



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

gennaio 2020

1 | 2020



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 1 / 2020
Gennaio

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

Relazione annuale

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

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

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

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

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

© Banca d'Italia, 2020

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

Alberto Feletigh e Michele Caivano (coordinamento), Davide Delle Monache, Domenico Depalo, Davide Fantino, Elisa Guglielminetti, Giorgio Ivaldi, Luca Metelli, Federico Calogero Nucera, Enrico Tosti

Daniela Falcone, Fabrizio Martello e Teresa Messina (aspetti editoriali), Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Davide Delle Monache, Maria Cristina Fabbri, Alessandro Mistretta, Claudia Pacella, Filippo Vergara Caffarelli, Stefania Villa

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 10 gennaio 2020, 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	12
1.3 I mercati finanziari internazionali	16
2 L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	18
2.2 Le imprese	21
2.3 Le famiglie	24
2.4 La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	25
2.5 Il mercato del lavoro	29
2.6 La dinamica dei prezzi	30
2.7 Le banche	33
2.8 Il mercato finanziario	40
2.9 La finanza pubblica	42
2.10 Le prospettive	44
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	51

INDICE DEI RIQUADRI

Il recesso del Regno Unito dall'Unione europea	9
L'attività economica nel quarto trimestre del 2019	19
Gli investimenti delle imprese italiane nell' <i>Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita</i>	22
L'offerta e la domanda di credito	36
Le ipotesi sottostanti allo scenario macroeconomico	44
Le stime dell'output gap in Italia	46

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.

SINTESI

Torna a crescere il commercio, ma i rischi globali restano al ribasso

I rischi per l'economia globale sono ancora al ribasso; il commercio mondiale ha ripreso a espandersi e vi sono stati segnali di attenuazione delle dispute tariffarie fra Stati Uniti e Cina, ma le prospettive restano incerte e sono in aumento le tensioni geopolitiche. Aspettative meno pessimistiche sulla crescita, favorite dall'orientamento accomodante delle banche centrali, hanno tuttavia sospinto i corsi azionari e agevolato un moderato recupero dei rendimenti a lungo termine.

Nell'area dell'euro rimane appropriato l'accomodamento monetario

Nell'area dell'euro l'attività economica è frenata dalla debolezza della manifattura, particolarmente accentuata in Germania nonostante un andamento superiore alle attese in novembre; permane il rischio che ne risenta anche la crescita dei servizi, rimasta finora più solida. L'andamento dell'economia incide sull'inflazione, che nelle proiezioni dell'Eurosistema è sostenuta dallo stimolo monetario ma viene prevista ancora inferiore al 2 per cento nel prossimo triennio. Il Consiglio direttivo della BCE ha riconfermato la necessità di mantenere l'attuale orientamento accomodante.

In Italia il ciclo industriale ha frenato il prodotto; si stabilizzano gli ordini

Le ultime informazioni disponibili suggeriscono che in Italia l'attività economica, lievemente cresciuta nel terzo trimestre dello scorso anno, sarebbe rimasta pressoché stazionaria nel quarto, continuando a risentire soprattutto della debolezza del settore manifatturiero. Nelle indagini dell'Istat e della Banca d'Italia le imprese esprimono valutazioni appena più favorevoli sugli ordini e sulla domanda estera, ma continuano a considerare l'incertezza e le tensioni commerciali come fattori che ostacolano la propria attività. Per il 2020 le aziende programmano un'espansione degli investimenti, anche se più contenuta dell'anno precedente.

Sono proseguiti gli afflussi di capitali dall'estero

Negli ultimi mesi gli acquisti di titoli pubblici italiani da parte di investitori esteri sono stati ingenti (90 miliardi tra gennaio e novembre dello scorso anno). Il saldo debitorio della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2 è significativamente migliorato, anche per effetto dell'incremento della raccolta estera netta sul mercato repo da parte delle banche italiane, favorita dall'avvio del nuovo sistema di remunerazione delle riserve bancarie dell'Eurosistema. Nel corso del 2019 il surplus di conto corrente è rimasto ampio; la posizione estera netta dell'Italia è prossima all'equilibrio.

L'occupazione è cresciuta

Nel terzo trimestre il numero di occupati è lievemente aumentato, soprattutto nel settore dei servizi; i dati disponibili segnalano un'espansione anche negli ultimi mesi dell'anno. La crescita delle retribuzioni è positiva (0,7 per cento sull'anno precedente) seppure in diminuzione, rispecchiando il permanere di rilevanti settori dell'economia in attesa di rinnovo contrattuale.

L'inflazione risale ma resta molto moderata

L'inflazione è contenuta (0,5 per cento in dicembre). Alla dinamica dei prezzi contribuiscono soprattutto i servizi, mentre è ancora modesta la crescita dei prezzi dei beni industriali. L'inflazione di fondo si è appena rafforzata nei mesi autunnali, allo 0,7 per cento. Nei sondaggi più recenti le aspettative di inflazione delle imprese sono leggermente diminuite.

I rendimenti sovrani e i corsi azionari sono aumentati

Dalla metà di ottobre sono saliti i rendimenti dei titoli di Stato e i corsi azionari italiani, riflettendo una tendenza comune ad altri paesi dell'area dell'euro, nonché la pubblicazione di alcuni dati economici per l'area più favorevoli delle attese. Non sono aumentati i rendimenti delle obbligazioni emesse

dalle banche e dalle società non finanziarie italiane, inferiori di oltre 70 punti base alla media del primo semestre del 2019.

Il costo del credito è diminuito

Il costo del credito è sceso, in modo significativo per le famiglie. Per queste ultime la crescita dei prestiti resta solida, mentre è negativa per le imprese, rispecchiando – sulla base dei sondaggi – soprattutto la debolezza della domanda di finanziamenti. Secondo le banche le misure adottate in settembre dal Consiglio direttivo della BCE concorreranno a favorire un miglioramento delle condizioni creditizie.

Il rapporto tra indebitamento netto e PIL si sarebbe lievemente ridotto

Le informazioni preliminari disponibili per il 2019 segnalano una lieve flessione dell'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL e un aumento del rapporto tra il debito e il prodotto. La manovra di bilancio per il triennio 2020-22, approvata lo scorso dicembre dal Parlamento, accresce il disavanzo di 0,7 punti percentuali del PIL in media all'anno rispetto ai valori tendenziali. Nei programmi del Governo l'incidenza sul prodotto dell'indebitamento netto e del debito, dopo una stabilizzazione nel 2020, si ridurrebbe nel biennio successivo.

Nelle proiezioni per l'Italia...

In questo Bollettino si presentano le proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana nel triennio 2020-22, che aggiornano quelle predisposte in dicembre per l'esercizio previsivo dell'Eurosistema.

...una graduale ripresa globale e condizioni monetarie accomodanti...

Le proiezioni presuppongono: una crescita del commercio mondiale modesta, seppure in graduale ripresa; condizioni monetarie accomodanti, coerenti con l'orientamento confermato dal Consiglio direttivo della BCE; andamenti ordinati sui

mercati finanziari italiani, che si traducono in un costo contenuto del credito per le imprese.

...favorirebbero il ritorno a una crescita moderata...

Sulla base di queste ipotesi la proiezione centrale indica un incremento del PIL dello 0,5 per cento quest'anno, dello 0,9 nel 2021 e dell'1,1 nel 2022. L'attività sarebbe sostenuta sia dalla graduale ripresa degli scambi internazionali, sia dalla moderata espansione della domanda interna. Gli investimenti, pur risentendo di una persistente incertezza, trarrebbero impulso dal progressivo recupero delle prospettive di domanda globale e da condizioni di finanziamento espansive; la discesa degli spread sovrani osservata dall'inizio dello scorso giugno contribuirebbe a innalzare l'accumulazione di capitale di circa 3,5 punti percentuali nel complesso del triennio 2020-22. L'inflazione aumenterebbe in modo graduale, dallo 0,7 per cento nell'anno in corso all'1,3 nel 2022, per effetto soprattutto di una ripresa delle retribuzioni e dei margini di profitto che beneficerebbero della migliore fase ciclica.

Rispetto al quadro dello scorso luglio, la crescita prefigurata è inferiore per l'anno in corso, pressoché in linea per il 2021. Gli effetti della più accentuata debolezza dell'economia globale sono in larga parte compensati da quelli del maggiore stimolo monetario e dei minori premi al rischio sul debito sovrano italiano.

...ma restano rilevanti i rischi

La crescita è ancora esposta a rischi rilevanti, connessi con l'incertezza geopolitica in aumento, con i conflitti commerciali solo in parte rientrati e con il debole andamento dell'attività economica nei nostri maggiori partner europei; potrebbe inoltre risultare inferiore a quanto prefigurato qualora fosse ritardata la realizzazione dei cospicui investimenti pubblici programmati, inclusi nel quadro previsivo, o se si riaccendessero tensioni sui mercati finanziari.

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

La crescita globale è rimasta contenuta. Il commercio internazionale è tornato a espandersi nel terzo trimestre, ma i rischi sono ancora orientati al ribasso: si sono attenuati quelli di un inasprimento delle dispute tariffarie fra Stati Uniti e Cina, ma le prospettive rimangono incerte e sono in aumento le tensioni geopolitiche. L'orientamento delle banche centrali dei principali paesi avanzati resta ampiamente accomodante.

L'economia globale si espande, seppure in misura contenuta

Nel terzo trimestre del 2019 il PIL negli Stati Uniti e nel Giappone è cresciuto a tassi simili a quelli del periodo precedente (tav. 1); nel Regno Unito è risalito. Le valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI) suggeriscono che tuttavia nel quarto trimestre la fase ciclica sia ancora sfavorevole nel settore manifatturiero (fig. 1).

In Cina l'attività economica ha rallentato nei mesi estivi, ma gli indicatori più recenti ne prefigurano una stabilizzazione. La crescita è diminuita più nettamente in India; è rimasta modesta in Russia e in Brasile.

Il commercio mondiale è tornato a crescere

Secondo nostre stime il commercio mondiale è aumentato nel terzo trimestre del 2019 (del 2,6 per cento in ragione d'anno; fig. 2); le importazioni hanno

Tavola 1

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

Fonte: statistiche nazionali; Banca d'Italia per il commercio mondiale.
 (1) Per i dati annuali, variazione percentuale. 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) Variazione tendenziale dell'indice dei prezzi al consumo. – (3) Per l'inflazione, dato di novembre 2019. – (4) 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

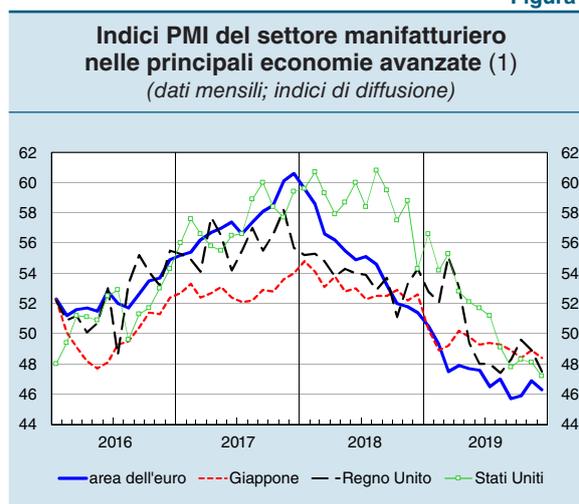
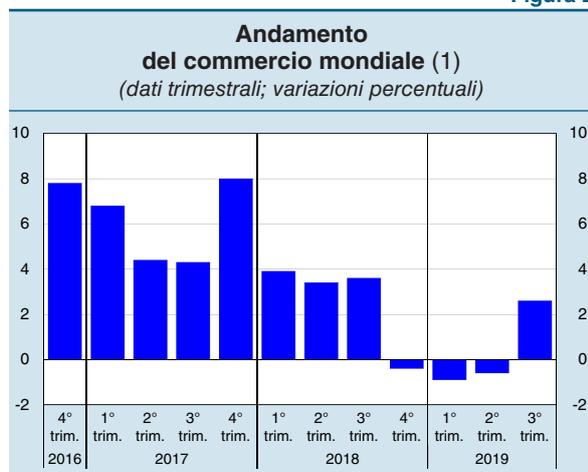
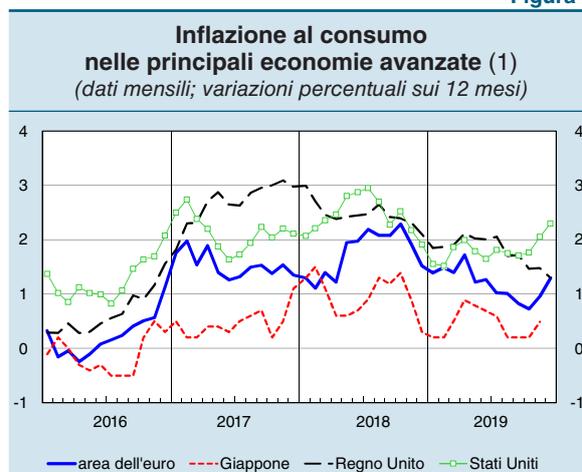


Figura 2



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

Figura 3



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

recuperato sia nei paesi avanzati sia nelle economie emergenti. Le prospettive a breve termine degli scambi internazionali sono tuttavia sfavorevoli: gli indici PMI globali sugli ordinativi esteri si mantengono sotto il livello che indica un'espansione.

Stati Uniti e Cina hanno raggiunto un primo accordo commerciale

In dicembre Stati Uniti e Cina hanno raggiunto un primo accordo commerciale (*phase-one deal*), rapporti economici fra i due paesi. L'intesa ha scongiurato gli aumenti delle tariffe statunitensi inizialmente previsti per metà dicembre e ha dimezzato quelli introdotti in settembre; il governo cinese si è impegnato a incrementare le importazioni di beni agricoli ed energetici dagli Stati Uniti e ha offerto garanzie in merito alla difesa della proprietà intellettuale e alla politica del cambio. L'accordo ha ridotto le tensioni economiche tra i due paesi, in atto dall'inizio del 2018, ma i dazi in vigore restano nel complesso ben più elevati rispetto a due anni fa. Alla fine del 2019 il Congresso statunitense ha approvato il nuovo accordo commerciale fra Stati Uniti, Messico e Canada (*United States-Mexico-Canada Agreement, USMCA*), che sostituisce quello del 1994 (*North American Free Trade Agreement, NAFTA*) rendendo più restrittive le regole sull'origine dei prodotti e gli standard di produzione nel settore automobilistico. È stata invece rimandata a data da destinarsi la decisione riguardante i dazi sulle importazioni di automobili e componenti provenienti dall'Unione europea (UE).

In dicembre Stati Uniti e Cina hanno raggiunto un primo accordo commerciale (*phase-one deal*), rapporti economici fra i due paesi. L'intesa ha scongiurato gli aumenti delle tariffe statunitensi inizialmente previsti per metà dicembre e ha dimezzato quelli introdotti in settembre; il governo cinese si è impegnato a incrementare le importazioni di beni agricoli ed energetici dagli Stati Uniti e ha offerto garanzie in merito alla difesa della proprietà intellettuale e alla politica del cambio. L'accordo ha ridotto le tensioni economiche tra i due paesi, in atto dall'inizio del 2018, ma i dazi in vigore restano nel complesso ben più elevati rispetto a due anni fa. Alla fine del 2019 il Congresso statunitense ha approvato il nuovo accordo commerciale fra Stati Uniti, Messico e Canada (*United States-Mexico-Canada Agreement, USMCA*), che sostituisce quello del 1994 (*North American Free Trade Agreement, NAFTA*) rendendo più restrittive le regole sull'origine dei prodotti e gli standard di produzione nel settore automobilistico. È stata invece rimandata a data da destinarsi la decisione riguardante i dazi sulle importazioni di automobili e componenti provenienti dall'Unione europea (UE).

Tavola 2

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

Fonte: OCSE e, per il commercio mondiale, Banca d'Italia. (1) Per il PIL, OCSE, *OECD Economic Outlook*, novembre 2019; variazioni percentuali. - (2) Revisioni rispetto a OCSE, *OECD Interim Economic Outlook*, settembre 2019. - (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 novembre 2019; le revisioni sono calcolate rispetto alle previsioni pubblicate a ottobre in *Bollettino economico*, 4, 2019.

L'inflazione è moderata

Nelle principali economie avanzate i prezzi al consumo crescono attorno al 2 per cento negli Stati Uniti e in misura ancora inferiore nelle altre aree (fig. 3). Le aspettative di inflazione a lungo termine desunte dai rendimenti sui mercati finanziari sono rimaste sostanzialmente stabili negli Stati Uniti, attorno all'1,8 per cento (per l'area dell'euro cfr. il par. 1.2).

Le prospettive per l'attività e il commercio mondiali restano deboli...

Secondo le previsioni diffuse dall'OCSE nel mese di novembre, l'economia globale si espanderebbe del 2,9 per cento nell'anno in corso, come nel 2019 (tav. 2), il valore più basso dalla crisi finanziaria globale del 2008-09. Sull'attività economica continuerebbero a pesare la debolezza del commercio mondiale e quella della produzione manifatturiera. Secondo nostre stime gli scambi internazionali sarebbero aumentati di appena lo 0,6 per cento nel 2019 e accelererebbero in misura modesta nel 2020.

...ma si attenuano alcuni rischi al ribasso

I rischi per la crescita globale rimangono orientati al ribasso; si sono ridimensionati quelli di un inasprimento delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina e di un'uscita del Regno Unito dalla UE (Brexit) non concordata (cfr. il riquadro: *Il recesso del Regno Unito dall'Unione europea*); sono invece in deciso aumento le tensioni geopolitiche, in particolare tra Stati Uniti e Iran, e permangono timori che l'economia cinese possa rallentare in misura più pronunciata rispetto alle attese.

IL RECESSO DEL REGNO UNITO DALL'UNIONE EUROPEA

È in corso di finalizzazione il processo di ratifica dell'accordo di recesso del Regno Unito dall'Unione europea (Brexit) raggiunto il 17 ottobre dello scorso anno. Se la ratifica verrà conclusa entro il mese di gennaio, come appare probabile, il Regno Unito uscirà dalla UE il 31 gennaio, termine dell'ultima proroga concessa dal Consiglio europeo il 29 ottobre 2019. Nei suoi punti principali l'accordo prevede:

- a) un periodo di transizione, fino al 31 dicembre 2020, durante il quale verrà preservato integralmente lo status quo, ossia la normativa dell'Unione continuerà ad applicarsi al – e nel – Regno Unito, salvo il venir meno della sua partecipazione agli organismi istituzionali e rappresentativi della UE; in particolare, per quanto riguarda i servizi bancari e finanziari sarà prorogato di diritto l'attuale regime di mutuo riconoscimento delle autorizzazioni e del sistema di vigilanza (il cosiddetto passaporto unico). Entro il 30 giugno 2020 le parti potranno concordare di estendere – una tantum – il periodo di transizione di uno o due anni¹;
- b) la conferma dei diritti rivenienti dalla libera circolazione delle persone nella UE sia per i cittadini britannici già residenti o che si trasferiranno nell'Unione entro la fine del periodo di transizione, sia – specularmente – per i cittadini europei nel Regno Unito. Sono inoltre conservati, in entrambi i casi, il riconoscimento delle abilitazioni professionali e l'accesso ai servizi sociali;
- c) la definizione dei criteri di calcolo e delle modalità di regolamento delle obbligazioni finanziarie assunte dal Regno Unito durante la sua adesione alla UE, anche in relazione al debito pensionistico per il personale delle istituzioni europee e agli impegni ancora da liquidare alla fine del 2020;

¹ Nel disegno di legge di ratifica dell'accordo di recesso il governo britannico ha incluso una norma, peraltro modificabile con legge successiva, che lo impegna a non far uso della possibilità di concordare un'estensione del periodo di transizione.

- d) una struttura di governance dell'accordo che contempla l'immediata applicabilità delle disposizioni contenute e la loro supremazia sulle norme nazionali anche nel Regno Unito; il riconoscimento da parte britannica della Corte di giustizia della UE quale ultimo interprete del diritto dell'Unione; la costituzione di un Comitato misto per la composizione delle controversie;
- e) un meccanismo per assicurare il mantenimento di un confine aperto (senza postazioni fisiche di controllo) tra Irlanda e Irlanda del Nord anche dopo la fine del periodo di transizione. Il relativo protocollo conferma l'esistente area di libero spostamento delle persone (*common travel area*) tra Irlanda e Regno Unito. Stabilisce inoltre che l'Irlanda del Nord appartiene formalmente al territorio doganale del Regno Unito, in particolare per gli accordi commerciali con paesi terzi, ma di fatto istituisce un doppio regime doganale e regolamentare: i beni provenienti da paesi terzi o dal resto del Regno Unito che siano a rischio di entrare successivamente nell'Unione² saranno soggetti ai dazi e alle regolamentazioni della UE al momento dell'ingresso in Irlanda del Nord; i beni provenienti dall'Unione europea saranno esportabili liberamente – senza dazi e controlli regolamentari – in Irlanda del Nord, e viceversa. Infine il protocollo prevede che ogni quattro anni l'assemblea legislativa nordirlandese voti per rinnovare l'applicazione di questo regime speciale³.

La dichiarazione politica sulle future relazioni tra la UE e il Regno Unito annessa all'accordo di recesso prospetta anche per il futuro l'assenza di dazi per quanto riguarda il commercio di beni; per lo scambio di servizi è invece enunciato l'obiettivo generico di una liberalizzazione superiore a quella prevista nell'ambito dell'Organizzazione mondiale del commercio (World Trade Organization, WTO). Relativamente ai servizi finanziari la dichiarazione si limita a indicare alcuni impegni comuni di carattere generale (mantenere la stabilità finanziaria, l'integrità del mercato, la protezione degli investitori e una concorrenza leale) nel rispetto dell'autonomia delle parti, anche con riferimento alle decisioni di equivalenza⁴, nonché il reciproco interesse a una cooperazione stretta e strutturata in materia di regolamentazione e vigilanza. In ogni caso, l'accesso degli intermediari bancari e finanziari britannici al mercato interno della UE non sarebbe diretto come nel sistema attuale, basato sul passaporto unico.

Qualora il periodo di transizione – specialmente in assenza di un'estensione – non risultasse sufficiente a concludere gli accordi prospettati nella dichiarazione politica, e comunque per i settori di commercio non coperti dagli accordi stessi, dopo la fine del 2020 si applicherebbe il regime previsto dal WTO, con una significativa discontinuità nei rapporti bilaterali rispetto a quelli attualmente vigenti.

² Il protocollo definisce “beni a rischio di entrare successivamente nella UE” quelli che, in particolare, sono soggetti a trasformazione in Irlanda del Nord. Per i beni destinati unicamente al consumo locale in Irlanda del Nord è prevista l'esenzione da ogni dazio se provenienti dal resto del Regno Unito, l'imposizione dei dazi britannici se provenienti da paesi terzi.

³ Qualora il rinnovo venisse rigettato dall'assemblea, il regime speciale terminerebbe dopo due anni, durante i quali il Comitato misto cercherebbe una soluzione alternativa per mantenere un confine aperto.

⁴ Le decisioni di equivalenza, con cui la Commissione riconosce che il regime di regolamentazione e di vigilanza finanziaria di un paese terzo è equivalente a quello della UE, costituiscono il quadro di riferimento per l'accesso al mercato dell'Unione da parte degli intermediari di paesi terzi. Nella dichiarazione politica è contenuto l'impegno ad assumere le rispettive decisioni di equivalenza entro il 30 giugno 2020.

I prezzi del greggio sono in rialzo

Le quotazioni petrolifere sono aumentate nel corso degli ultimi tre mesi (fig. 4); sono state sostenute inizialmente da un maggiore ottimismo dei mercati riguardo il raggiungimento di un primo accordo commerciale tra Stati Uniti e Cina e, in seguito, dall'intesa sul razionamento della produzione da parte dei paesi OPEC+¹. A fronte di un'espansione dell'offerta da parte dei paesi non aderenti all'OPEC e di una debolezza di fondo della domanda, all'inizio di dicembre i paesi OPEC+ si sono accordati per incrementare i tagli alla produzione e per concedere ai singoli Stati membri la possibilità di intraprendere ulteriori tagli su base volontaria; l'accordo sarà ridiscusso il prossimo marzo. In gennaio l'inasprirsi delle tensioni in Medio Oriente ha innescato un rialzo delle quotazioni petrolifere, che è stato molto inferiore a quello verificatosi dopo gli attacchi agli stabilimenti sauditi lo scorso settembre e che si è riassorbito rapidamente. La volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sul greggio, in graduale diminuzione dai massimi toccati in settembre, è risalita all'inizio dell'anno.

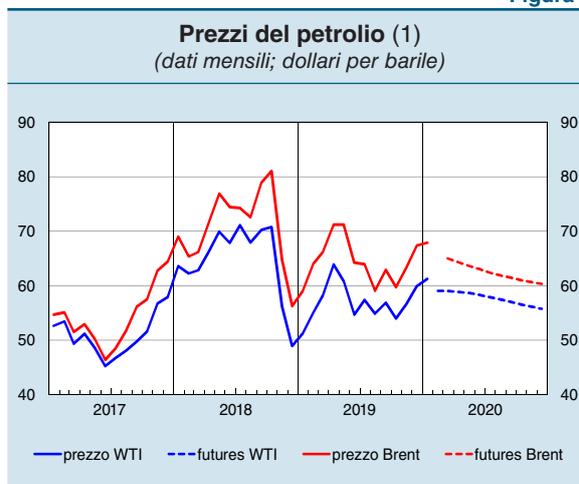
Si attendono tassi di riferimento invariati da parte della Riserva federale per l'anno in corso

Alla fine di ottobre la Riserva federale aveva ridotto di 25 punti base, per la terza volta consecutiva, l'intervallo obiettivo dei tassi di interesse sui federal funds, portandolo a 1,50-1,75 per cento. Le aspettative del Federal Open Market Committee (FOMC) pubblicate in dicembre indicano tassi di riferimento invariati per tutto l'anno in corso; i rendimenti impliciti nelle quotazioni dei futures sui federal funds sono in linea con tali attese (fig. 5).

La Banca d'Inghilterra e la Banca del Giappone non hanno modificato il proprio orientamento, che rimane ampiamente accomodante. La Banca centrale cinese ha diminuito il tasso di rifinanziamento a medio termine e il coefficiente di riserva obbligatoria delle banche commerciali; anche le banche centrali di altri paesi emergenti (tra cui Brasile, India, Russia) hanno ulteriormente ridotto i tassi di riferimento nel corso degli ultimi tre mesi.

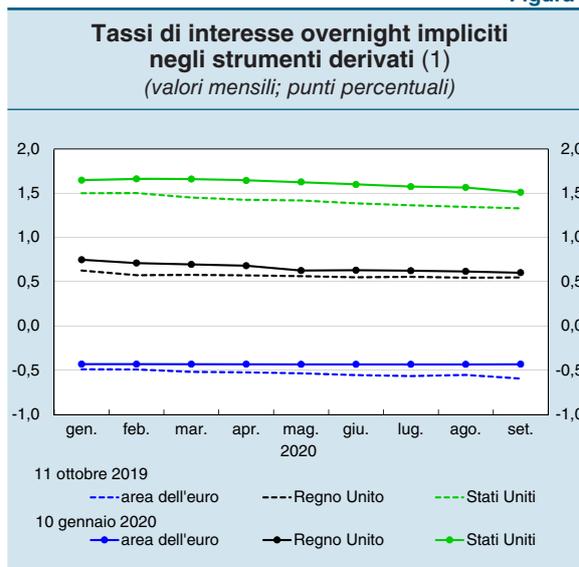
¹ Il gruppo OPEC+ comprende i paesi OPEC e quelli (tra cui Kazakistan, Messico e Russia) che hanno aderito agli accordi di riduzione della produzione di greggio conclusi a più riprese a partire da novembre del 2016.

Figura 4



Fonte: Refinitiv.
(1) Per i prezzi a pronti, medie mensili fino a dicembre 2019; l'ultimo dato si riferisce alla media giornaliera dal 1° al 10 gennaio 2020.

Figura 5



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.
(1) Tasso di interesse atteso implicito nelle quotazioni degli overnight indexed swaps (OIS).

1.2 L'AREA DELL'EURO

Nell'area dell'euro l'attività economica è frenata dalla debolezza del settore manifatturiero, che secondo gli indicatori disponibili sarebbe proseguita nell'ultima parte dell'anno. Nelle proiezioni dell'Eurosistema elaborate in dicembre l'inflazione rimarrebbe ben inferiore al 2 per cento per tutto il prossimo triennio. Il Consiglio direttivo della BCE ha confermato il proprio orientamento accomodante.

La crescita dell'area è stata modesta nel terzo trimestre

Nel terzo trimestre la crescita del PIL dell'area dell'euro è rimasta allo 0,2 per cento sul periodo precedente (tav. 3). L'attività economica è stata sostenuta dalla domanda interna e in particolare dai consumi, che si sono rafforzati grazie al buon andamento dell'occupazione. In un quadro di debolezza del commercio mondiale (cfr. il par. 1.1) l'apporto dell'interscambio con l'estero è stato lievemente negativo. Il prodotto ha continuato a espandersi in Spagna, in Francia e – in misura minore – in Italia; è tornato ad aumentare in Germania, a un tasso molto contenuto pur se di poco superiore alle attese.

La debolezza è restata concentrata nel settore industriale, dove l'attività si è nuovamente contratta nei mesi estivi, con un calo particolarmente marcato in Germania (fig. 6). Il valore aggiunto nel settore dei servizi è invece cresciuto sia nell'area sia nelle tre maggiori economie. Permane il rischio che, se protratta nel tempo, la debolezza del settore industriale si trasmetta all'attività nei servizi in modo più accentuato: la correlazione tra la variazione del valore aggiunto nella manifattura e quella nei servizi, scesa su valori contenuti negli ultimi anni, è risalita leggermente (fig. 7).

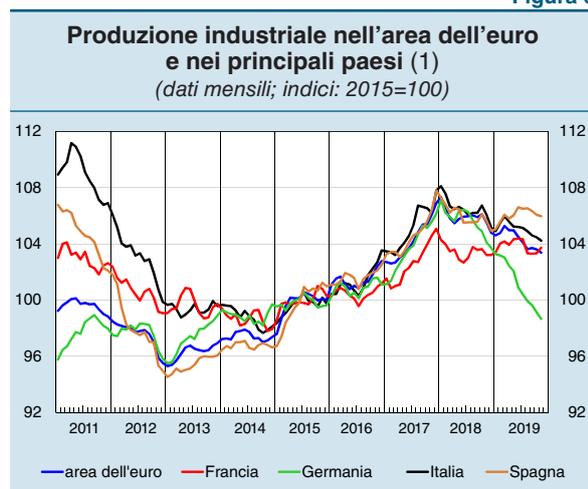
Tavola 3

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

PAESI	Crescita del PIL			Inflazione
	2018	2019 2° trim. (1)	2019 3° trim. (1)	2019 dicembre (2)
Francia	1,7	0,3	0,3	1,6
Germania	1,5	-0,2	0,1	1,5
Italia	0,8	0,1	0,1	(0,5)
Spagna	2,4	0,4	0,4	(0,8)
Area dell'euro	1,9	0,2	0,2	(1,3)

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat.
(1) Dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi; variazioni sul periodo precedente. – (2) Variazione sul periodo corrispondente dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA).

Figura 6



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e Istat.
(1) Dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi; medie mobili di 3 termini.

Figura 7



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.
(1) Coefficiente di correlazione contemporanea su una finestra mobile di 5 anni tra il tasso di crescita congiunturale del valore aggiunto della manifattura e quello dei servizi.

Nel quarto trimestre del 2019 la crescita dovrebbe essere rimasta moderata: in dicembre l'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che stima la dinamica di fondo del prodotto dell'area, si è attestato su livelli molto modesti (fig. 8). Nel bimestre ottobre-novembre si è lievemente attenuato il calo della produzione industriale, anche grazie all'andamento migliore delle attese in Germania. Nella media del trimestre il PMI manifatturiero segnala una contrazione dell'attività del settore per l'area; quello relativo ai servizi si è appena ridotto pur restando sopra la soglia di espansione.

Nelle proiezioni dell'Eurosistema elaborate in dicembre, la crescita del PIL nel 2019 è stimata dell'1,2 per cento; scenderebbe all'1,1 nel 2020 e si porterebbe all'1,4 nei due anni successivi. Rispetto a quanto prefigurato in settembre, la proiezione di crescita è stata rivista al rialzo nel 2019 per un decimo di punto e al ribasso, sempre per un decimo, nel 2020.

L'inflazione rimane su valori contenuti, anche nella componente di fondo

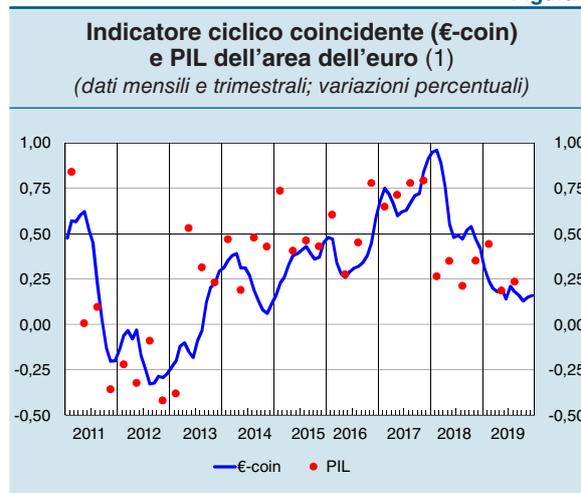
L'inflazione sui dodici mesi si è mantenuta stabile nella media del quarto trimestre: il calo della componente energetica è

stato compensato dal rafforzamento dell'inflazione di fondo, sostenuta dalla dinamica dei prezzi dei servizi (fig. 9). Sulla base dei dati preliminari, in dicembre l'inflazione è aumentata all'1,3 per cento, come quella di fondo (rispettivamente 1,2 e 1,0 per cento nella media dell'anno).

Secondo le proiezioni dell'Eurosistema diffuse in dicembre l'inflazione resterebbe contenuta nell'arco del triennio 2020-22, coerentemente con la crescita moderata dell'attività economica: dall'1,1 per cento nel 2020 risalirebbe all'1,4 nel 2021 e all'1,6 nel 2022.

Le attese di inflazione, dopo essere scese sensibilmente tra la fine del 2018 e l'estate dello scorso anno, sono appena cresciute, ma restano al di sotto dell'obiettivo di medio termine della BCE; quelle a cinque anni sull'orizzonte a cinque anni in avanti si sono portate all'1,3 per cento (fig. 10.a); le aspettative a breve termine desunte dai rendimenti degli *inflation swaps* sono salite di circa 20 punti base rispetto alla metà di ottobre, all'1,0 e all'1,1 per cento sugli orizzonti rispettivamente a due e a cinque anni. In base ai prezzi delle opzioni, la probabilità che l'inflazione rimanga inferiore all'1,5 per cento nella media dei prossimi cinque anni è lievemente diminuita (fig. 10.b).

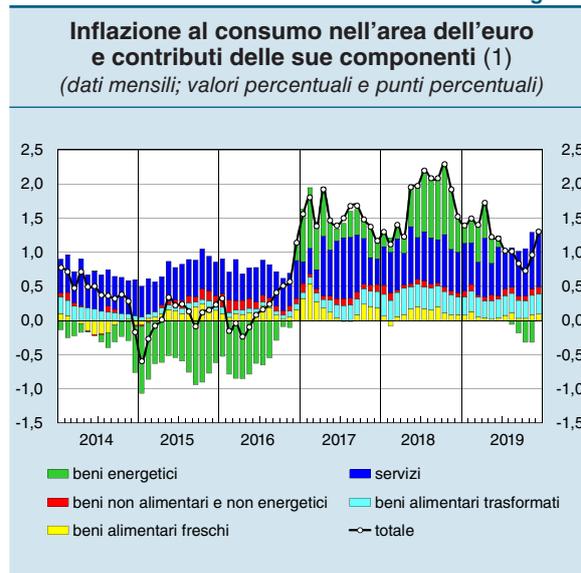
Figura 8



Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.

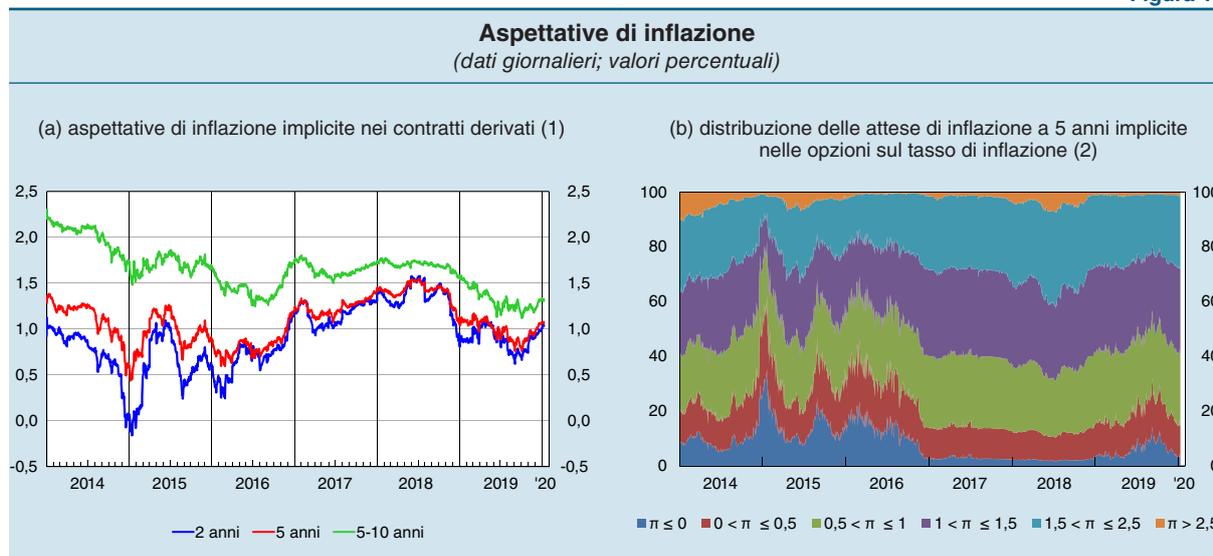
(1) Per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. il riquadro: *€-coin e la congiuntura dell'area dell'euro*, in *Bollettino economico*, 57, 2009. Dettagli sull'indicatore sono disponibili sul sito della Banca d'Italia: *Indicatore €-coin: dicembre 2019*. Per il PIL, dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente. Per €-coin, stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche.

Figura 9



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e BCE.

(1) Variazione percentuale sui 12 mesi dell'IPCA.



Fonte: Bloomberg.

(1) Tassi di inflazione attesi impliciti nei contratti di *inflation swap* con durata a 2 anni, a 5 anni e a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti. – (2) La distribuzione dell'inflazione attesa (π) è calcolata a partire dai prezzi delle opzioni zero coupon sul tasso di inflazione dell'area dell'euro su un orizzonte di 5 anni. Il tasso di inflazione sottostante è calcolato sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo dell'area dell'euro al netto dei tabacchi.

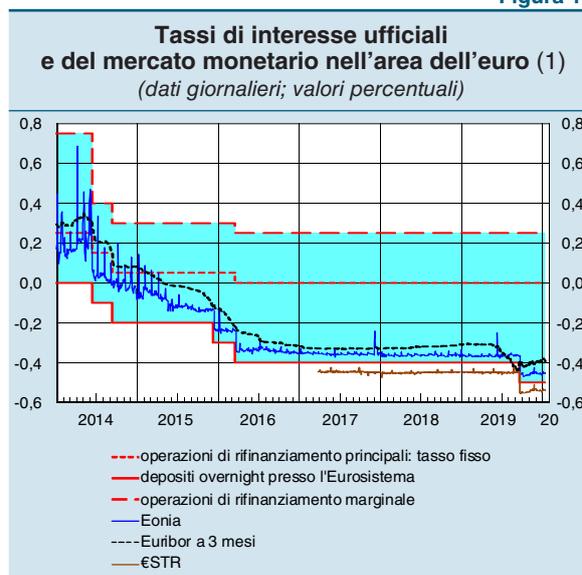
Il Consiglio direttivo della BCE ha confermato l'orientamento molto accomodante

Nella riunione del 12 dicembre il Consiglio direttivo della BCE ha confermato l'orientamento di politica monetaria introdotto in settembre: i

tassi ufficiali rimarranno su valori pari o inferiori a quelli attuali finché le prospettive dell'inflazione non abbiano stabilmente raggiunto un livello prossimo al 2 per cento (fig. 11); gli acquisti netti nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP), pari a 20 miliardi al mese da novembre, proseguiranno finché necessario; il reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza continuerà per un periodo di tempo prolungato dopo l'avvio del rialzo dei tassi ufficiali.

Dal 30 ottobre è entrato in vigore il sistema a due livelli (*two-tier system*) per la remunerazione delle riserve bancarie in eccesso del requisito minimo di riserva obbligatoria degli intermediari. Il sistema prevede remunerazione nulla fino a un livello pari a sei volte l'ammontare di tale requisito, remunerazione negativa per le riserve in eccesso superiori a questo livello. La modifica ha reso conveniente una redistribuzione della liquidità tra banche e sistemi bancari nazionali, determinando un afflusso di fondi verso gli intermediari italiani nel loro complesso. Tale redistribuzione è avvenuta senza tensioni significative, sia sul tasso Euro short-term rate (€STR), rimasto pressoché stabile, sia sui rendimenti dei contratti pronti contro termine

Figura 11



Fonte: BCE e Refinitiv.

(1) A partire dal 2 ottobre 2019, €STR è un nuovo tasso di riferimento overnight per il mercato monetario della zona euro. Nel grafico, per il periodo antecedente al 2 ottobre viene riportato il tasso pre-€STR. Da tale data e fino alla fine del 2021, il tasso Eonia è calcolato come €STR incrementato di 8,5 punti base.

(repo), indicando l'assenza di significative segmentazioni su questo mercato². Il saldo debitorio della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2 si è ridotto (cfr. il par. 2.4).

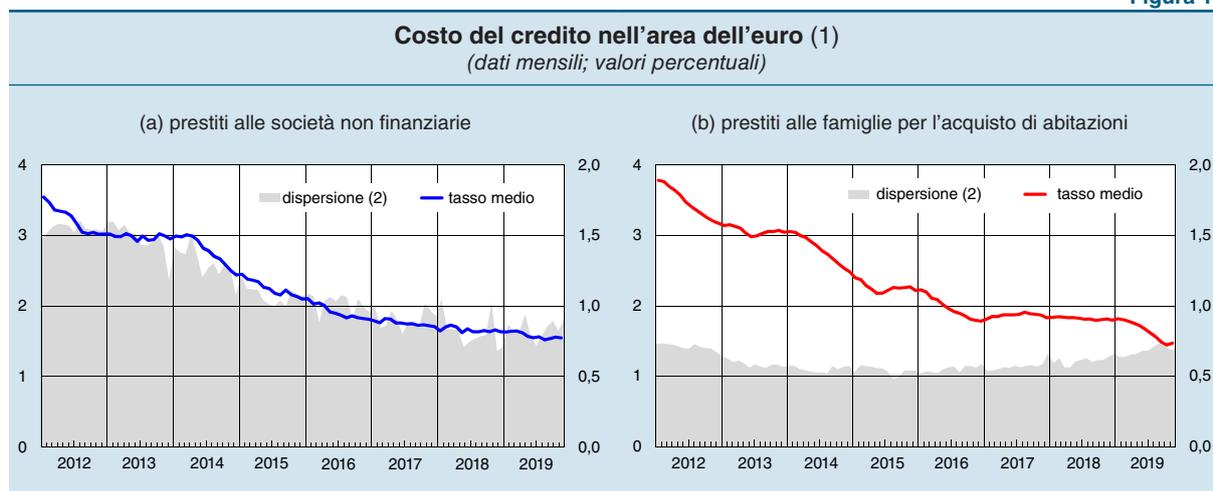
Dall'inizio di novembre sono stati riavviati gli acquisti netti mensili nell'ambito dell'APP: alla fine di dicembre il valore in bilancio dei titoli pubblici acquistati dall'Eurosistema era pari a 2.103 miliardi di euro; quello delle obbligazioni bancarie garantite a 264 miliardi; quelli delle *asset-backed securities* e delle obbligazioni societarie erano di 28 e 185 miliardi, rispettivamente. Il valore dei titoli pubblici italiani in bilancio ammontava a 364 miliardi di euro, di cui 326 acquistati dalla Banca d'Italia. Quello delle attività che giungeranno a scadenza nei prossimi dodici mesi e saranno reinvestite dall'Eurosistema è pari a 258 miliardi, di cui il 78 per cento è costituito da titoli pubblici.

Con la seconda delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3), regolata il 18 dicembre, sono stati assegnati nel complesso 98 miliardi a 122 controparti, di cui 33 miliardi a 37 banche italiane. Lo stesso giorno sono stati rimborsati 147 miliardi presi in prestito con le operazioni della serie precedente (TLTRO2), di cui 51 dagli intermediari italiani. La partecipazione all'asta di dicembre, relativamente limitata, potrebbe essere stata influenzata da effetti legati alla chiusura dell'anno; una più compiuta valutazione del ricorso delle banche ai finanziamenti TLTRO3 potrà essere effettuata dopo le prossime operazioni.

Il credito si espande In novembre i prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie nell'area dell'euro sono cresciuti rispettivamente dell'1,0 e del 3,9 per cento sui tre mesi in ragione d'anno (dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni). La dinamica del credito alle imprese è stata più sostenuta in Francia e in Germania, più debole in Spagna e in Italia (cfr. il par. 2.7).

Tra agosto e novembre il costo dei nuovi prestiti alle società non finanziarie si è mantenuto stabile, all'1,5 per cento, mentre quello dei nuovi mutui alle famiglie è sceso di circa 10 punti base, sempre all'1,5 per cento (fig. 12). La dispersione dei tassi di interesse tra paesi è rimasta contenuta.

Figura 12



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.

² A. Secchi, *A two-tier system for remunerating banks' excess liquidity in the euro area: aims and possible side effects*, Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 534, 2019.

1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

Il rafforzarsi delle attese di un accordo commerciale tra Cina e Stati Uniti e l'orientamento accomodante delle principali banche centrali hanno favorito uno spostamento dell'interesse degli investitori dal segmento obbligazionario a quello azionario e sospinto i corsi azionari; i rendimenti a lungo termine sono leggermente saliti, riflettendo valutazioni meno pessimistiche sulle prospettive di crescita.

I rendimenti a lungo termine sono lievemente risaliti

Dalla metà di ottobre i tassi a lungo termine sono aumentati in tutte le principali economie avanzate (fig. 13), in

seguito a un calo dei timori circa l'esito dei negoziati commerciali fra Stati Uniti e Cina e riguardo alla Brexit (cfr. il par. 1.1); il rendimento dei titoli di Stato decennali tedeschi è cresciuto di 24 punti base, a -0,20 per cento. I differenziali di rendimento con i titoli tedeschi si sono ridotti di 33 punti base in Grecia e di 22 in Irlanda, mentre sono rimasti sostanzialmente invariati in Belgio, Francia, Portogallo e Spagna (fig. 14). In Italia il differenziale si è ampliato di 14 punti base (cfr. il par. 2.8). Il rendimento dei titoli di Stato italiani è pressoché pari a quello dei titoli greci e superiore di circa 90 punti base rispetto a quello spagnolo e portoghese.

Figura 13

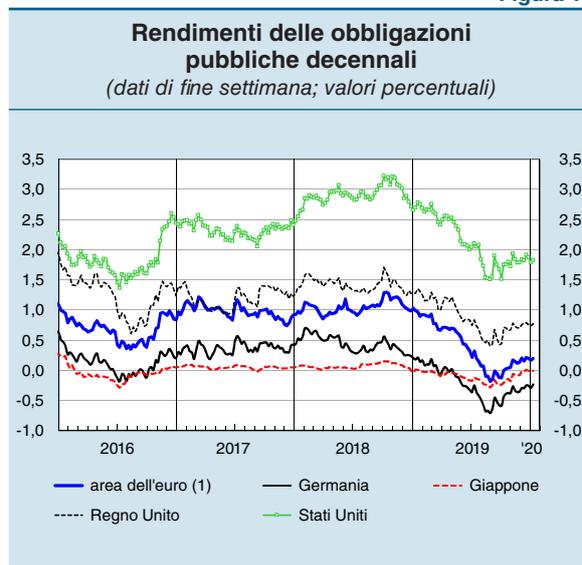


Figura 14

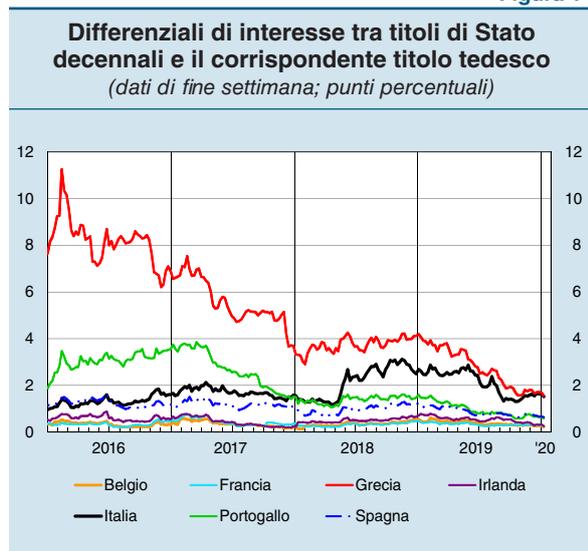


Figura 15

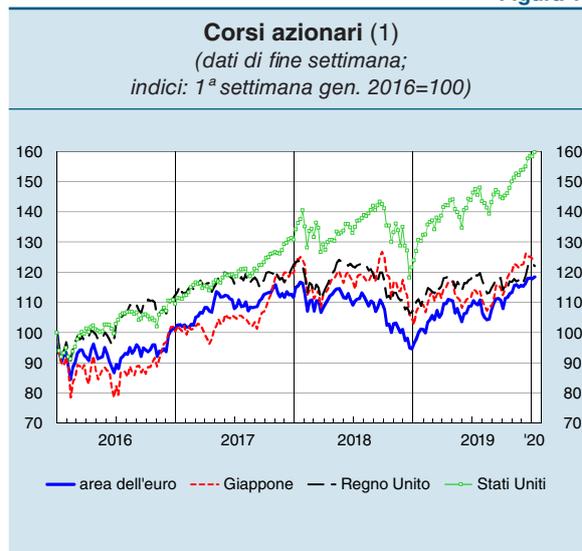
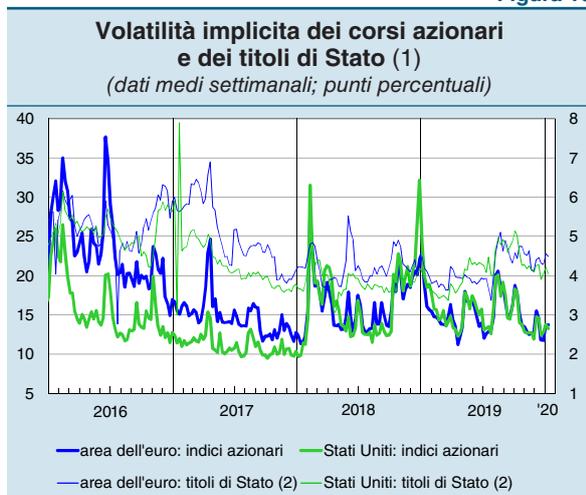


Figura 16



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

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

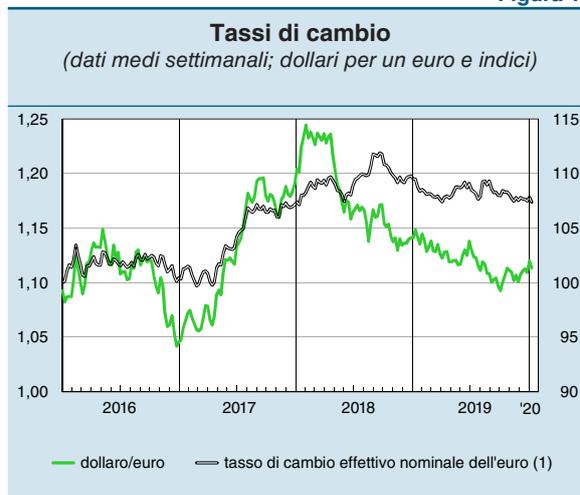
Gli indici di borsa sono aumentati

I corsi azionari nei principali paesi avanzati ed emergenti sono saliti (fig. 15); a partire dal mese di ottobre anch'essi hanno beneficiato di un maggiore ottimismo sui negoziati commerciali tra Stati Uniti e Cina (cfr. il par. 1.1). La volatilità implicita dei mercati azionari è scesa (fig. 16).

L'euro rimane stabile

Dalla metà di ottobre il cambio dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato sia rispetto al dollaro sia in termini effettivi nominali (fig. 17). Sui mercati dei derivati prevalgono le posizioni corte in euro da parte degli operatori non commerciali, suggerendo attese di deprezzamento della moneta unica. Tra i rischi prevale invece quello di un apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro, come indicato dal *risk reversal* a un mese (fig. 18).

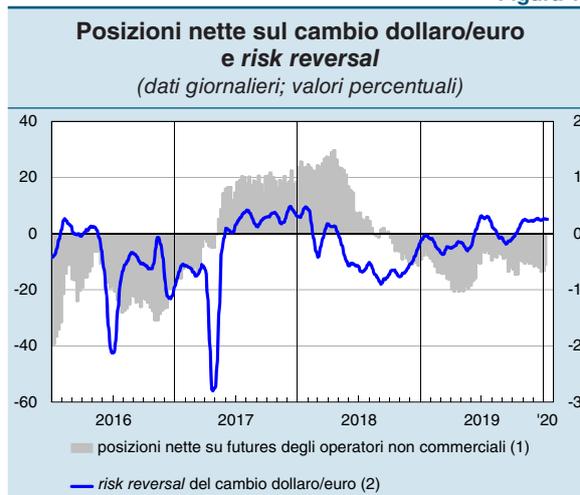
Figura 17



Fonte: BCE, Bloomberg e Refinitiv.

(1) Un incremento del tasso di cambio effettivo nominale indica un apprezzamento dell'euro. Indice: 1^a settimana gen. 2016=100. Scala di destra.

Figura 18



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

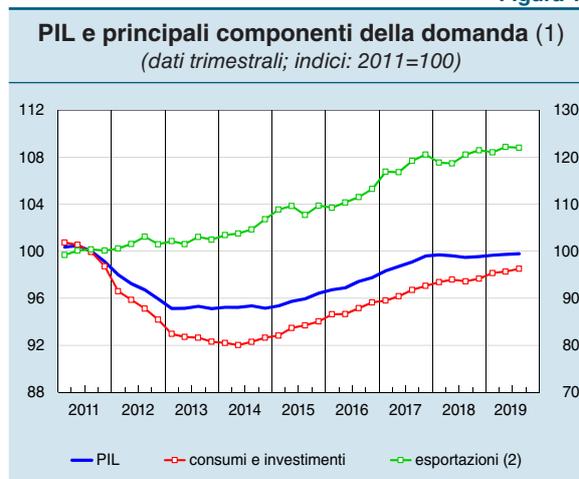
Le ultime informazioni disponibili suggeriscono che il prodotto interno lordo sarebbe rimasto approssimativamente invariato in Italia nell'ultimo trimestre del 2019, soprattutto a causa della debolezza del settore manifatturiero.

Nel terzo trimestre il PIL è stato sostenuto dai consumi

Nel terzo trimestre il prodotto è salito dello 0,1 per cento (fig. 19 e tav. 4), sostenuto dalla domanda

interna e soprattutto dalla spesa delle famiglie; la crescita è stata sospinta anche dalla variazione delle scorte. Gli investimenti sono diminuiti, in particolare quelli in beni strumentali. Il contributo dell'interscambio con l'estero è stato negativo, per effetto di una tenue riduzione delle esportazioni e di un consistente

Figura 19



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Tavola 4

PIL e principali componenti (1)

(variazioni percentuali sul periodo precedente e contributi alla crescita)

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

Fonte: Istat.

(1) Valori concatenati; i dati trimestrali sono destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Include la voce variazione delle scorte e oggetti di valore. – (3) Include anche le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (4) Includono, oltre alla componente degli investimenti in impianti, macchinari e armamenti (di cui fanno parte anche i mezzi di trasporto), le risorse biologiche coltivate e i prodotti di proprietà intellettuale. – (5) Include gli oggetti di valore. – (6) Contributi alla crescita del PIL sul periodo precedente; punti percentuali.

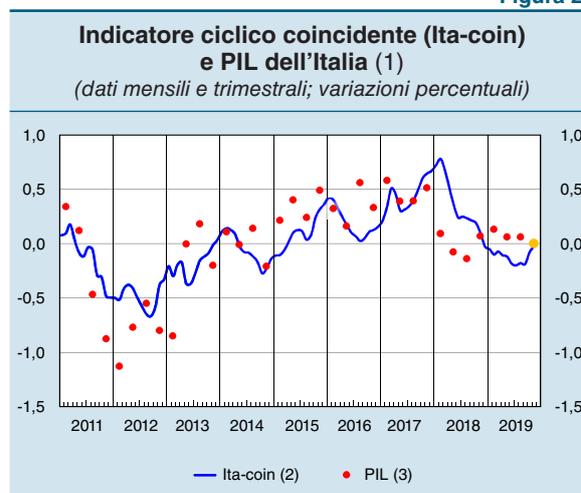
aumento delle importazioni. Il valore aggiunto è sceso nell'industria in senso stretto e nell'agricoltura; è lievemente cresciuto nelle costruzioni e nei servizi.

Il prodotto sarebbe rimasto stazionario in autunno

Sulla base delle informazioni finora disponibili, nel quarto trimestre il PIL sarebbe rimasto pressoché invariato; questa valutazione potrebbe essere soggetta a rischi al ribasso qualora la persistente debolezza del ciclo industriale dovesse essersi trasmessa anche ai servizi (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel quarto trimestre del 2019*). L'indicatore Ita-coin elaborato dalla Banca d'Italia¹ suggerisce una stazionarietà di fondo dell'attività economica (fig. 20).

Sulla base di queste valutazioni si può stimare che la crescita del PIL nel complesso del 2019 sarebbe stata nell'ordine dello 0,2 per cento.

Figura 20



Fonte: Banca d'Italia e Istat.

(1) Dettagli sull'indicatore sono disponibili sul sito della Banca d'Italia: *Indicatore ciclico coincidente (Ita-coin)*. Da novembre 2019 il dataset utilizzato per la stima di Ita-coin è stato ampliato con nuove informazioni relative ai servizi, che hanno comportato la revisione del profilo dell'indicatore. – (2) Stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche. – (3) Dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente. Il punto giallo rappresenta la previsione del tasso di crescita del PIL basata sui modelli *bridge* (cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Modelli macroeconomici*).

L'ATTIVITÀ ECONOMICA NEL QUARTO TRIMESTRE DEL 2019

Sulla base delle informazioni più recenti, elaborate utilizzando i modelli previsivi della Banca d'Italia¹, nel quarto trimestre del 2019 il PIL italiano sarebbe rimasto pressoché invariato (figura A). Questa valutazione potrebbe essere soggetta a rischi al ribasso, qualora la persistente debolezza della manifattura dovesse avere avuto ricadute più significative sugli altri settori dell'economia e in particolare sui servizi rispetto a quanto suggerito dagli indicatori attualmente disponibili.

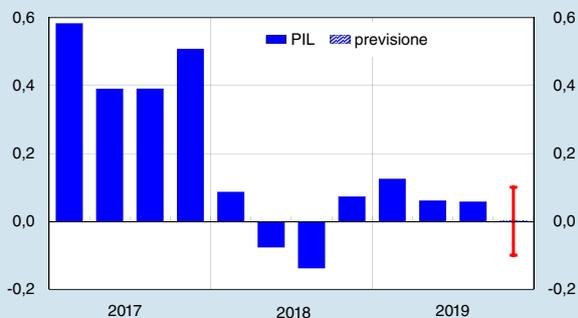
Nostre stime per il mese di dicembre segnalano che la flessione della produzione industriale nel quarto trimestre sarebbe stata simile a quella del terzo; a questa valutazione concorrono la riduzione dei consumi elettrici, cui si è contrapposto l'incremento del trasporto di merci (figura B), e il permanere su livelli contenuti degli indicatori della fiducia delle imprese manifatturiere (figura C); l'indice dei responsabili degli acquisti delle aziende del settore (*purchasing managers' index*, PMI) è rimasto ben al di sotto della soglia di espansione (cfr. fig. 21.b).

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, 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 gennaio.

¹ In occasione della diffusione del dato di novembre 2019, le informazioni utilizzate per la stima di Ita-coin sono state ampliate per includere nuovi indicatori relativi ai servizi (indici PMI, spesa per acquisto di servizi, servizi finanziari). L'indicatore è stato di conseguenza rivisto a partire dal 2010.

Figura A

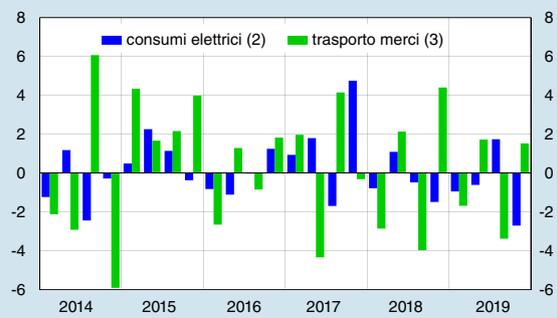
Andamento del PIL (1)
(dati trimestrali; variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) PIL e stime: variazioni percentuali sul periodo precedente. La barra rossa indica un intervallo di 0,1 punti percentuali al di sopra e al di sotto della stima centrale, di ampiezza complessivamente pari a 2 volte l'errore quadratico medio delle previsioni degli ultimi 3 anni.

Figura B

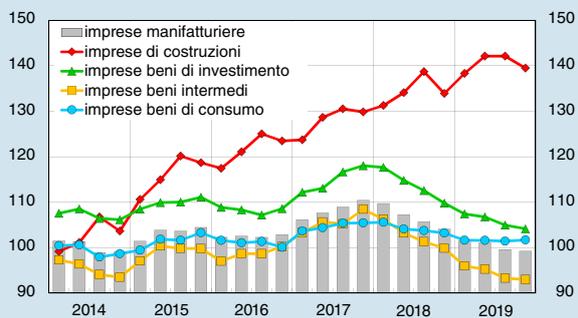
Indicatori congiunturali (1)
(dati trimestrali; variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Autostrade per l'Italia, Ferrovie dello Stato, Istat e Terna.
(1) Variazione media nel trimestre di riferimento rispetto al trimestre precedente; dati destagionalizzati. – (2) Il dato, depurato dall'effetto delle temperature, approssima il consumo di energia elettrica del settore industriale. – (3) 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)
(dati trimestrali; indici: 2010=100)



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

Figura D

PMI e valore aggiunto nei servizi (1)
(dati trimestrali; indici di diffusione e variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Markit.
(1) Indice PMI: livello medio nel trimestre di riferimento. L'indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale delle risposte "stabile". Valore aggiunto nei servizi: variazione percentuale sul periodo precedente, dati destagionalizzati. – (2) Il dato del valore aggiunto nel 4° trimestre del 2019 non è ancora disponibile. – (3) Scala di destra.

Il valore aggiunto nei servizi si sarebbe attestato sui livelli del trimestre precedente. Contribuiscono a questa valutazione gli indici PMI del comparto, appena sopra la soglia di espansione (circa 51 nella media del quarto trimestre; figura D) e il saldo all'incirca nullo tra nascite e cessazioni di imprese.

Le nostre proiezioni indicano che il valore aggiunto nelle costruzioni sarebbe aumentato in misura molto contenuta nel quarto trimestre, come suggerito dalla dinamica della produzione edile in ottobre e dall'indice della fiducia delle imprese operanti nel settore, che rimane su valori elevati anche se è diminuito (figura C).

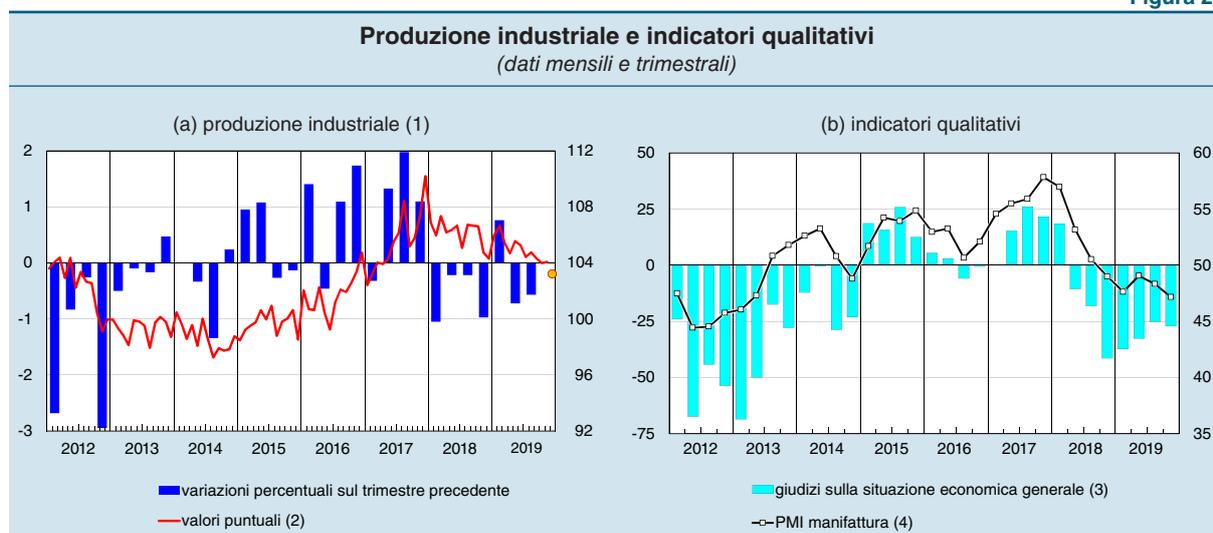
2.2 LE IMPRESE

Sulla base degli indicatori congiunturali disponibili si stima che nel quarto trimestre la produzione industriale sia diminuita. Le valutazioni delle imprese restano caute, pur indicando un miglioramento delle attese sugli ordini nel trimestre in corso. Le aziende partecipanti all'indagine condotta dalla Banca d'Italia segnalano una modesta espansione dei propri piani di investimento per il 2020.

La produzione industriale è scesa

In novembre l'attività industriale è rimasta pressoché stazionaria (fig. 21.a), frenata dalla flessione particolarmente pronunciata nel comparto energetico; al netto di questa componente è cresciuta dello 0,4 per cento. Secondo le nostre stime per dicembre, la riduzione dell'attività manifatturiera nel quarto trimestre sarebbe stata analoga a quella dei mesi estivi.

Figura 21



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

(1) Dati stagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Indice: 2015=100; il punto rappresenta la previsione del dato di dicembre. 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, 15 gennaio 2020). – (4) Indice di diffusione desumibile dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (PMI), relativi all'attività economica nel settore manifatturiero; scala di destra. L'indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale delle risposte "stabile".

Dalle indagini condotte dall'Istat e dalla Banca d'Italia emerge un atteggiamento ancora cauto da parte delle imprese: le attese sull'evoluzione della domanda segnalano un'espansione delle vendite nel trimestre in corso e un miglioramento della domanda estera – in particolare nell'industria in senso stretto – cui però si contrappongono giudizi ancora sfavorevoli sulla situazione economica generale, soprattutto da parte delle società dei servizi e nelle aree del Sud e del Centro (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese italiane nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*). L'indice dei responsabili degli acquisti (*purchasing managers' index*, PMI) delle imprese dei servizi è rimasto stabile sopra la soglia di espansione; quello manifatturiero si è mantenuto al di sotto (fig. 21.b).

Gli investimenti sono diminuiti in estate

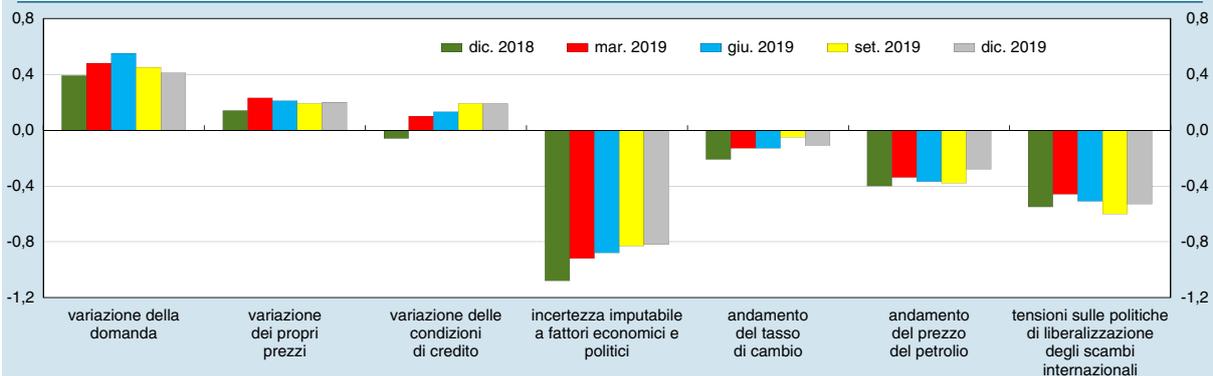
Nel terzo trimestre gli investimenti sono lievemente scesi, a causa della flessione degli acquisti di beni strumentali; gli investimenti in costruzioni sono invece aumentati. Le imprese intervistate nell'ambito dell'indagine della Banca d'Italia programmano un'espansione dei propri investimenti per il 2020, anche se più contenuta di quella dell'anno precedente (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 25 novembre e il 16 dicembre 2019 la Banca d'Italia ha condotto la consueta indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita su un campione di 1.261 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, 15 gennaio 2020).

Figura A

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

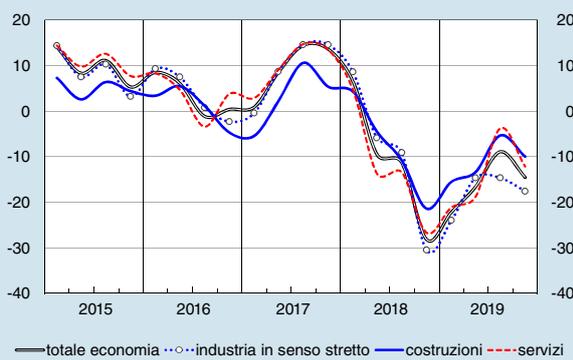


(1) Alle imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi è stato richiesto di esprimere un giudizio su come ciascun fattore influenzerà le proprie condizioni di attività nei prossimi 3 mesi. Le risposte in termini di direzione (ribasso o rialzo) e di intensità (forte/modesto) sono prima codificate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

Nel quarto trimestre il saldo fra il numero di imprese che prevedono un miglioramento della situazione economica generale e quelle che ne prevedono un peggioramento è leggermente diminuito (cfr. fig. 21.b). Il deterioramento è ascrivibile per intero al settore dei servizi; vi hanno principalmente contribuito le valutazioni meno favorevoli da parte delle imprese del Mezzogiorno e, in misura

Figura B

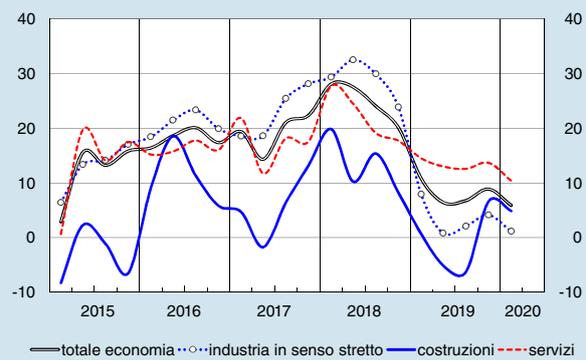
Giudizio sulle condizioni per investire rispetto al trimestre precedente (1) (dati trimestrali; punti percentuali)



(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, 15 gennaio 2020).

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 miglioramento e giudizi di peggioramento 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, 15 gennaio 2020); la prima indicazione delle attese sull'anno di riferimento viene rilevata nel quarto trimestre dell'anno precedente.

inferiore, del Centro Italia. I giudizi delle aziende sulle proprie condizioni operative sono migliorati nell'industria in senso stretto e nel comparto edile, ma sono peggiorati nei servizi.

Secondo la maggior parte delle imprese, nel trimestre la domanda per i propri prodotti è cresciuta in misura moderata, pur partendo da condizioni deboli; vi ha contribuito soprattutto un buon andamento degli ordini dall'estero riportato dalle aziende del settore manifatturiero (nonostante rallentino quelli provenienti dal mercato tedesco).

Le valutazioni lievemente più favorevoli delle condizioni di domanda si sono estese al trimestre in corso, nel quale il numero di giudizi di espansione degli ordini è rimasto superiore a quelli di riduzione (per circa sette punti percentuali, dieci nell'indagine precedente); il saldo è aumentato per le imprese più orientate all'esportazione, in particolare nel settore industriale. Secondo le aziende tuttavia l'incertezza imputabile a fattori economici e politici e le tensioni sulle politiche commerciali restano i principali fattori che ostacolano la propria attività (figura A).

Le indicazioni delle imprese continuano a segnalare piani di aumento dell'accumulazione: il saldo tra il numero di imprese che prevedono una crescita della spesa nominale per investimenti e quelle che ne prospettano una diminuzione resta positivo, pur se lontano dai massimi dell'ultimo quinquennio (figura C). La maggior parte delle valutazioni indicano però condizioni per investire leggermente meno favorevoli rispetto al trimestre precedente (figura B).

Il mercato immobiliare stenta a rafforzarsi

Nel terzo trimestre le compravendite di abitazioni sono tornate a crescere; i prezzi rimangono pressoché stabili (fig. 22); secondo il *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*, realizzato in novembre dalla Banca d'Italia, emergono segnali di rallentamento ed è aumentata la percentuale di operatori che riportano un calo delle quotazioni.

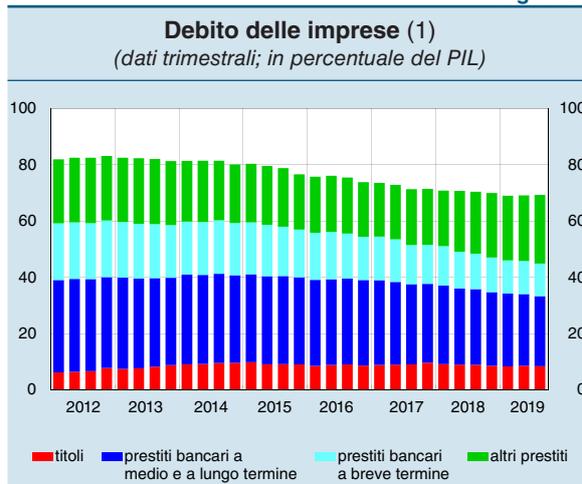
Nel quarto trimestre l'attività nel comparto delle costruzioni sarebbe cresciuta in misura molto modesta, in linea con la dinamica della produzione edile in ottobre e con gli indici di fiducia, che sono diminuiti ma rimangono su valori elevati (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel quarto trimestre del 2019*).

Figura 22



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) Scala di destra. - (3) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo.

Figura 23



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 è stabile

Sulla base dei dati diffusi dall'Istat, nella media dei quattro trimestri terminanti a settembre del 2019 la quota dei profitti delle imprese (definita dal rapporto tra risultato lordo di gestione e valore aggiunto) è lievemente diminuita rispetto a giugno, in concomitanza con un aumento del costo del lavoro.

Anche la capacità di autofinanziamento (rapporto tra risparmio lordo e valore aggiunto) si è di poco ridotta. Il debito complessivo delle imprese in percentuale del PIL è rimasto stabile, appena sopra al 69 per cento (fig. 23), un valore molto inferiore a quello medio dell'area dell'euro (pari al 108,5 per cento).

2.3 LE FAMIGLIE

L'incremento del reddito disponibile registrato nel corso del 2019 ha sostenuto la spesa delle famiglie nei mesi estivi; la propensione al risparmio si è mantenuta pressoché invariata. Il calo degli indici di fiducia in autunno potrebbe tuttavia preludere a un rallentamento dei consumi nel quarto trimestre.

I consumi hanno accelerato nei mesi estivi...

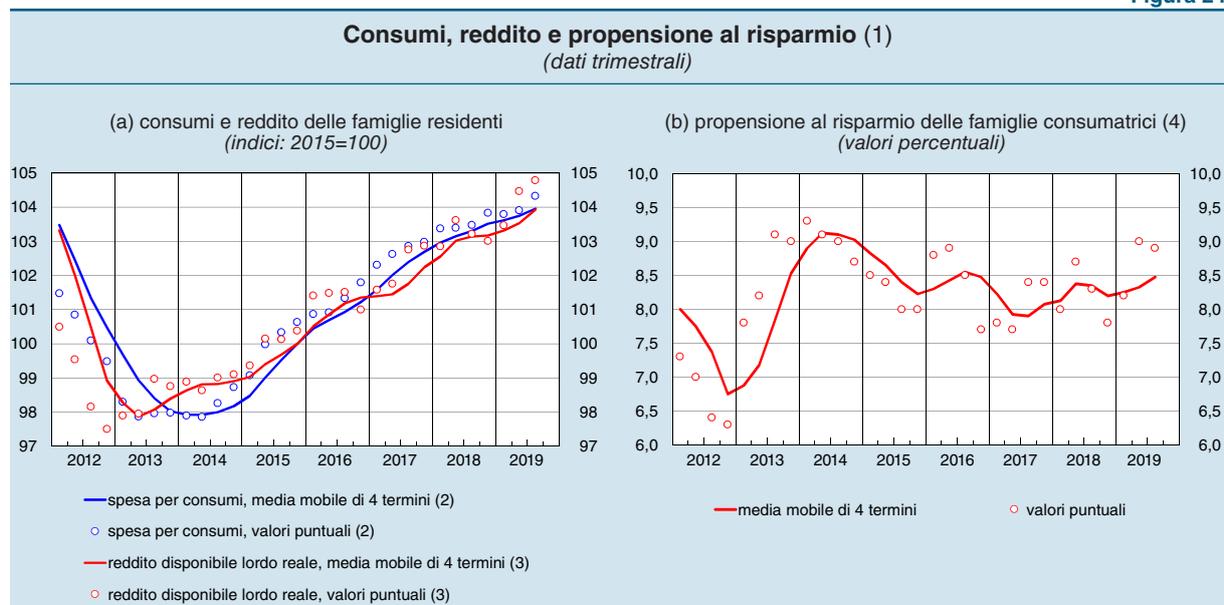
Nel terzo trimestre la spesa delle famiglie residenti ha accelerato allo 0,4 per cento. Sono aumentate tutte le componenti, in particolare gli acquisti di beni durevoli e semidurevoli. I consumi hanno beneficiato dell'andamento favorevole del reddito disponibile, dallo scorso aprile sostenuto moderatamente anche dal

reddito di cittadinanza. Il potere d'acquisto delle famiglie è cresciuto dello 0,3 per cento (fig. 24.a), in misura inferiore rispetto ai mesi primaverili a causa della dinamica meno accentuata dei redditi da lavoro (cfr. il par. 2.5). La propensione al risparmio è rimasta intorno al 9 per cento (fig. 24.b).

...e sarebbero lievemente cresciuti anche nel quarto trimestre

Secondo nostre stime basate sulle informazioni congiunturali più recenti, l'espansione dei consumi sarebbe proseguita anche nel quarto trimestre, seppure in misura più modesta. Concorrono a questa valutazione i sondaggi condotti presso le famiglie da cui si evince un calo dei relativi indici di fiducia, in concomitanza con

Figura 24



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

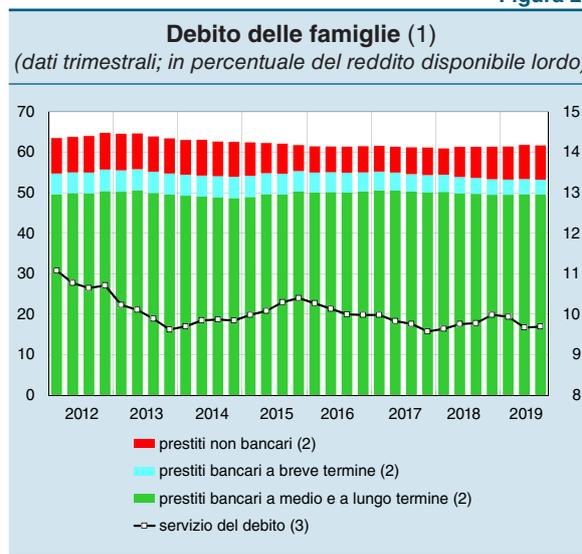
(1) Dati destagionalizzati. – (2) Valori concatenati. – (3) Al netto della dinamica del deflatore della spesa per consumi finali delle famiglie residenti. – (4) Rapporto percentuale tra il risparmio e il reddito disponibile lordo delle famiglie consumatrici.

Figura 25



Fonte: elaborazioni su dati Istat.
 (1) Dati destagionalizzati. 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 in punti percentuali 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 26



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 netto peggioramento dei giudizi e delle attese sulla situazione economica generale, nonché delle prospettive sull'occupazione (fig. 25); l'incertezza sull'evoluzione della situazione economica personale è tornata a salire. Le immatricolazioni sono invece aumentate, indicando una possibile espansione della componente dei beni durevoli che tuttavia pesa meno del 10 per cento sul totale della spesa.

L'incidenza del servizio del debito sul reddito disponibile è stabile

Nel terzo trimestre del 2019 il debito delle famiglie italiane in rapporto al reddito disponibile è appena diminuito nel confronto con il trimestre precedente (al 61,7 per cento; fig. 26), un livello ben al di sotto di quello medio dell'area dell'euro (pari a 94,9 per cento). In rapporto al PIL il debito è rimasto al 41,3 per cento (contro il 57,9 nell'area dell'euro). L'incidenza sul

reddito disponibile degli oneri sostenuti per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale) è stata pari al 9,7 per cento, quasi invariata rispetto al trimestre precedente.

Nei mesi autunnali il costo medio dei nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è nettamente sceso (all'1,4 per cento in novembre; cfr. il par. 2.7).

2.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nel terzo trimestre del 2019 le esportazioni italiane hanno risentito della crescita debole del commercio mondiale. Resta ampio tuttavia il surplus di conto corrente; la posizione estera netta dell'Italia rimane prossima all'equilibrio. Negli ultimi mesi gli acquisti di titoli pubblici italiani da parte di investitori esteri sono stati ingenti; ne ha beneficiato il saldo debitorio della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2, che si è ulteriormente ridotto anche a seguito dell'avvio del nuovo sistema di remunerazione delle riserve bancarie detenute presso l'Eurosistema.

Le esportazioni si sono indebolite nel terzo trimestre...

Nel terzo trimestre le esportazioni di beni e servizi in volume sono scese dello 0,1 per cento (tav. 5), a fronte della persistente debolezza del commercio internazionale. Sono diminuite soprattutto le vendite di servizi; quelle di beni, stazionarie nei mercati dell'Unione europea (UE), sono aumentate in misura modesta in quelli extra UE, beneficiando del lieve miglioramento della competitività di prezzo (cfr. il par. 2.6). I mezzi di trasporto, i prodotti in metallo e gli alimentari hanno fornito il principale contributo alla crescita delle esportazioni di merci, penalizzata invece dal calo nei settori della meccanica e – dopo il forte incremento nei trimestri precedenti – della farmaceutica.

Le importazioni sono aumentate dell'1,3 per cento in volume, trainate dalla componente dei servizi e dagli acquisti di beni dai paesi extra UE.

...ma avrebbero recuperato nel quarto

Secondo i dati più recenti sono cresciute, rispetto alla media del terzo trimestre, sia le esportazioni di beni verso gli altri paesi della UE (a ottobre) sia quelle extra UE² (nel bimestre ottobre-novembre). Le imprese intervistate alla fine dello scorso anno dalla Banca d'Italia segnalano che le aspettative sulla domanda estera sono migliorate (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese italiane nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*). Sono invece peggiorati, nel quarto trimestre, sia i giudizi sugli ordini esteri delle imprese manifatturiere rilevati dall'Istat sia, in misura più accentuata, gli indici PMI degli ordini dall'estero (fig. 27); negli ultimi due anni, e in particolare dalla metà del 2018, al significativo deterioramento di tali indici qualitativi non è tuttavia corrisposto un analogo indebolimento della dinamica delle esportazioni italiane, che sono rimaste nel complesso robuste³.

² Sono tuttavia diminuite se valutate al netto di una singola vendita, di importo particolarmente elevato, da parte del settore della cantieristica navale.

³ C. Giordano, *Goods exports and soft export indicators: is a disconnect under way?*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Tavola 5

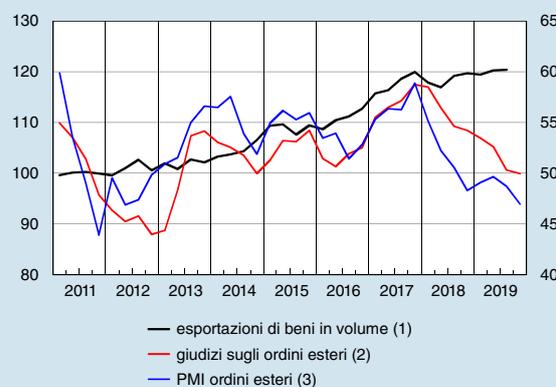
Esportazioni e importazioni dell'Italia (1)
(variazioni percentuali sul trimestre precedente)

VOCI	2019	
	2° trim.	3° trim.
Esportazioni	0,9	-0,1
Beni	0,7	0,1
intra UE	1,5	0,0
extra UE	-0,3	0,2
Servizi	2,1	-1,0
Importazioni	1,1	1,3
Beni	1,3	1,1
intra UE	2,5	0,2
extra UE	-0,5	2,5
Servizi	0,3	2,2

Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) Valori concatenati; dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi.

Figura 27

Valutazioni sugli ordini esteri da parte delle imprese manifatturiere
(dati trimestrali)



Fonte: Istat, Markit e Refinitiv.
(1) Dati di contabilità nazionale. Valori concatenati, destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. Indici: 2011=100. – (2) Media trimestrale basata sull'inchiesta congiunturale mensile dell'Istat presso le imprese; saldo percentuale delle risposte "in aumento" e "in diminuzione", al quale viene sottratta la media e viene sommato il valore 100. Dati destagionalizzati. – (3) Indice di diffusione, medie trimestrali. L'indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale delle risposte "stabile". Scala di destra.

Tavola 6

Bilancia dei pagamenti dell'Italia (1) (saldi in miliardi di euro)				
VOCI	2017	2018	gen.-nov. 2018	gen.-nov. 2019
Conto corrente	46,5	46,0	42,4	48,7
per memoria: in % del PIL	2,7	2,6		
Merci	56,7	47,2	43,9	55,2
prodotti non energetici (2)	88,1	86,5	79,5	88,3
prodotti energetici (2)	-31,5	-39,3	-35,6	-33,1
Servizi	-4,6	-2,6	-1,7	-0,7
Redditi primari	9,2	18,8	15,5	11,7
Redditi secondari	-14,8	-17,4	-15,2	-17,5
Conto capitale	0,7	-0,6	-0,5	-0,9
Conto finanziario	47,6	30,5	31,1	53,2
Investimenti diretti	0,4	-0,2	6,2	-1,3
Investimenti di portafoglio	84,1	120,1	109,4	-62,9
Derivati	-7,2	-2,7	-4,2	1,8
Altri investimenti (3)	-32,3	-89,3	-82,6	113,2
Variazione riserve ufficiali	2,7	2,6	2,2	2,5
Errori e omissioni	0,5	-14,8	-10,8	5,4

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

Il surplus corrente resta ampio

L'avanzo di conto corrente si è ampliato nei primi undici mesi del 2019 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (tav. 6) grazie soprattutto all'aumento del surplus dei beni; le esportazioni sono infatti cresciute più delle importazioni, nonostante l'andamento debole nel terzo trimestre. Il saldo di conto corrente si mantiene stabile intorno al 2,7 per cento del prodotto (fig. 28).

La domanda estera di titoli pubblici italiani è stata elevata...

Nei mesi autunnali è proseguito l'interesse degli investitori esteri per i titoli di debito italiani; tra gennaio e novembre gli acquisti netti dall'estero sono stati complessivamente pari a 108 miliardi, di cui 90 in titoli pubblici, un importo superiore alle emissioni nette del Tesoro nello stesso periodo. Gli investimenti netti dei residenti in titoli esteri di portafoglio sono stati pari a 55 miliardi.

Nel bimestre ottobre-novembre la raccolta netta all'estero da parte delle banche italiane, specialmente nel mercato dei pronti contro termine (repo), è aumentata di 23 miliardi, soprattutto in relazione alle operazioni di arbitraggio rese possibili dall'avvio del nuovo sistema di remunerazione delle riserve bancarie dell'Eurosistema (*two-tier system*; cfr. il par. 1.2).

Figura 28

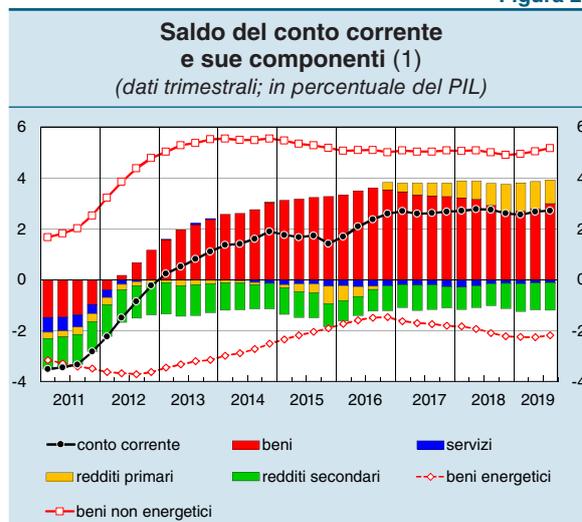
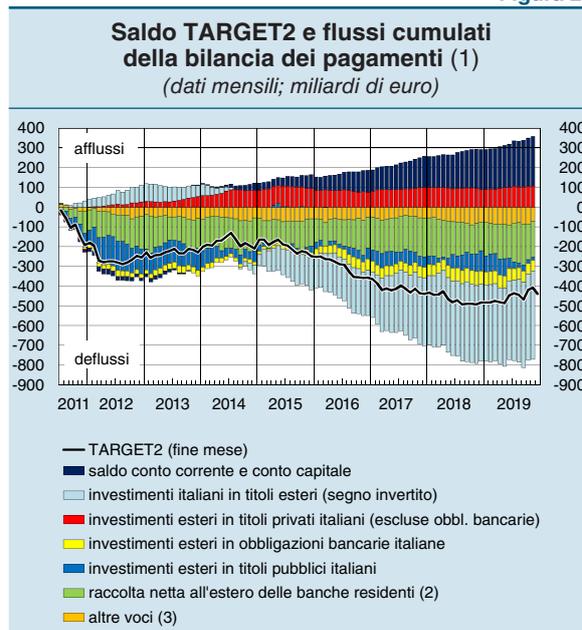


Figura 29



...contribuendo a ridurre il saldo debitorio su TARGET2

Sempre nel bimestre ottobre-novembre il saldo debitorio della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2 è migliorato di quasi 62 miliardi, beneficiando degli investimenti esteri in titoli di portafoglio italiani, del surplus di conto corrente e della raccolta netta all'estero delle banche residenti (cfr. anche il par. 1.2). A fine anno il saldo era negativo per 439 miliardi, più contenuto di 29 miliardi rispetto alla fine di settembre (fig. 29 e tav. 7); si è ulteriormente ridimensionato nella prima metà di gennaio.

La posizione debitoria netta sull'estero è molto contenuta

Alla fine di settembre la posizione debitoria netta sull'estero dell'Italia era di 55,3 miliardi, pari al 3,1 per cento del PIL, da 2,2 alla fine di giugno: gli aggiustamenti di valutazione molto consistenti dal lato delle passività, legati soprattutto alla risalita dei prezzi di mercato dei titoli pubblici italiani, hanno più che compensato il surplus di conto corrente.

Tavola 7

Variazioni del saldo TARGET2 e relazione con i flussi 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) (A) + (B) + (C) + (D) + (E) + (F) - (G)	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 banche residenti		Saldo di conto corrente e conto capitale (E)	Altre voci (2) (F)	Investimenti di portafoglio italiani in titoli esteri (G)
						(D)	di cui: intermediata da controparti centrali residenti			
2018	-482	-43	-51	-11	-12	53	43	45	-21	46
2018 - 1° trim.	-442	-3	31	-1	-2	-1	2	5	-5	30
2° trim.	-481	-38	-48	-8	-11	31	33	11	-12	2
3° trim.	-489	-8	-11	6	-2	16	-4	16	-5	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
2° trim.	-448	27	34	9	0	-20	-3	13	-2	7
3° trim.	-468	-20	22	3	7	-40	-27	17	4	33
4° trim.	-439	29	....	....	....	....	....	....	....	....
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	5	1	-29	-19	3	1	-6
mag.	-486	-5	-6	3	0	2	1	4	0	8
giu.	-448	39	35	1	0	7	14	6	-4	5
lug.	-436	12	19	6	5	-29	-25	9	9	8
ago.	-444	-8	11	-5	0	-8	-2	5	1	12
set.	-468	-24	-8	1	2	-3	0	3	-7	13
ott.	-420	48	12	2	2	28	14	9	0	4
nov.	-406	13	4	3	0	-5	-3	5	15	9
dic.	-439	-33	....	....	....	....	....	....	....	....

(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. Per il bimestre ottobre-novembre 2019, dati provvisori. - (2) Investimenti diretti, derivati, voci residuali degli altri investimenti, riserve ufficiali, errori e omissioni.

2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

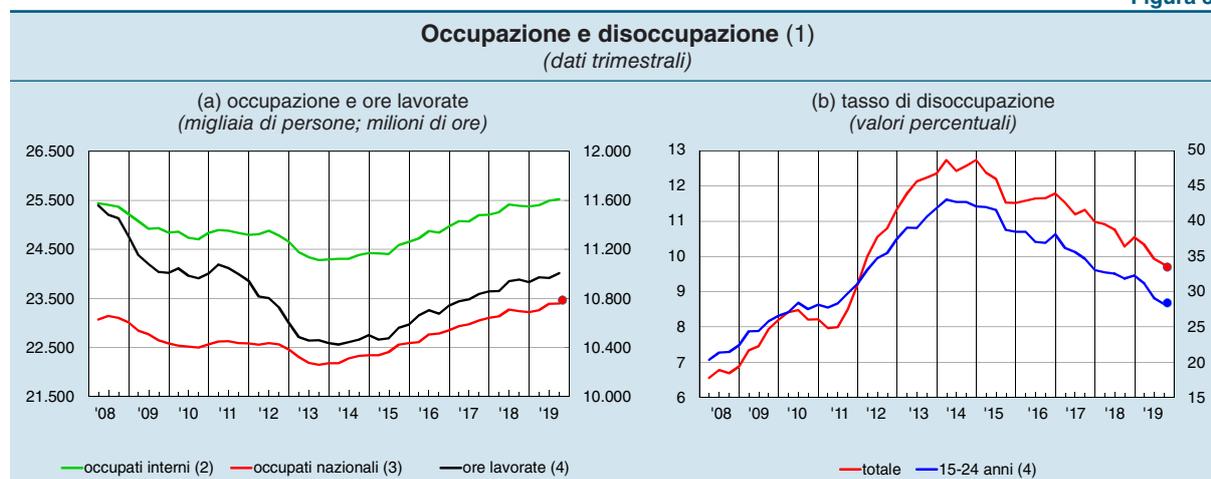
Nel terzo trimestre del 2019 l'occupazione è aumentata. Il tasso di disoccupazione si è ridotto, il costo del lavoro ha rallentato.

L'occupazione continua a crescere, ma rallenta

Nel terzo trimestre il numero di occupati è salito (fig. 30.a): a fronte di una diminuzione nell'industria in senso stretto, è cresciuto nei servizi privati, sebbene a ritmi più lenti rispetto alla prima metà dell'anno (tav. 8). Sono aumentate anche le ore lavorate per addetto, soprattutto nelle costruzioni.

L'occupazione ha rallentato sia tra i lavoratori autonomi sia tra i dipendenti. Secondo i dati amministrativi di fonte INPS sui rapporti di lavoro alle dipendenze nel settore privato, la crescita rispetto al 2018 delle posizioni a tempo indeterminato, pur restando positiva, è diminuita, riflettendo soprattutto le trasformazioni di contratti temporanei già in essere. Anche la creazione di posizioni a termine si è

Figura 30



Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali* (CET) per l'occupazione e le ore lavorate; *Rilevazione sulle forze di lavoro* (RFL) per l'occupazione e il tasso di disoccupazione.

(1) Dati destagionalizzati. Il punto indica il valore medio del bimestre ottobre-novembre. – (2) Include tutte le persone che esercitano un'attività di produzione sul territorio economico del paese (fonte: CET). – (3) Include tutte le persone residenti occupate, esclusi i dimoranti in convivenze e i militari (fonte: RFL). – (4) Scala di destra.

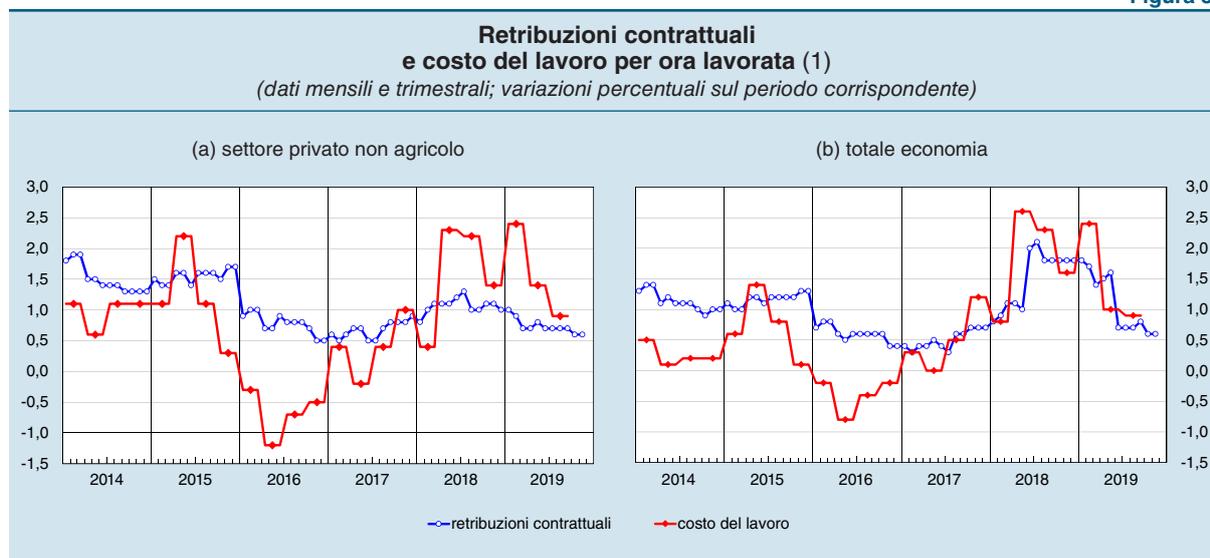
Tavola 8

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

VOCI	Consistenze 3° trim. 2019	Variazioni			
		4° trim. 2018	1° trim. 2019	2° trim. 2019	3° trim. 2019
Occupati	25.522	0,0	0,1	0,3	0,1
di cui: industria in senso stretto	4.296	-0,2	0,6	0,0	-0,3
servizi privati (1)	11.317	0,1	0,4	0,7	0,1
costruzioni	1.468	0,6	-3,6	-1,4	-0,1
Dipendenti	19.466	0,0	0,2	0,4	0,1
Autonomi	6.056	-0,3	-0,1	0,2	0,1
Ore lavorate	11.006	-0,2	0,4	-0,1	0,4
di cui: industria in senso stretto	1.899	-0,7	1,5	-0,4	0,0
servizi privati (1)	5.108	0,1	0,3	0,6	0,3
costruzioni	679	0,2	-3,1	-2,4	1,4
Dipendenti	7.766	0,2	0,4	0,2	0,4
Autonomi	3.240	-1,1	0,3	-0,7	0,3

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).



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

(1) Per le retribuzioni contrattuali, dati mensili grezzi. Per il costo del lavoro, dati trimestrali destagionalizzati.

indebolita. I dati preliminari della *Rilevazione sulle forze di lavoro* segnalano un'accelerazione del numero di occupati negli ultimi mesi dell'anno.

Il tasso di disoccupazione si è ridotto

Nel trimestre estivo il tasso di occupazione è salito (al 59,2 per cento), quello di disoccupazione è sceso (al 9,8; fig. 30.b), a fronte di una partecipazione al mercato del lavoro rimasta stabile (al 65,7 per cento). Secondo i dati preliminari, il miglioramento del mercato del lavoro nel bimestre ottobre-novembre ha comportato un'ulteriore flessione del tasso di disoccupazione al 9,7 per cento.

Si attenua la crescita delle retribuzioni

Nello stesso periodo si è ridotto il ritmo di crescita delle retribuzioni contrattuali nel totale dell'economia (allo 0,7 per cento rispetto a un anno prima; fig. 31.b). All'andamento ancora moderato nel settore privato non agricolo (0,7 per cento; fig. 31.a) si è accompagnata una marcata decelerazione nel pubblico impiego, in cui la totalità dei dipendenti è in attesa di rinnovo contrattuale dall'inizio del 2019. La crescita delle retribuzioni complessive si è lievemente indebolita nel bimestre ottobre-novembre, allo 0,6 per cento sul periodo corrispondente del 2018 e si stabilizzerebbe su tali valori nei mesi successivi, anche in attesa del rinnovo di alcuni rilevanti contratti del settore privato scaduti alla fine del 2019.

Nel terzo trimestre il costo del lavoro ha decelerato (allo 0,9 per cento rispetto a un anno prima), anche a seguito del graduale esaurirsi degli effetti legati alla scadenza – a fine 2018 – degli sgravi contributivi concessi nel biennio 2015-16.

2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

L'inflazione è rimasta molto contenuta, soprattutto per effetto dei prezzi dei beni energetici; la componente di fondo si è invece leggermente rafforzata nei mesi autunnali. Nei sondaggi più recenti le aspettative di inflazione delle imprese hanno registrato un leggero ribasso.

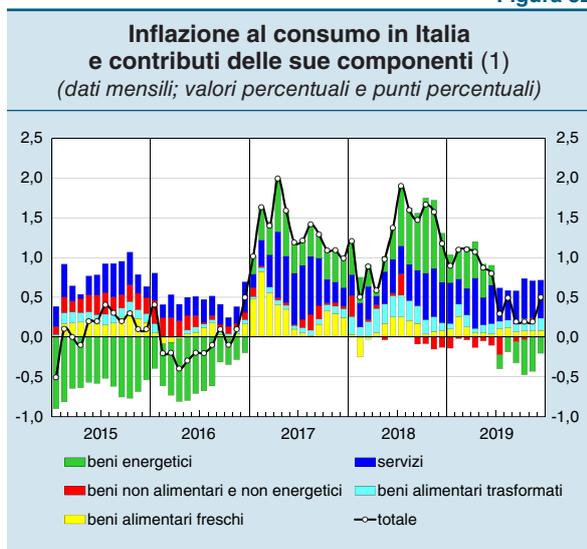
Indicatori di inflazione in Italia
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	IPCA (1)			IPC (2)		Al netto di energetici e alimentari	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)	Indice generale			
2013	1,2	1,2	1,1	1,2	–	1,1	-1,2	1,1
2014	0,2	0,7	-0,1	0,2	–	0,7	-1,8	0,9
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	1,1
2017	1,3	0,8	1,3	1,2	–	0,7	2,6	0,7
2018	1,2	0,6	1,2	1,2	–	0,5	3,9	0,9
2019	(0,6)	(0,5)	....	(0,6)	–	(0,5)	....	....
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	3,6	–
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	1,9	–
giu.	0,8	0,4	0,7	0,7	0,1	0,5	1,1	–
lug.	0,3	0,4	0,2	0,4	0,0	0,5	-1,0	–
ago.	0,5	0,6	0,4	0,4	0,1	0,5	-2,1	–
set.	0,2	0,5	0,2	0,3	-0,2	0,5	-2,4	–
ott.	0,2	0,7	0,1	0,2	0,2	0,6	-4,1	–
nov.	0,2	0,7	0,1	0,2	0,0	0,7	-3,6	–
dic.	(0,5)	(0,6)	....	(0,5)	....	(0,6)	....	–

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

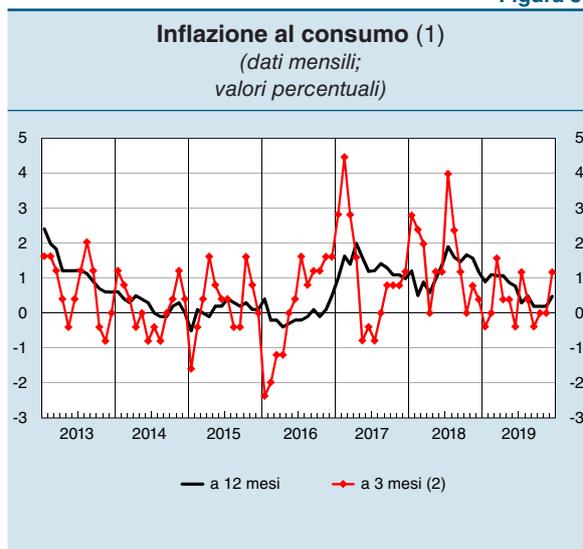
(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (2) Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale; differisce dall'indice armonizzato essenzialmente per una diversa modalità di rilevazione dei prezzi dei prodotti medicinali e delle vendite promozionali. – (3) Indice dei prezzi alla 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) Indice generale al netto della componente stagionale.

Figura 32



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.
 (1) Variazione percentuale sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA).

Figura 33



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.
 (1) Variazione percentuale dell'IPCA, sui periodi indicati in legenda. –
 (2) In ragione d'anno e depurata dai fattori stagionali.

L'inflazione è salita in dicembre, ma resta debole

In dicembre l'inflazione al consumo è salita (allo 0,5 per cento sui dodici mesi), a seguito dell'accelerazione dei prezzi dei beni alimentari e soprattutto dell'attenuarsi del contributo negativo di quelli energetici (fig. 32); la dinamica dei prezzi dei servizi rimane sostenuta. L'inflazione sui tre mesi, depurata dai fattori stagionali e in ragione d'anno, è stata dell'1,2 per cento (fig. 33). L'inflazione di fondo in dicembre si è portata allo 0,6 per cento (tav. 9): i prezzi dei servizi sono aumentati dell'1,1 per cento mentre quelli dei beni industriali non energetici non sono variati.

Figura 34



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 rappresenta il dato definitivo dell'inflazione disponibile al momento della realizzazione dell'indagine, fornito agli intervistati nel questionario come riferimento per la formulazione delle loro aspettative; il secondo punto la media delle previsioni (della variazione dei prezzi a 12 mesi) per i successivi 6 mesi; il terzo punto la media delle previsioni per i successivi 12 mesi; il quarto punto la media delle previsioni per i successivi 24 mesi.

Le pressioni all'origine sono contenute...

Nel terzo trimestre il costo del lavoro per unità di prodotto ha rallentato lievemente, all'1,1 per cento; la decelerazione è stata più forte nella manifattura. In novembre si è di poco attenuata la flessione dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno (-3,6 per cento sui dodici mesi), che continuano a risentire del forte calo della componente energetica; al netto di quest'ultima l'inflazione alla produzione è positiva ma modesta (0,3 per cento).

...così come le attese di inflazione di imprese e famiglie

Le imprese intervistate nell'indagine trimestrale condotta in dicembre dalla Banca d'Italia hanno rivisto appena al ribasso le proprie aspettative di inflazione su tutti gli orizzonti temporali, prefigurando un aumento dei prezzi dello 0,6 per cento nei successivi 12 mesi, dello 0,7 nei successivi 24 (fig. 34). Le attese di inflazione delle famiglie rilevate dall'Istat si sono indebolite in dicembre dopo essersi temporaneamente rafforzate nei due mesi precedenti.

Secondo nostre stime, in autunno la competitività di prezzo – valutata sulla base dei prezzi alla produzione dei beni manufatti e tenendo conto della struttura degli scambi commerciali dell'Italia – sarebbe migliorata in misura analoga agli altri principali paesi dell'area dell'euro, grazie al deprezzamento del cambio nominale della valuta comune (fig. 35).

2.7 LE BANCHE

Le condizioni di finanziamento restano distese: le banche segnalano un allentamento dei criteri di concessione dei prestiti e il costo del credito alle famiglie è significativamente sceso. Il credito alle imprese si è leggermente contratto, in linea con la debolezza della domanda. Il flusso di nuovi crediti deteriorati rimane contenuto, nonostante la fase ciclica sfavorevole.

Il credito alle imprese si è ridotto, cresce quello alle famiglie

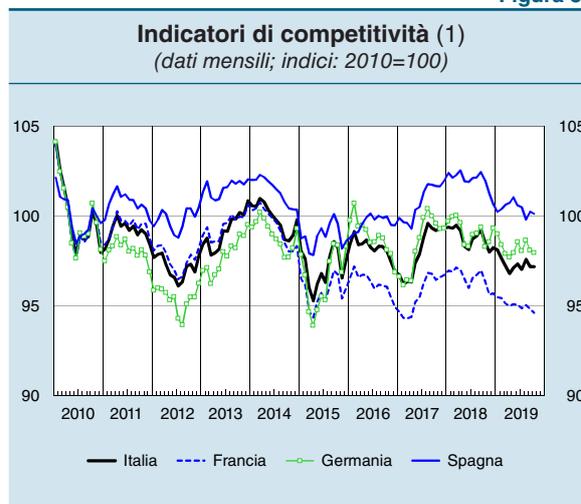
In novembre il credito al settore privato non finanziario è diminuito dello 0,3 per cento su base trimestrale (al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno; fig. 36.a e tav. 10). La flessione dei finanziamenti alle società non finanziarie si è accentuata, riflettendo gli effetti delle deboli condizioni cicliche sulla domanda di prestiti; l'aumento del credito alle famiglie è ancora solido, sia per i mutui sia per il credito al consumo.

Rispetto a dodici mesi prima i prestiti alle imprese sono scesi, soprattutto per le aziende di piccola dimensione. Il credito si è contratto in tutti i settori (fig. 36.b), con maggiore intensità nelle costruzioni.

La raccolta si è ampliata

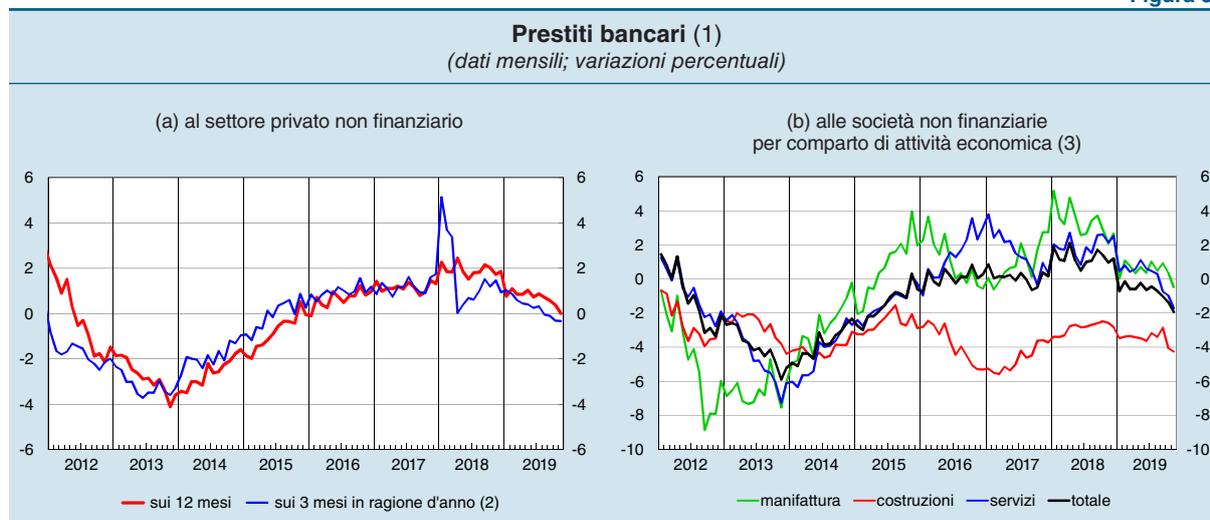
Tra agosto e novembre la raccolta delle banche italiane è salita (tav. 11) sia nella componente al dettaglio, dove il marcato incremento dei depositi ha più che bilanciato la lieve flessione delle obbligazioni detenute dalle famiglie, sia in quella

Figura 35



Fonte: elaborazioni su dati BCE, CEPPI, 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 ottobre 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: 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) I dati sono depurati dalla componente stagionale secondo una metodologia conforme alle linee guida del sistema statistico europeo. – (3) Variazioni sui 12 mesi; fino a dicembre 2013 le serie per i comparti non sono corrette per gli aggiustamenti di valore.

all'ingrosso: le emissioni di obbligazioni hanno beneficiato del calo degli spread sovrani nei mesi estivi (cfr. il par. 2.8). La provvista netta sull'estero è aumentata sul mercato repo, anche in concomitanza con l'introduzione del sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve bancarie in eccesso (cfr. il par. 1.2). Le passività verso l'Eurosistema si sono lievemente ridotte in seguito a rimborsi anticipati relativi alla seconda serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO2), solo in parte compensati dal ricorso alla seconda operazione della nuova serie (TLTRO3; cfr. il par. 1.2). La consistenza della raccolta al dettaglio è pressoché pari a quella dei prestiti concessi alla clientela; la quota di prestiti non finanziati dalla raccolta al dettaglio (*funding gap*) è sostanzialmente nulla.

Il tasso di interesse sui mutui è sceso in misura marcata

I rendimenti delle nuove emissioni di obbligazioni bancarie, dopo aver beneficiato della flessione

degli spread sovrani nel terzo trimestre del 2019, sono risaliti appena dalla fine di settembre (cfr. il par. 2.8). In novembre il costo medio dei nuovi prestiti bancari alle imprese è rimasto quasi invariato su livelli storicamente molto contenuti (tav. 12 e fig. 37). Il costo dei nuovi mutui alle famiglie è sceso di 30 punti base rispetto a tre mesi prima, poco sotto al valore medio nell'area dell'euro, pari all'1,5 per cento; al calo ha contribuito soprattutto quello del costo dei contratti a tasso fisso, su cui ha influito la flessione dei tassi di mercato nei mesi estivi.

Tavola 10

Prestiti bancari in novembre 2019 (1)

(variazioni percentuali)

SETTORI	sui 12 mesi	sui 3 mesi (2)
Settore privato non finanziario	0,0	-0,3
Famiglie	2,3	2,2
di cui: per l'acquisto di abitazioni	2,5	....
credito al consumo	8,2	....
altri prestiti (3)	-1,7	....
Società non finanziarie	-1,9	-2,5
di cui: manifattura	-0,5	....
servizi	-1,7	....
costruzioni	-4,3	....

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. – (3) Includono tutti i prestiti alle famiglie (consumatrici e produttrici) e alle istituzioni sociali private senza finalità di lucro diversi da quelli destinati all'acquisto di abitazioni e al consumo.

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

VOCI	Consistenze di fine mese		Variazioni percentuali sui 12 mesi (2)	
	Agosto 2019	Novembre 2019	Agosto 2019	Novembre 2019
Attività				
Prestiti a residenti in Italia (3)	1.690	1.682	-1,4	-1,8
<i>di cui:</i> a imprese (4)	650	643	-0,7	-1,9
a famiglie (5)	631	632	2,4	2,3
Attività verso controparti centrali (6)	100	103	36,8	39,8
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (7)	536	540	1,1	0,8
<i>di cui:</i> titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	409	395	1,8	-3,7
Attività verso Eurosystema (8)	77	139	13,3	57,0
Attività sull'estero (9)	433	436	3,8	6,7
Altre attività (10)	981	912	8,7	7,9
Totale attivo	3.817	3.813	3,0	4,0
Passività				
Depositi di residenti in Italia (3) (11) (12)	1.600	1.628	6,4	7,8
Depositi di non residenti (9)	330	335	3,9	5,7
Passività verso controparti centrali (6)	121	136	-12,3	-5,2
Obbligazioni (12)	242	241	-2,4	2,3
Passività verso Eurosystema (8)	238	234	-2,6	-3,9
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	113	130	-5,7	13,5
Capitale e riserve	368	370	-5,8	-4,0
Altre passività (13)	806	737	8,3	3,6
Totale passivo	3.817	3.813	3,0	4,0

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di novembre 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'Eurosystema 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.

Si allentano i criteri di offerta

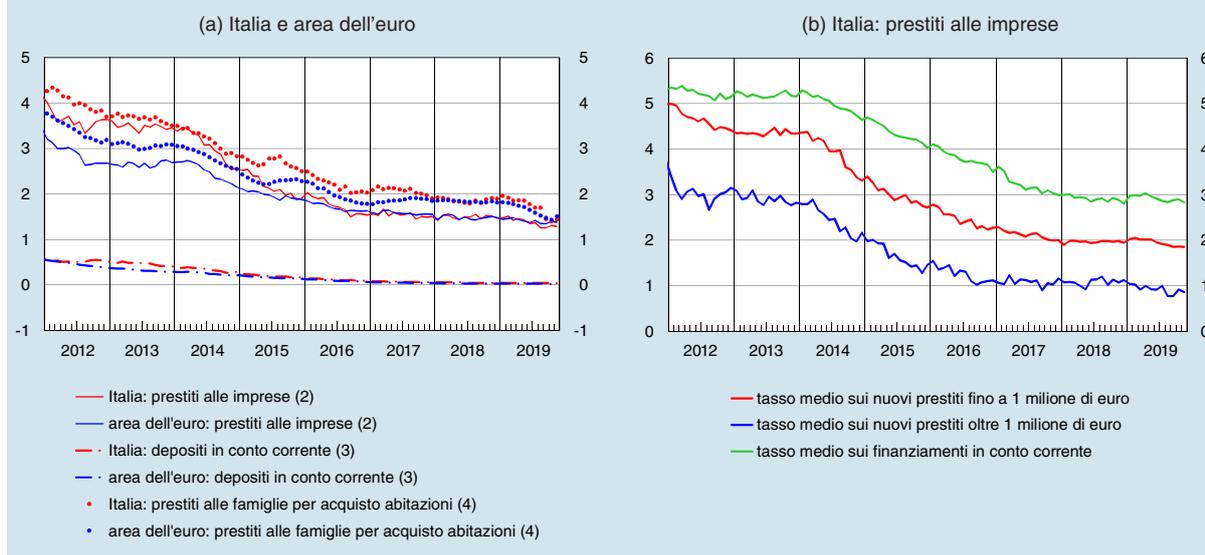
Le banche italiane intervistate a settembre nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*) hanno segnalato di aver lievemente allentato nel terzo trimestre i criteri di offerta sui prestiti alle famiglie e alle imprese (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*). Nei tre mesi successivi le condizioni di accesso al credito sono rimaste sostanzialmente invariate secondo le imprese intervistate in dicembre dall'Istat e dalla Banca d'Italia; un leggero deterioramento è stato riportato, come nei periodi precedenti, dalle aziende manifatturiere di piccola dimensione e da quelle operanti nel comparto delle costruzioni.

Tassi di interesse bancari (1)
(valori percentuali)

SETTORI	Agosto 2019	Novembre 2019
Prestiti alle imprese	1,3	1,3
<i>di cui:</i> fino a 1 milione di euro	1,9	1,9
oltre 1 milione di euro	0,8	0,9
Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni	1,7	1,4
<i>di cui:</i> a tasso fisso (2)	1,8	1,5
a tasso variabile (3)	1,5	1,3

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

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



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

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

L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO

Secondo le banche italiane intervistate nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*)¹, nel terzo trimestre del 2019 i criteri di offerta applicati ai nuovi prestiti a imprese e famiglie sono stati leggermente allentati, principalmente per la più forte pressione concorrenziale tra gli intermediari. Con riferimento ai finanziamenti alle imprese, ha contribuito all'allentamento anche la maggiore disponibilità delle banche a tollerare il rischio, nonostante questo – in connessione con la debolezza dell'attività economica – sia percepito in aumento (figura A, pannelli a e b).

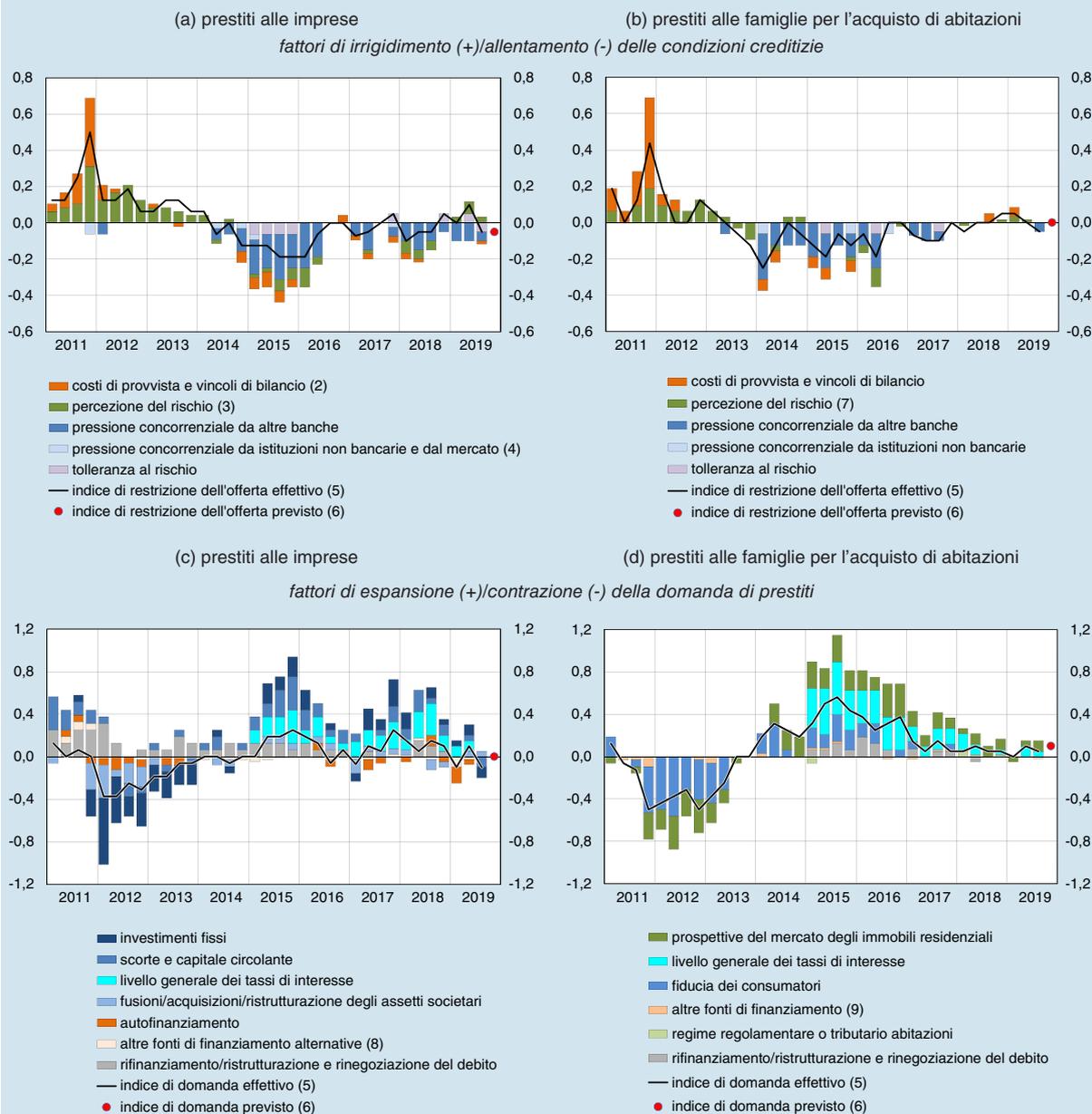
I termini e le condizioni applicati ai finanziamenti concessi alle imprese sono rimasti sostanzialmente invariati; quelli sui mutui alle famiglie sono diventati più favorevoli.

Sulla base delle risposte degli intermediari, la domanda di credito da parte delle imprese si è contratta, per minori esigenze di finanziamento destinato a investimenti produttivi, scorte e capitale circolante; quella da parte delle famiglie per l'acquisto di abitazioni è lievemente aumentata, beneficiando del basso livello dei tassi di interesse e di condizioni del mercato immobiliare giudicate favorevoli (figura A, pannelli c e d).

In occasione della rilevazione, alle banche è stato chiesto anche di valutare l'impatto di alcune misure adottate in settembre dal Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE; cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate nel settembre 2019*, in *Bollettino economico*, 4, 2019). Per il semestre in corso gli intermediari si aspettano che la ripresa degli acquisti netti di attività da parte della BCE

¹ All'indagine, conclusa il 30 settembre 2019, hanno partecipato dieci tra i principali gruppi bancari italiani. Per i risultati relativi all'Italia, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Indagine sul credito bancario (BLS)*; per quelli relativi all'area dell'euro, cfr. sul sito della BCE: *Results of the October 2019 euro area Bank Lending Survey*.

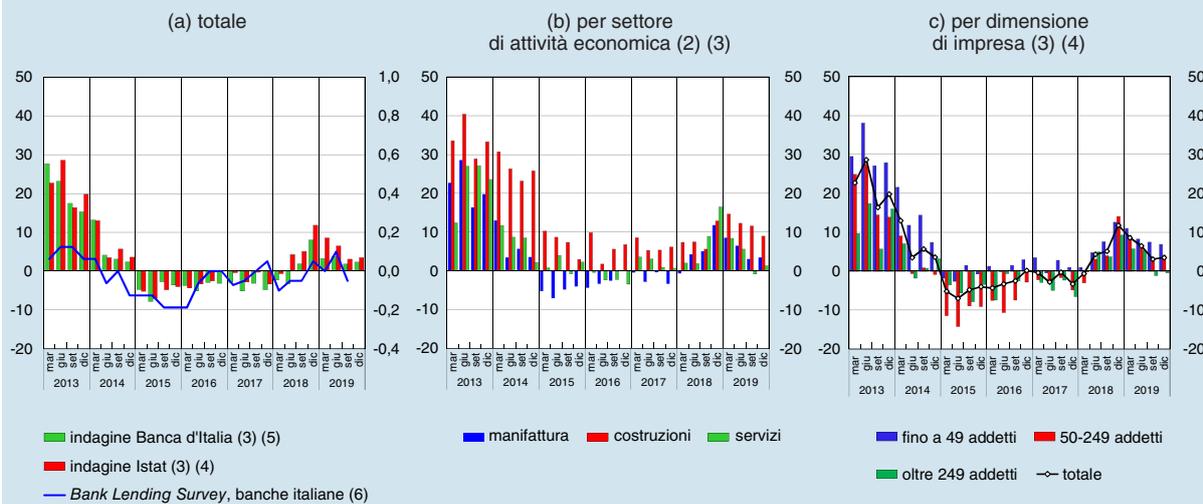
Criteria di offerta e andamento della domanda di credito in Italia (1)
(dati trimestrali; indici di diffusione)



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

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

Condizioni di accesso al credito delle imprese (1)



(1) L'indagine della 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 dell'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 dell'Istat sono tratti dalla rilevazione di fine trimestre; a giugno 2013 sono state introdotte alcune innovazioni metodologiche, riguardanti il campione e le tecniche di rilevazione, che rendono non direttamente confrontabile il dato con quello dei periodi precedenti. Per la *Bank Lending Survey*, cfr. figura A. – (2) Istat, indagini sulla fiducia delle imprese. – (3) Percentuale netta di imprese che riportano difficoltà di accesso al credito. La percentuale netta è calcolata come differenza tra la percentuale di risposte indicanti un peggioramento delle condizioni di accesso al credito e la percentuale di quelle indicanti un miglioramento. – (4) Istat, *Indagine sulla fiducia delle imprese manifatturiere*. – (5) *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche. – (6) Scala di destra.

abbia effetti positivi sulle loro condizioni di bilancio e concorra ad allentare i termini e le condizioni dei prestiti offerti alla clientela, nonché ad ampliarne i volumi; il tasso negativo sui depositi presso la BCE continuerebbe a favorire la riduzione del costo del credito bancario e a sostenere i volumi erogati.

Sulla base delle indagini condotte presso le imprese, nell'ultimo trimestre dello scorso anno le condizioni applicate ai prestiti concessi alle aziende sono rimaste sostanzialmente invariate; come nei trimestri precedenti, qualche deterioramento è riportato dalle imprese manifatturiere di piccola dimensione e da quelle operanti nel settore delle costruzioni (figura B).

Il flusso di nuovi crediti deteriorati si è ancora ridotto

Nel terzo trimestre il flusso di nuovi crediti deteriorati in rapporto al totale dei finanziamenti è tornato a scendere (all'1,2 per cento, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno; fig. 38). La contrazione ha riguardato i prestiti concessi alle imprese e si è concentrata principalmente nei settori dei servizi e delle costruzioni.

Nello stesso periodo l'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti erogati dai gruppi bancari significativi è ulteriormente diminuita (tav. 13), di circa un decimo sia al lordo sia al netto delle rettifiche di valore. La flessione è in linea con i piani presentati dalle banche alla BCE e alla Banca d'Italia. Il tasso di copertura è rimasto pressoché invariato.

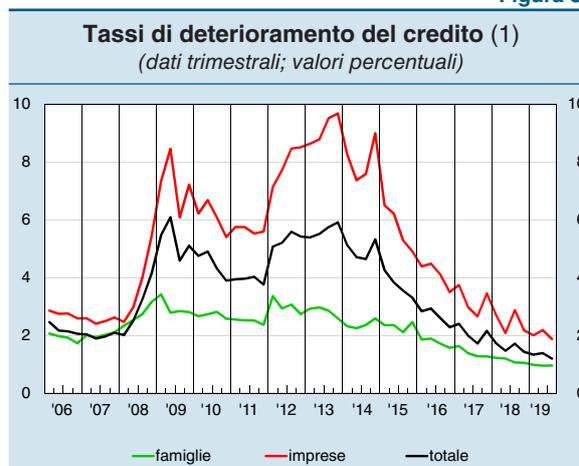
Migliora la redditività

Nei primi nove mesi del 2019 il rendimento del capitale (*return on equity*, ROE) dei gruppi bancari significativi è salito al 7,9 per cento. Vi ha contribuito in misura rilevante la plusvalenza legata alla vendita di FincoBank da parte del gruppo UniCredit; anche al netto di quest'ultima operazione, peraltro, il ROE sarebbe stato più elevato (7,0 per cento) rispetto al corrispondente periodo del 2018. L'aumento della redditività è da

ascrivere alla riduzione dei costi operativi (-3,4 per cento); il margine di interesse è diminuito (del 5,6 per cento), come anche le commissioni nette (del 4,7 per cento); le rettifiche di valore su crediti si sono mantenute stabili.

Tra giugno e settembre il livello medio di patrimonializzazione dei gruppi significativi è migliorato, sospinto dai profitti maturati nel periodo. Lo scorso 31 dicembre il Fondo interbancario di tutela dei depositi è intervenuto nella patrimonializzazione della Banca Popolare di Bari, la maggiore delle banche meno significative del Mezzogiorno, in amministrazione straordinaria dal 13 dicembre. L'intervento si inquadra nell'ambito delle misure, adottate dal Governo il 15 dicembre, per il sostegno al sistema creditizio del Mezzogiorno e per la realizzazione di una banca di investimento; in base a tali misure l'istituto pubblico Banca del Mezzogiorno-MedioCredito Centrale spa e il Fondo interbancario sosterranno nei prossimi mesi un piano di rilancio della Banca Popolare di Bari⁴.

Figura 38



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 d'anno. Dati depurati dalla componente stagionale, ove presente.

Tavola 13

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

VOCI	Giugno 2019	Settembre 2019
Crediti deteriorati (2)		
Incidenza lorda sul totale dei finanziamenti	8,0	7,3
Incidenza netta sul totale dei finanziamenti	4,0	3,6
Tasso di copertura (3)	53,0	52,9
Patrimonio di vigilanza		
Common equity tier1 (CET1) ratio	13,3	13,6
VOCI	Gennaio-settembre 2018	Gennaio-settembre 2019
Redditività (4)		
Return on equity (ROE) (5)	6,2	7,9
Margine di interesse (6)	5,8	-5,6
Margine di intermediazione (6)	4,3	-4,7
Costi operativi (6)	-3,7	-3,4
Risultato di gestione (6)	21,7	-6,9
Rettifiche di valore su crediti (6)	-41,0	-0,1

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate.

(1) Dati provvisori. Le banche significative sono quelle vigilate direttamente dalla BCE. – (2) 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. – (3) Ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. – (4) Il perimetro delle banche significative 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 della redditività riferiti a settembre 2018 con quelli relativi a settembre 2019, sono stati esclusi i gruppi cooperativi ICCREA e Cassa Centrale Banca; i dati si riferiscono pertanto a un campione di banche significative omogeneo nel tempo. – (5) Al netto degli avviamenti negativi (*badwill*), delle svalutazioni per avviamenti e del sostegno dello Stato connesso con operazioni di liquidazione. – (6) Variazioni percentuali rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente.

⁴ Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Approfondimenti sulla crisi della Banca Popolare di Bari e Domande e risposte sulla crisi della Banca Popolare di Bari (BPB)*; cfr. inoltre *Esame del disegno di legge C. 2302, di conversione in legge del decreto-legge n. 142 del 2019, recante misure urgenti per il sostegno al sistema creditizio del Mezzogiorno e per la realizzazione di una banca di investimento*, audizione della Vice Direttrice generale della Banca d'Italia A. Perrazzelli, Camera dei deputati, Roma, 9 gennaio 2020.

2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

Dalla metà di ottobre sono aumentati i rendimenti dei titoli di Stato italiani, riflettendo una tendenza comune ad altri paesi dell'area dell'euro. I corsi azionari hanno beneficiato dell'attenuazione delle tensioni commerciali e della pubblicazione di dati macroeconomici nell'area più favorevoli delle attese. I rendimenti medi delle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie e dalle banche italiane sono rimasti pressoché invariati, su livelli sensibilmente inferiori a quelli del primo semestre del 2019.

Sono aumentati sia i rendimenti sovrani...

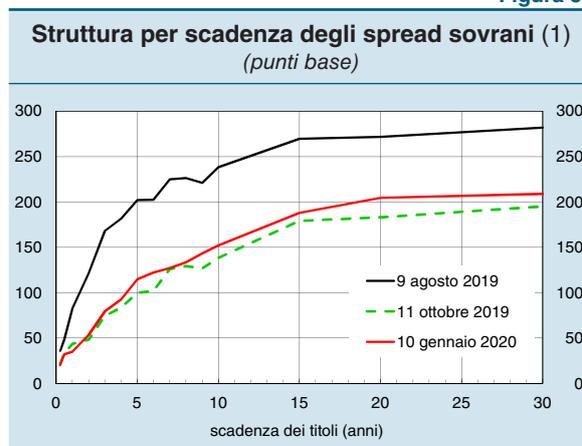
Come in altri paesi dell'area dell'euro, dalla metà di ottobre i rendimenti dei titoli di Stato italiani sono

cresciuti; sulla durata decennale l'incremento è stato di 38 punti base (all'1,32 per cento). Il differenziale di rendimento rispetto ai corrispondenti titoli tedeschi si è ampliato in misura più contenuta (di 14 punti base, a 152); si mantiene ancora sensibilmente inferiore a quello della prima decade di agosto (figg. 39 e 40). La volatilità implicita nei contratti derivati sul titolo decennale italiano è risalita a gennaio ma resta su valori moderati (fig. 41).

...sia i corsi azionari, in particolare quelli bancari

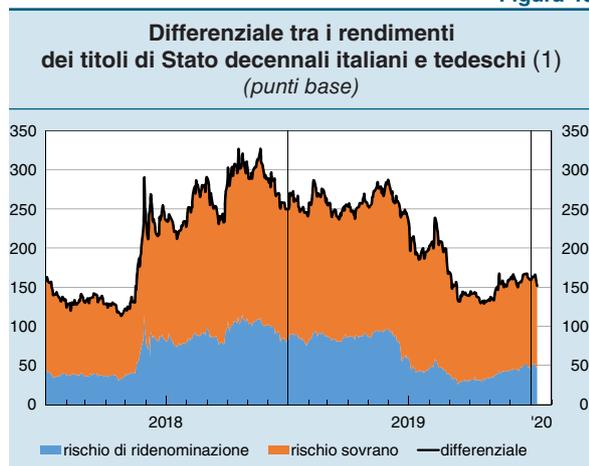
Dalla metà di ottobre le quotazioni azionarie sono salite (fig. 42.a), beneficiando di segnali ciclici meno sfavorevoli derivanti dagli sviluppi positivi nelle trattative commerciali tra Cina e Stati Uniti e della pubblicazione di alcuni dati macroeconomici superiori alle attese per il complesso nell'area dell'euro; il rialzo è stato comune all'intera area (cfr. il par. 1.3). L'indice del comparto bancario è aumentato più di

Figura 39



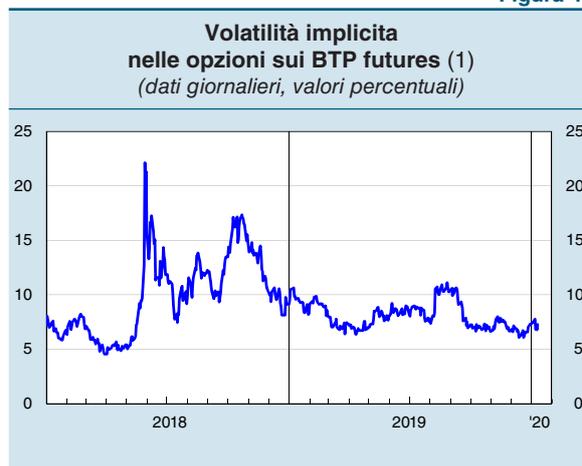
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.
(1) Struttura per scadenze dei differenziali di rendimento fra i titoli di Stato italiani e i corrispondenti titoli tedeschi.

Figura 40

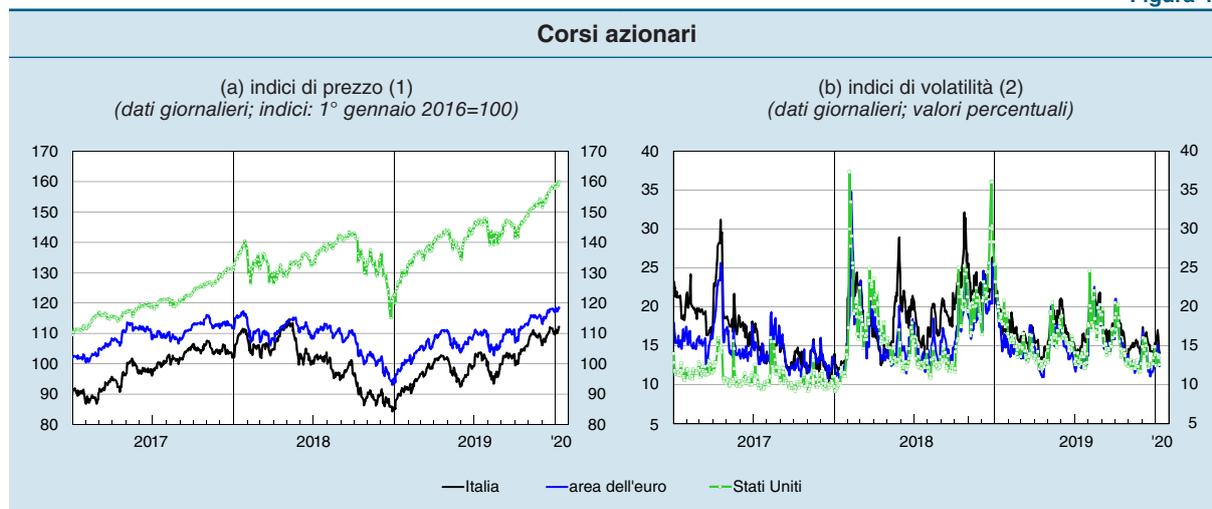


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e dati ICE.
(1) L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) ha definito le caratteristiche contrattuali dei CDS nel 2003 e nel 2014; il nuovo regolamento ISDA 2014 offre una maggiore protezione nel caso di ridenominazione del debito sottostante rispetto al precedente regolamento. Il contributo del rischio di ridenominazione al differenziale tra i rendimenti dei titoli di Stato decennali italiani e tedeschi è calcolato moltiplicando il differenziale per il rapporto tra la base ISDA a 10 anni (data dalla differenza tra il premio sul contratto CDS ISDA 2014 a 10 anni e quello sul CDS ISDA 2003 di pari scadenza) e il premio sul contratto CDS ISDA 2014.

Figura 41



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 all'Eurex.



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.

quello generale di borsa, in concomitanza con una riduzione media di circa 30 punti base dei premi sui credit default swap (CDS) delle maggiori banche. La volatilità degli indici di borsa è rimasta su livelli contenuti (fig. 42.b).

Le società non finanziarie hanno effettuato rimborsi netti di obbligazioni

Nel terzo trimestre le società non finanziarie italiane hanno effettuato rimborsi netti di obbligazioni per 5,4 miliardi di euro, mentre i collocamenti netti delle banche sono stati pari a 3,2 miliardi. Sulla base dei dati preliminari di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, nel quarto trimestre sarebbero cresciuti, rispetto al trimestre precedente, sia i collocamenti delle società non

finanziarie (da 8 a 9 miliardi) sia quelli delle banche (da 8,4 a 11,3 miliardi).

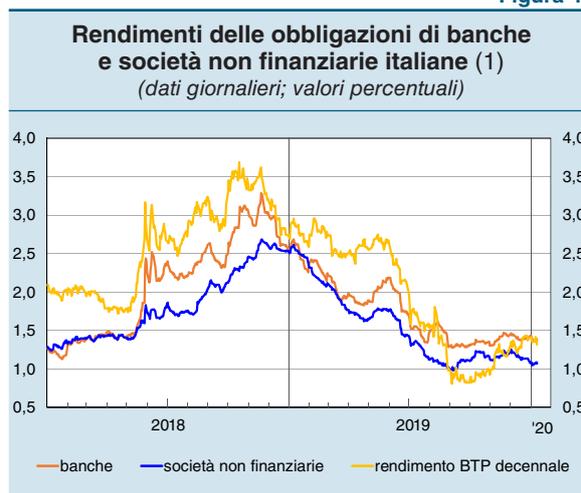
Dalla metà di ottobre i rendimenti delle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie e dalle banche italiane sono rimasti per lo più invariati, inferiori di oltre 70 punti base ai livelli medi del primo semestre del 2019. In dicembre erano in media pari all'1,2 per cento per le società non finanziarie e all'1,4 per le banche (fig. 43); nella prima metà di gennaio si sono lievemente ridotti.

La raccolta netta dei fondi comuni è stata positiva

Secondo i dati forniti da Assogestioni, nel terzo trimestre del 2019 il flusso netto di risparmio verso i

fondi comuni aperti, interamente ascrivibile ai fondi di diritto estero, è stato positivo per circa 4 miliardi di euro. Gli investitori hanno privilegiato i comparti monetari, obbligazionari e bilanciati.

Figura 43



Fonte: ICE Bank of America Merrill Lynch (BofAML) e Bloomberg.

(1) I dati si riferiscono ai rendimenti (a scadenza) medi di un paniere di titoli obbligazionari di banche e società non finanziarie italiane scambiati sul mercato secondario. Anche se il paniere contiene titoli di diversa scadenza, selezionati sulla base di un grado sufficiente di liquidità, la figura riporta per confronto il rendimento del BTP decennale, particolarmente rappresentativo dei rendimenti offerti dai titoli di Stato italiani.

2.9 LA FINANZA PUBBLICA

Le informazioni preliminari disponibili per il 2019 segnalano una lieve flessione dell'indebitamento netto in rapporto al prodotto rispetto all'anno precedente. Si può stimare che il rapporto tra il debito e il prodotto sia invece cresciuto, come già atteso nelle previsioni del Governo.

Nelle valutazioni ufficiali la manovra di bilancio per il triennio 2020-22 approvata a dicembre accresce il disavanzo di 0,7 punti percentuali del PIL in media all'anno rispetto al suo valore tendenziale. Nei programmi del Governo l'incidenza sul prodotto dell'indebitamento netto e quella del debito, dopo una stabilizzazione nel 2020, si ridurrebbero nel biennio successivo.

In base alle stime dei conti trimestrali diffuse dall'Istat, nei primi nove mesi del 2019 l'indebitamento netto è sceso al 3,2 per cento del PIL, da 3,4 nello stesso periodo del 2018.

Nel 2019 il rapporto indebitamento/PIL sarebbe lievemente diminuito...

Il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche nei primi undici mesi del 2019 è stato pari a 48,5 miliardi, in riduzione di 3,4 nel confronto con il corrispondente periodo del 2018.

Tenendo conto dei dati preliminari per l'ultimo mese dell'anno e dei principali fattori di raccordo tra il fabbisogno e l'indebitamento netto (operazioni finanziarie e differenze cassa-competenza), si può valutare che quest'ultimo nel 2019 si sia collocato, in rapporto al PIL, a un livello di poco inferiore a quello dell'anno precedente e a quanto indicato nei programmi governativi (tav. 14).

Il fabbisogno del settore statale nel 2019 è stato pari a 41,8 miliardi, 3,5 in meno che nel 2018 (fig. 44).

...e il debito sarebbe aumentato

Alla fine di novembre il debito delle Amministrazioni pubbliche ammontava a

2.444,6 miliardi, circa 35,0 in più nel confronto con lo stesso periodo del 2018. Considerando il fabbisogno del settore statale e la variazione delle disponibilità liquide del Tesoro a dicembre, si può stimare che nel 2019 il rapporto tra il debito e il PIL sia aumentato, come già atteso nelle previsioni del Governo.

Lo scorso novembre la vita media residua del debito pubblico italiano era pari a 7,3 anni, come alla fine del 2018; l'onere medio del debito è invece leggermente diminuito al 2,7 per cento alla fine di settembre, contro il 2,8 della fine del 2018

Tavola 14

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

	VOCI	2018	2019	2020	2021	2022
Indebitamento netto		2,2	2,2	2,2	1,8	1,4
Avanzo primario		1,5	1,3	1,1	1,3	1,6
Spesa per interessi		3,7	3,4	3,3	3,1	2,9
Indebitamento netto strutturale		1,5	1,2	1,4	1,2	1,0
Debito (2)		134,8	135,7	135,2	133,4	131,4

Fonte: Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2019. (1) Dati di consuntivo per il 2018 e obiettivi ufficiali per gli anni 2019-2022. Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti. – (2) Al lordo del sostegno finanziario ai paesi dell'area dell'euro.

Figura 44

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



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

(fig. 45). Nel 2019 il rendimento medio all'emissione è sceso rispetto all'anno precedente, beneficiando nella seconda parte dell'anno della sensibile riduzione del premio per il rischio sui titoli di Stato italiani. Alla fine dello scorso dicembre lo spread tra il titolo decennale italiano e il corrispondente titolo tedesco era inferiore di circa 100 punti base al livello di aprile; si può stimare che, a parità di altre condizioni, un calo permanente del rendimento dei titoli di Stato italiani di 100 punti base comporti una minore spesa per interessi pari a 0,15 punti percentuali del PIL il primo anno, 0,3 il secondo e 0,45 il terzo⁵.

Il Parlamento ha approvato la manovra di bilancio per il triennio 2020-22

La manovra di bilancio per il triennio 2020-22, approvata lo scorso dicembre dal Parlamento, accresce il disavanzo nel confronto

con i valori tendenziali di quasi un punto percentuale del prodotto nel 2020 e di circa 0,6 punti in media all'anno nel biennio successivo. Nel 2020 la manovra elimina gli aumenti della tassazione indiretta riconducibili alle clausole di salvaguardia (pari all'1,3 per cento del PIL) e destina risorse principalmente alla riduzione del cuneo fiscale sul lavoro, agli investimenti pubblici e privati e al rinnovo dei contratti pubblici. A parziale copertura di tali provvedimenti espansivi la manovra reperisce risorse per circa 0,8 punti percentuali del prodotto, ricorrendo soprattutto al contrasto all'evasione, a un inasprimento della tassazione sui giochi e sui tabacchi e a risparmi di spesa⁶.

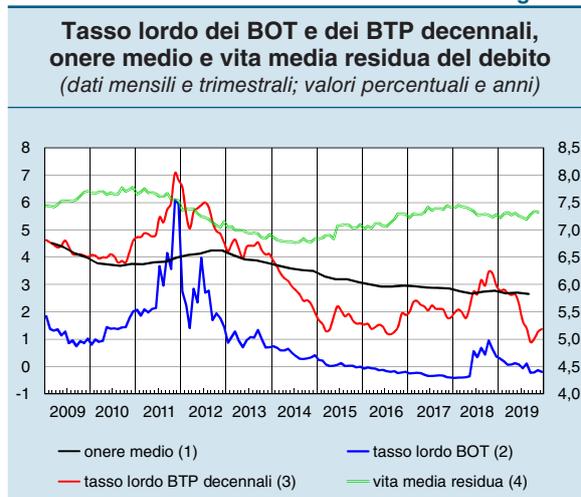
L'orientamento della politica di bilancio, misurato dalla variazione rispetto all'anno precedente del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo economico, risulterebbe moderatamente espansivo nel 2020, mentre nel biennio successivo sarebbe sostanzialmente neutrale se le clausole di salvaguardia residue venissero attivate; queste ultime rimangono di dimensione rilevante (1,1 per cento del PIL nel 2021, 1,4 punti nel 2022), sebbene la manovra approvata a dicembre ne abbia ridotto l'entità.

La Commissione europea ha segnalato il rischio di scostamenti significativi dagli obiettivi del Patto

La Commissione europea, nel parere sul *Documento programmatico di bilancio 2020* pubblicato lo scorso novembre, ha segnalato il rischio di scostamenti significativi dagli obiettivi di bilancio coerenti con il Patto di stabilità e crescita sia per il 2019 sia per il 2020⁷. La Commissione ha invitato l'Italia a prendere le misure necessarie a garantire la conformità delle politiche di bilancio alle regole europee e a destinare alla riduzione del rapporto tra debito pubblico e PIL le eventuali risorse risultanti da

un andamento dei conti pubblici più favorevole delle attese.

Figura 45



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

⁵ *Audizione preliminare all'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2018*, testimonianza del Vice Direttore generale della Banca d'Italia L.F. Signorini, Camera dei deputati, Roma, 9 ottobre 2018.

⁶ La struttura della manovra non è significativamente cambiata rispetto al disegno di legge di bilancio e al decreto legge fiscale presentati dal Governo in ottobre. Su questi provvedimenti, cfr. *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2020-22*, testimonianza del Vice Direttore generale della Banca d'Italia L.F. Signorini, Senato della Repubblica, Roma, 12 novembre 2019.

⁷ Commissione europea, *Commission opinion of 20.11.2019 on the Draft Budgetary Plan of Italy*, C(2019) 9110 final, 2019. Oltre all'Italia, la Commissione europea ha segnalato per il 2020 il rischio di scostamenti significativi anche per altri sette paesi (Belgio, Finlandia, Francia, Portogallo, Slovacchia, Slovenia e Spagna).

2.10 LE PROSPETTIVE

Le proiezioni per l'economia italiana presentate in questo Bollettino aggiornano quelle predisposte nell'ambito dell'esercizio previsivo coordinato dell'Eurosistema pubblicate lo scorso 13 dicembre⁸; le ipotesi tecniche includono le informazioni disponibili al 13 gennaio. Rispetto a quelle diffuse a luglio 2019, le proiezioni riflettono gli effetti della maggiore debolezza del quadro internazionale, in parte compensati dall'intonazione più espansiva della politica monetaria e dalle migliorate condizioni sui mercati finanziari italiani.

Lo scenario macroeconomico si basa su una crescita debole del commercio mondiale...

Le prospettive di crescita del commercio mondiale incorporate nello scenario previsivo restano modeste anche nei prossimi trimestri (cfr. il par. 1.1) e si rafforzano solo gradualmente nell'orizzonte di previsione. La domanda estera dell'Italia ponderata per i mercati di destinazione, cresciuta dell'1,3 per cento nel 2019 (dal 3,6 nel triennio precedente), si espanderebbe dell'1,7 per cento nell'anno in corso per poi accelerare al 2,6 in media nel biennio 2021-22 (cfr. il

riquadro: *Le ipotesi sottostanti allo scenario macroeconomico*).

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 nei mesi di giugno e di dicembre, successivamente 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 13 dicembre scorso e sono basate sulle informazioni disponibili al 13 gennaio.

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

- a) la domanda estera ponderata per i mercati di destinazione delle nostre esportazioni si espande a un tasso di circa il 2,3 per cento all'anno, in media, nel triennio 2020-22;
- b) il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro, pari a 1,12 nel 2019, rimane su tale livello nel triennio 2020-22²;
- c) il prezzo del greggio (qualità Brent), pari a circa 64 dollari nella media del 2019, diminuisce gradualmente nel triennio successivo; lo scenario tiene inoltre conto della riduzione dei prezzi regolamentati dell'energia all'inizio del 2020;
- d) il tasso di interesse a tre mesi sul mercato interbancario (Euribor), pari a -0,4 per cento nel 2019, sale leggermente nel triennio di previsione;
- e) il tasso di interesse sui buoni del Tesoro poliennali (BTP) a scadenza decennale, pari all'1,9 per cento nella media del 2019, scende all'1,6 per cento nel 2020 per poi risalire gradualmente fino al 2,2 per cento nel 2022, in linea con i tassi a termine impliciti nella struttura per scadenza dei rendimenti

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 formulate sulla base delle quotazioni, a pronti e a termine, osservate sui mercati nelle dieci giornate lavorative precedenti il 13 gennaio.

⁸ Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Proiezioni macroeconomiche per l'Italia*, 13 dicembre 2019.

dei titoli di Stato. Lo spread rispetto ai corrispondenti titoli tedeschi, pari a circa 160 punti base alla fine del 2019, sale gradualmente di circa 50 punti base lungo l'orizzonte di previsione;

- f) lo scenario incorpora le misure delineate nella manovra di bilancio per il triennio 2020-22. Come in occasione dei precedenti esercizi di proiezione macroeconomica, si assume che nel biennio 2021-22 non vi sia alcun aumento delle imposte indirette riconducibile alle cosiddette clausole di salvaguardia. 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				
<i>(variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)</i>				
VOCI	2019	2020	2021	2022
Domanda estera potenziale	1,3	1,7	2,6	2,7
Dollaro/euro (1)	1,12	1,12	1,12	1,12
Cambio effettivo nominale (2)	0,9	-0,2	0,0	0,0
Prezzo del greggio (1) (3)	64,5	64,0	59,4	57,4
Tasso Euribor a 3 mesi (1)	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2
Tasso BOT a 1 anno (1)	0,0	-0,2	-0,1	0,0
Tasso BTP a 10 anni (1)	1,9	1,6	1,9	2,2

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

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

...e su condizioni monetarie e finanziarie molto accomodanti

Lo scenario presuppone condizioni monetarie e finanziarie molto accomodanti. Secondo le attese desumibili dalle quotazioni di mercato, il tasso di interesse a breve termine resterebbe negativo nell'orizzonte di previsione; il rendimento dei titoli di Stato italiani decennali sarebbe dell'1,6 per cento nel 2020, dell'1,9 nel 2021 e del 2,2 nel 2022. I tassi di interesse a medio-lungo termine si manterrebbero nell'intero triennio su livelli inferiori a quelli medi del biennio 2018-19; il calo rispecchia sia quello dei premi per il rischio sovrano, scesi di circa 120 punti base a partire dallo scorso giugno, sia l'orientamento più accomodante della politica monetaria. Il costo medio del credito alle imprese (1,6 per cento; cfr. il par. 2.7) rimarrebbe contenuto per tutto l'orizzonte di previsione.

Il quadro previsivo tiene conto della manovra di finanza pubblica approvata alla fine di dicembre; il quadro programmatico del Governo incorpora un forte aumento degli investimenti pubblici, pari a circa 20 punti percentuali cumulati nel complesso del triennio. In conformità con i principi guida sottostanti alle proiezioni dell'Eurosistema, lo scenario non include gli aumenti delle imposte indirette nel periodo 2021-22 previsti dalle clausole di salvaguardia, né misure alternative di recupero del conseguente mancato gettito.

IL PIL accelera gradualmente nel corso del triennio

Sulla base di queste ipotesi e alla luce degli andamenti congiunturali più recenti, il PIL, corretto per gli effetti del numero di giornate lavorative, si espanderebbe dello 0,5 per cento nel 2020, dello 0,9 nel 2021 e dell'1,1 nel 2022 (tav. 15 e fig. 46). Nel corso del triennio di proiezione l'attività economica sarebbe sostenuta

Tavola 15

Scenario macroeconomico					
(variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)					
VOCI	2019	2020	2021	2022	
PIL (1)	0,2	0,5	0,9	1,1	
Consumi delle famiglie	0,6	0,8	0,8	0,9	
Consumi collettivi	0,1	0,3	0,3	0,2	
Investimenti fissi lordi	2,5	0,4	1,7	2,1	
di cui: investimenti in beni strumentali	1,8	0,4	1,6	2,3	
Esportazioni totali	1,8	1,7	2,5	2,7	
Importazioni totali	1,1	2,3	2,4	2,6	
Variazione delle scorte (2)	-0,9	0,0	0,0	0,0	
per memoria: PIL, dati grezzi (3)	0,2	0,6	0,9	1,0	
Prezzi (IPCA)	0,6	0,7	1,1	1,3	
IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici	0,5	0,7	1,1	1,4	
Deflatore del PIL	0,8	1,0	1,1	1,3	
Occupazione (unità standard) (4)	0,6	0,4	0,6	0,7	
Tasso di disoccupazione (5)	9,9	9,7	9,6	9,4	
Competitività all'export (6)	2,0	0,6	0,1	0,1	
Saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti (7)	2,8	2,7	2,8	2,9	

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

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

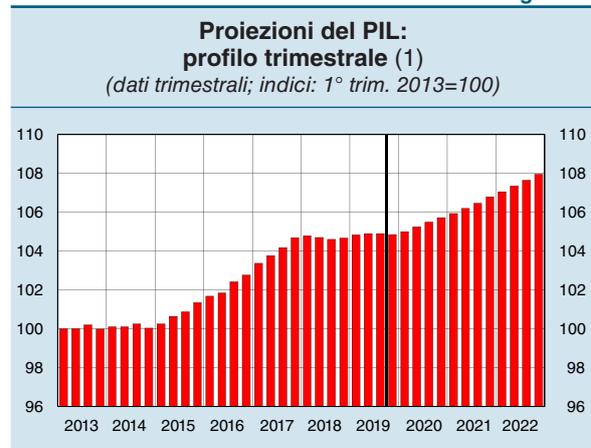
dalla domanda interna e da una progressiva ripresa degli scambi internazionali (fig. 47). I margini inutilizzati di capacità produttiva, ancora elevati, si riassorbirebbero solo in parte nel prossimo biennio (cfr. il riquadro: *Le stime dell'output gap in Italia*).

LE STIME DELL'OUTPUT GAP IN ITALIA

Secondo le nostre valutazioni, nell'anno in corso lo scostamento tra prodotto effettivo e potenziale (output gap) rimarrebbe su valori ampiamente negativi, compresi tra -3 e -0,7 punti percentuali del prodotto potenziale, con valore centrale pari a -1,9 (figura)¹. Nel prossimo biennio il graduale rafforzamento dell'attività economica comporterebbe un parziale riassorbimento dell'output gap,

¹ Questo intervallo di stime è ottenuto combinando, con pesi variabili legati alle performance passate, i risultati forniti da: (a) un approccio basato sul metodo della funzione di produzione; (b) un modello autoregressivo vettoriale (VAR) di tipo strutturale; (c) un modello a componenti non osservabili; (d) 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.

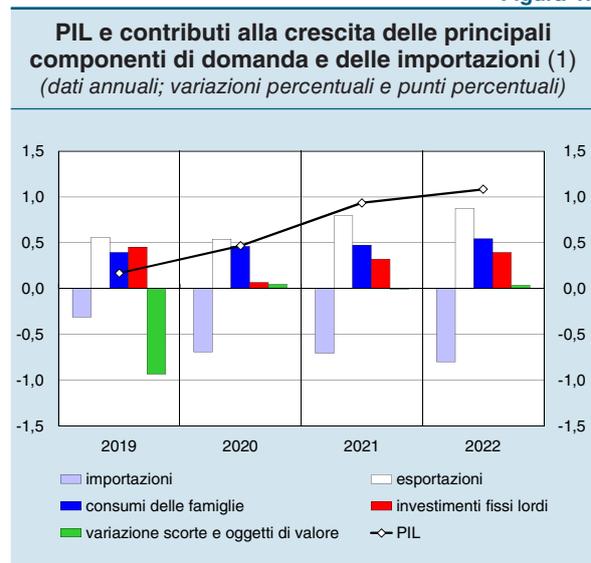
Figura 46



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

(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. Dati storici fino al 3° trimestre 2019; proiezioni per i trimestri successivi.

Figura 47



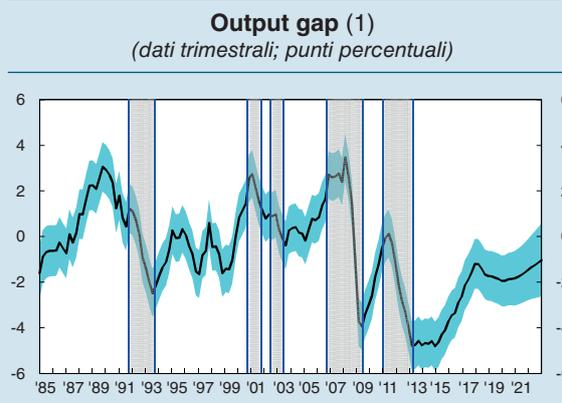
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.

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

che tuttavia alla fine del 2022 sarebbe ancora in prossimità del -1 per cento.

La nostra stima centrale di output gap è pressoché in linea con quella dell'OCSE (tavola); anche il Fondo monetario internazionale (FMI) stima che l'output gap si mantenga negativo sia quest'anno sia il prossimo, ma su valori più contenuti. Secondo le valutazioni della Commissione europea l'output gap sarebbe quasi nullo già nel 2020 e diverrebbe positivo nel 2021. La marcata differenza tra le nostre stime e quelle della Commissione rispecchia le diverse metodologie di stima del prodotto potenziale; la Commissione adotta il metodo della funzione di produzione che, rispetto ad altri approcci, tende ad attribuire al prodotto potenziale una più ampia porzione delle fluttuazioni del prodotto effettivo e comporta pertanto un output gap più contenuto (cfr. il riquadro: *Affinamenti metodologici delle stime del prodotto potenziale dell'Italia basate sulla funzione di produzione*, in *Bollettino economico*, 3, 2019).

Figura



Fonte: elaborazioni su dati Istat fino al 3° trimestre 2019, nostre previsioni fino al 2022.

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

metodologici delle stime del prodotto potenziale dell'Italia basate sulla funzione di produzione, in *Bollettino economico*, 3, 2019).

Tavola

Stime di altre organizzazioni
(variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)

VOCI	Output gap (1)			PIL (2)			Inflazione (3)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Banca d'Italia	-1,8	-1,9	-1,6	0,2	0,5	0,9	0,8	1,0	1,1
FMI	-1,0	-0,8	-0,5	0,0	0,5	0,8	0,8	1,0	1,0
OCSE	-2,3	-2,0	-1,6	0,2	0,4	0,5	0,6	0,7	1,1
Commissione europea	-0,2	-0,1	0,2	0,1	0,4	0,7	0,6	0,9	1,1

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2019; OCSE, *OECD Economic Outlook*, novembre 2019; Commissione europea, *European Economic Forecast Autumn 2019*, novembre 2019.

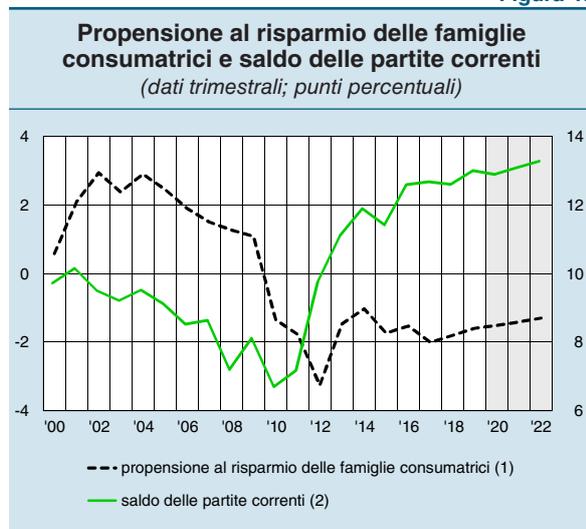
(1) In percentuale del prodotto potenziale. – (2) I tassi di crescita indicati nelle previsioni della Banca d'Italia e dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative, diversamente da quelli riportati dalla Commissione europea e dall'FMI. – (3) Misurata dalla variazione percentuale del deflatore del PIL.

**I consumi
si rafforzano
lievemente**

Nel quadro previsivo i consumi delle famiglie accelerano lievemente (a circa lo 0,8 per cento all'anno nel periodo 2020-22), beneficiando anche delle misure di sostegno al reddito; secondo le nostre valutazioni il Reddito di cittadinanza innalzerebbe la spesa delle famiglie per un ammontare cumulato di circa 0,3 punti percentuali tra la seconda metà del 2019 e il 2020. La propensione al risparmio salirebbe in misura contenuta (fig. 48), seguendo un andamento in linea con quanto solitamente osservato in una fase di progressivo rafforzamento ciclico.

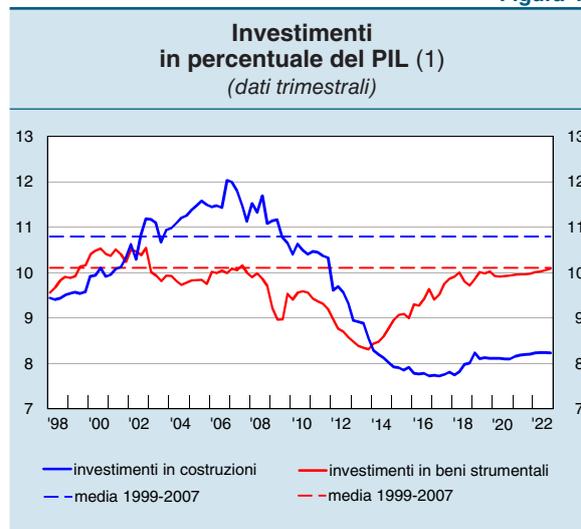
L'occupazione crescerebbe a tassi moderati, poco più di mezzo punto percentuale all'anno nel periodo 2020-22. Nostre valutazioni, in linea con le regolarità empiriche, indicano che le maggiori fuoriuscite dal mercato del lavoro connesse con le nuove forme di pensionamento anticipato (quota 100) verrebbero

Figura 48



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

Figura 49



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

solo parzialmente compensate da assunzioni: l'impatto di queste misure sull'occupazione complessiva sarebbe nell'ordine di -0,4 punti percentuali. Il tasso di disoccupazione si ridurrebbe gradualmente, raggiungendo il 9,4 per cento alla fine del triennio previsorio.

Gli investimenti crescono ma risentono dell'incertezza

Proseguirebbe, sebbene meno sostenuta che nel triennio precedente, la crescita degli investimenti, sospinti da condizioni di finanziamento favorevoli. Il permanere dell'elevata incertezza sulle politiche commerciali e sulle prospettive di domanda continuerebbe tuttavia a incidere negativamente sulla propensione a investire delle imprese. Si stima che gli investimenti rallentino allo 0,4 per cento nel 2020 per poi rafforzarsi moderatamente nel biennio successivo, grazie al miglioramento delle prospettive della domanda e ai bassi tassi di interesse. In particolare la discesa degli spread sovrani osservata dall'inizio dello scorso giugno contribuirebbe a sostenere gli investimenti complessivamente per circa 3,5 punti percentuali nel triennio 2020-22. L'accumulazione di capitale beneficerebbe inoltre dell'accelerazione della spesa per gli investimenti pubblici programmata per il prossimo biennio. Il rapporto tra gli investimenti in beni strumentali e il PIL, che alla fine del 2017 si era riportato in prossimità dei valori antecedenti la doppia recessione, rimarrebbe stabile; per la componente in costruzioni tale rapporto sarebbe ancora inferiore di circa 3,5 punti percentuali rispetto ai livelli pre-crisi (fig. 49).

I conti con l'estero restano in avanzo

Le esportazioni di beni e servizi crescerebbero in media di circa il 2,3 per cento all'anno nel triennio 2020-22, pressoché in linea con la domanda proveniente dai mercati di destinazione; la quota di mercato delle merci italiane rimarrebbe sostanzialmente invariata. Le importazioni aumenterebbero a ritmi appena inferiori, risentendo del rallentamento degli investimenti produttivi, componente a elevato contenuto di beni esteri. Il contributo della domanda estera netta alla crescita del prodotto sarebbe lievemente negativo quest'anno e positivo nel biennio 2021-22. L'avanzo di conto corrente della bilancia dei pagamenti si manterrebbe prossimo al 3 per cento del PIL (fig. 48).

L'inflazione risale lentamente

L'inflazione, calcolata come variazione dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo, salirebbe lentamente nel prossimo triennio (tav. 15 e fig. 50); si collocherebbe allo 0,7 per cento quest'anno, all'1,1 nel 2021 e all'1,3 per cento nel 2022, riflettendo in special modo l'andamento della componente di fondo. Al

Figura 50



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) IPCA; medie mobili di 4 termini.

Tavola 16

Previsioni di altre organizzazioni
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

VOCI	PIL (1)		Inflazione (2)	
	2020	2021	2020	2021
FMI (ottobre)	0,5	0,8	1,0	1,1
OCSE (novembre)	0,4	0,5	0,6	1,2
Commissione europea (novembre)	0,4	0,7	0,8	1,1
Consensus Economics (dicembre)	0,4	–	0,9	–

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2019; OCSE, *OECD Economic Outlook*, novembre 2019; Commissione europea, *European Economic Forecast Autumn 2019*, novembre 2019; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, dicembre 2019.

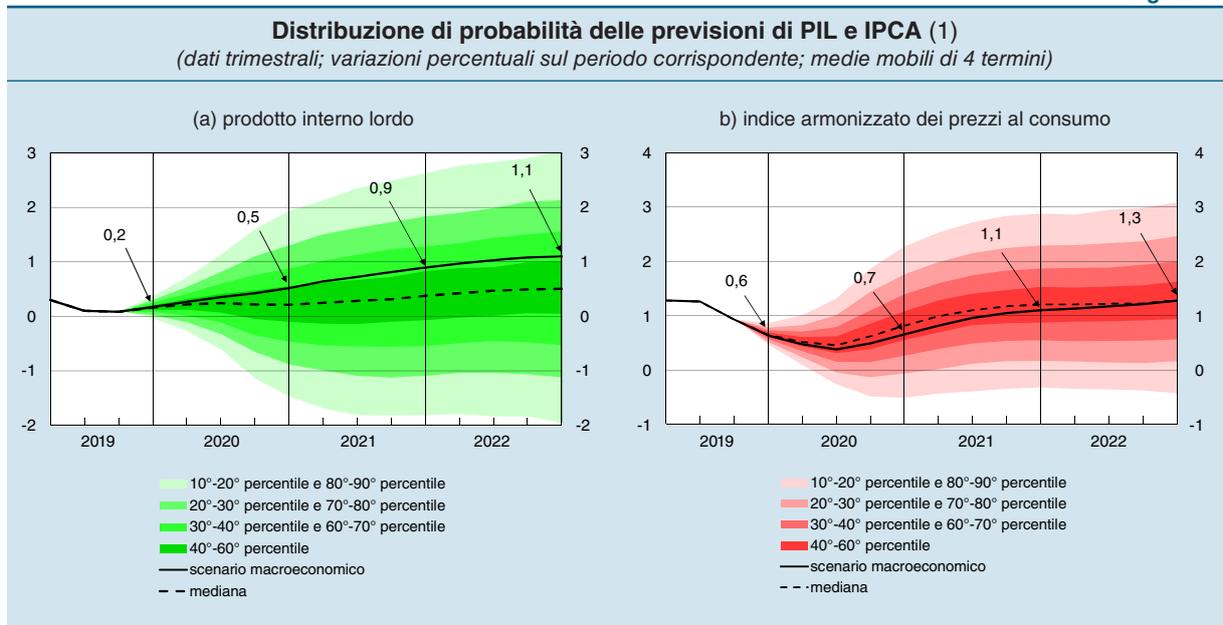
(1) I tassi di crescita indicati nelle previsioni dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative, diversamente da quelli riportati dalla Commissione europea e dall'FMI. – (2) Misurata sull'IPCA.

rafforzamento contribuirebbero sia l'accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto, sospinto dal miglioramento della dinamica retributiva, sia la graduale ripresa dei margini di profitto, che beneficerebbero delle più favorevoli condizioni cicliche.

Alla debolezza globale si contrappone lo stimolo monetario

Rispetto al quadro previsionale pubblicato nel *Bollettino economico* dello scorso luglio, la crescita del PIL per il 2020 e per il 2021 è stata rivista al ribasso rispettivamente di 0,3 e 0,1 punti percentuali. La revisione è riconducibile in prevalenza alla maggiore debolezza del quadro internazionale; gli effetti di quest'ultima sono però in larga

Figura 51



(1) Dati 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. Il valore relativo al 4° trimestre di ciascun anno coincide con il tasso di variazione medio annuo.

parte compensati dallo stimolo proveniente dai più bassi tassi di interesse determinati dall'intonazione più espansiva della politica monetaria e dai minori premi per il rischio sul debito sovrano italiano. Le previsioni di inflazione sono state riviste al ribasso di 0,2 punti percentuali nel 2020 e di 0,3 nel 2021. La revisione è attribuibile soprattutto agli effetti diretti e indiretti dei minori prezzi delle materie prime.

Le nostre proiezioni di crescita non si discostano significativamente dalle stime più recenti prodotte dal Fondo monetario internazionale (FMI), mentre sono più elevate di quelle della Commissione europea e dell'OCSE (tav. 16). Le proiezioni di inflazione per il 2020 sono pressoché in linea con quelle della Commissione e dell'OCSE e più contenute di quelle dell'FMI e di Consensus; sono analoghe a quelle degli altri previsori per il 2021.

Rischi discendono dal contesto globale e dalle prospettive degli investimenti privati e pubblici

Su queste proiezioni gravano rischi per la crescita – connessi con l'incertezza globale, con le tensioni geopolitiche, con i conflitti commerciali (solo in parte rientrati) e con l'andamento dell'attività economica dei nostri maggiori partner europei – che si potrebbero ripercuotere negativamente sulle esportazioni e sulla propensione a investire delle imprese (fig. 51). Rischi al ribasso sono inoltre associati alla forte espansione degli investimenti pubblici previsti per il triennio

2020-22 – la cui effettiva realizzazione potrebbe essere ritardata rispetto a quanto programmato – o al riaccendersi di tensioni sui mercati finanziari. Per l'inflazione i rischi sono bilanciati: quelli al rialzo sono soprattutto connessi con aumenti delle quotazioni delle materie prime energetiche; quelli al ribasso derivano invece da un ulteriore indebolimento delle prospettive di crescita interna e internazionale.

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	55
A2	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	57
A3	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	58
A4	Prezzi al consumo: Italia, area dell'euro e principali paesi	59
A5	Posizione patrimoniale dell'Italia verso l'estero: consistenze e raccordo con i flussi del conto finanziario della bilancia dei pagamenti	60
A6	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	61
A7	Prestiti delle IFM corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni: Italia e area dell'euro	62
A8	Emissioni nette di obbligazioni: Italia e area dell'euro	63
A9	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche italiane	64
A10	Debito delle Amministrazioni pubbliche italiane	65

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	112,5	124,3	94,9	94,5	89,7
2015	106,1	105,1	132,3	93,5	91,0	87,5
2016	105,7	103,8	126,1	90,2	91,4	89,6
2017	111,8	105,3	126,4	93,3	90,9	89,2
2018	117,1	104,5	127,8	93,1	91,7	89,8
2018 – 1° trim.	116,2	105,6	130,8	93,4	92,2	90,5
2° trim.	116,6	104,9	130,1	93,2	91,7	89,5
3° trim.	117,7	104,2	125,1	93,0	91,9	89,8
4° trim.	117,7	103,1	125,1	92,9	91,1	89,5
2019 – 1° trim.	116,2	102,4	126,8	91,4	90,6	89,2
2° trim.	116,3	102,2	125,3	88,8	90,3	88,9
3° trim.	115,4	103,3	122,2	87,4	90,2	89,1
2018 – gen.	116,1	107,6	130,3	94,4	92,1	90,4
feb.	116,2	105,7	131,4	92,5	92,1	90,6
mar.	116,2	103,6	130,8	93,2	92,3	90,7
apr.	116,5	105,2	130,0	92,9	92,2	90,3
mag.	116,4	105,3	130,5	93,7	91,7	89,2
giu.	116,8	104,1	129,7	92,9	91,2	89,1
lug.	117,2	104,0	125,7	92,2	91,7	89,7
ago.	117,4	104,4	124,6	93,3	91,9	89,8
set.	118,6	104,4	125,0	93,5	92,1	90,1
ott.	118,4	104,4	124,5	92,9	91,6	89,1
nov.	117,9	103,1	125,0	92,9	90,9	89,3
dic.	116,9	102,0	125,8	92,9	90,9	90,0
2019 – gen.	116,0	102,2	126,5	91,7	90,7	89,7
feb.	116,4	102,9	126,9	91,5	90,7	89,2
mar.	116,1	102,2	127,0	91,1	90,4	88,7
apr.	116,4	102,3	127,1	90,4	90,3	88,6
mag.	116,4	101,9	125,1	87,9	90,4	88,8
giu.	116,3	102,4	123,7	88,0	90,3	89,3
lug.	115,5	103,3	123,8	87,7	90,1	88,9
ago.	115,3	103,0	121,6	86,6	90,3	89,4
set.	115,4	103,5	121,1	87,8	90,1	88,9
ott.	115,2	103,7	121,4	88,2	89,9	88,8

(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, luglio 2018 e *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero*, Banca d'Italia, Statistiche, Metodi e fonti: note metodologiche, 19 novembre 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	81,6	108,8	90,8
2014	62,7	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	63,9	97,1	111,2	77,9	108,0	103,4
2018	62,8	97,9	112,5	79,5	109,3	103,1
2018 – 1° trim.	62,8	98,5	112,5	79,5	109,6	99,4
2° trim.	62,4	97,7	112,3	80,0	109,4	102,0
3° trim.	63,0	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	96,8	112,7	79,9	107,6	104,3
2° trim.	64,6	96,2	113,8	79,8	108,0	105,7
3° trim.	66,8	96,4	113,2	77,8	107,4	106,1
2018 – gen.	61,6	98,5	112,3	79,4	109,7	99,5
feb.	62,8	98,4	112,5	79,4	109,4	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	97,4	112,0	79,7	109,2	102,5
giu.	62,5	97,2	112,1	79,5	109,2	104,0
lug.	62,7	97,8	112,9	79,1	109,4	104,5
ago.	63,5	98,0	113,0	78,4	109,5	105,1
set.	62,8	98,4	113,7	79,5	109,8	105,1
ott.	62,9	97,6	113,2	80,0	109,3	106,0
nov.	62,9	97,1	111,8	79,9	108,5	106,5
dic.	63,7	97,3	111,1	78,2	107,9	105,6
2019 – gen.	64,9	97,2	113,0	79,0	107,4	103,8
feb.	63,8	96,8	112,5	79,8	107,6	104,0
mar.	63,3	96,3	112,7	80,9	107,8	105,0
apr.	63,2	95,9	113,4	80,4	107,9	105,7
mag.	64,8	96,2	114,0	80,3	108,3	106,3
giu.	65,9	96,4	113,9	78,7	107,8	105,2
lug.	65,5	96,2	112,9	77,9	107,7	105,1
ago.	67,8	96,7	113,6	76,9	107,0	106,5
set.	67,1	96,3	113,1	78,8	107,4	106,6
ott.	67,4	96,3	113,5	80,1	107,3	106,2

(1) Nella tavola sono riportati gli indicatori di competitività calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti di 61 paesi. Per il metodo di calcolo cfr. A. Feletigh e C. Giordano, *Rethinking prices and markets underlying price-competitiveness indicators*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 447, luglio 2018 e *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero*, Banca d'Italia, Statistiche, Metodi e fonti: note metodologiche, 19 novembre 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	-0,4	1,5	3,2	1,7	-1,9
2017	1,3	2,8	3,9	1,1	-1,5
2018	1,6	0,5	2,0	1,4	1,1
2017 – 1° trim.	1,2	2,1	2,9	0,8	-0,9
2° trim.	1,0	3,1	4,5	1,4	-2,1
3° trim.	1,9	2,7	4,9	2,2	-0,8
4° trim.	1,3	3,1	4,5	1,4	-1,8
2018 – 1° trim.	0,9	2,9	3,9	1,0	-1,9
2° trim.	2,6	1,2	2,5	1,3	1,4
3° trim.	1,1	-1,2	0,5	1,7	2,3
4° trim.	1,5	-1,9	-1,2	0,7	3,4
2019 – 1° trim.	1,8	-3,0	-0,4	2,7	5,0
2° trim.	0,8	-2,4	-0,8	1,6	3,2
3° trim.	0,9	-1,0	-0,7	0,3	1,9
Servizi					
2016	-0,3	-0,6	1,0	1,6	0,3
2017	0,2	0,3	1,6	1,4	-0,1
2018	2,0	-0,5	0,6	1,1	2,6
2017 – 1° trim.	0,2	0,3	1,8	1,4	-0,1
2° trim.	-0,5	0,7	1,8	1,1	-1,2
3° trim.	0,0	-0,4	1,5	1,9	0,4
4° trim.	1,3	0,3	1,5	1,2	0,9
2018 – 1° trim.	0,6	-0,2	1,0	1,2	0,8
2° trim.	2,9	-0,8	0,6	1,5	3,8
3° trim.	2,6	-0,5	0,3	0,8	3,2
4° trim.	1,8	-0,5	0,3	0,8	2,3
2019 – 1° trim.	2,3	-0,9	-0,3	0,6	3,2
2° trim.	0,4	-0,4	0,2	0,6	0,8
3° trim.	0,6	-0,4	0,5	0,9	1,1
Totale economia					
2016	-0,4	-0,2	1,4	1,6	-0,2
2017	0,5	0,8	1,9	1,0	-0,4
2018	1,9	-0,2	0,9	1,1	2,0
2017 – 1° trim.	0,3	0,7	1,8	1,1	-0,4
2° trim.	0,0	1,2	2,0	0,8	-1,1
3° trim.	0,5	0,4	1,9	1,5	0,1
4° trim.	1,2	0,9	2,1	1,1	0,2
2018 – 1° trim.	0,8	0,8	1,5	0,8	0,0
2° trim.	2,6	-0,3	1,1	1,4	2,9
3° trim.	2,3	-0,6	0,5	1,1	2,9
4° trim.	1,6	-0,7	0,0	0,7	2,3
2019 – 1° trim.	2,4	-1,0	0,0	1,0	3,5
2° trim.	1,0	-0,2	0,1	0,2	1,2
3° trim.	0,9	-0,3	0,2	0,5	1,1

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Sulla base delle ore effettivamente lavorate. Per i valori annuali, dati grezzi; per quelli trimestrali, dati destagionalizzati e corretti per il numero di giorni lavorativi. – (2) Valore aggiunto a prezzi base, valori concatenati. Anno di riferimento 2015.

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	1,2	2,0	2,9	0,9	-0,8
2017	1,8	2,5	3,4	0,8	-0,7
2018	2,1	0,5	1,8	1,2	1,6
2017 – 1° trim.	1,3	1,6	2,5	0,9	-0,3
2° trim.	1,4	2,3	3,4	1,1	-0,9
3° trim.	1,3	3,3	4,8	1,4	-1,9
4° trim.	1,6	2,7	4,1	1,4	-1,0
2018 – 1° trim.	1,9	2,5	3,7	1,1	-0,6
2° trim.	2,2	1,3	2,9	1,5	0,9
3° trim.	2,1	-0,1	1,2	1,3	2,2
4° trim.	1,8	-1,8	-0,6	1,2	3,7
2019 – 1° trim.	1,9	-1,8	-0,4	1,5	3,8
2° trim.	1,6	-1,7	-1,1	0,6	3,4
3° trim.	2,4	-1,8	-1,3	0,5	4,3
Servizi					
2016	1,0	-0,1	1,6	1,7	1,1
2017	2,0	1,1	2,4	1,3	0,9
2018	2,2	0,5	1,9	1,4	1,7
2017 – 1° trim.	1,7	0,8	2,2	1,3	0,9
2° trim.	1,9	1,0	2,5	1,4	0,9
3° trim.	1,8	1,0	2,7	1,7	0,8
4° trim.	2,0	1,1	2,8	1,6	0,8
2018 – 1° trim.	2,0	1,0	2,4	1,4	1,0
2° trim.	1,9	0,3	2,0	1,7	1,6
3° trim.	2,3	0,1	1,7	1,6	2,2
4° trim.	2,1	0,0	1,6	1,5	2,1
2019 – 1° trim.	2,0	0,2	1,7	1,5	1,8
2° trim.	2,5	0,7	1,7	1,0	1,8
3° trim.	2,2	0,8	1,7	0,9	1,5
Totale economia					
2016	1,0	0,4	1,8	1,4	0,6
2017	2,0	1,4	2,6	1,1	0,5
2018	2,1	0,5	2,0	1,4	1,6
2017 – 1° trim.	1,6	1,0	2,2	1,1	0,6
2° trim.	1,8	1,4	2,6	1,2	0,5
3° trim.	1,6	1,5	3,1	1,6	0,1
4° trim.	1,9	1,5	3,1	1,5	0,4
2018 – 1° trim.	2,0	1,4	2,7	1,3	0,6
2° trim.	1,9	0,5	2,2	1,7	1,4
3° trim.	2,2	0,0	1,6	1,6	2,2
4° trim.	2,0	-0,4	1,2	1,5	2,3
2019 – 1° trim.	2,0	-0,2	1,4	1,6	2,1
2° trim.	2,4	0,3	1,2	0,9	2,1
3° trim.	2,3	0,4	1,1	0,7	1,9

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Sulla base delle ore effettivamente lavorate. Per i valori annuali, dati grezzi; per quelli trimestrali, dati destagionalizzati e corretti per il numero di giorni lavorativi. – (2) Valore aggiunto a prezzi base, valori concatenati. Anno di riferimento 2015.

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
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	0,7	1,5	1,5	1,3	1,1
lug.	0,3	0,4	1,3	0,7	1,1	0,9	1,0	0,9
ago.	0,5	0,6	1,3	0,6	1,0	0,8	1,0	0,9
set.	0,2	0,5	1,1	0,8	0,9	1,0	0,8	1,0
ott.	0,2	0,7	0,9	0,8	0,9	1,1	0,7	1,1
nov.	0,2	0,7	1,2	0,8	1,2	1,8	1,0	1,3
dic.	(0,5)	(0,6)	1,6	1,0	(1,5)	....	(1,3)	(1,3)

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)

PERIODI	Consistenze							Raccordo stock-flussi				
	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Strumenti derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	Totale	Totale in percentuale del GDP	Variazione del totale consistenze (a) = (b)+(c)	Aggiustamenti di valutazione (2) (b)	Flussi del conto finanziario (c)	
		di cui: azioni e fondi comuni	di cui: titoli di debito									
Attività												
2014	510	1,057	608	449	128	508	117	2,320	142.5	220	87	133
2015	530	1,177	705	472	100	508	120	2,435	147.1	115	-7	123
2016	544	1,265	758	507	92	504	129	2,534	149.4	99	23	76
2017	558	1,391	864	527	76	523	126	2,675	154.0	141	-7	148
2018	594	1,354	821	533	76	551	133	2,707	153.3	33	-71	104
2018 – 1° trim.	564	1,395	860	536	73	534	125	2,691	154.0	17	-33	49
2° trim.	578	1,400	863	536	75	552	127	2,732	155.6	41	14	27
3° trim.	583	1,431	885	546	73	556	124	2,767	157.2	35	-1	36
4° trim.	594	1,354	821	533	76	551	133	2,707	153.3	-60	-52	-9
2019 – 1° trim.	594	1,421	872	549	81	557	138	2,791	157.8	84	66	18
2° trim.	596	1,448	887	561	85	566	145	2,842	160.5	50	32	18
3° trim.	610	1,506	920	586	91	577	157	2,941	165.5	99	45	54
Passività												
2014	407	1,331	204	1,127	182	742	-	2,661	163.5	187	108	78
2015	423	1,394	254	1,140	141	797	-	2,755	166.4	94	10	84
2016	445	1,269	217	1,052	136	886	-	2,736	161.4	-19	-62	43
2017	456	1,308	263	1,045	107	938	-	2,808	161.7	72	-28	101
2018	482	1,146	216	930	107	1,055	-	2,790	158.0	-18	-92	73
2018 – 1° trim.	456	1,347	270	1,076	102	954	-	2,859	163.6	50	2	49
2° trim.	464	1,225	255	970	105	1,039	-	2,832	161.3	-27	-49	22
3° trim.	470	1,201	254	947	100	1,057	-	2,828	160.6	-4	-23	19
4° trim.	482	1,146	216	930	107	1,055	-	2,790	158.0	-38	-21	-16
2019 – 1° trim.	482	1,207	249	959	119	1,043	-	2,851	161.2	61	49	12
2° trim.	486	1,261	247	1,013	130	1,004	-	2,880	162.7	29	25	3
3° trim.	499	1,348	259	1,089	145	1,004	-	2,996	168.6	116	77	39
Posizione netta												
2014	103	-274	403	-678	-54	-233	117	-342	-21.0	34	-21	55
2015	107	-217	451	-668	-41	-288	120	-320	-19.3	22	-17	39
2016	98	-4	541	-545	-44	-381	129	-202	-11.9	118	85	33
2017	102	83	601	-518	-31	-415	126	-134	-7.7	68	21	48
2018	112	207	605	-398	-31	-504	133	-83	-4.7	51	20	31
2018 – 1° trim.	108	49	590	-541	-30	-419	125	-168	-9.6	-34	-34	1
2° trim.	114	175	608	-434	-29	-486	127	-100	-5.7	68	63	5
3° trim.	113	230	631	-400	-27	-501	124	-60	-3.4	39	23	17
4° trim.	112	207	605	-398	-31	-504	133	-83	-4.7	-23	-30	8
2019 – 1° trim.	112	214	624	-410	-38	-486	138	-60	-3.4	23	17	6
2° trim.	111	188	640	-452	-45	-437	145	-38	-2.2	22	7	15
3° trim.	111	158	661	-503	-55	-427	157	-55	-3.1	-17	-31	15

(1) Dati elaborati secondo gli standard internazionali pubblicati in FMI, *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6 ed., 2009 (BPM6). –
(2) Aggiustamenti di cambio, di prezzo e altri aggiustamenti in volume.

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	17.879	38.091	710	-2.842	-18.081	-667	-3.142	2.474
2014	30.904	49.346	-2.282	265	-16.425	2.830	-942	3.771
2015	23.529	54.144	-4.245	-11.413	-14.956	6.110	-1.183	7.294
2016	43.997	59.963	-4.082	4.794	-16.678	-2.645	-1.973	-673
2017	46.490	56.684	-4.637	9.201	-14.758	684	-1.188	1.872
2018	45.974	47.184	-2.602	18.802	-17.411	-604	-1.482	878
2018 – 1° trim.	5.119	9.866	-3.320	3.727	-5.153	-359	-363	4
2° trim.	11.508	13.698	760	57	-3.007	-177	-372	196
3° trim.	16.393	11.565	3.115	6.020	-4.307	2	-324	326
4° trim.	12.953	12.055	-3.157	8.998	-4.943	-71	-423	352
2019 – 1° trim.	4.291	10.329	-3.584	4.528	-6.982	-313	-361	47
2° trim.	13.674	15.250	1.301	-482	-2.395	-674	-458	-216
3° trim.	17.269	15.563	3.320	3.358	-4.972	-316	-561	245
2018 – gen.	-909	615	-992	711	-1.243	-101	-123	23
feb.	2.535	3.870	-1.079	1.446	-1.701	-101	-113	13
mar.	3.493	5.381	-1.250	1.571	-2.208	-158	-126	-32
apr.	3.442	3.823	-178	781	-983	-123	-116	-7
mag.	2.178	4.031	203	-1.355	-701	-144	-132	-12
giu.	5.888	5.844	735	631	-1.322	90	-124	215
lug.	7.576	6.250	1.103	1.524	-1.301	20	-112	132
ago.	5.630	3.338	1.287	2.457	-1.452	33	-90	123
set.	3.187	1.977	725	2.040	-1.554	-51	-123	71
ott.	5.492	4.388	-683	3.127	-1.340	35	-150	186
nov.	3.893	4.363	-1.615	2.524	-1.379	5	-141	147
dic.	3.568	3.304	-859	3.347	-2.224	-111	-131	20
2019 – gen.	-982	1.004	-1.158	871	-1.698	-102	-139	37
feb.	2.308	3.981	-1.190	1.823	-2.306	-80	-109	28
mar.	2.965	5.344	-1.235	1.834	-2.978	-131	-113	-18
apr.	3.724	3.510	15	1.031	-834	-239	-150	-89
mag.	4.038	5.691	528	-1.749	-432	-263	-165	-98
giu.	5.912	6.049	758	235	-1.129	-172	-143	-29
lug.	9.399	8.266	1.882	851	-1.600	-103	-203	100
ago.	4.621	3.674	946	1.693	-1.693	-58	-151	93
set.	3.250	3.623	492	813	-1.679	-155	-207	52
ott.	(8.572)	(8.230)	(-455)	(2.345)	(-1.548)	(306)	(54)	(252)
nov.	(4.921)	(5.865)	(-1.291)	(1.919)	(-1.573)	(89)	(-104)	(193)

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

(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	15,8	21,6	-27,5
2018	-29,5	10,8	-4,1	-22,9
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	3,5	2,3	6,9
4° trim.	2,0	11,6	-3,3	10,3
2019 – 1° trim.	-4,9	-0,3	-1,6	-6,8
2° trim.	1,4	-0,8	2,1	2,6
3° trim.	3,2	-1,3	-5,4	-3,5
Area dell'euro				
2017	-47,2	2,4	63,6	18,8
2018	85,4	78,8	44,0	208,2
2018 – 1° trim.	30,9	18,0	22,6	71,4
2° trim.	-18,4	32,2	3,9	17,7
3° trim.	47,0	8,3	17,0	72,3
4° trim.	26,0	20,4	0,5	46,9
2019 – 1° trim.	59,4	21,6	15,9	96,9
2° trim.	16,9	28,0	16,7	61,7
3° trim.	21,8	40,1	23,2	85,1

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	-3,1	-3,3	-11,1	91,9	-3,4	5,5	79,8	-3,2	-10,0	76,5	13,0
2014	14,3	-1,4	-16,0	82,3	-4,1	-1,3	75,2	-8,8	-28,0	66,4	4,7
2015	5,6	-1,1	-9,5	43,6	1,5	-1,1	40,1	10,7	8,0	50,7	-2,1
2016	-5,1	0,2	-8,0	63,3	0,5	-0,3	50,3	-7,4	-3,0	42,9	0,0
2017	-0,6	-2,4	-0,5	41,1	3,4	1,5	45,0	13,8	10,5	58,8	0,0
2018	5,2	-2,1	0,8	42,3	-4,5	0,8	44,7	-5,8	19,5	38,9	0,0
2017 – gen.	2,1	-2,1	7,3	24,0	-1,4	0,2	32,3	-34,3	-2,9	-2,1	0,0
feb.	-1,8	0,4	0,2	-10,9	1,1	-0,2	-11,7	20,7	-0,1	9,0	0,0
mar.	2,4	0,3	-0,2	18,5	1,0	-0,1	21,6	2,2	-0,2	23,7	0,0
apr.	1,2	0,1	0,5	7,4	0,2	0,2	9,5	-3,9	0,8	5,6	0,0
mag.	1,5	0,6	0,7	5,8	-0,3	0,7	8,3	-0,5	5,0	7,8	0,0
giu.	3,8	-0,9	0,2	-0,5	5,3	0,7	9,6	6,3	-5,8	15,9	0,0
lug.	0,1	0,2	0,3	21,5	-2,1	0,1	19,8	-32,9	0,3	-13,1	0,0
ago.	2,0	0,1	-0,1	-22,9	0,3	0,1	-20,5	22,2	-0,2	1,6	0,0
set.	2,2	-0,3	-0,8	3,3	0,8	-0,2	5,3	11,3	0,0	16,6	0,0
ott.	-0,6	0,4	-0,9	9,2	-1,8	-0,7	5,3	-1,3	0,8	4,0	0,0
nov.	-0,8	-0,7	-1,0	-13,4	0,6	-0,1	-14,7	20,2	17,4	5,5	0,0
dic.	-12,6	-0,5	-6,8	-0,9	-0,3	0,9	-19,7	3,8	-4,6	-15,9	0,0
2018 – gen.	5,7	-0,8	6,3	12,6	-2,1	0,0	22,5	-25,2	-9,1	-2,7	0,0
feb.	-1,1	-0,5	0,0	1,6	0,5	-0,4	0,6	6,2	16,0	6,8	0,0
mar.	2,4	-0,2	0,0	15,2	-0,2	-0,1	17,2	3,5	5,5	20,7	0,0
apr.	-2,3	-0,1	0,0	12,4	0,7	0,1	10,9	-7,3	2,0	3,6	0,0
mag.	-0,8	-0,5	-0,1	13,3	0,1	0,1	12,6	-5,4	0,0	7,1	0,0
giu.	-2,3	0,3	0,7	-5,7	0,8	0,8	-5,6	9,2	-4,8	3,6	0,0
lug.	5,6	-0,2	-0,2	17,0	-3,8	-1,3	17,3	-31,6	-2,5	-14,3	0,0
ago.	-2,3	0,4	-0,6	-13,8	0,1	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	4,8	15,4	-5,6	20,2	0,0
ott.	-1,2	0,2	0,0	4,6	-0,4	-0,7	2,2	1,0	-1,4	3,2	0,0
nov.	-0,1	-0,8	0,4	6,4	0,8	1,0	8,6	-3,3	2,1	5,3	0,0
dic.	2,7	0,7	-5,9	-26,6	-1,2	1,2	-29,8	16,9	18,4	-13,0	0,0
2019 – gen.	4,0	-1,1	8,0	29,4	-0,5	-0,6	40,4	-44,0	-14,0	-3,7	0,0
feb.	-3,9	-0,4	-0,1	4,0	-0,3	-0,1	-0,4	9,8	-2,0	9,4	0,0
mar.	0,2	-2,1	0,6	-3,2	-0,2	-0,1	-2,7	22,4	1,4	19,6	0,0
apr.	0,9	1,3	0,7	12,7	-0,2	0,3	14,3	-11,6	-1,4	2,8	0,0
mag.	-1,0	-0,6	0,3	-10,1	1,0	-0,5	-10,3	11,3	3,0	1,0	0,0
giu.	-1,8	-1,1	-0,4	23,1	-0,5	0,1	20,5	-20,5	-3,0	-0,1	0,0
lug.	5,8	1,6	-0,1	19,1	-2,3	1,3	23,8	-27,1	3,0	-3,2	0,0
ago.	-0,1	-1,3	1,8	-4,5	0,1	-0,2	-3,0	5,3	-3,0	2,3	0,0
set.	1,8	-0,3	1,0	-23,0	0,1	-1,0	-21,2	43,7	-10,0	22,6	0,0
ott.	-0,2	1,2	1,2	7,5	0,1	0,5	9,1	-9,8	-3,4	-0,7	-0,2
nov.	-5,2	-1,8	0,0	3,6	0,3	-0,3	-1,7	0,1	2,0	-1,6	-0,2

(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).

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 residenti ai paesi della UEM (3)	di cui: impieghi della liquidità	di cui: connesse con i prestiti dell'EFSF	
2013	218,2	79,2	140,6	1.594,9	134,2	48,0	34,1	2.135,8	37,6	10,0	24,7	55,6
2014	232,5	77,8	124,5	1.668,9	130,2	46,7	36,0	2.202,8	46,4	38,0	25,7	60,3
2015	238,1	76,7	115,0	1.708,5	132,2	45,6	33,9	2.239,3	35,7	30,0	26,9	58,2
2016	233,0	76,9	107,0	1.767,2	132,8	45,2	33,9	2.285,3	43,1	33,0	29,9	58,2
2017	232,4	74,4	106,6	1.806,7	136,3	46,8	33,9	2.328,7	29,3	22,5	32,2	58,2
2018	237,6	72,3	107,4	1.855,9	131,9	47,6	33,9	2.380,3	35,1	3,0	31,5	58,2
2017 – gen.	235,1	74,8	114,3	1.790,9	131,5	45,4	33,9	2.317,2	77,4	35,9	29,9	58,2
feb.	233,2	75,2	114,5	1.781,0	132,6	45,2	33,9	2.306,5	56,8	36,0	31,4	58,2
mar.	235,6	75,4	114,3	1.798,3	133,6	45,1	33,9	2.326,9	54,6	36,2	32,6	58,2
apr.	236,8	75,5	114,8	1.806,8	133,8	45,3	33,9	2.337,5	58,5	35,4	33,9	58,2
mag.	238,2	76,2	115,5	1.813,4	133,5	46,0	33,9	2.346,7	58,9	30,3	35,3	58,2
giu.	242,1	75,3	115,7	1.813,0	138,8	46,7	33,9	2.356,3	52,6	36,2	35,3	58,2
lug.	242,2	75,5	116,0	1.833,4	136,7	46,8	33,9	2.375,1	85,6	35,9	37,0	58,2
ago.	244,2	75,6	115,9	1.810,4	137,0	46,9	33,9	2.354,5	63,4	36,1	36,7	58,2
set.	246,4	75,2	115,2	1.813,0	137,8	46,7	33,9	2.359,0	52,1	36,1	35,2	58,2
ott.	245,7	75,7	114,3	1.822,1	136,0	46,0	33,9	2.364,2	53,3	35,3	34,7	58,2
nov.	245,0	74,9	113,3	1.808,3	136,6	45,9	33,9	2.349,0	33,1	17,9	35,3	58,2
dic.	232,4	74,4	106,6	1.806,7	136,3	46,8	33,9	2.328,7	29,3	22,5	32,2	58,2
2018 – gen.	238,1	73,7	112,9	1.819,1	134,3	46,8	33,9	2.351,1	54,5	31,6	33,5	58,2
feb.	237,0	73,2	112,8	1.821,1	134,8	46,5	33,9	2.352,1	48,3	15,6	34,4	58,2
mar.	239,4	72,9	112,8	1.835,0	134,5	46,3	33,9	2.368,0	44,8	10,1	33,2	58,2
apr.	237,1	72,8	112,8	1.847,0	135,3	46,4	33,9	2.378,6	52,1	8,1	34,8	58,2
mag.	236,3	72,3	112,7	1.861,9	135,3	46,5	33,9	2.392,7	57,6	8,1	35,9	58,2
giu.	234,0	72,6	113,4	1.857,5	136,1	47,3	33,9	2.388,4	48,4	12,9	33,8	58,2
lug.	239,6	72,4	113,2	1.876,4	132,3	46,1	33,9	2.407,6	80,0	15,4	35,1	58,2
ago.	237,3	72,9	112,6	1.863,3	132,4	46,1	33,9	2.391,7	65,1	16,4	34,8	58,2
set.	236,2	72,3	112,8	1.868,9	132,7	46,0	33,9	2.396,7	49,6	22,0	33,6	58,2
ott.	235,0	72,5	112,8	1.874,4	132,3	45,3	33,9	2.399,8	48,7	23,4	33,7	58,2
nov.	234,9	71,7	113,2	1.881,9	133,1	46,3	33,9	2.409,6	51,9	21,4	33,2	58,2
dic.	237,6	72,3	107,4	1.855,9	131,9	47,6	33,9	2.380,3	35,1	3,0	31,5	58,2
2019 – gen.	241,6	71,3	115,4	1.885,1	131,4	47,0	33,9	2.420,5	79,1	17,0	32,7	58,2
feb.	237,7	70,9	115,3	1.889,0	131,2	46,8	33,9	2.419,9	69,3	19,0	33,6	58,2
mar.	237,8	68,8	115,9	1.883,4	131,0	46,8	33,9	2.414,9	46,9	17,6	32,2	58,2
apr.	238,7	70,1	116,6	1.896,5	130,8	47,1	33,9	2.429,6	58,5	19,0	32,3	58,2
mag.	237,7	69,4	116,9	1.888,0	131,8	46,5	33,9	2.420,9	47,2	16,0	34,3	58,2
giu.	235,9	68,3	116,5	1.912,1	131,2	46,7	33,9	2.442,4	67,7	19,0	34,5	58,2
lug.	241,8	69,9	116,4	1.931,0	128,9	48,0	33,9	2.466,0	94,8	16,0	35,6	58,2
ago.	241,7	68,6	118,2	1.926,1	129,0	47,8	33,9	2.462,7	89,5	19,0	35,9	58,2
set.	243,5	68,4	119,2	1.900,8	129,0	46,7	33,9	2.439,2	45,8	29,0	36,5	58,2
ott.	243,3	69,6	120,4	1.906,8	129,1	47,2	33,7	2.446,8	55,5	32,4	37,3	58,0
nov.	238,1	67,7	120,4	1.909,8	129,4	46,9	33,5	2.444,6	55,4	30,4	38,7	57,8

(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).