base dati statistica (BDS)*, in particolare nella tav. TBP60200. – (2) Investimenti diretti, derivati, voci residuali degli altri investimenti, riserve ufficiali, errori e omissioni.

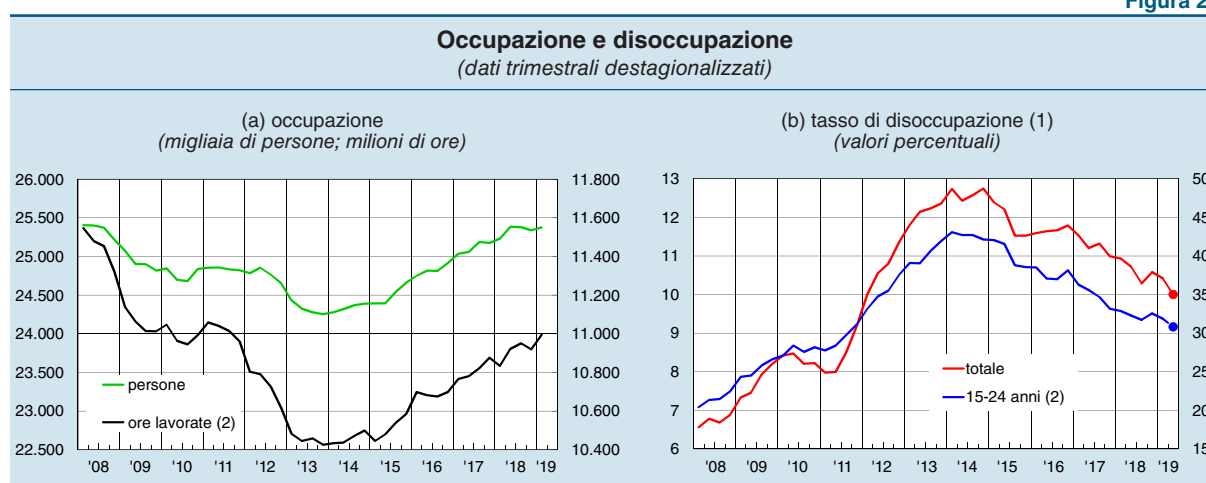
2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Nei primi mesi dell'anno l'occupazione è leggermente aumentata; sono cresciute le ore lavorate, soprattutto nell'industria in senso stretto. Il tasso di disoccupazione è diminuito; le retribuzioni contrattuali hanno rallentato.

L'occupazione e le ore lavorate sono cresciute

Nei primi tre mesi dell'anno l'occupazione è salita in misura modesta, recuperando solo in parte la flessione del trimestre precedente; il numero di ore lavorate è aumentato (fig. 28.a), soprattutto nell'industria in senso stretto (tav. 8), in linea con l'andamento della produzione industriale del settore. Sulla base dei risultati preliminari della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, il numero degli occupati sarebbe cresciuto anche nel bimestre aprile-maggio.

Figura 28



Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali* per l'occupazione e *Rilevazione sulle forze di lavoro* per il tasso di disoccupazione.
(1) Il punto indica il valore medio del bimestre aprile-maggio. – (2) Scala di destra.

Tavola 8

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

VOCI	Consistenze	Variazioni			
	1° trim. 2019	2° trim. 2018	3° trim. 2018	4° trim. 2018	1° trim. 2019
Totale occupati	25.376	0,6	0,0	-0,2	0,1
di cui: industria in senso stretto	4.305	1,0	0,1	-0,1	0,6
servizi privati (1)	11.190	0,1	0,3	0,3	0,1
Dipendenti	19.351	0,5	-0,1	-0,1	0,2
Autonomi	6.025	1,1	0,2	-0,3	-0,1
Ore lavorate	10.994	0,8	0,3	-0,3	0,7
di cui: industria in senso stretto	1.913	0,8	0,4	-0,1	1,4
servizi privati (1)	5.064	0,4	0,6	-0,1	0,7
Dipendenti	7.715	0,4	0,2	0,0	0,6
Autonomi	3.279	1,8	0,3	-0,9	0,9

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).

È proseguito l'aumento dei contratti a tempo indeterminato

La lieve espansione dell'occupazione registrata nel primo trimestre è stata trainata dalla componente alle dipendenze. In base ai dati amministrativi di fonte INPS sui rapporti di lavoro subordinato, la crescita ha riguardato soprattutto le posizioni a tempo indeterminato, il cui incremento ha riflesso, come nei trimestri precedenti, la trasformazione di contratti a tempo determinato. La stabilizzazione dei rapporti a termine ha beneficiato della

crescita del tasso medio di trasformazione, favorito dal nuovo quadro normativo che nella seconda parte del 2018 ha introdotto maggiori vincoli sull'utilizzo dei contratti a termine; vi ha contribuito anche l'elevato numero di contratti temporanei avviati nel biennio 2017-18 (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro* nella *Relazione annuale* sul 2018). Per contro le posizioni a tempo determinato hanno fortemente rallentato, per effetto sia delle nuove normative, sia della debolezza ciclica.

Il tasso di disoccupazione è tornato a scendere

A fronte di un tasso di partecipazione sostanzialmente invariato (al 65,7 per cento), nel primo trimestre dell'anno il tasso di disoccupazione si è ridotto di due decimi di punto, al 10,4 per cento (fig. 28.b). I dati preliminari della *Rilevazione sulle forze di lavoro* segnalano che nel corso del bimestre aprile-maggio

il tasso di partecipazione si è mantenuto stazionario, mentre è proseguito il calo del tasso di disoccupazione.

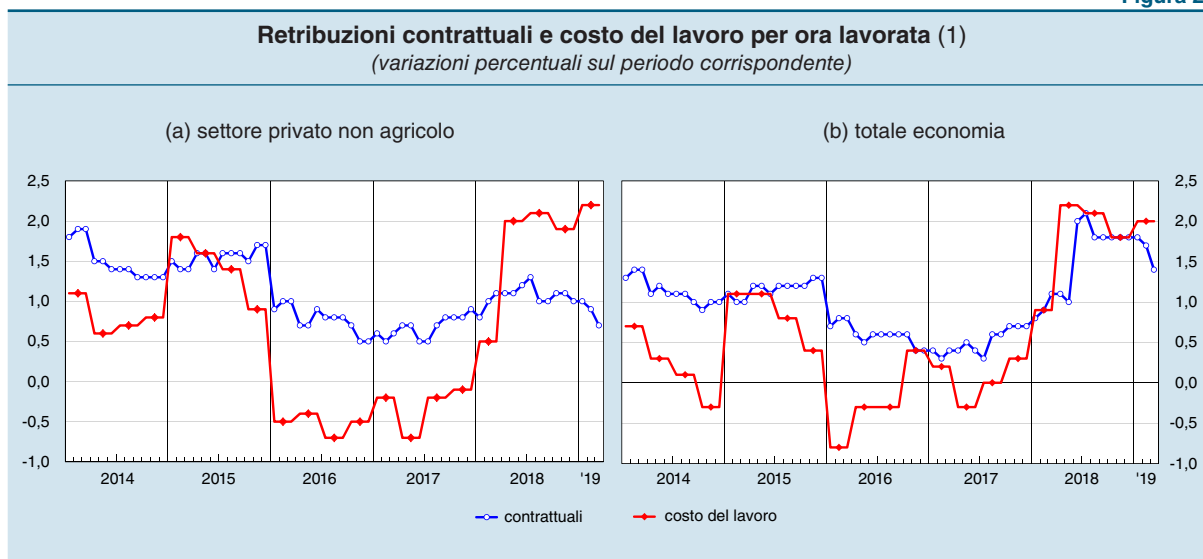
Le retribuzioni contrattuali hanno rallentato

Nel primo trimestre le retribuzioni contrattuali, dopo gli aumenti registrati l'anno precedente, hanno rallentato; nel settore privato non agricolo la variazione sui dodici mesi è scesa allo 0,8 per cento (fig. 29). In un quadro di incertezza circa gli sviluppi ciclici e le prospettive dell'inflazione, la quota

di lavoratori con contratti scaduti o prorogati senza incrementi retributivi è rimasta stabile al 41 per cento in maggio; si tratta di un livello elevato, che in prospettiva potrebbe favorire, se i ritardi nei rinnovi si prolungassero, un'ulteriore decelerazione delle retribuzioni contrattuali.

È stata invece marcata la crescita del costo del lavoro, che ha risentito di quella degli oneri sociali, dovuta alla scadenza degli incentivi introdotti nel 2015 sui nuovi contratti a tempo indeterminato.

Figura 29



Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali* e *Indagine sulle retribuzioni contrattuali*.
(1) Dati mensili grezzi per le retribuzioni contrattuali; dati trimestrali destagionalizzati per il costo del lavoro.

2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

L'inflazione è leggermente diminuita, risentendo sia del rallentamento dei prezzi dei beni energetici e alimentari sia della debolezza della componente di fondo. Le aspettative di imprese, famiglie e analisti restano deboli, anche se sono state riviste lievemente al rialzo rispetto al primo trimestre.

L'inflazione al consumo resta debole...

In giugno la variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) si è collocata, sulla base dei dati preliminari, allo 0,8 per cento (fig. 30); quella sui tre mesi, depurata dai fattori stagionali e in ragione d'anno, si è azzerata (fig. 31).

...anche nella componente di fondo

Al netto delle componenti alimentari ed energetiche l'inflazione si è portata allo 0,4 per cento (tav. 9); la debolezza della componente di fondo, coerente con il ristagno del ciclo economico, ha riflesso la diminuzione dei prezzi dei beni industriali non energetici e la modesta dinamica di quelli dei servizi.

L'aumento del costo del lavoro non si è trasferito sui prezzi

In maggio i prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno hanno rallentato (all'1,8 per cento), per effetto della decelerazione dei prezzi dei beni energetici. Nel primo trimestre il costo del lavoro per unità di prodotto è salito di oltre il 3 per cento nel complesso dell'economia e in misura ancora più accentuata nella manifattura. Vi hanno contribuito la contrazione ciclica della produttività e l'incremento degli oneri sociali (cfr. il par. 2.5). L'aumento del costo del lavoro non si è trasferito sui prezzi: si sono ridotti i margini di profitto delle imprese, proseguendo la tendenza in atto dall'inizio del 2017 (cfr. il par. 2.2).

Migliora la competitività di prezzo delle imprese

Secondo nostre stime la competitività di prezzo, valutata sulla base dei prezzi alla produzione dei beni manufatti e tenendo conto della struttura degli scambi commerciali dell'Italia, avrebbe segnato un ulteriore miglioramento in primavera rispetto sia ai concorrenti esterni all'area dell'euro (a seguito del deprezzamento del cambio nominale della valuta comune) sia agli altri paesi dell'area (grazie alla minore crescita dei prezzi alla produzione nel settore manifatturiero italiano; fig. 32).

Figura 30

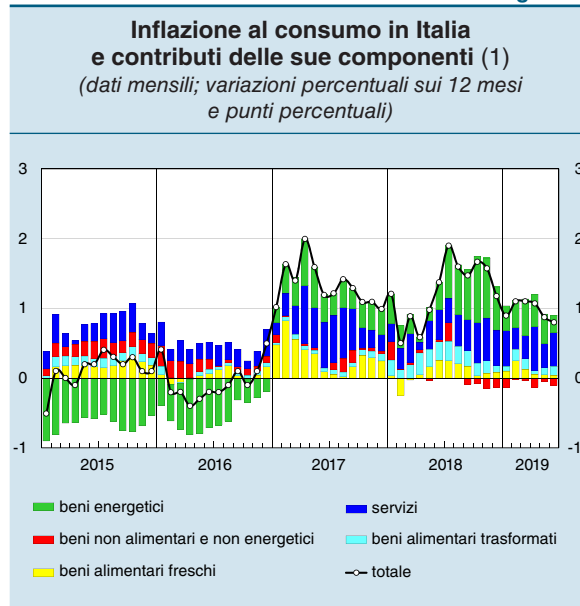
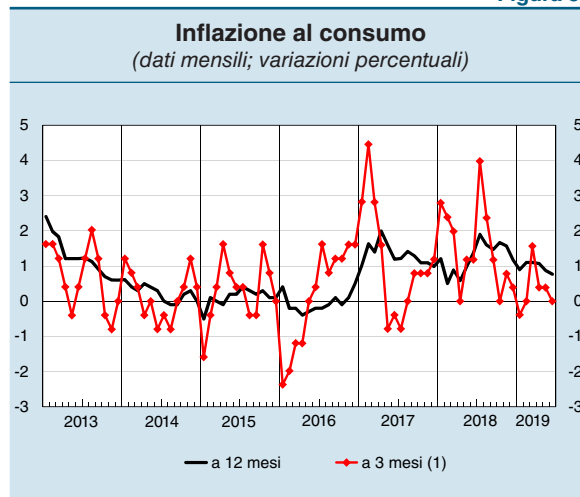


Figura 31



Indicatori di inflazione in Italia
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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	0,1	–	0,5	-3,4	0,9
2016	-0,1	0,5	-0,1	-0,1	–	0,5	-2,2	1,2
2017	1,3	0,8	1,3	1,2	–	0,7	2,6	0,5
2018	1,2	0,6	1,2	1,2	–	0,5	3,9	0,8
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	0,2	0,5	2,2	–
apr.	0,6	0,2	0,6	0,5	-0,1	0,2	1,4	–
mag.	1,0	0,6	1,0	1,0	0,3	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	0,3	0,5	5,1	–
ago.	1,6	0,6	1,6	1,6	0,1	0,7	5,2	–
set.	1,5	0,5	1,4	1,4	-0,1	0,6	5,6	–
ott.	1,7	0,7	1,7	1,6	0,3	0,7	7,1	–
nov.	1,6	0,7	1,6	1,6	0,0	0,6	5,8	–
dic.	1,2	0,5	1,2	1,1	-0,2	0,5	5,2	–
2019 – gen.	0,9	0,6	0,9	0,9	0,2	0,5	4,4	–
feb.	1,1	0,4	1,0	1,0	0,0	0,3	3,9	–
mar.	1,1	0,3	1,0	1,0	0,2	0,3	3,7	–
apr.	1,1	0,7	1,0	1,1	0,0	0,7	2,8	–
mag.	0,9	0,5	0,8	0,8	0,0	0,4	1,8	–
giu.	(0,8)	(0,4)	....	(0,8)	(0,2)	(0,5)	–	–

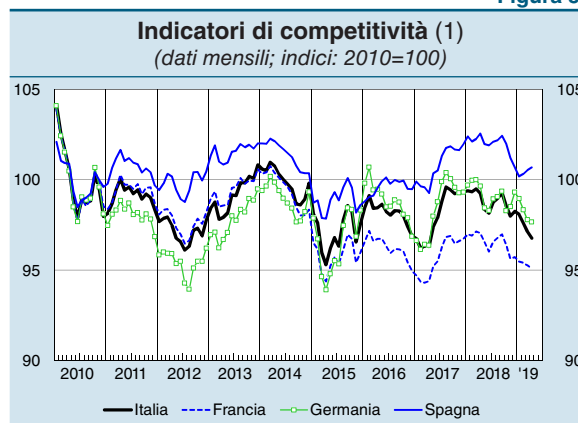
Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat. I numeri tra parentesi indicano stime preliminari.

(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) Al netto della componente stagionale.

Restano deboli le attese di inflazione di imprese e famiglie

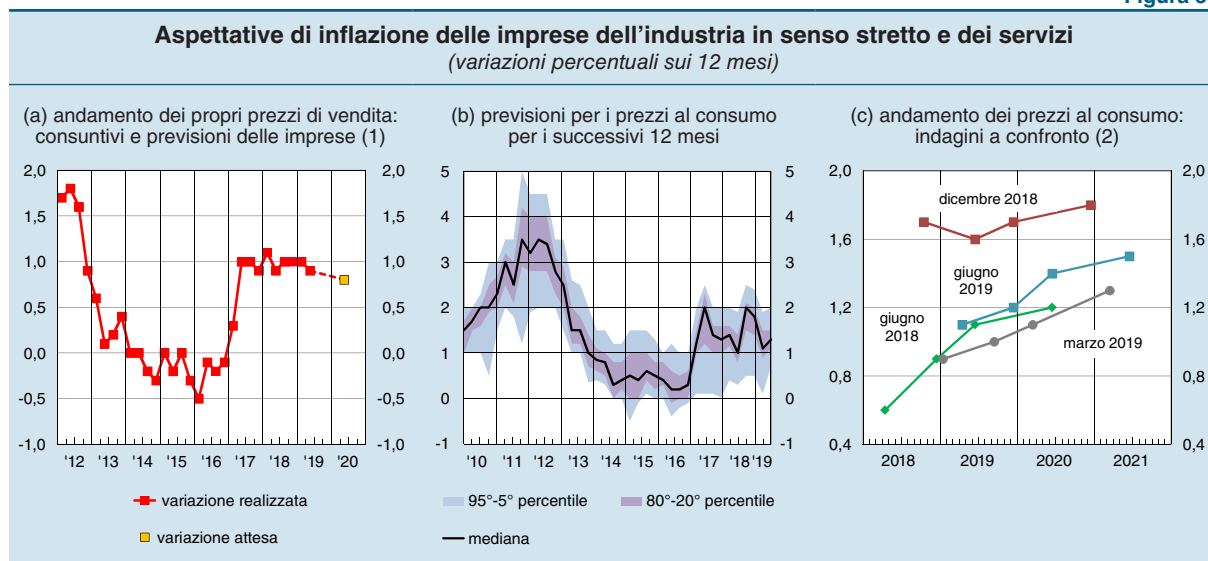
Le imprese intervistate nell'ambito dell'indagine trimestrale condotta in maggio dalla Banca d'Italia prefigurano un modesto incremento dei propri prezzi di vendita nei prossimi dodici mesi (dello 0,9 per cento) e hanno rivisto leggermente al rialzo le loro aspettative sull'inflazione al consumo, che tuttavia restano ben al di sotto del 2 per cento su tutti gli orizzonti (fig. 33). Indicazioni analoghe emergono dalle attese delle famiglie rilevate dall'Istat. Secondo gli operatori professionali censiti in giugno da Consensus Economics, l'inflazione al consumo si porterebbe nella media del 2019 allo 0,9 per cento, quattro decimi di punto al di sotto di quella prevista per il complesso dell'area dell'euro.

Figura 32



Fonte: elaborazioni su dati BCE, CEPIL, Eurostat, FMI, OCSE, Nazioni Unite e statistiche nazionali.

(1) Nei confronti di 60 paesi concorrenti; calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti. Un aumento dell'indice segnala una perdita di competitività; l'ultimo dato disponibile si riferisce al mese di aprile 2019. Per la metodologia di costruzione, cfr. A. Felettigh e C. Giordano, *Rethinking prices and markets underlying price-competitiveness indicators*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 447, 2018.



Fonte: elaborazioni sui risultati dell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia. Fino a ottobre 2018 l'indagine è stata condotta in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*.

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

2.7 LE BANCHE

La dinamica del credito è ancora positiva e solida per le famiglie, ma lievemente negativa per le imprese. La trasmissione dei passati aumenti del costo della provvista bancaria all'ingrosso ai tassi di interesse praticati sui prestiti alla clientela continua a essere molto contenuta, ma si confermano segnali di irrigidimento delle condizioni di finanziamento per alcune categorie di società. Prosegue il miglioramento della qualità del credito.

La crescita del credito al settore privato rimane contenuta

In maggio l'incremento sui tre mesi del credito al settore privato non finanziario è stato lievemente positivo (0,7 per cento, correggendo

per i fattori stagionali e in ragione d'anno; tav. 10 e fig. 34.a). Alla robusta espansione dei finanziamenti alle famiglie si è contrapposta una moderata contrazione di quelli alle società non finanziarie.

Rispetto a dodici mesi prima, i prestiti alle imprese sono diminuiti, in misura più accentuata per le società di piccole dimensioni. Questo andamento è stato determinato da una debole crescita del credito nel settore manifatturiero e in quello dei servizi e da una netta contrazione dei finanziamenti alle imprese di costruzioni (fig. 34.b).

Tavola 10

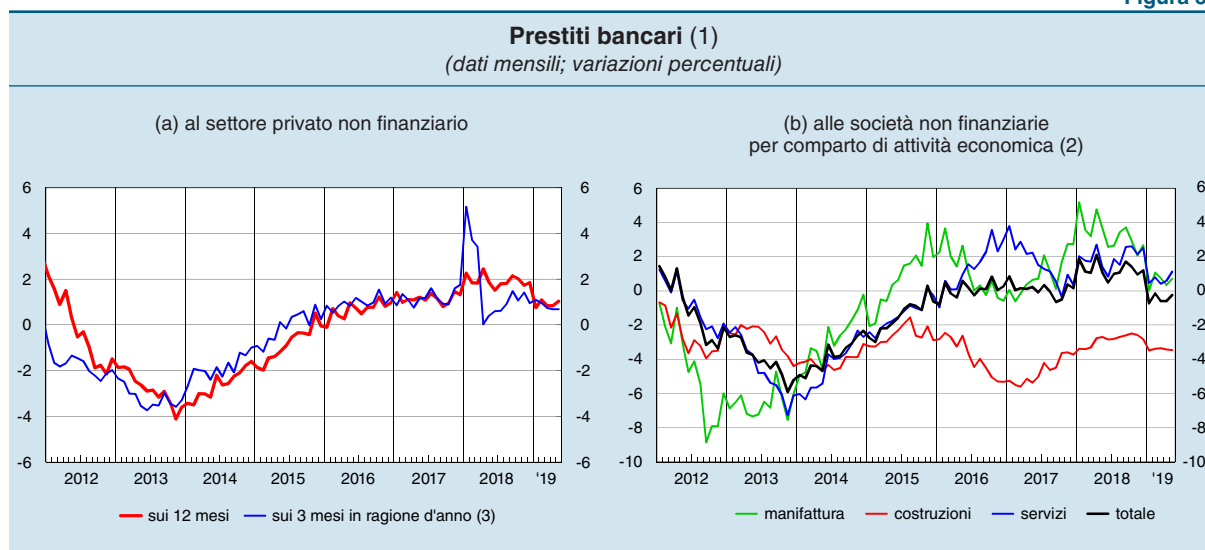
Prestiti bancari a maggio 2019 (1)

(variazioni percentuali)

SETTORI	sui 12 mesi	sui 3 mesi (2)
Settore privato non finanziario	1,0	0,7
Famiglie	2,6	2,5
di cui: per l'acquisto di abitazioni	2,5	....
credito al consumo e altri prestiti	2,6	....
Società non finanziarie	-0,2	-0,8
di cui: manifattura	0,7	....
servizi	1,1	....
costruzioni	-3,5	....

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni di cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. – (2) Variazioni in ragione d'anno; dati depurati dalla componente stagionale.



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 2013 le serie per i comparti non sono corrette per gli aggiustamenti di valore. – (3) I dati sono depurati dalla componente stagionale. La scelta dei modelli utilizzati per la destagionalizzazione, conforme alle linee guida del sistema statistico europeo, comporta che l'andamento della serie riportato nel grafico potrebbe non essere direttamente confrontabile con quelli presentati nei precedenti numeri del *Bollettino economico*.

La raccolta aumenta Tra febbraio e maggio la raccolta delle banche italiane è moderatamente aumentata (tav. 12). L'incremento dei depositi dei residenti ha più che compensato la flessione della provvista netta all'ingrosso sotto forma di operazioni di pronti contro termine effettuate mediante controparti centrali. Nel complesso la quota di prestiti non finanziata dalla raccolta al dettaglio (*funding gap*) si è ulteriormente ridotta, portandosi su valori prossimi allo zero.

I rendimenti delle obbligazioni bancarie italiane sul mercato secondario, dopo essere saliti in maggio in connessione con il riacuirsi delle tensioni sui titoli di Stato, sono scesi in misura marcata; agli inizi di luglio erano tuttavia di circa 10 punti base superiori rispetto ad aprile del 2018, mentre per le banche del resto dell'area dell'euro erano inferiori di 50 punti base.

Il costo del credito resta basso... L'aumento dell'onere della provvista obbligazionaria delle banche registrato lo scorso anno si è finora trasmesso in misura contenuta ai tassi di interesse praticati sui prestiti alla clientela, anche grazie alla solidità patrimoniale degli intermediari e all'ampio ricorso a fonti stabili di finanziamento (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2019). In maggio il costo medio dei nuovi prestiti alle imprese si è collocato all'1,4 per cento; quello dei nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni all'1,9 per cento, livello lievemente superiore a quello prevalente prima del manifestarsi delle tensioni sul mercato dei titoli di Stato nella primavera dello scorso anno (tav. 11 e fig. 35).

Tavola 11

Tassi di interesse bancari (1) (valori percentuali)			
SETTORI	Maggio 2018	Febbraio 2019	Maggio 2019
Prestiti alle imprese	1,4	1,5	1,4
di cui: fino a 1 milione di euro	2,0	2,0	2,0
oltre 1 milione di euro	0,9	1,0	0,9
Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni	1,8	1,9	1,9
di cui: a tasso fisso (2)	2,0	2,1	2,0
a tasso variabile (3)	1,5	1,5	1,5

(1) Valori medi. Tassi sui nuovi prestiti, riferiti a operazioni in euro. I dati sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. – (2) Con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a un anno. – (3) Con periodo di determinazione iniziale del tasso inferiore a un anno.

Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)
(miliardi di euro; variazioni percentuali)

VOCI	Consistenze di fine mese		Variazioni percentuali sui 12 mesi (2)	
	Febbraio 2019	Maggio 2019	Febbraio 2019	Maggio 2019
Attività				
Prestiti a residenti in Italia (3)	1.711	1.702	-2,4	-2,9
<i>di cui:</i> a imprese (4)	677	667	-0,2	-0,2
a famiglie (5)	627	630	2,6	2,6
Attività verso controparti centrali (6)	82	97	20,6	21,8
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (7)	527	526	15,1	9,2
<i>di cui:</i> titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	394	399	18,0	9,5
Attività verso l'Eurosistema (8)	73	85	-38,9	-3,8
Attività sull'estero (9)	402	412	6,5	1,2
Altre attività (10)	895	922	4,8	2,3
Totale attivo	3.689	3.745	1,7	0,9
Passività				
Depositi di residenti in Italia (3) (11) (12)	1.524	1.562	2,6	3,8
Depositi di non residenti (9)	329	335	9,1	6,7
Passività verso controparti centrali (6)	139	131	33,5	7,6
Obbligazioni (12)	240	239	-10,3	-6,9
Passività verso l'Eurosistema (8)	243	243	-3,2	-2,1
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	117	112	-3,0	-3,3
Capitale e riserve	379	373	-11,7	-11,4
Altre passività (13)	719	751	6,9	2,7
Totale passivo	3.689	3.745	1,7	0,9

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

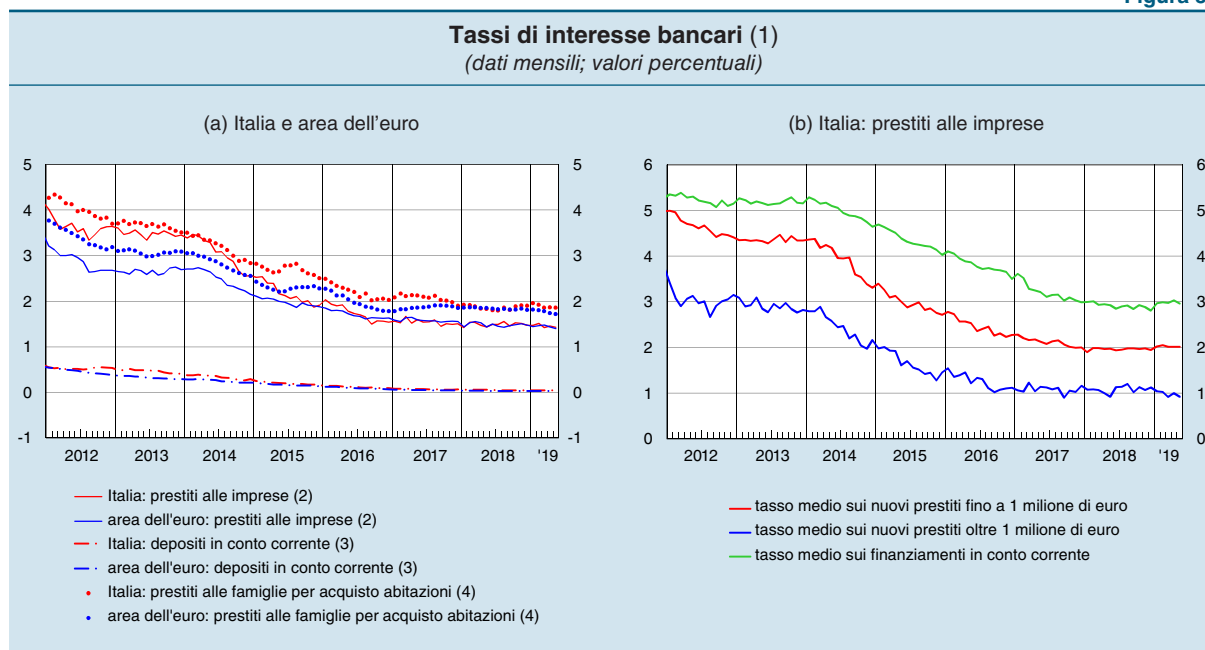
(1) I dati di maggio 2019 sono provvisori. – (2) Corrette per riclassificazioni, variazioni dovute ad aggiustamenti di valore e a fluttuazioni del cambio. Le variazioni dei prestiti alle imprese e alle famiglie sono corrette per le cartolarizzazioni. – (3) Esclude l'operatività nei confronti delle controparti centrali. – (4) Definizione armonizzata, esclude le famiglie produttrici. – (5) Definizione armonizzata, include le famiglie produttrici, le istituzioni sociali senza scopo di lucro e le unità non classificate. – (6) Include le sole operazioni di pronti contro termine. – (7) Esclude obbligazioni di IFM (istituzioni finanziarie e monetarie, ossia banche e fondi comuni monetari) residenti. – (8) 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. – (9) Nel periodo considerato queste voci includono prevalentemente operazioni di natura interbancaria. – (10) 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. – (11) Esclude le passività connesse con operazioni di cessioni di crediti. – (12) L'aggregato non include le passività nei confronti di IFM residenti. – (13) Include: obbligazioni detenute da IFM residenti; depositi da IFM residenti; derivati; altre voci di minore entità.

**...ma vi sono
alcuni segnali
di restrizione**

Nelle più recenti indagini condotte dall'Istat e dalla Banca d'Italia, le imprese – soprattutto quelle operanti nel settore delle costruzioni e quelle di minore dimensione – riferiscono tuttavia che le condizioni di accesso al credito si sono ulteriormente irrigidite nel secondo trimestre (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*).

**Il flusso di nuovi
crediti deteriorati si è
ulteriormente ridotto**

Nel primo trimestre il flusso dei nuovi crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, è di nuovo lievemente diminuito (all'1,3 per cento, un livello inferiore a quello medio del



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

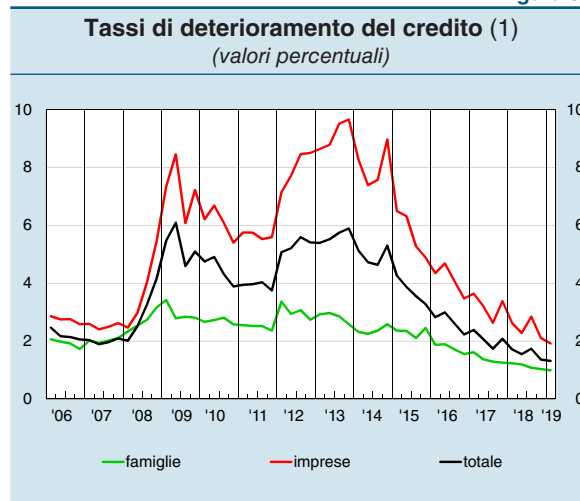
(1) Valori medi. I tassi sui prestiti e sui depositi si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. – (2) Tasso sui nuovi prestiti alle imprese. – (3) Tasso sui depositi in conto corrente di famiglie e imprese. – (4) Tasso sui nuovi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

biennio precedente la crisi finanziaria globale; fig. 36). Il rapporto è sceso in misura maggiore per i prestiti concessi al complesso delle imprese (di due decimi di punto, all'1,9 per cento), nonostante il lieve incremento nei comparti delle costruzioni e della manifattura.

Si è recentemente concluso il processo di riforma del settore del credito cooperativo con la costituzione dei due gruppi – facenti capo rispettivamente a ICCREA e a Cassa Centrale Banca – cui hanno aderito complessivamente oltre 220 intermediari (cfr. il capitolo 13: *Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali nella Relazione annuale sul 2018*). A seguito di tali operazioni Cassa Centrale Banca è diventata il dodicesimo gruppo significativo ai fini di vigilanza; nel gruppo ICCREA, già classificato come significativo prima della riforma, sono confluite 143 banche.

Il confronto tra i dati di fine marzo e quelli di fine dicembre dello scorso anno (riferiti per esigenze di comparabilità al campione di banche significative omogeneo nel tempo, ottenuto escludendo i due gruppi cooperativi neocostituiti) mostra una diminuzione dell'incidenza dei prestiti deteriorati sul totale dei finanziamenti, sia al lordo sia al netto delle rettifiche, in linea con i piani di riduzione; è inoltre lievemente aumentato il tasso di copertura (tav. 13).

Figura 36



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.

Principali indicatori delle banche italiane significative (1)
(valori percentuali)

VOCI	Dicembre 2018	Marzo 2019	Variazione a campione omogeneo (2)
Crediti deteriorati (3)			
Incidenza lorda sul totale dei finanziamenti	8,3	8,4	-0,3
Incidenza netta sul totale dei finanziamenti	4,1	4,1	-0,2
Tasso di copertura (4)	53,4	53,1	0,2
Patrimonio di vigilanza			
<i>Common equity tier 1 (CET1) ratio</i>	12,7	13,0	-0,1
VOCI	1° trim. 2018	1° trim. 2019	
Redditività (2)			
<i>Return on equity (ROE) (5)</i>	8,7	7,7	
Margine di interesse (6)	2,2	-2,8	
Margine di intermediazione (6)	3,1	-6,0	
Costi operativi (6)	-4,2	-1,6	
Risultato di gestione (6)	19,6	-13,6	
Rettifiche di valore su crediti (6)	-24,1	-8,2	

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate.

(1) Dati provvisori. Le banche significative sono quelle vigilate direttamente dalla BCE. Il loro perimetro è cambiato a partire dal 1° trimestre 2019, a seguito di una rilevante variazione del perimetro del gruppo ICCREA e dell'inclusione del gruppo Cassa Centrale Banca fra i gruppi significativi. Al fine di confrontare i dati riferiti a dicembre del 2018 con quelli relativi a marzo del 2019, per i crediti deteriorati e per il patrimonio di vigilanza la tavola riporta le variazioni calcolate per un campione di banche significative omogeneo nel tempo, ottenuto escludendo i due gruppi. – (2) Dati calcolati escludendo il gruppo ICCREA e il gruppo Cassa Centrale Banca. – (3) Dati di fine mese. I crediti includono i finanziamenti verso clientela, intermediari creditizi e banche centrali. L'incidenza dei prestiti deteriorati sul totale dei finanziamenti è riportata al lordo e al netto delle relative rettifiche di valore. – (4) Ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. – (5) Al netto dei proventi straordinari. – (6) Variazioni percentuali rispetto al corrispondente trimestre dell'anno precedente.

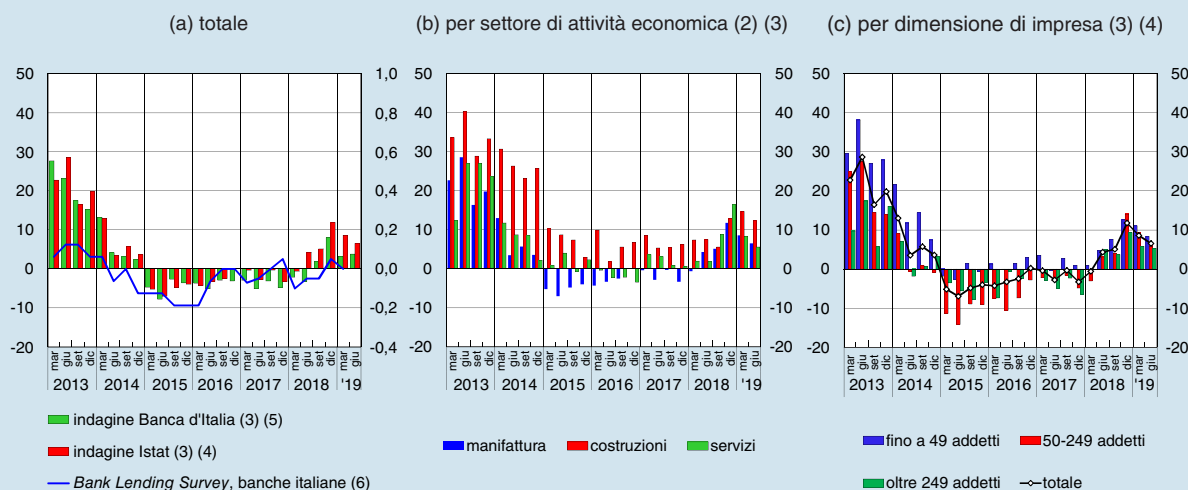
L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO

Secondo le banche intervistate lo scorso marzo¹ nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), nel primo trimestre di quest'anno i criteri di offerta applicati ai nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si sono lievemente irrigiditi, mentre quelli per il credito alle imprese sono rimasti invariati (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*, in *Bollettino economico*, 2, 2019). Gli intermediari hanno segnalato che i termini e le condizioni generali di accesso al credito hanno risentito, in misura moderata, dei più elevati costi della provvista bancaria e, con riferimento alle imprese, della maggiore percezione del rischio sulle prospettive macroeconomiche. Le banche indicano che la crescita della domanda di finanziamenti si è interrotta.

I sondaggi condotti presso le imprese nel mese di giugno (l'indagine trimestrale della Banca d'Italia su un campione di aziende con almeno 50 addetti e quella condotta dall'Istat sul clima di fiducia, che include anche le imprese più piccole) confermano un generalizzato inasprimento delle condizioni di accesso al credito nel secondo trimestre dell'anno: la percentuale di imprese che hanno segnalato un peggioramento delle condizioni è rimasta lievemente superiore a quella delle aziende che hanno indicato un miglioramento (figura, pannello a). L'irrigidimento risulta più marcato per le aziende operanti nel settore delle costruzioni e, all'interno della manifattura, per quelle di piccola dimensione (figura, pannello b e pannello c).

¹ I risultati dell'indagine relativa al secondo trimestre di quest'anno, condotta tra la fine di giugno e l'inizio di luglio, saranno pubblicati il prossimo 23 luglio e saranno consultabili sul sito www.bancaditalia.it; quelli per l'area dell'euro sul sito www.ecb.int.

Condizioni di accesso al credito delle imprese (1)



(1) L'indagine Banca d'Italia (in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* fino a ottobre 2018) è condotta trimestralmente su un campione di imprese medio-grandi (con almeno 50 addetti) appartenenti ai settori dell'industria in senso stretto e dei servizi; le indagini Istat sulla fiducia delle imprese sono condotte su campioni di imprese appartenenti ai settori manifatturiero, dei servizi (con esclusione del commercio) e delle costruzioni. I dati per l'indagine Istat sono tratti dalla rilevazione di fine trimestre; a giugno del 2013 sono state introdotte alcune innovazioni metodologiche, riguardanti il campione e le tecniche di rilevazione, che rendono non direttamente confrontabile il dato con quello dei periodi precedenti. Per la *Bank Lending Survey*, cfr. la figura A nel riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*, in *Bollettino economico*, 2, 2019. – (2) Istat, indagini sulla fiducia delle imprese. – (3) Percentuale netta di imprese che riportano difficoltà di accesso al credito. La percentuale netta è calcolata come differenza tra la percentuale di risposte indicanti un peggioramento delle condizioni di accesso al credito e la percentuale di quelle indicanti un miglioramento. – (4) Istat, *Indagine sulla fiducia delle imprese manifatturiere*. – (5) *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, pubblicata nella collana Statistiche. – (6) Scala di destra.

Il grado di patrimonializzazione è rimasto invariato

Nei primi tre mesi del 2019, sempre con riferimento al campione omogeneo di banche significative, la redditività è scesa rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente, risentendo del calo delle commissioni nette, pur continuando a beneficiare del decremento dei costi operativi e delle rettifiche su crediti. Il grado medio di patrimonializzazione si è mantenuto sui livelli di fine dicembre, largamente superiori ai minimi regolamentari.

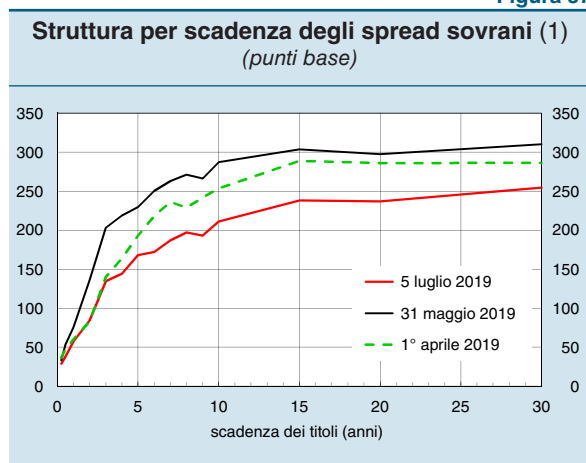
2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

I corsi azionari e i rendimenti dei titoli di Stato hanno mostrato ampie oscillazioni. In maggio le condizioni dei mercati finanziari italiani hanno risentito sfavorevolmente, oltre che dell'acuirsi delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina e dei segnali di indebolimento ciclico, anche dell'incertezza sull'orientamento delle politiche di bilancio. Successivamente hanno invece beneficiato della generalizzata contrazione dei premi per il rischio favorita dal maggiore accomodamento monetario nonché, agli inizi di luglio, della revisione del disavanzo atteso per l'anno in corso e della conseguente decisione della Commissione europea di non raccomandare l'avvio di una Procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti dell'Italia.

I rendimenti dei titoli di Stato hanno registrato ampie fluttuazioni

I premi per il rischio sovrano dell'Italia, misurati dai differenziali di rendimento tra i titoli di Stato italiani e quelli tedeschi, sono aumentati in modo marcato in concomitanza con l'acuirsi delle incertezze circa l'orientamento delle politiche di bilancio, raggiungendo in maggio i 287 punti base sulla durata decennale (fig. 37); in

Figura 37

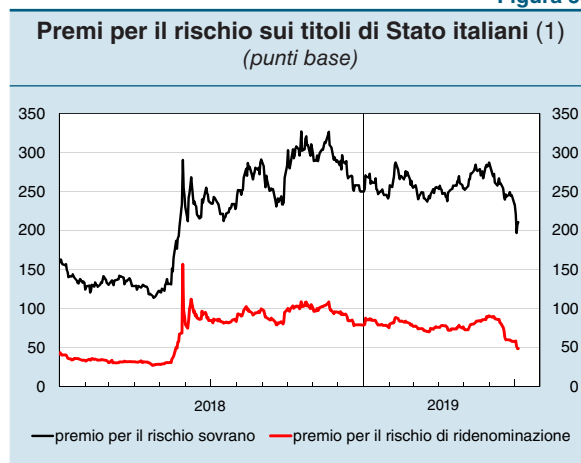


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.
 (1) Struttura per scadenze dei differenziali di rendimento fra i titoli di Stato italiani e i corrispondenti titoli tedeschi.

questa fase è tornata a salire anche la componente del premio riconducibile al rischio di ridenominazione del debito, calcolata come differenza tra i premi sui credit default swap (CDS) sui titoli di Stato italiani disciplinati dal nuovo regolamento International Swaps and Derivatives Association 2014 (ISDA 2014) e quelli sui CDS stipulati in base al regolamento precedente (fig. 38).

Le prospettive di un maggiore accomodamento monetario hanno indotto un calo generalizzato dei rendimenti a lungo termine e dei premi al rischio nell'area dell'euro. A tale contrazione si è accompagnata una flessione dei differenziali di rendimento tra i titoli di Stato italiani e quelli tedeschi, ulteriormente favorita, all'inizio di luglio, dalla revisione del disavanzo atteso per l'anno in corso e dalla conseguente decisione della Commissione europea di non raccomandare l'avvio di una Procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti dell'Italia (cfr. il riquadro: *I recenti provvedimenti di bilancio e le valutazioni della Commissione europea*); il differenziale sulla scadenza decennale è sceso al di sotto dei 200 punti base nella seconda settimana di luglio, circa 70 punti al di sopra del livello prevalente ad aprile del 2018. Anche la componente del premio riconducibile al rischio di ridenominazione del debito del Paese è diminuita. La volatilità implicita nei contratti derivati sul titolo decennale italiano è aumentata in primavera, seppure restando lontana dai picchi toccati nel corso del 2018 (fig. 39).

Figura 38



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Refinitiv.
 (1) Premio per il rischio sovrano: differenziale tra i rendimenti dei titoli di Stato decennali italiani e tedeschi. Premio per il rischio di ridenominazione: 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. Il regolamento ISDA 2014 rispetto a quello del 2003 offre una maggiore protezione nel caso di ridenominazione del debito sottostante.

Figura 39



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.
 (1) Volatilità implicita nelle opzioni *at the money* con scadenza a un mese sul contratto futures sul titolo di Stato decennale italiano scambiato sull'Eurex.

I RECENTI PROVVEDIMENTI DI BILANCIO E LE VALUTAZIONI DELLA COMMISSIONE EUROPEA

Lo scorso 5 giugno la Commissione europea aveva ritenuto giustificata l'apertura di una Procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti dell'Italia a causa del mancato rispetto della regola del debito

nel 2018¹. Nelle valutazioni della Commissione² erano venuti meno i “fattori rilevanti” che negli anni passati, pur in presenza di una dinamica del debito non in linea con il criterio numerico del Patto di stabilità e crescita, avevano portato a considerare rispettata la regola sul debito. In particolare la Commissione contestava all’Italia la violazione nel 2018 della parte preventiva del Patto e segnalava il rischio di una deviazione significativa dalle regole anche nel 2019. Inoltre nelle stime della Commissione, che escludevano il gettito delle cosiddette clausole di salvaguardia, l’indebitamento netto nel 2020 si sarebbe collocato al di sopra del 3 per cento del prodotto.

Il 1° luglio il Consiglio dei ministri ha approvato il disegno di legge di assestamento del bilancio per il 2019, aggiornando l’andamento tendenziale dei conti pubblici per l’anno in corso e rivedendo al ribasso di 6,1 miliardi la stima del disavanzo rispetto a quanto indicato nel *Documento di economia e finanza* (DEF) di aprile³. In seguito al confronto con le istituzioni europee, il Governo ha inoltre varato un decreto legge che garantisce un’ulteriore riduzione dell’indebitamento netto pari ad almeno 1,5 miliardi⁴ e ha valutato che, escludendo gli effetti del ciclo economico e delle misure una tantum, nel 2019 il saldo di bilancio in rapporto al PIL migliorerebbe di oltre 0,3 punti percentuali rispetto al 2018 (a fronte di un deterioramento pari a 0,1 punti previsto nel DEF). Il Governo ha infine ribadito il suo impegno a conseguire un miglioramento strutturale del saldo di bilancio nel 2020 in linea con quanto richiesto dal Patto.

Alla luce di questi sviluppi, il 3 luglio la Commissione ha concluso che nel 2019 l’Italia rispetterebbe sostanzialmente la parte preventiva del Patto⁵ e che quindi non sussistono più, in questa fase, le condizioni per avviare una Procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti del nostro paese.

¹ Per una descrizione delle regole di bilancio della parte preventiva e di quella correttiva del Patto di stabilità e crescita, cfr. il riquadro: *Regole di bilancio europee e obiettivi per i conti pubblici dell’Italia*, in *Bollettino economico*, 1, 2015 e Commissione europea, *Vade Mecum on the Stability & Growth Pact*, Institutional Paper, 101, 2019. La Procedura per i disavanzi eccessivi, regolata dall’art. 126 del Trattato sul funzionamento dell’Unione europea, definisce i tempi di rientro per uscire da una situazione di disavanzo eccessivo e prevede sanzioni in caso di inazione da parte del paese a carico del quale è stata aperta la procedura stessa.

² La settimana successiva a quella del 5 giugno il Comitato economico e finanziario dell’Unione europea aveva condiviso l’opinione della Commissione, indicando la possibilità che ulteriori elementi eventualmente presentati dall’Italia sarebbero stati presi in considerazione ai fini della decisione sull’apertura della Procedura.

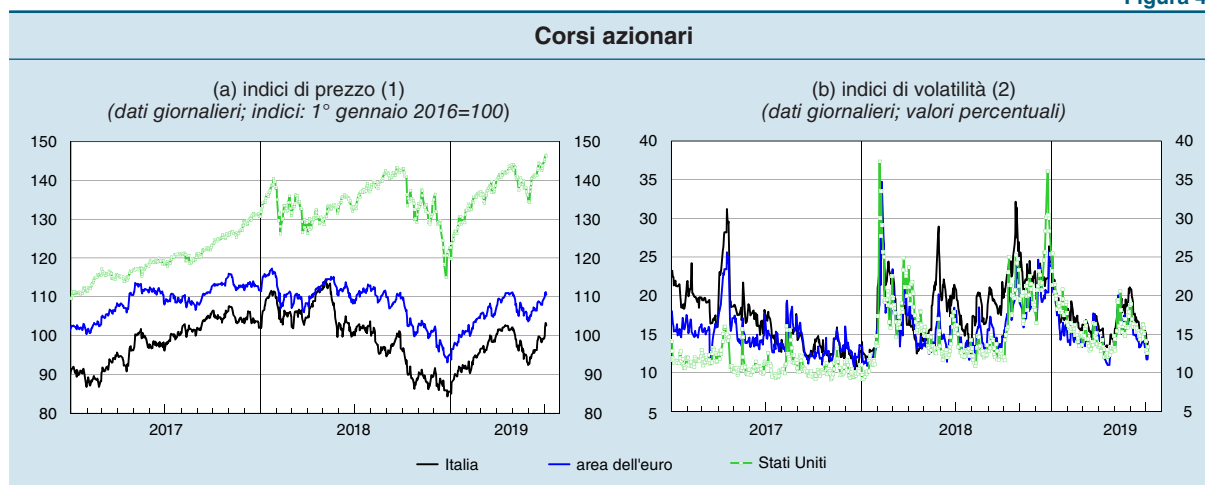
³ Il Governo ha rivisto in aumento l’andamento tendenziale delle entrate per 6,2 miliardi e al ribasso quello delle spese per 1,0 miliardi; ha contestualmente stanziato circa 1,2 miliardi per nuove spese.

⁴ Tale riduzione deriverebbe principalmente dal minore utilizzo delle risorse stanziato per il Reddito di cittadinanza e per le nuove disposizioni in materia pensionistica note come “quota 100”. A garanzia della riduzione dell’indebitamento netto pari ad almeno 1,5 miliardi, il decreto legge prevede l’accantonamento di un importo corrispondente a valere sugli stanziamenti dei ministeri.

⁵ Nelle valutazioni della Commissione il miglioramento del saldo strutturale in rapporto al PIL sarebbe pari a 0,2 punti percentuali, a fronte di un deterioramento di 0,2 punti previsto in primavera.

I corsi azionari hanno recuperato

In maggio i corsi azionari hanno risentito dell’inasprimento delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina, nonché di quelle sui titoli di Stato italiani (fig. 40.a). L’incremento generalizzato dell’avversione al rischio degli investitori ha determinato un ribilanciamento dei portafogli verso attività ritenute meno rischiose. Successivamente i corsi azionari hanno registrato un rialzo e la volatilità si è ridotta (fig. 40.b), in linea con gli andamenti internazionali. L’indice bancario ha recuperato solo in parte il calo osservato in connessione con la fase di innalzamento del rischio sovrano italiano, anche per effetto della revisione al ribasso delle attese sulla redditività del settore. I premi sui CDS dei maggiori istituti di credito sono scesi.



Fonte: Refinitiv.

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

L'attività di collocamento di obbligazioni si è indebolita

Nel primo trimestre del 2019 le banche e le società non finanziarie italiane hanno effettuato rimborsi netti di obbligazioni (cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A8). Nel secondo trimestre, sulla base di dati preliminari di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, sarebbero diminuiti i collocamenti delle banche (a circa 9 miliardi, da 13 nel periodo precedente), mentre sarebbero rimasti pressoché invariati quelli delle società non finanziarie (a circa 8 miliardi).

Nel primo trimestre del 2019 è proseguito il deflusso netto di risparmio dai fondi comuni aperti italiani (di diritto nazionale ed estero), seppure a un ritmo più lento rispetto alla fine dello scorso anno (0,4 miliardi di euro, contro 8,9 nel quarto trimestre del 2018, in base ai dati di Assogestioni). È continuata la ricomposizione dei portafogli degli investitori verso attività ritenute più sicure; ne hanno beneficiato i comparti obbligazionario e monetario, mentre si sono osservati deflussi netti dai comparti flessibile, azionario e speculativo.

2.9 LE PROSPETTIVE

Le proiezioni per l'economia italiana presentate in questo Bollettino aggiornano il quadro predisposto nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema pubblicato lo scorso 7 giugno¹, che era stato formulato sulla base delle informazioni disponibili al 22 maggio.

Lo scenario incorpora un rallentamento del commercio globale...

In linea con le valutazioni dei principali previsori, le proiezioni si basano sull'ipotesi di un indebolimento del commercio mondiale, in un contesto di marcate tensioni commerciali internazionali e di rallentamento dell'attività globale (cfr. il par. 1.1); il commercio recupererebbe gradualmente nel prossimo biennio. La domanda estera di prodotti italiani, ponderata per i mercati di destinazione, si espanderebbe a ritmi molto più contenuti che in precedenza, del 2 per cento nell'anno in corso (dal 3,3 nel 2018), per poi accelerare gradualmente nel biennio 2020-21 (cfr. il riquadro: *Le ipotesi sottostanti allo scenario macroeconomico*).

¹ Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana (esercizio coordinato dell'Eurosistema)*, 7 giugno 2019.

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 contestualmente alla diffusione delle proiezioni per l'area dell'euro¹ da parte della Banca centrale europea. Le proiezioni per l'Italia qui presentate aggiornano quelle diffuse il 7 giugno alla luce delle informazioni più recenti; tra queste, i nuovi dati relativi ai conti nazionali trimestrali diffusi dall'Istat lo scorso 31 maggio, successivamente alla data di chiusura del precedente esercizio di proiezione, hanno rivisto al ribasso la crescita del prodotto nel primo trimestre dell'anno e comportano, a parità di altre condizioni, una minore espansione del PIL nel complesso del 2019. Anche le ipotesi tecniche sono state aggiornate, a seguito delle informazioni disponibili alla data del 5 luglio.

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

- la domanda estera ponderata per i mercati di destinazione delle nostre esportazioni rallenta al 2 per cento nel 2019; torna a espandersi in media intorno al 3 per cento all'anno nel biennio 2020-21;
- il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro, pari in media a 1,18 nel 2018, si colloca a 1,12 nel triennio 2019-2021²;
- il prezzo del greggio (qualità Brent) è pari a circa 65 dollari nella media di quest'anno (71 nel 2018) e scende gradualmente nel biennio successivo;
- il tasso di interesse a tre mesi sul mercato interbancario (Euribor), pari a -0,4 per cento quest'anno, rimane sostanzialmente invariato nel biennio successivo;
- il tasso di interesse sui buoni del Tesoro poliennali (BTP) a scadenza decennale, pari al 2,4 per cento nel 2019, aumenta gradualmente al 2,7 nel 2021, in linea con i tassi a termine impliciti nella struttura per scadenza dei rendimenti dei titoli di Stato;
- lo scenario incorpora le misure delineate nelle passate manovre di bilancio, inclusa quella per il triennio 2019-2021, e gli ulteriori interventi delineati dal Governo nel DL 34/2019 dello scorso 30 aprile ("decreto crescita"). Come in occasione dei precedenti esercizi di proiezione macroeconomica, diversamente dal *Documento di economia e finanza 2019* dello scorso 9 aprile, le ipotesi tecniche non includono l'attivazione delle clausole di salvaguardia relative all'incremento delle aliquote IVA e delle accise nel biennio 2020-21. 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	3,3	2,0	2,9	3,2
Dollaro/euro (1)	1,18	1,13	1,12	1,12
Cambio effettivo nominale (2)	-1,4	1,5	0,2	0,0
Prezzo del greggio (1) (3)	71,1	65,0	62,1	60,5
Tasso Euribor a 3 mesi (1)	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4
Tasso BOT a 1 anno (1)	0,2	0,0	-0,1	0,0
Tasso BTP a 10 anni (1)	2,6	2,4	2,4	2,7

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

(1) Medie annue. – (2) Variazioni positive indicano un deprezzamento. – (3) Dollari per barile, qualità Brent.

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

² Le ipotesi tecniche su tassi di interesse, tasso di cambio e prezzo del petrolio sono calcolate sulla base delle quotazioni, a pronti e a termine, osservate sui mercati nelle dieci giornate lavorative precedenti il 5 luglio.

...e condizioni monetarie accomodanti, ma rendimenti sovrani ancora elevati

Lo scenario presuppone che le condizioni monetarie si mantengano molto accomodanti, coerentemente con l'orientamento manifestato dal Consiglio direttivo della BCE (cfr. il par. 1.2). Secondo le attese desumibili dalle quotazioni di mercato nelle dieci giornate lavorative antecedenti il 5 luglio, i tassi di interesse sui titoli di Stato italiani a scadenza decennale sarebbero pari al 2,4 per cento nella media di quest'anno e aumenterebbero progressivamente nel prossimo biennio. Si ipotizza, in linea con quanto osservato negli ultimi 12 mesi, che il livello dei rendimenti sovrani si trasmetta gradualmente alle condizioni di finanziamento del settore privato (cfr. il par. 2.7).

Il quadro previsivo tiene conto delle misure delineate nelle passate manovre di bilancio, inclusa quella per il triennio 2019-2021, e degli ulteriori interventi delineati dal Governo nel DL 34/2019 dello scorso 30 aprile ("decreto crescita"). In conformità con i principi guida sottostanti alle proiezioni dell'Eurosistema lo scenario si basa, come in passato, su ipotesi tecniche che non includono gli aumenti dell'IVA previsti dalle clausole di salvaguardia, né misure alternative di recupero del conseguente mancato gettito; non si tiene inoltre conto di provvedimenti non ancora definiti con sufficiente grado di dettaglio.

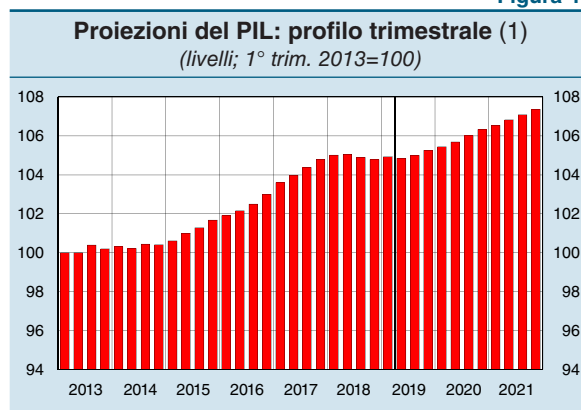
Tavola 14

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

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

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

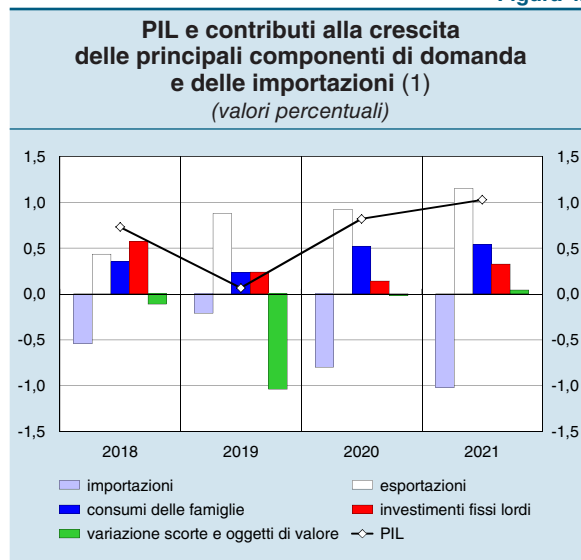
Figura 41



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

(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. Dati storici fino al 1° trimestre 2019; 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.

**In questo scenario
l'attività rallenta
nel 2019,
poi recupera
gradualmente**

riassorbimento dei margini inutilizzati di capacità produttiva (cfr. il riquadro: *Le stime dell'output gap in Italia*).

Sulla base di queste ipotesi e alla luce degli andamenti congiunturali più recenti il PIL, corretto per gli effetti del numero di giornate lavorative, crescerebbe dello 0,1 per cento nella media del 2019, dello 0,8 per cento nel 2020 e dell'1,0 per cento nel 2021 (tav. 14 e fig. 41). Entro l'orizzonte di proiezione l'attività economica sarebbe trainata prevalentemente dalla spesa delle famiglie e dalle esportazioni (fig. 42). Nel triennio di previsione non si completerebbe il

LE STIME DELL'OUTPUT GAP IN ITALIA

Le stime della Banca d'Italia sul prodotto potenziale italiano sono ottenute combinando i risultati di diversi modelli. Tra questi un ruolo prevalente, sulla base delle loro performance passate, è rappresentato da modelli in forma ridotta e a componenti non osservabili¹.

Secondo le nostre valutazioni lo scostamento tra il livello effettivo del prodotto e quello potenziale (output gap) si colloca in Italia su valori ancora ampiamente negativi (figura; le bande di confidenza colgono l'incertezza che circonda le stime). Si valuta che nella media di quest'anno l'output gap sia compreso tra -2,9 e -0,5 per cento, con valore centrale pari a -1,7. Sulla base delle proiezioni macroeconomiche presentate in questo Bollettino lo squilibrio tra prodotto effettivo e potenziale si ridurrebbe progressivamente nel prossimo biennio, portandosi su un valore centrale di circa -1 per cento alla fine del 2021.

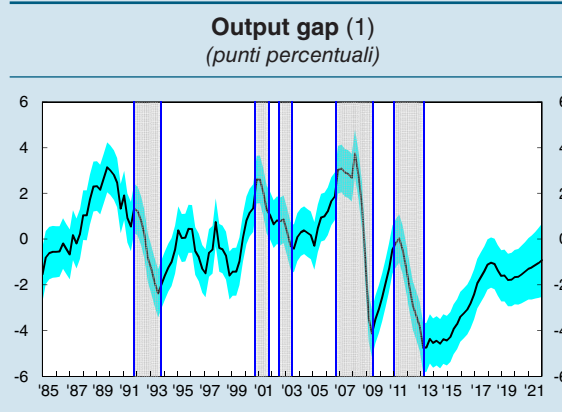
L'output gap, rimanendo ampiamente negativo nel triennio 2019-2021, contribuirebbe alla perdurante debolezza dell'inflazione di fondo.

La nostra stima centrale dell'output gap è sostanzialmente in linea con quella dell'OCSE e simile a quella del Fondo monetario internazionale, che ne prefigura una progressiva diminuzione nel triennio, fino a raggiungere un livello ancora lievemente negativo nel 2021. La nostra stima è invece sensibilmente più ampia di quella della Commissione europea, che prevede un livello più contenuto del prodotto potenziale e di conseguenza un pieno riassorbimento dell'output gap già dal prossimo anno.

Approcci più strutturali, basati sulla funzione di produzione, di norma risentono di maggiori problemi metodologici, a causa della difficoltà di distinguere gli andamenti di fondo dalle fluttuazioni cicliche; per questa ragione ai loro andamenti è stato in passato assegnato un peso

¹ Tali stime sono ottenute combinando, con pesi variabili legati alle performance passate, i risultati di un approccio basato sul metodo della funzione di produzione con: (a) un modello autoregressivo vettoriale (VAR) di tipo strutturale; (b) un modello a componenti non osservabili; (c) un modello autoregressivo a parametri variabili. La metodologia è descritta in A. Bassanetti, M. Caivano e A. Locarno, *Modelling Italian potential output and the output gap*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 771, 2010.

Figura



Fonte: elaborazioni su dati Istat fino al 2018, nostre previsioni per il triennio 2019-2021.

(1) L'output gap è misurato in percentuale del prodotto potenziale. L'area di colore grigio rappresenta le recessioni datate dall'Istat; quella di colore azzurro indica le bande di confidenza del 90 per cento calcolate utilizzando l'incertezza derivante dal modello a componenti non osservabili.

più limitato nel valutare l'ammontare di risorse inutilizzate nell'economia. Una recente ricerca metodologica condotta dalla Banca d'Italia è volta a tenere conto in maniera più adeguata di questi fenomeni anche nell'approccio della funzione di produzione, giungendo a conclusioni che nel complesso confermano quelle ottenute con l'indicatore tradizionale (cfr. il riquadro: *Affinamenti metodologici delle stime del prodotto potenziale dell'Italia basate sulla funzione di produzione*).

I consumi si espandono

I consumi continuerebbero a espandersi, seppure a ritmi più contenuti rispetto allo scorso triennio, rafforzandosi dalla seconda metà del 2019, anche grazie alle misure a sostegno del reddito disponibile. Il tasso di risparmio delle famiglie consumatrici salirebbe lievemente, portandosi all'8,7 per cento nel 2021 (fig. 43).

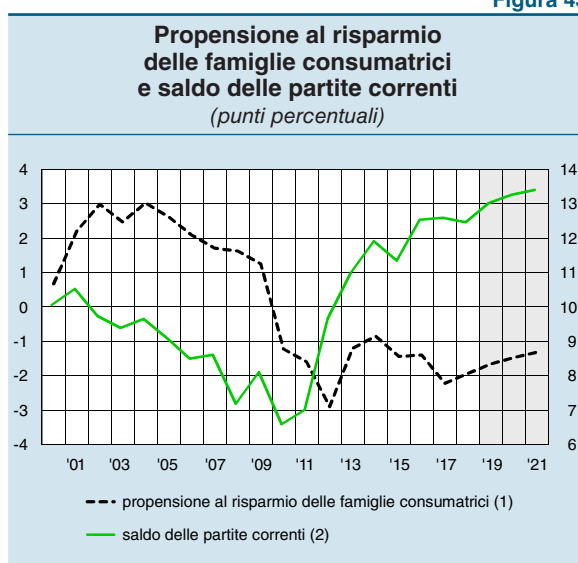
L'occupazione, che nel 2018 si è riportata ai livelli raggiunti prima della crisi finanziaria globale in termini di numero di persone occupate, aumenterebbe ulteriormente ma a ritmi più moderati, in particolare tra la seconda metà di quest'anno e il 2020. L'andamento risentirebbe anche delle maggiori fuoriuscite dal mercato del lavoro connesse con l'introduzione di nuove forme di pensionamento anticipato, solo in parte sostituite con nuove assunzioni, in linea con le regolarità osservate nel passato (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro* nella *Relazione annuale* sul 2018). Il tasso di disoccupazione, diminuito nella prima metà del 2019, si manterrebbe su valori intorno al 10 per cento nel corso del triennio di previsione.

Il quadro è caratterizzato dal rallentamento degli investimenti

L'accumulazione di capitale rallenterebbe per effetto delle prolungate condizioni di incertezza circa le prospettive della domanda – coerentemente con quanto segnalato anche dalle nostre indagini presso le imprese (cfr. il par. 2.2) – e del graduale incremento dei costi di finanziamento. La spesa in beni strumentali diminuirebbe sia quest'anno sia il prossimo, anche a causa dell'esaurirsi degli incentivi fiscali a partire dal 2020, e riprenderebbe a salire nel 2021. La componente degli investimenti in costruzioni continuerebbe invece a espandersi, sostenuta dal graduale miglioramento del mercato immobiliare e dal programmato aumento degli investimenti pubblici. Il rapporto tra gli investimenti in beni strumentali e il PIL, che lo scorso anno si era riportato in prossimità dei

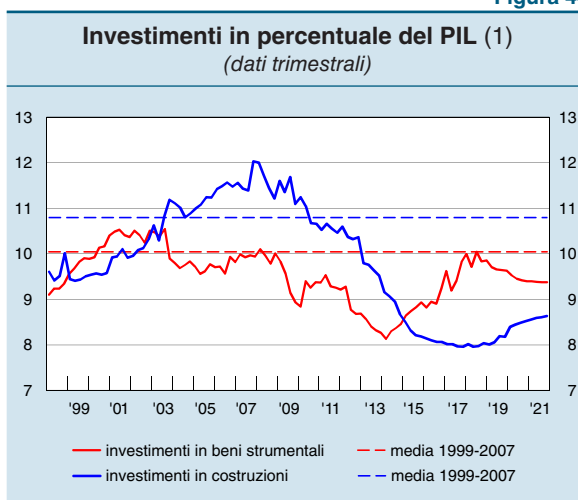
alle misure a sostegno del reddito disponibile. Il tasso di risparmio delle famiglie

Figura 43



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

Figura 44



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

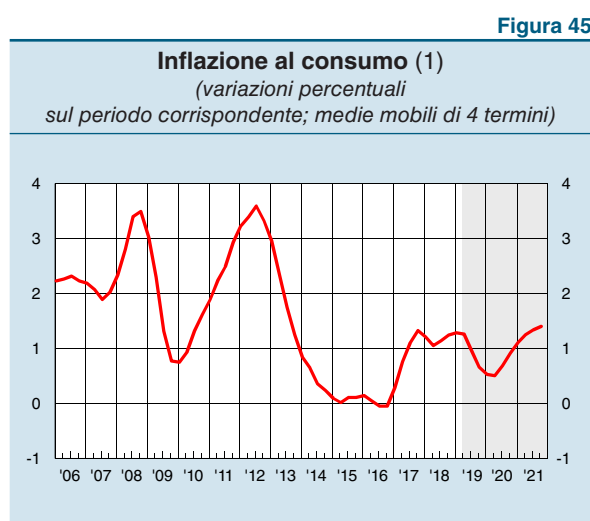
valori antecedenti la doppia recessione, scenderebbe lievemente nel triennio; per la componente in costruzioni nel 2021 tale rapporto sarebbe ancora inferiore di circa 2 punti percentuali ai livelli pre-crisi (fig. 44).

I conti con l'estero restano in avanzo

Le esportazioni di beni e servizi risentirebbero dell'andamento del commercio mondiale, ma le imprese italiane manterrebbero le proprie quote di mercato, come negli ultimi anni: le vendite all'estero tornerebbero a crescere a ritmi poco superiori a quelli della domanda estera ponderata per i mercati di destinazione (circa il 3 per cento all'anno in media). La dinamica delle importazioni sarebbe meno sostenuta, per effetto della debolezza degli investimenti in beni strumentali (la componente della domanda con il maggiore contenuto di input esteri). Ne deriverebbe un aumento dell'avanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti a oltre il 3 per cento del PIL (fig. 43).

L'inflazione sale molto gradualmente

L'inflazione, calcolata con la variazione dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), scenderebbe allo 0,7 per cento nel 2019 (tav. 14 e fig. 45), per poi rafforzarsi progressivamente fino all'1,4 per cento nel 2021, sospinta soprattutto dalla dinamica della componente di fondo. L'inflazione interna, misurata con il deflatore del PIL, sarebbe pari all'1,0 per cento quest'anno e salirebbe nel 2020 e nel 2021 rispettivamente all'1,1 e all'1,5 per cento, riflettendo in prevalenza la graduale accelerazione delle retribuzioni del settore privato. I margini di profitto delle imprese continuerebbero a ridursi di poco nell'anno in corso, per tornare a espandersi nel prossimo biennio, grazie al graduale miglioramento delle condizioni cicliche.



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) IPCA.

Le proiezioni sono state riviste al ribasso rispetto a gennaio

Nel confronto con il quadro previsionale pubblicato nel *Bollettino economico* dello scorso gennaio, la crescita del PIL è ora più bassa di 0,6 punti percentuali nel complesso del triennio 2019-2021. La revisione è in larga misura riconducibile sia all'ipotesi di una più tenue espansione degli scambi internazionali, sia al permanere di condizioni di elevata incertezza, che compensano ampiamente gli effetti della riduzione dei tassi di interesse. Anche le previsioni di inflazione sono state riviste al ribasso di quasi un punto percentuale nell'arco del triennio, soprattutto a seguito della persistente debolezza della componente di fondo e di una più contenuta dinamica delle componenti volatili².

² Rispetto al quadro pubblicato in giugno nell'ambito dell'esercizio dell'Eurosistema, basato sulle informazioni disponibili a metà maggio, le proiezioni di crescita sono inferiori di due decimi di punto percentuale nel 2019 e più elevate di un decimo di punto sia nel 2020 sia nel 2021. La correzione per l'anno in corso riflette i dati sui conti trimestrali diffusi dall'Istat il 31 maggio (che hanno comportato una revisione al ribasso della crescita nel primo trimestre rispetto alla stima preliminare diffusa alla fine di aprile) e le informazioni congiunturali diffuse in giugno e all'inizio di luglio. La lieve revisione al rialzo delle stime di crescita per il 2020-21 deriva da condizioni monetarie più accomodanti e dalla conseguente discesa dei tassi di interesse a breve e a medio-lungo termine. Le proiezioni di inflazione sono inferiori di un decimo di punto percentuale in ciascun anno del triennio nel confronto con le stime di giugno, per effetto di un andamento più contenuto della componente di fondo e di quotazioni più basse delle materie prime.

Per l'anno in corso le proiezioni di crescita del prodotto sono coerenti con quelle dei principali previsori (tav. 15). Per il 2020 le nostre stime sono più favorevoli rispetto a quelle dell'OCSE, della Commissione europea e della media degli analisti censiti in giugno da Consensus Economics, e in linea con quelle del Fondo monetario internazionale. Le nostre proiezioni di inflazione per il 2019 sono lievemente più elevate delle stime dell'OCSE e di poco inferiori rispetto a quelle degli altri previsori, mentre sono in media più contenute per il 2020.

I rischi per la crescita rimangono elevati

Queste proiezioni sono caratterizzate da rischi orientati al ribasso per la crescita (fig. 46). I rischi di origine esterna restano connessi principalmente con le tensioni sulle politiche commerciali: qualora queste si espandano o si protraggano, oltre a frenare l'attività economica mondiale e in particolare dei nostri partner europei, potrebbero alimentare nuovi episodi di volatilità finanziaria e riflettersi negativamente sulla propensione a investire delle imprese. Sul piano interno, un accentuarsi dell'incertezza riguardo agli orientamenti della politica di bilancio negli anni successivi a quello in corso potrebbe determinare nuove turbolenze sui mercati finanziari e contribuire al deterioramento della fiducia di famiglie e imprese, con ripercussioni sulla dinamica degli investimenti. Un impulso all'attività economica potrebbe invece derivare dall'avvio di un circolo virtuoso tra aspettative sulla politica di bilancio e condizioni finanziarie.

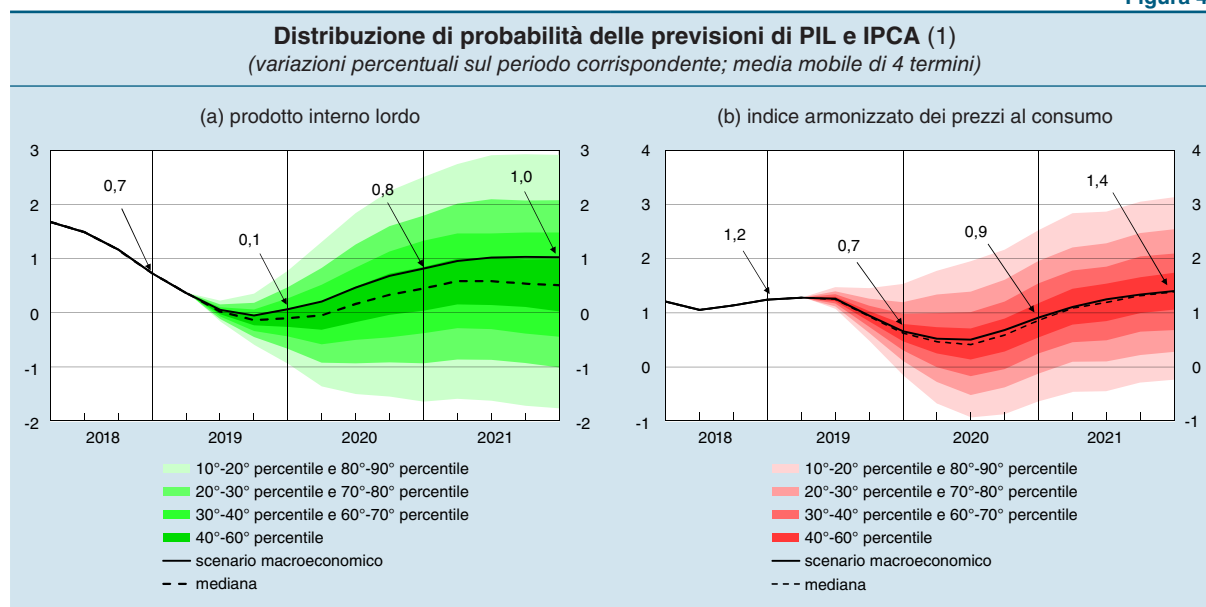
Tavola 15

Previsioni di altre organizzazioni (variazioni percentuali sul periodo precedente)				
VOCI	PIL (1)		Inflazione (2)	
	2019	2020	2019	2020
FMI (aprile)	0,1	0,9	0,8	1,2
OCSE (maggio)	0,0	0,6	0,6	1,0
Commissione europea (luglio)	0,1	0,7	0,8	1,0
Consensus Economics (giugno)	0,1	0,5	0,9	1,2

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2019; OCSE, *OECD Economic Outlook*, maggio 2019; Commissione europea, *European Economic Forecast Summer 2019 (Interim)*, luglio 2019; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, giugno 2019.

(1) I tassi di crescita indicati nelle previsioni dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative, diversamente da quelli riportati dalla Commissione europea e dall'FMI. – (2) Misurata sull'IPCA.

Figura 46



(1) Dati trimestrali corretti per le giornate lavorative. La distribuzione di probabilità viene rappresentata graficamente, per classi di percentili, mediante le *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.

Per l'inflazione i rischi sono bilanciati: quelli al rialzo, derivanti da pressioni associate agli aumenti delle quotazioni delle materie prime energetiche, sono compensati dagli effetti di possibili ulteriori indebolimenti dell'attività economica nel nostro paese e a livello globale.

AFFINAMENTI METODOLOGICI DELLE STIME DEL PRODOTTO POTENZIALE DELL'ITALIA BASATE SULLA FUNZIONE DI PRODUZIONE

Per la misurazione del prodotto potenziale le principali istituzioni internazionali fanno ricorso di norma a metodi basati sulla stima di una funzione di produzione aggregata: il prodotto potenziale viene ricostruito considerando la disponibilità effettiva dei fattori produttivi (capitale e lavoro) e la loro produttività totale (*total factor productivity*, TFP); tali variabili sono valutate depurando i valori osservati dalla componente ciclica. Le stime così ottenute dipendono in misura significativa dalle ipotesi e dalle tecniche adottate per ricavare l'andamento di fondo degli input di lavoro e capitale, al netto delle fluttuazioni di breve periodo.

Le misure del prodotto potenziale elaborate dalla Banca d'Italia si basano sulla combinazione delle stime ottenute con tale metodo con quelle fornite da altri approcci, aggregando le diverse valutazioni con pesi variabili nel tempo¹ (cfr. il riquadro: *Le stime dell'output gap in Italia*). La rilevanza delle stime basate sulla funzione di produzione si è ridotta nel corso del tempo: negli ultimi anni queste sono state infatti soggette a forti revisioni e hanno mostrato un andamento molto sensibile agli sviluppi ciclici, indicando evidenti problemi di specificazione. Ciò si è tradotto in misure dell'output gap in tempo reale molto contenute, anche in periodi di marcata debolezza dell'attività economica, con una conseguente incapacità di tracciare la dinamica dei prezzi. Le indicazioni ottenute con gli altri metodi, in particolare con quelli basati su componenti non osservate, hanno pertanto assunto un ruolo prevalente.

Una recente analisi² ha esplorato una diversa metodologia di stima della funzione di produzione, introducendo alcune innovazioni metodologiche: (a) al fine di ottenere stime della TFP depurate dai fattori ciclici si tiene conto del grado di utilizzo del capitale e del lavoro nonché degli effetti dell'attività di investimento sull'efficienza tecnica del capitale installato; (b) è stata messa a punto una nuova misura di medio termine del tasso di attività sul mercato del lavoro basata sull'analisi dei dati relativi alle transizioni tra gli stati di disoccupazione, occupazione e inattività, distintamente per genere e classe di età; (c) è stata prodotta una nuova stima del tasso di disoccupazione, cui corrisponde la stabilità del tasso di crescita dei salari nel medio termine (*non-accelerating wage rate of unemployment*, NAWRU), che tiene conto dell'analisi dei flussi tra le diverse condizioni sul mercato del lavoro.

L'insieme di queste innovazioni comporta una decisa attenuazione della prociclicità delle stime del prodotto potenziale rispetto alla specificazione della funzione di produzione sinora in uso, e una conseguente maggiore capacità delle corrispondenti stime dell'output gap di cogliere gli andamenti dell'inflazione. Le fluttuazioni cicliche della TFP risultano realisticamente meno accentuate, in linea con le indicazioni desunte da stime basate su dati individuali di impresa³.

¹ Lo schema di ponderazione varia nel tempo in funzione della capacità dei diversi metodi di cogliere la dinamica dell'inflazione.

² R. Torrini e F. Zollino (a cura di), *Reassessing the production function approach to potential output in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

³ D. Fantino, *Potential output and microeconomic heterogeneity*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1194, 2018.

Nel complesso secondo le nuove valutazioni la contrazione del prodotto potenziale nel corso della doppia recessione che può essere ottenuta dalla funzione di produzione risulta sensibilmente più contenuta rispetto alle stime che non tengono conto delle menzionate innovazioni metodologiche (intorno a -0,1 per cento all'anno tra il 2008 e il 2013, contro -1,0), mentre il recupero nell'ultimo triennio è più graduale (con una crescita media prossima allo 0,5 per cento, rispetto all'1,1).

La nuova specificazione della funzione di produzione fornisce per gli ultimi anni un output gap più ampio di quello stimato con la specificazione sin qui impiegata: esso si colloca in prossimità dei valori centrali dell'intervallo di stima ottenuto con gli altri approcci (cfr. il riquadro: *Le stime dell'output gap in Italia*), confermando quindi che negli anni più recenti sono rimaste elevate le quote inutilizzate di capitale e di lavoro nel nostro paese.

DOCUMENTAZIONE STATISTICA

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

INDICE

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

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

PERIODO	Belgio	Canada	Cina	Corea del Sud	Francia	Germania
2013	116,8	117,6	124,6	91,1	94,5	88,7
2014	115,2	112,6	124,2	94,8	94,5	89,7
2015	106,1	105,1	132,3	93,5	91,0	87,5
2016	105,7	103,8	126,1	90,1	91,4	89,6
2017	111,9	105,3	126,4	93,3	90,9	89,2
2018	117,1	104,5	127,8	93,1	91,8	89,9
2018 – 1° trim.	116,2	105,7	130,8	93,4	92,2	90,5
2° trim.	116,6	104,9	130,1	93,2	91,7	89,6
3° trim.	117,7	104,2	125,1	93,0	92,0	89,9
4° trim.	117,7	103,1	125,1	92,9	91,1	89,5
2019 – 1° trim.	116,1	102,3	128,3	91,2	90,6	89,2
2018 – gen.	116,1	107,6	130,2	94,5	92,1	90,4
feb.	116,2	105,8	131,3	92,7	92,1	90,6
mar.	116,2	103,7	130,8	93,1	92,3	90,7
apr.	116,5	105,3	130,0	92,8	92,2	90,3
mag.	116,5	105,4	130,5	93,7	91,7	89,2
giu.	116,8	104,1	129,7	93,1	91,2	89,1
lug.	117,2	103,9	125,7	92,2	91,7	89,7
ago.	117,4	104,4	124,6	93,3	92,0	89,8
set.	118,6	104,3	125,0	93,5	92,2	90,1
ott.	118,5	104,5	124,5	92,8	91,6	89,1
nov.	117,9	103,1	124,9	93,0	90,9	89,3
dic.	116,9	101,8	125,9	92,9	91,0	90,0
2019 – gen.	116,0	102,2	127,4	91,5	90,7	89,7
feb.	116,3	102,8	128,4	91,4	90,7	89,1
mar.	116,0	102,0	129,1	90,8	90,5	88,6
apr.	116,4	102,3	129,2	90,1	90,4	88,5

(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. Felettigh e C. Giordano, *Rethinking prices and markets underlying price-competitiveness indicators*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 447, 2018 e *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero*, Banca d'Italia, Statistiche, Metodi e fonti: note metodologiche, 10 luglio 2019. Eventuali differenze tra i dati mensili, trimestrali e annuali dipendono da arrotondamenti.

continua

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

PERIODO	Giappone	Italia	Paesi Bassi	Regno Unito	Spagna	Stati Uniti
2013	65,1	98,3	113,3	81,5	108,8	90,8
2014	62,8	99,0	113,8	86,0	108,7	93,7
2015	60,3	96,2	107,8	89,9	106,0	102,6
2016	67,9	97,3	109,5	81,7	106,7	104,6
2017	64,0	97,2	111,2	77,8	108,0	103,4
2018	62,9	97,9	112,5	79,4	109,3	103,1
2018 – 1° trim.	62,8	98,5	112,5	79,5	109,6	99,4
2° trim.	62,5	97,7	112,4	79,9	109,5	102,0
3° trim.	63,1	98,1	113,2	79,0	109,6	104,9
4° trim.	63,1	97,4	112,0	79,4	108,6	106,0
2019 – 1° trim.	64,0	96,7	112,6	79,8	107,5	104,3
2018 – gen.	61,7	98,5	112,3	79,3	109,7	99,5
feb.	62,9	98,4	112,5	79,5	109,5	99,2
mar.	63,9	98,6	112,7	79,7	109,6	99,6
apr.	62,6	98,3	112,9	80,7	109,9	99,5
mag.	62,2	97,5	112,1	79,7	109,3	102,6
giu.	62,6	97,3	112,1	79,5	109,2	104,0
lug.	62,8	97,9	112,9	79,1	109,4	104,5
ago.	63,5	98,1	113,0	78,4	109,5	105,2
set.	62,9	98,4	113,7	79,4	109,8	105,1
ott.	62,8	97,6	113,2	80,0	109,3	106,1
nov.	62,9	97,1	111,8	79,8	108,5	106,5
dic.	63,7	97,4	111,2	78,3	107,9	105,6
2019 – gen.	65,0	97,2	113,0	78,9	107,4	103,8
feb.	63,8	96,7	112,5	79,7	107,5	103,9
mar.	63,2	96,3	112,5	80,8	107,7	105,2
apr.	63,1	95,9	113,2	80,5	107,9	105,5

(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. Felettigh e C. Giordano, *Rethinking prices and markets underlying price-competitiveness indicators*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 447, 2018 e *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero*, Banca d'Italia, Statistiche, Metodi e fonti: note metodologiche, 10 luglio 2019. 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		
Totale industria al netto delle costruzioni					
2016	-0,3	0,4	2,1	1,7	-0,8
2017	-0,1	1,9	3,5	1,6	-1,9
2018	1,4	0,4	1,8	1,4	1,0
2016 – 1° trim.	-0,5	0,4	3,1	2,8	-0,9
2° trim.	-0,3	-0,7	1,5	2,1	0,3
3° trim.	-0,9	0,6	2,2	1,6	-1,5
4° trim.	-0,5	2,3	3,7	1,4	-2,8
2017 – 1° trim.	-0,1	1,5	2,0	0,5	-1,6
2° trim.	-0,7	2,5	4,1	1,5	-3,2
3° trim.	0,0	2,2	4,8	2,5	-2,1
4° trim.	0,0	1,7	4,4	2,6	-1,6
2018 – 1° trim.	0,7	2,5	3,7	1,2	-1,8
2° trim.	2,4	0,8	2,2	1,4	1,6
3° trim.	2,4	-0,7	0,4	1,1	3,1
4° trim.	1,5	-1,6	-1,1	0,5	3,2
2019 – 1° trim.	2,4	-2,6	-0,2	2,6	5,2
Servizi					
2016	-0,1	-0,6	0,9	1,5	0,6
2017	0,3	0,4	1,4	1,0	-0,1
2018	1,8	-0,5	0,6	1,1	2,3
2016 – 1° trim.	-0,7	-1,4	0,8	2,3	0,7
2° trim.	-0,1	-0,9	1,0	2,0	0,8
3° trim.	0,0	-0,1	1,0	1,1	0,1
4° trim.	0,8	-0,1	1,0	1,1	0,9
2017 – 1° trim.	0,6	1,1	1,6	0,6	-0,5
2° trim.	-0,2	0,5	1,4	0,9	-0,7
3° trim.	0,0	-0,2	1,3	1,6	0,3
4° trim.	0,4	-0,2	1,2	1,4	0,5
2018 – 1° trim.	1,0	-0,1	0,9	1,0	1,1
2° trim.	2,3	-0,7	0,8	1,5	3,0
3° trim.	2,0	-0,6	0,4	1,0	2,6
4° trim.	2,0	-0,2	0,3	0,5	2,3
2019 – 1° trim.	1,8	-1,2	-0,3	0,9	3,0
Totale economia					
2016	-0,2	-0,4	1,1	1,6	0,2
2017	0,1	0,7	1,7	1,0	-0,5
2018	1,7	-0,2	0,9	1,1	1,8
2016 – 1° trim.	-0,8	-1,1	1,3	2,4	0,3
2° trim.	-0,3	-0,8	1,1	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	1,0	1,6	0,6	-0,7
2° trim.	-0,3	0,8	1,8	0,9	-1,1
3° trim.	0,0	0,4	1,8	1,4	-0,4
4° trim.	0,3	0,1	1,8	1,7	0,1
2018 – 1° trim.	0,9	0,8	1,4	0,6	0,1
2° trim.	2,2	-0,2	1,1	1,3	2,4
3° trim.	2,1	-0,6	0,6	1,2	2,7
4° trim.	1,8	-0,4	0,0	0,4	2,2
2019 – 1° trim.	2,0	-1,5	0,0	1,5	3,5

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. I dati a partire dal 2017 sono stati rivisti dall'Istat al fine di incorporare una modifica del perimetro del settore delle Amministrazioni pubbliche (cfr. Istat, *PIL e indebitamento delle Amministrazioni pubbliche: aggiornamento*, Nota informativa, 9 aprile 2019). – (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 ora lavorata	Produttività oraria		Costo del lavoro per unità di prodotto	
		Valore aggiunto (2)	Ore lavorate		
Totale industria al netto delle costruzioni					
2016	1,1	2,4	3,3	0,9	-1,3
2017	1,7	1,8	3,0	1,1	-0,1
2018	1,8	-0,2	1,2	1,4	2,0
2016 – 1° trim.	1,3	2,1	3,2	1,0	-0,8
2° trim.	0,7	1,9	2,9	1,0	-1,2
3° trim.	1,3	1,8	2,6	0,8	-0,5
4° trim.	1,2	3,5	4,4	0,9	-2,2
2017 – 1° trim.	1,1	0,9	2,0	1,1	0,2
2° trim.	1,2	1,8	3,0	1,2	-0,6
3° trim.	0,8	2,5	4,3	1,8	-1,6
4° trim.	1,1	1,9	3,9	1,9	-0,8
2018 – 1° trim.	1,6	1,6	3,1	1,4	0,0
2° trim.	2,0	0,6	2,3	1,7	1,4
3° trim.	2,1	-0,6	0,7	1,3	2,7
4° trim.	1,4	-2,5	-1,2	1,4	4,0
2019 – 1° trim.	2,1	-1,7	-0,3	1,4	3,8
Servizi					
2016	1,1	-0,2	1,5	1,7	1,3
2017	1,9	0,9	2,2	1,3	1,0
2018	2,2	0,5	2,0	1,5	1,6
2016 – 1° trim.	0,8	-0,5	1,5	2,0	1,4
2° trim.	0,8	-0,3	1,5	1,8	1,0
3° trim.	1,1	0,1	1,5	1,4	1,0
4° trim.	1,5	0,3	1,5	1,3	1,2
2017 – 1° trim.	1,7	0,7	2,0	1,3	1,0
2° trim.	2,0	0,8	2,2	1,4	1,2
3° trim.	1,8	0,7	2,4	1,7	1,1
4° trim.	1,7	0,7	2,4	1,7	1,0
2018 – 1° trim.	2,1	0,9	2,4	1,5	1,2
2° trim.	1,8	0,3	2,2	1,8	1,5
3° trim.	2,1	0,1	1,8	1,8	2,1
4° trim.	2,1	0,1	1,7	1,6	2,0
2019 – 1° trim.	1,8	-0,1	1,4	1,5	1,9
Totale economia					
2016	1,1	0,4	1,8	1,4	0,7
2017	1,8	1,2	2,4	1,2	0,6
2018	2,0	0,4	1,9	1,6	1,7
2016 – 1° trim.	0,9	0,1	1,8	1,7	0,9
2° trim.	0,8	0,3	1,7	1,5	0,5
3° trim.	1,2	0,5	1,7	1,2	0,7
4° trim.	1,4	1,0	2,0	1,1	0,4
2017 – 1° trim.	1,5	0,8	2,0	1,2	0,7
2° trim.	1,8	1,2	2,4	1,3	0,6
3° trim.	1,5	1,2	2,9	1,6	0,3
4° trim.	1,6	1,1	2,8	1,7	0,5
2018 – 1° trim.	2,0	1,1	2,6	1,4	0,8
2° trim.	1,8	0,4	2,2	1,9	1,4
3° trim.	2,1	-0,1	1,7	1,8	2,2
4° trim.	1,9	-0,4	1,2	1,6	2,3
2019 – 1° trim.	1,8	-0,4	1,2	1,6	2,3

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
2016	-0,1	0,5	0,3	0,6	0,4	1,0	0,2	0,8
2017	1,3	0,8	1,2	0,5	1,7	1,3	1,5	1,0
2018	1,2	0,6	2,1	0,9	1,9	1,3	1,8	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	-0,1	0,9	-0,1	0,9
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	0,6	-0,3	0,7
mag.	-0,3	0,6	0,1	0,6	-0,1	1,0	-0,1	0,8
giu.	-0,2	0,5	0,3	0,6	0,1	1,0	0,0	0,8
lug.	-0,2	0,5	0,4	0,6	0,3	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	0,6	1,0	0,4	0,8
ott.	-0,1	0,2	0,5	0,6	0,7	1,0	0,5	0,7
nov.	0,1	0,4	0,7	0,6	0,8	1,1	0,6	0,8
dic.	0,5	0,7	0,8	0,4	1,6	1,3	1,1	0,9
2017 –gen.	1,0	0,5	1,6	0,7	1,7	0,9	1,7	0,9
feb.	1,6	0,7	1,4	0,3	2,1	1,0	2,0	0,8
mar.	1,4	0,6	1,4	0,5	1,5	0,8	1,5	0,7
apr.	2,0	1,3	1,4	0,6	2,0	1,6	1,9	1,3
mag.	1,6	0,9	0,9	0,5	1,3	1,0	1,4	0,9
giu.	1,2	1,0	0,8	0,6	1,7	1,8	1,3	1,2
lug.	1,2	0,9	0,8	0,6	1,7	1,6	1,3	1,2
ago.	1,4	1,2	1,0	0,6	1,9	1,7	1,5	1,2
set.	1,3	1,1	1,1	0,6	1,9	1,6	1,6	1,2
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	1,7	1,3	1,5	0,9
dic.	1,0	0,5	1,2	0,6	1,5	1,2	1,3	0,9
2018 –gen.	1,2	0,7	1,5	1,0	1,5	1,2	1,3	1,0
feb.	0,5	0,5	1,3	0,8	1,2	1,3	1,1	1,0
mar.	0,9	0,7	1,7	1,0	1,7	1,6	1,4	1,1
apr.	0,6	0,2	1,8	0,9	1,3	0,9	1,2	0,7
mag.	1,0	0,6	2,3	1,1	2,5	1,9	2,0	1,2
giu.	1,4	0,7	2,3	0,8	2,1	1,1	2,0	1,0
lug.	1,9	0,9	2,6	1,0	2,2	1,4	2,2	1,1
ago.	1,6	0,6	2,6	1,0	2,1	1,3	2,1	1,0
set.	1,5	0,5	2,5	0,7	2,2	1,4	2,1	1,0
ott.	1,7	0,7	2,5	0,8	2,6	1,8	2,3	1,2
nov.	1,6	0,7	2,2	0,7	2,2	1,1	1,9	0,9
dic.	1,2	0,5	1,9	0,6	1,7	1,2	1,5	0,9
2019 –gen.	0,9	0,6	1,4	0,6	1,7	1,8	1,4	1,1
feb.	1,1	0,4	1,6	0,6	1,7	1,6	1,5	1,0
mar.	1,1	0,3	1,3	0,3	1,4	1,0	1,4	0,8
apr.	1,1	0,7	1,5	0,5	2,1	2,0	1,7	1,3
mag.	0,9	0,5	1,1	0,3	1,3	0,9	1,2	0,8
giu.	(0,8)	(0,4)	(1,4)	....	(1,3)	....	(1,2)	(1,1)

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								
Attività												
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	155,4	133	-16	148
2018	583	1.378	833	545	72	530	133	2.696	153,5	11	-80	91
2018 – 1° trim.	566	1.419	871	549	72	516	125	2.698	155,4	12	-34	46
2° trim.	577	1.423	874	549	74	532	127	2.732	156,5	35	12	23
3° trim.	576	1.453	895	559	71	536	124	2.760	157,6	28	-7	34
4° trim.	583	1.378	833	545	72	530	133	2.696	153,5	-64	-52	-12
2019 – 1° trim.	586	1.443	882	561	77	536	138	2.781	158,0	85	66	18
Passività												
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	456	1.295	250	1.045	119	925	..	2.795	161,8	70	-27	97
2018	480	1.135	203	932	113	1.037	..	2.765	157,4	-30	-91	61
2018 – 1° trim.	457	1.335	258	1.077	114	938	..	2.843	163,8	48	3	45
2° trim.	461	1.215	243	971	115	1.025	..	2.815	161,2	-28	-50	22
3° trim.	468	1.189	242	948	108	1.046	..	2.812	160,6	-3	-20	17
4° trim.	480	1.135	203	932	113	1.037	..	2.765	157,4	-47	-24	-23
2019 – 1° trim.	483	1.193	234	959	123	1.026	..	2.826	160,6	61	48	13
Posizione netta												
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	-110	-6,4	63	11	51
2018	103	243	630	-387	-40	-508	133	-69	-3,9	41	11	30
2018 – 1° trim.	109	84	613	-528	-42	-422	125	-146	-8,4	-36	-37	1
2° trim.	116	208	630	-422	-41	-494	127	-83	-4,8	63	62	1
3° trim.	108	264	653	-389	-38	-510	124	-52	-3,0	31	14	17
4° trim.	103	243	630	-387	-40	-508	133	-69	-3,9	-17	-28	11
2019 – 1° trim.	104	250	648	-398	-46	-490	138	-45	-2,6	24	18	6

(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.

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
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	22.200	51.105	-3.159	-10.423	-15.324	6.247	-1.183	7.431
2016	42.920	57.662	-3.414	5.432	-16.759	-3.069	-1.973	-1.097
2017	44.864	54.987	-4.347	9.292	-15.068	614	-1.188	1.801
2018	44.042	47.085	-2.729	17.273	-17.588	-611	-1.482	871
2018 – 1° trim.	4.344	9.491	-3.351	3.401	-5.197	-347	-363	16
2° trim.	10.577	13.388	594	-372	-3.033	-222	-372	151
3° trim.	15.686	11.050	3.033	5.889	-4.287	-50	-324	274
4° trim.	13.435	13.156	-3.005	8.355	-5.070	7	-423	430
2019 – 1° trim.	4.527	10.732	-3.525	4.146	-6.826	-396	-361	-35
2018 – gen.	-1.149	472	-980	607	-1.248	-98	-123	26
feb.	2.282	3.731	-1.070	1.332	-1.711	-97	-113	17
mar.	3.211	5.289	-1.302	1.462	-2.238	-153	-126	-26
apr.	3.134	3.694	-233	659	-987	-136	-116	-20
mag.	1.860	3.953	148	-1.526	-715	-158	-132	-26
giu.	5.583	5.741	679	495	-1.332	72	-124	196
lug.	7.281	6.099	1.063	1.415	-1.295	3	-112	115
ago.	5.319	3.154	1.269	2.348	-1.452	17	-90	106
set.	3.086	1.797	701	2.126	-1.539	-70	-123	53
ott.	5.456	4.470	-647	3.010	-1.377	56	-150	207
nov.	3.858	4.445	-1.570	2.404	-1.422	27	-141	169
dic.	4.122	4.241	-788	2.941	-2.272	-76	-131	55
2019 – gen.	-1.046	1.087	-1.145	641	-1.629	-131	-138	6
feb.	2.413	4.126	-1.173	1.725	-2.265	-114	-110	-3
mar.	3.161	5.519	-1.207	1.780	-2.931	-151	-112	-38
apr.	(3.914)	(4.140)	(-274)	(994)	(-947)	(-159)	(-142)	(-17)

(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
2013	-3,7	-3,6	-5,2	-1,3	-2,4	-1,6	-3,2	-0,3
2014	-1,6	-1,6	-2,3	-0,5	-0,3	-0,6	-1,6	0,1
2015	-0,3	0,0	-0,6	0,7	0,7	1,0	0,6	1,4
2016	1,1	1,0	0,3	1,9	2,4	2,2	2,4	2,0
2017	1,8	1,3	0,2	2,8	2,9	3,0	3,1	2,9
2018	1,9	1,9	1,2	2,6	3,4	3,6	4,1	3,2
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	0,2	2,4	2,7	2,4	2,4	2,4
apr.	0,7	1,1	0,1	2,3	2,6	2,5	2,5	2,5
mag.	1,0	1,2	0,2	2,5	2,7	2,5	2,4	2,6
giu.	1,1	1,1	-0,1	2,6	2,5	2,3	2,0	2,6
lug.	1,4	1,4	0,4	2,7	2,6	2,5	2,3	2,6
ago.	1,1	1,2	0,0	2,7	2,6	2,6	2,4	2,7
set.	0,7	0,8	-0,7	2,6	2,7	2,6	2,5	2,7
ott.	1,0	0,9	-0,5	2,8	2,8	2,8	2,8	2,7
nov.	1,4	1,5	0,4	2,8	2,9	2,9	3,1	2,8
dic.	1,8	1,3	0,2	2,8	2,9	3,0	3,1	2,9
2018 – gen.	2,7	2,3	1,9	2,8	3,3	3,1	3,4	2,9
feb.	2,3	1,8	1,1	2,8	3,1	3,0	3,2	2,9
mar.	2,3	1,8	1,1	2,8	3,0	3,1	3,3	2,9
apr.	2,9	2,5	2,1	2,9	3,1	3,1	3,3	2,9
mag.	2,4	1,9	1,1	2,8	3,3	3,2	3,7	2,9
giu.	2,4	1,5	0,5	2,8	3,5	3,4	4,1	2,9
lug.	2,4	1,8	1,0	2,8	3,4	3,5	4,1	3,0
ago.	2,5	1,8	1,1	2,7	3,4	3,5	4,2	3,1
set.	2,8	2,1	1,7	2,7	3,4	3,6	4,3	3,1
ott.	2,6	2,0	1,4	2,8	3,2	3,5	3,9	3,2
nov.	2,2	1,7	1,0	2,7	3,2	3,6	4,0	3,3
dic.	1,9	1,9	1,2	2,6	3,4	3,6	4,1	3,2
2019 – gen.	0,9	0,8	-0,7	2,6	3,0	3,3	3,4	3,2
feb.	1,2	1,1	-0,2	2,6	3,3	3,5	3,8	3,3
mar.	0,9	0,8	-0,6	2,6	3,2	3,4	3,7	3,3
apr.	0,8	0,8	-0,6	2,6	3,4	3,6	3,9	3,3
mag.	1,0	1,0	-0,2	2,6	3,3	3,6	3,9	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 definizioni degli aggregati monetari e delle contropartite adottate dalla BCE nel settembre 2012, in base alle quali vengono esclusi i pronti contro termine con controparti centrali (per l'area dell'euro, a partire dai dati del giugno 2010).

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

PERIODO	Banche	Altre società finanziarie	Società non finanziarie	Totale
Italia				
2017	-64,9	15,6	21,6	-27,8
2018	-29,5	10,7	-4,6	-23,4
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	1,9	3,4	-9,9
4° trim.	-23,5	18,1	10,7	5,3
2018 – 1° trim.	-15,8	-5,6	-2,9	-24,3
2° trim.	-16,9	1,2	-0,1	-15,8
3° trim.	1,1	3,6	1,8	6,6
4° trim.	2,0	11,6	-3,4	10,2
2019 – 1° trim.	-4,9	-0,5	-1,1	-6,5
Area dell'euro				
2017	-47,2	1,9	63,4	18,0
2018	84,6	80,2	42,2	207,0
2017 – 1° trim.	6,6	-11,6	11,2	6,3
2° trim.	5,0	41,1	17,3	63,4
3° trim.	-36,3	-14,5	19,8	-31,0
4° trim.	-22,5	-13,2	15,0	-20,7
2018 – 1° trim.	31,0	17,7	22,9	71,5
2° trim.	-18,4	32,8	3,2	17,6
3° trim.	46,4	9,2	16,5	72,0
4° trim.	25,7	20,6	-0,4	45,8
2019 – 1° trim.	58,9	14,3	16,3	89,5

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:</i> raccolta postale							<i>di cui:</i> impieghi della liquidità		<i>di cui:</i> connesso con sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)	
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	63,4	0,8	-0,3	51,0	-7,4	-3,0	43,6	0,0
2017	0,0	-1,9	-0,5	41,1	3,6	1,2	45,5	13,8	10,5	59,2	0,0
2018	7,1	-0,2	0,8	42,4	-4,6	0,3	46,1	-5,8	19,5	40,4	0,0
2017 – gen.	2,4	-1,4	7,3	24,0	-1,3	0,1	32,4	-34,3	-2,9	-2,0	0,0
feb.	-1,9	0,5	0,2	-10,9	1,1	-0,2	-11,7	20,7	-0,1	9,0	0,0
mar.	2,4	0,2	-0,2	18,5	0,8	-0,1	21,5	2,2	-0,2	23,7	0,0
apr.	1,1	0,0	0,5	7,4	0,1	0,2	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.	3,6	-1,0	0,2	-0,5	5,4	0,7	9,4	6,3	-5,8	15,7	0,0
lug.	-0,1	0,1	0,3	21,5	-1,9	0,2	19,9	-32,9	0,3	-13,0	0,0
ago.	1,9	0,0	-0,1	-22,9	0,0	-0,1	-21,2	22,2	-0,2	1,0	0,0
set.	2,2	-0,4	-0,8	3,3	0,8	-0,2	5,2	11,3	0,0	16,6	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.	-11,5	-0,1	-6,8	-0,9	0,0	0,9	-18,2	3,8	-4,6	-14,4	0,0
2018 – gen.	6,8	0,4	6,3	12,6	-2,2	0,0	23,5	-25,2	-9,1	-1,6	0,0
feb.	-0,9	-0,3	0,0	1,6	0,6	-0,4	0,9	6,2	16,0	7,1	0,0
mar.	2,4	-0,2	0,0	15,2	0,0	-0,1	17,6	3,5	5,5	21,0	0,0
apr.	-2,3	-0,1	0,0	12,4	0,4	0,1	10,6	-7,3	2,0	3,3	0,0
mag.	-0,8	-0,5	-0,1	13,3	0,1	0,1	12,6	-5,4	0,0	7,2	0,0
giu.	-2,4	0,3	0,7	-5,7	1,3	0,8	-5,2	9,2	-4,8	3,9	0,0
lug.	5,6	-0,2	-0,2	17,0	-4,2	-1,2	17,0	-31,6	-2,5	-14,6	0,0
ago.	-2,4	0,4	-0,6	-13,8	0,2	0,0	-16,6	14,9	-1,0	-1,7	0,0
set.	-1,1	-0,6	0,2	5,5	0,3	-0,1	4,7	15,4	-5,6	20,2	0,0
ott.	-1,2	0,2	0,0	4,6	-0,6	-0,7	2,1	1,0	-1,4	3,1	0,0
nov.	0,2	-0,5	0,5	6,4	0,8	1,0	8,9	-3,3	2,1	5,6	0,0
dic.	3,1	1,1	-5,9	-26,6	-1,2	0,7	-29,9	16,9	18,4	-13,1	0,0
2019 – gen.	5,4	0,3	8,0	29,4	-0,4	-0,6	41,9	-44,0	-14,0	-2,2	0,0
feb.	-3,6	0,0	-0,1	4,0	-0,4	-0,1	-0,1	9,8	-2,0	9,6	0,0
mar.	0,4	-1,9	0,6	-3,2	-0,1	-0,1	-2,4	22,4	1,4	19,9	0,0
apr.	1,0	1,4	0,7	12,7	-0,2	0,3	14,4	-11,6	-1,4	2,8	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 del 2016 e, per i mesi successivi, in *Finanza pubblica: fabbisogno e debito*, Banca d'Italia, Statistiche. – (2) Depositi del Tesoro presso la Banca d'Italia e operazioni di liquidità presso il sistema bancario. – (3) Include i prestiti in favore di paesi dalla UEM erogati sia bilateralmente sia attraverso lo European Financial Stability Facility (EFSF), e il contributo al capitale dello European Stability Mechanism (ESM).

Debito delle Amministrazioni pubbliche 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	impieghi della liquidità	residenti al netto delle operazioni di liquidità	stegno finanziario ai paesi della UEM (3)
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	1.766,1	130,1	43,7	33,9	2.220,4	43,1	33,0	29,9	58,2
2017	172,3	14,3	106,6	1.806,8	136,1	47,3	33,9	2.269,0	29,3	22,5	32,2	58,2
2018	179,4	14,1	107,4	1.856,0	131,6	47,6	33,9	2.322,0	35,1	3,0	31,4	58,2
2017 – gen.	174,7	14,8	114,3	1.790,9	131,1	46,1	33,9	2.257,1	77,4	35,9	29,9	58,2
feb.	172,8	15,2	114,5	1.781,0	132,3	45,9	33,9	2.246,4	56,8	36,0	31,4	58,2
mar.	175,2	15,5	114,3	1.798,4	133,1	45,8	33,9	2.266,8	54,6	36,2	32,6	58,2
apr.	176,3	15,5	114,8	1.806,8	133,2	46,0	33,9	2.277,2	58,5	35,4	33,9	58,2
mag.	177,6	16,0	115,5	1.813,4	133,0	46,7	33,9	2.286,1	58,9	30,3	35,3	58,2
giu.	181,1	15,0	115,7	1.813,0	138,4	47,4	33,9	2.295,6	52,6	36,2	35,3	58,2
lug.	181,0	15,1	116,0	1.833,4	136,5	47,6	33,9	2.314,5	85,6	35,9	37,0	58,2
ago.	182,9	15,1	115,9	1.810,4	136,5	47,4	33,9	2.293,2	63,4	36,1	36,7	58,2
set.	185,1	14,6	115,2	1.813,0	137,3	47,2	33,9	2.297,8	52,1	36,1	35,2	58,2
ott.	184,1	15,0	114,3	1.822,2	135,6	46,5	33,9	2.302,6	53,3	35,3	34,7	58,2
nov.	183,7	14,5	113,3	1.808,3	136,1	46,4	33,9	2.287,9	33,1	17,9	35,3	58,2
dic.	172,3	14,3	106,6	1.806,8	136,1	47,3	33,9	2.269,0	29,3	22,5	32,2	58,2
2018 – gen.	179,1	14,7	112,9	1.819,2	133,9	47,3	33,9	2.292,4	54,5	31,6	33,5	58,2
feb.	178,2	14,4	112,8	1.821,1	134,5	46,9	33,9	2.293,6	48,3	15,6	34,4	58,2
mar.	180,7	14,2	112,8	1.835,1	134,5	46,8	33,9	2.309,9	44,8	10,1	33,2	58,2
apr.	178,4	14,1	112,8	1.847,1	134,9	46,9	33,9	2.320,1	52,1	8,1	34,8	58,2
mag.	177,5	13,6	112,7	1.862,0	135,0	47,0	33,9	2.334,3	57,6	8,1	35,9	58,2
giu.	175,2	13,8	113,4	1.857,6	136,3	47,8	33,9	2.330,4	48,4	12,9	33,8	58,2
lug.	180,8	13,6	113,2	1.876,5	132,1	46,7	33,9	2.349,3	80,0	15,4	35,1	58,2
ago.	178,4	14,0	112,6	1.863,4	132,3	46,7	33,9	2.333,4	65,1	16,4	34,8	58,2
set.	177,3	13,4	112,8	1.869,0	132,5	46,6	33,9	2.338,2	49,6	22,0	33,6	58,2
ott.	176,1	13,6	112,8	1.874,5	132,0	45,9	33,9	2.341,3	48,7	23,4	33,7	58,2
nov.	176,3	13,0	113,3	1.882,1	132,8	46,9	33,9	2.351,3	51,9	21,4	33,1	58,2
dic.	179,4	14,1	107,4	1.856,0	131,6	47,6	33,9	2.322,0	35,1	3,0	31,4	58,2
2019 – gen.	184,8	14,5	115,4	1.885,2	131,1	47,0	33,9	2.363,5	79,1	17,0	32,6	58,2
feb.	181,2	14,4	115,3	1.889,1	130,8	46,9	33,9	2.363,3	69,3	19,0	33,4	58,2
mar.	181,6	12,5	115,9	1.883,5	130,7	46,8	33,9	2.358,5	46,9	17,6	32,1	58,2
apr.	182,5	13,9	116,6	1.896,6	130,4	47,1	33,9	2.373,3	58,5	19,0	32,2	58,2

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

