



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Luglio 2018

3 | 2018



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 3 / 2018
Luglio

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

Relazione annuale

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

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

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

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

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

© Banca d'Italia, 2018

Per la pubblicazione cartacea: autorizzazione del Tribunale di Roma n. 290 del 14 ottobre 1983

Per la pubblicazione telematica: autorizzazione del Tribunale di Roma n. 9/2008 del 21 gennaio 2008

Direttore responsabile

Eugenio Gaiotti

Comitato di redazione

Sergio Santoro ed Eliana Viviano (coordinamento), Gaetano Basso, Andrea Colabella, Francesco Corsello, Pietro Cova, Ilaria De Angelis, Lucia Esposito, Elisa Guglielminetti, Giacomo Oddo

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

Riquadri: Valentina Aprigliano, Simone Auer, Laura Bartiloro, Alessandro Ferrari, Michele Loberto, Elena Mattevi, Davide delle Monache, Eliana Viviano

Indirizzo

Via Nazionale 91 – 00184 Roma – Italia

Telefono

+39 0647921

Sito internet

<http://www.bancaditalia.it>

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

ISSN 0393-2400 (stampa)

ISSN 2280-7632 (online)

Aggiornato con i dati disponibili al 6 luglio 2018, salvo diversa indicazione

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

INDICE

SINTESI	5
1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
1.1 Il ciclo internazionale	7
1.2 L'area dell'euro	10
1.3 I mercati finanziari internazionali	13
2 L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	16
2.2 Le imprese	18
2.3 Le famiglie	24
2.4 La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	25
2.5 Il mercato del lavoro	27
2.6 La dinamica dei prezzi	30
2.7 Le banche	32
2.8 Il mercato finanziario	38
2.9 Le prospettive	40
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	47

INDICE DEI RIQUADRI	
Le misure di politica monetaria adottate nel giugno 2018	12
L'attività economica nel secondo trimestre sulla base degli indicatori congiunturali	17
L'indagine annuale della Banca d'Italia sulle imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi privati non finanziari	19
Gli investimenti delle imprese italiane nell' <i>Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita</i>	21
Aspettative di inflazione e dinamica dei salari	29
L'offerta e la domanda di credito	35
Le ipotesi sottostanti allo scenario macroeconomico	40
Le stime dell' <i>output gap</i> in Italia	43

AVVERTENZE

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

Segni convenzionali:

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

SINTESI

Le prospettive globali restano favorevoli ma aumentano i rischi di politiche protezionistiche

Dopo il rallentamento osservato nel primo trimestre, le prospettive a breve termine dell'economia globale rimangono nel complesso favorevoli. Il commercio mondiale, pur continuando a espandersi, ha decelerato; è in aumento il rischio che gli scambi globali e l'attività delle imprese operanti sui mercati internazionali siano frenati dall'aggravarsi delle tensioni commerciali tra gli Stati Uniti e i principali partner economici.

La BCE terminerà gli acquisti netti di titoli ma manterrà a lungo condizioni espansive

Nell'area dell'euro la crescita prosegue, nonostante la decelerazione registrata negli ultimi mesi. Il Consiglio direttivo della BCE ha ritenuto che siano stati compiuti considerevoli progressi verso il raggiungimento di un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione verso livelli prossimi al 2 per cento nel medio periodo, ma che l'incertezza non si sia completamente dissipata. Di conseguenza prevede di interrompere a fine anno gli acquisti netti di titoli, ma di preservare un ampio grado di accomodamento monetario, mantenendo i tassi di interesse sugli attuali bassi livelli almeno fino a tutta l'estate del 2019, reinvestendo il capitale rimborsato dei titoli in scadenza e continuando a considerare il programma di acquisti tra gli strumenti disponibili.

In Italia l'attività ha continuato a espandersi, pur rallentando nel secondo trimestre

In Italia, secondo nostre stime, la crescita è proseguita, nonostante i segnali di rallentamento emersi nei mesi primaverili. Gli indicatori disponibili suggeriscono che nel secondo trimestre la produzione industriale sarebbe rimasta stazionaria, mentre l'attività nei servizi avrebbe continuato ad aumentare: nel complesso la dinamica del prodotto sarebbe stata attorno allo 0,2 per cento sul periodo precedente,

con rischi al ribasso legati alla debolezza nella manifattura.

Le esportazioni risentono del commercio mondiale

In tutte le principali economie dell'area le esportazioni hanno risentito, all'inizio dell'anno, del rallentamento del commercio mondiale. In Italia, dopo il marcato rialzo osservato nel 2017, le vendite all'estero sono diminuite nel primo trimestre.

La disoccupazione giovanile è in graduale riduzione

L'occupazione ha raggiunto valori prossimi a quelli massimi dell'inizio del 2008. In primavera l'incremento ha interessato sia la componente a termine sia quella a tempo indeterminato. La disoccupazione complessiva è rimasta stabile; quella giovanile è in graduale calo. È proseguita la tendenza al rialzo dei salari, la cui dinamica però rimane ancora modesta.

I prezzi dell'energia hanno spinto al rialzo l'inflazione

L'inflazione è salita, portandosi in giugno all'1,5 per cento; vi ha contribuito l'aumento delle quotazioni dei beni energetici. Anche l'inflazione di fondo ha recuperato dopo la forte diminuzione registrata in aprile, ma resta allo 0,7 per cento in giugno. Famiglie e imprese si attendono una dinamica dei prezzi ancora moderata nell'anno e meno accentuata rispetto alle valutazioni prevalenti nel marzo scorso.

L'andamento del credito alle imprese si conferma positivo

È proseguito l'aumento dei prestiti alle imprese, favorito, oltre che da condizioni di offerta distese e costi di finanziamento contenuti, dal buon andamento degli investimenti. La dinamica dei prestiti alle famiglie si è mantenuta solida, sia per l'acquisto di abitazioni sia per il credito

al consumo. L'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti erogati dalle banche ha continuato a diminuire.

La volatilità sui mercati finanziari è aumentata

Negli ultimi giorni di maggio e nei primi di giugno si è fortemente accentuata la volatilità sui mercati finanziari del nostro paese, in connessione con l'incertezza sulla formazione del nuovo Governo: i rendimenti dei titoli di Stato italiani sono aumentati, anche per le scadenze più brevi, e sono scesi i corsi di borsa, in particolare nel comparto bancario. Le tensioni sono state parzialmente riassorbite a partire dalla seconda settimana di giugno: i rendimenti a breve si sono ridotti in misura marcata; i premi per il rischio sovrano dell'Italia sulla durata decennale sono diminuiti di 48 punti base rispetto al momento di maggiore tensione, ma restano 111 punti al di sopra dei livelli registrati alla metà di maggio.

Le proiezioni per l'Italia incorporano una prosecuzione della crescita nel 2018-2020

Secondo le proiezioni macroeconomiche presentate in questo Bollettino, la crescita proseguirebbe nel prossimo triennio, anche se il suo ritmo risentirebbe in prospettiva dei più elevati prezzi del greggio. Sulla base dei dati annuali (non corretti per il numero di giornate lavorative), il PIL aumenterebbe dell'1,3 per cento quest'anno, dell'1,0 il prossimo e dell'1,2 nel 2020. Nel triennio l'inflazione, pur rimanendo lievemente inferiore a quella del complesso dell'area dell'euro, risalirebbe con gradualità anche nella componente di fondo; toccherebbe l'1,5 per cento nel 2020, nell'ipotesi che prosegua il miglioramento delle aspettative e che ciò si traduca in una progressiva ripresa delle retribuzioni nominali.

Questo scenario presuppone un contesto globale favorevole, condizioni di offerta del credito distese e un assetto monetario ampiamente espansivo che incorpora le decisioni di politica monetaria adottate dal Consiglio direttivo della BCE. Esso tiene conto delle misure di bilancio già approvate, mentre non include alcun provvedimento che non sia ancora definito con un sufficiente grado di dettaglio né presente nella legislazione. Ne discende un quadro dei conti pubblici compatibile con una graduale riduzione del rapporto tra il debito e il prodotto.

Rischi derivano soprattutto dall'evoluzione del commercio mondiale

I rischi per l'attività economica derivano in larga parte da un'accentuazione dell'orientamento protezionistico nelle principali aree economiche. Potrebbero aversi ripercussioni negative sulla domanda globale non solo mediante l'effetto diretto sugli scambi commerciali, ma anche attraverso la fiducia e i piani di investimento delle imprese. Aumenti repentini della volatilità sui mercati finanziari, in connessione con un riaccendersi dell'incertezza sulle politiche economiche, potrebbero ripercuotersi sul costo del finanziamento di famiglie e imprese. Sul mercato italiano il permanere di condizioni finanziarie favorevoli presuppone prospettive credibili di aggiustamento dei conti pubblici e di sostegno del potenziale di crescita di lungo periodo. Riguardo all'inflazione, rischi al ribasso deriverebbero dall'eventualità di una più debole attività economica; rischi al rialzo potrebbero invece provenire da nuovi aumenti delle quotazioni delle materie prime energetiche, che all'inizio di luglio hanno toccato i livelli massimi dalla fine del 2014.

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

Le prospettive a breve termine per l'economia globale rimangono nel complesso favorevoli, ma il commercio mondiale ha decelerato. Fattori di rischio significativi derivano dall'intensificarsi delle tensioni commerciali connesse con l'orientamento protezionistico dell'amministrazione statunitense. Oltre ad avere un effetto diretto sugli scambi, queste potrebbero ripercuotersi sulla fiducia e sui piani di investimento delle imprese attive sui mercati internazionali.

Le prospettive della crescita globale si mantengono favorevoli nel breve termine

L'attività economica nelle principali economie avanzate ha subito un rallentamento nei primi tre mesi del 2018 (soprattutto in Giappone; tav. 1), ma le

prospettive per il breve termine restano nel complesso favorevoli: le informazioni congiunturali relative al secondo trimestre preannunciano una crescita robusta negli Stati Uniti, sospinta dal continuo aumento dell'occupazione e del reddito disponibile delle famiglie; in Giappone e nel Regno Unito gli indicatori anticipatori, pur se scesi dai livelli massimi raggiunti alla fine dello scorso anno, rimangono compatibili con un'espansione del prodotto (fig. 1).

Tra i paesi emergenti, la crescita in Cina e in India si è confermata solida nel primo trimestre del 2018, anche se le informazioni più recenti indicano un moderato rallentamento nel secondo. Le prospettive economiche della Russia continuano gradualmente a migliorare; restano fragili in Brasile.

Il commercio mondiale ha tuttavia decelerato...

Nei primi tre mesi dell'anno il commercio mondiale, pur seguitando a espandersi

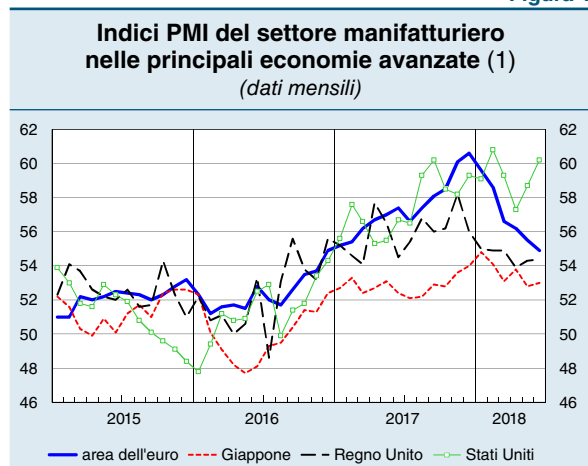
Tavola 1

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

Fonte: Thomson Reuters Datastream; OCSE, *OECD Economic Outlook*, maggio 2018; Banca d'Italia per il commercio mondiale.

(1) Dati mensili sull'indice dei prezzi al consumo. – (2) Dati destagionalizzati; variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno. – (3) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente. – (4) Elaborazioni su dati di contabilità nazionale e doganali. Dati trimestrali destagionalizzati, variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno.

Figura 1



Fonte: Markit, ISM e Thomson Reuters Datastream.

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

a ritmi sostenuti, ha rallentato rispetto a quelli – particolarmente elevati – osservati nel periodo precedente. A fronte di un'accelerazione delle importazioni dei paesi emergenti, si è registrato un marcato rallentamento di quelle dei paesi avanzati. Informazioni ancora preliminari relative ai mesi primaverili prefigurano un'ulteriore decelerazione degli scambi.

...e peggiorano le relazioni commerciali

L'amministrazione statunitense ha innalzato dal 6 luglio del 25 per cento i dazi sulle importazioni di beni cinesi per un valore di 34 miliardi di dollari; le autorità della Cina hanno immediatamente introdotto misure di pari entità alle quali gli Stati Uniti hanno reagito annunciando l'intenzione di inasprire i dazi del 10 per cento su altri 200 miliardi di importazioni dalla Cina. Dall'inizio di giugno sono inoltre entrati in vigore i nuovi dazi statunitensi sulle importazioni di acciaio e alluminio dall'Unione europea (UE), dal Canada e dal Messico, paesi che ne erano stati temporaneamente esentati (cfr. il capitolo 1: *L'evoluzione congiunturale e il commercio internazionale nella Relazione annuale sul 2017*); tali misure colpiscono beni europei per un valore di circa 8,5 miliardi di dollari (intorno al 2 per cento delle esportazioni totali della UE). L'Unione ha a sua volta innalzato i dazi su alcuni beni importati dagli Stati Uniti per un valore di 3,3 miliardi di dollari. In risposta, l'amministrazione statunitense ha minacciato ritorsioni sulle importazioni di autoveicoli europei.

L'inflazione rimane in media moderata

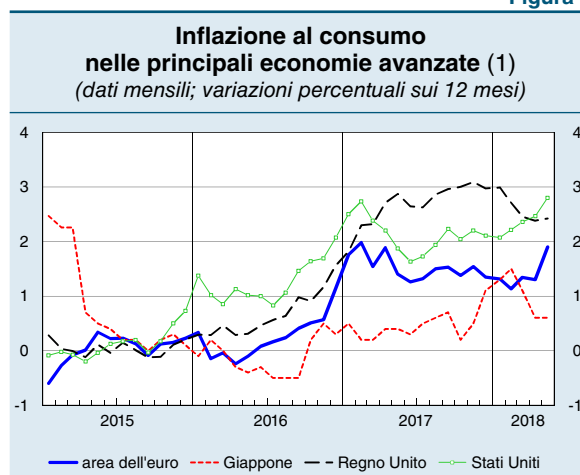
L'inflazione nelle principali economie avanzate si mantiene moderata. In maggio negli Stati Uniti è salita al 2,8 per cento sui dodici mesi, mentre è rimasta stabile nel Regno Unito (al 2,4 per cento) e in Giappone (allo 0,6; tav. 1 e fig. 2). Nei maggiori paesi emergenti i prezzi continuano a non mostrare segni di accelerazione significativa.

Le previsioni per l'attività e il commercio globali sono lievemente peggiorate...

Secondo le previsioni diffuse in maggio dall'OCSE, il PIL mondiale si espanderebbe del 3,8 per cento nel 2018 e del 3,9 nel 2019, appena al di sotto, per l'anno in corso, di quanto atteso a marzo (tav. 2). Sulla base di nostre stime gli scambi commerciali

L'amministrazione statunitense ha innalzato dal 6 luglio del 25 per cento i dazi sulle importazioni di

Figura 2



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

Tavola 2

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

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

internazionali quest'anno crescerebbero del 4,7 per cento (in linea con quanto previsto dall'OCSE), in rallentamento rispetto al 2017.

...e le misure protezionistiche accrescono l'incertezza

A livello globale sono aumentati i rischi derivanti dal possibile intensificarsi dell'incertezza economica e politica. Le tensioni scaturite a seguito delle misure protezionistiche annunciate e introdotte dagli Stati Uniti e delle minacce di ritorsioni provenienti dai partner commerciali potrebbero intaccare la fiducia delle imprese. Si sono inoltre riacutizzati i rischi geopolitici, anche successivamente all'annuncio dell'uscita degli Stati Uniti dall'accordo sul nucleare con l'Iran. L'incertezza sui futuri rapporti economici fra Regno Unito e UE rimane molto elevata, alla luce dei limitati progressi sul fronte dei negoziati relativi alla Brexit. Ulteriori rischi sono connessi con la possibilità che la rimozione dello stimolo monetario negli Stati Uniti si traduca in una marcata riduzione degli afflussi di capitale verso le economie emergenti.

I prezzi del petrolio si posizionano attorno ai massimi dal 2014

Le quotazioni del greggio, dopo il lieve calo registrato in giugno, hanno ripreso a salire, toccando nella prima settimana di luglio i livelli massimi dalla fine del 2014 (fig. 3); vi ha contribuito prevalentemente una sostenuta domanda globale che si è accompagnata a una sensibile riduzione delle scorte, malgrado l'incremento della produzione statunitense e la decisione da parte dell'OPEC di rivedere l'accordo sui tagli alla produzione per compensare le contrazioni dell'offerta in Venezuela e Iran. Le quotazioni dei futures prospettano una diminuzione dei prezzi nel medio periodo rispetto agli attuali livelli, più contenuta per la qualità Brent.

La Riserva federale ha aumentato i tassi ufficiali

Come atteso, nella riunione del 13 giugno la Riserva federale ha alzato di 25 punti base l'intervallo obiettivo dei tassi di interesse sui federal funds, a 1,75-2,00 per cento. Le quotazioni dei futures sui federal funds e le aspettative del Federal Open Market Committee continuano a prefigurare altri due rialzi nel corso di quest'anno (fig. 4). La Banca d'Inghilterra e la Banca del Giappone non hanno modificato i propri orientamenti di politica monetaria. In Cina la Banca centrale, pur mantenendo un indirizzo nel complesso restrittivo, ha lievemente allentato le condizioni monetarie, riducendo di 150 punti base il coefficiente di riserva obbligatoria sui depositi.

A livello globale sono aumentati i rischi derivanti dal possibile intensificarsi dell'incertezza economica e politica. Le tensioni scaturite a seguito delle misure protezionistiche annunciate e introdotte dagli Stati Uniti e delle minacce di ritorsioni provenienti dai partner commerciali potrebbero intaccare la fiducia delle imprese. Si sono inoltre riacutizzati i rischi geopolitici, anche successivamente all'annuncio dell'uscita degli Stati Uniti dall'accordo sul nucleare con l'Iran. L'incertezza sui futuri rapporti economici fra Regno Unito e UE rimane molto elevata, alla luce dei limitati progressi sul fronte dei negoziati relativi alla Brexit. Ulteriori rischi sono connessi con la possibilità che la rimozione dello stimolo monetario negli Stati Uniti si traduca in una marcata riduzione degli afflussi di capitale verso le economie emergenti.

Le quotazioni del greggio, dopo il lieve calo registrato in giugno, hanno ripreso a salire, toccando nella prima settimana di luglio i livelli massimi dalla fine del 2014 (fig. 3); vi ha contribuito prevalentemente una sostenuta domanda globale che si è accompagnata a una sensibile riduzione delle scorte, malgrado l'incremento della produzione statunitense e la decisione da parte dell'OPEC di rivedere l'accordo sui tagli alla produzione per compensare le contrazioni dell'offerta in Venezuela e Iran. Le quotazioni dei futures prospettano una diminuzione dei prezzi nel medio periodo rispetto agli attuali livelli, più contenuta per la qualità Brent.

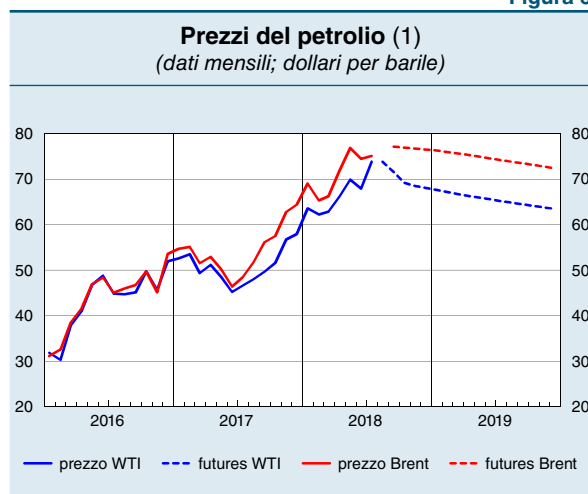
Le quotazioni del greggio, dopo il lieve calo registrato in giugno, hanno ripreso a salire, toccando nella prima settimana di luglio i livelli massimi dalla fine del 2014 (fig. 3); vi ha contribuito prevalentemente una sostenuta domanda globale che si è accompagnata a una sensibile riduzione delle scorte, malgrado l'incremento della produzione statunitense e la decisione da parte dell'OPEC di rivedere l'accordo sui tagli alla produzione per compensare le contrazioni dell'offerta in Venezuela e Iran. Le quotazioni dei futures prospettano una diminuzione dei prezzi nel medio periodo rispetto agli attuali livelli, più contenuta per la qualità Brent.

Come atteso, nella riunione del 13 giugno la Riserva federale ha alzato di 25 punti base l'intervallo obiettivo dei tassi di interesse sui federal funds, a 1,75-2,00 per cento. Le quotazioni dei futures sui federal funds e le aspettative del Federal Open Market Committee continuano a prefigurare altri due rialzi nel corso di quest'anno (fig. 4). La Banca d'Inghilterra e la Banca del Giappone non hanno modificato i propri orientamenti di politica monetaria. In Cina la Banca centrale, pur mantenendo un indirizzo nel complesso restrittivo, ha lievemente allentato le condizioni monetarie, riducendo di 150 punti base il coefficiente di riserva obbligatoria sui depositi.

Come atteso, nella riunione del 13 giugno la Riserva federale ha alzato di 25 punti base l'intervallo obiettivo dei tassi di interesse sui federal funds, a 1,75-2,00 per cento. Le quotazioni dei futures sui federal funds e le aspettative del Federal Open Market Committee continuano a prefigurare altri due rialzi nel corso di quest'anno (fig. 4). La Banca d'Inghilterra e la Banca del Giappone non hanno modificato i propri orientamenti di politica monetaria. In Cina la Banca centrale, pur mantenendo un indirizzo nel complesso restrittivo, ha lievemente allentato le condizioni monetarie, riducendo di 150 punti base il coefficiente di riserva obbligatoria sui depositi.

Come atteso, nella riunione del 13 giugno la Riserva federale ha alzato di 25 punti base l'intervallo obiettivo dei tassi di interesse sui federal funds, a 1,75-2,00 per cento. Le quotazioni dei futures sui federal funds e le aspettative del Federal Open Market Committee continuano a prefigurare altri due rialzi nel corso di quest'anno (fig. 4). La Banca d'Inghilterra e la Banca del Giappone non hanno modificato i propri orientamenti di politica monetaria. In Cina la Banca centrale, pur mantenendo un indirizzo nel complesso restrittivo, ha lievemente allentato le condizioni monetarie, riducendo di 150 punti base il coefficiente di riserva obbligatoria sui depositi.

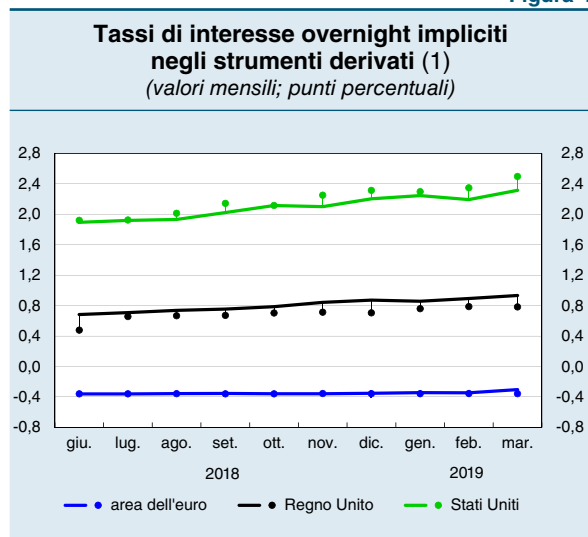
Figura 3



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

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

Figura 4



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.

(1) Tasso di interesse atteso implicito nelle quotazioni degli *overnight indexed swaps* (OIS). La linea continua indica i tassi previsti il 13 aprile 2018, i punti segnalano quelli previsti il 6 luglio 2018.

1.2 L'AREA DELL'EURO

All'inizio del 2018 la crescita nell'area dell'euro ha rallentato rispetto ai ritmi sostenuti dello scorso anno; sarebbe rimasta moderata anche in primavera. L'inflazione è in aumento, ma la componente di fondo resta su livelli contenuti. Valutando significativi i progressi nell'aggiustamento dell'inflazione, ma ancora elevata l'incertezza, il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) prevede di terminare gli acquisti netti di titoli, mantenendo tuttavia a lungo un ampio grado di accomodamento monetario.

La crescita proseguirebbe a un passo moderato

Nel primo trimestre del 2018 il PIL dell'area è cresciuto dello 0,4 per cento sul periodo precedente (tav. 3), in deciso rallentamento rispetto all'andamento piuttosto sostenuto del 2017. L'attività è stata sospinta dalla domanda interna, soprattutto dai consumi privati; le esportazioni nette hanno invece fornito un contributo negativo. Gli indicatori congiunturali più recenti suggeriscono che il prodotto avrebbe continuato a espandersi a una velocità contenuta anche in primavera. La decelerazione nel primo trimestre è stata particolarmente accentuata in Francia e in Germania.

In giugno l'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che stima la dinamica di fondo del PIL dell'area, è nuovamente sceso, portandosi a 0,48 (da 0,55 in maggio; fig. 5). Nelle inchieste più

Tavola 3

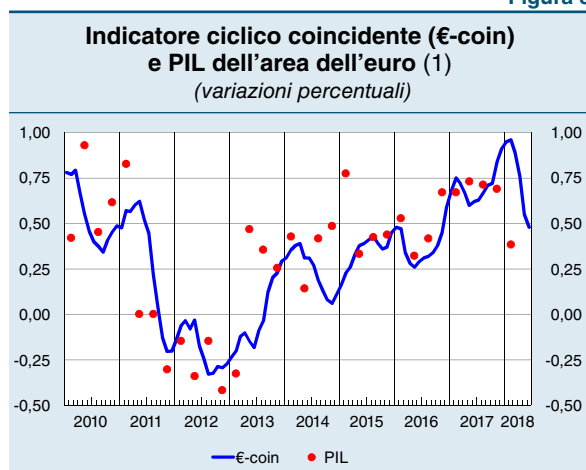
Crescita del PIL e inflazione nell'area dell'euro (punti percentuali)

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

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat. I numeri tra parentesi indicano stime preliminari.

(1) Serie trimestrali destagionalizzate e corrette per i giorni lavorativi; variazioni percentuali sul periodo precedente, non rapportate ad anno. – (2) Variazione rispetto al periodo corrispondente. – (3) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 19 paesi.

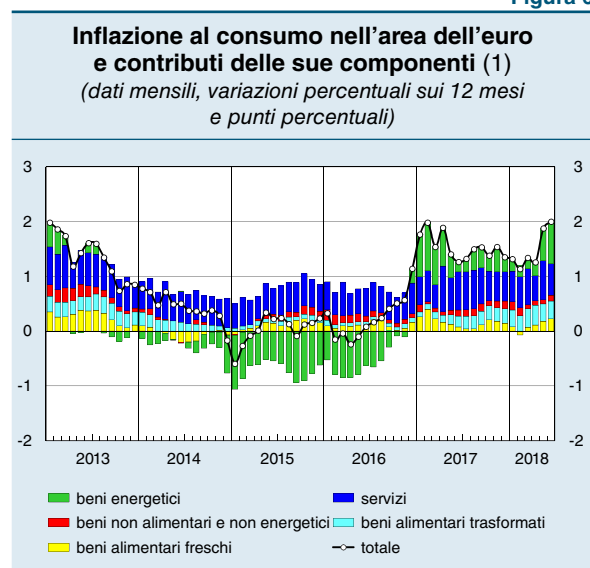
Figura 5



Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.

(1) Per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. il riquadro: *€-coin e la congiuntura dell'area dell'euro*, in *Bollettino economico*, 57, 2009. Dettagli sull'indicatore sono disponibili sul sito della Banca d'Italia: *Indicatore €-coin: giugno 2018*. Per il PIL, dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente. Per €-coin, stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche.

Figura 6



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e BCE.

(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo; per giugno 2018 dati preliminari.

recenti le valutazioni di famiglie e imprese sono improntate a una maggiore cautela rispetto all'inizio dell'anno: il clima di fiducia dei consumatori e delle imprese è diminuito. Gli indici PMI si sono ulteriormente ridotti nella manifattura mentre sono aumentati nei servizi.

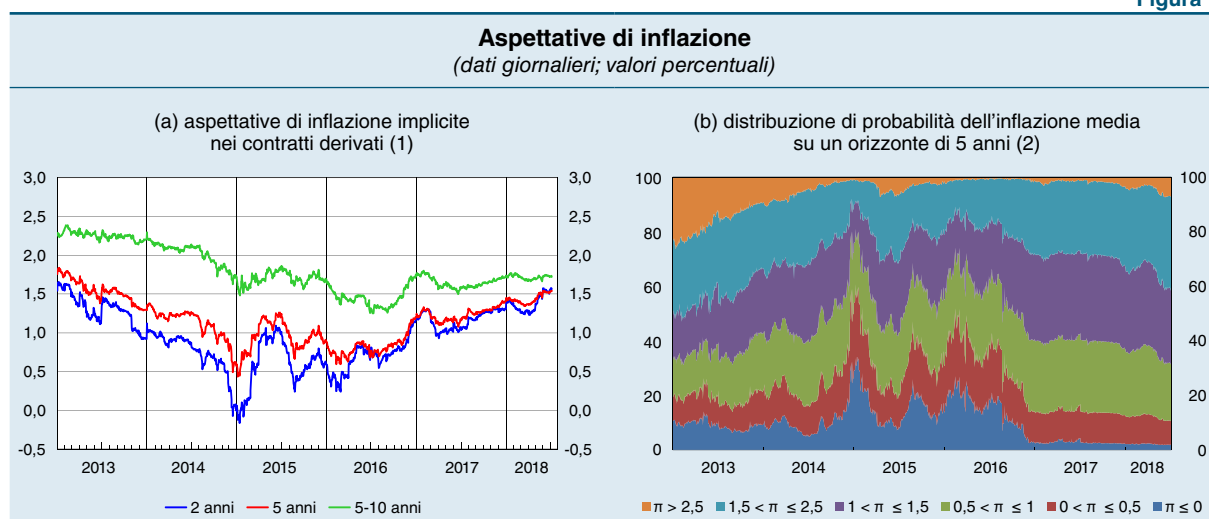
Sulla base delle proiezioni elaborate dalle banche centrali dell'Eurosistema diffuse in giugno, nel complesso del 2018 il PIL crescerebbe del 2,1 per cento, con una lieve revisione al ribasso rispetto alle valutazioni di marzo.

L'inflazione aumenta, anche se la componente di fondo resta contenuta

In primavera l'inflazione sui dodici mesi si è rafforzata, salendo in giugno al 2,0 per cento secondo la stima preliminare (fig. 6). L'incremento è stato sostenuto dai prezzi dell'energia e dei beni alimentari. L'inflazione di fondo è ancora contenuta, attestandosi all'1,0 per cento. In base alle proiezioni dell'Eurosistema diffuse in giugno, l'inflazione sarebbe pari all'1,7 per cento nella media di quest'anno (1,1 al netto delle componenti più volatili), rivista al rialzo rispetto a marzo.

Tra febbraio e gli inizi di luglio le aspettative di inflazione desunte dai rendimenti degli *inflation swaps* sono aumentate di circa tre decimi sull'orizzonte a due anni e di circa un decimo su quello tra cinque e dieci anni in avanti, portandosi rispettivamente all'1,6 e all'1,7 per cento (fig. 7.a). La probabilità di deflazione nei prossimi cinque anni implicita nei prezzi delle opzioni sul tasso di inflazione si è mantenuta su valori pressoché nulli (fig. 7.b).

Figura 7



Fonte: Bloomberg.

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

Rimane opportuno un ampio grado di accomodamento monetario

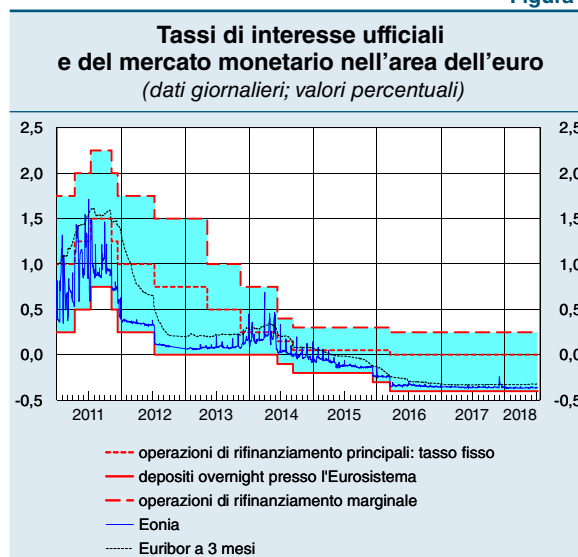
Nella riunione del 14 giugno il Consiglio direttivo della BCE ha ritenuto che i progressi compiuti verso il raggiungimento di un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo siano stati considerevoli, anche se l'incertezza non si è completamente dissipata; pertanto si aspetta di concludere gli acquisti netti di attività alla fine dell'anno, preservando però un ampio grado di accomodamento monetario (fig. 8), considerato ancora necessario per raggiungere l'obiettivo di inflazione nel medio periodo

(cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate nel giugno 2018*).

Al 6 luglio il valore in bilancio dei titoli pubblici acquistati dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisti di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme, APP*) era pari a 2.014 miliardi, quello delle obbligazioni bancarie garantite a 255, quelli delle *asset-backed securities* e delle obbligazioni societarie a 27 e a 163, rispettivamente. Alla fine di giugno il valore dei titoli pubblici italiani acquistati ammontava a 349 miliardi (di cui 314 da parte della Banca d'Italia).

Il valore delle attività detenute che giungeranno a scadenza nei prossimi dodici mesi e saranno reinvestite dall'Eurosistema è pari a 193 miliardi, di cui l'81 per cento è costituito da titoli pubblici.

Figura 8



Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.

LE MISURE DI POLITICA MONETARIA ADOTTATE NEL GIUGNO 2018

Nella riunione dello scorso 14 giugno il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha dichiarato che sono stati compiuti considerevoli progressi in direzione di un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo, pur se restano ampi i margini di incertezza. Tale valutazione si fonda tra l'altro sulle più recenti proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema, che mostrano un graduale rafforzamento della dinamica di prezzi e salari e una minore incertezza riguardo tale evoluzione. Considerando che il raggiungimento di questi progressi costituiva l'obiettivo del programma ampliato di acquisti di attività finanziarie dell'Eurosistema (*Expanded Asset Purchase Programme, APP*), il Consiglio ha pertanto deciso di ricalibrare il pacchetto di misure non convenzionali di politica monetaria, mantenendo comunque un ampio grado di accomodamento monetario.

Il Consiglio ha comunicato inoltre che, se i dati macroeconomici confermeranno le attuali prospettive di medio termine per l'inflazione, il ritmo di acquisti mensili nell'ambito dell'APP sarà ridotto a 15 miliardi (dagli attuali 30) a partire dal mese di ottobre e gli acquisti netti si concluderanno nel dicembre 2018; ha poi espresso l'intenzione di continuare a reinvestire il capitale rimborsato dei titoli in scadenza nell'ambito dell'APP per un prolungato periodo di tempo dopo la conclusione degli acquisti netti di attività e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.

Il Consiglio direttivo ha lasciato invariati i tassi di interesse ufficiali; prevede di mantenerli sui bassi livelli attuali almeno fino a tutta l'estate del 2019 e in ogni caso finché sarà necessario per assicurare che l'evoluzione dell'inflazione resti in linea con un profilo di aggiustamento durevole verso l'obiettivo di stabilità dei prezzi.

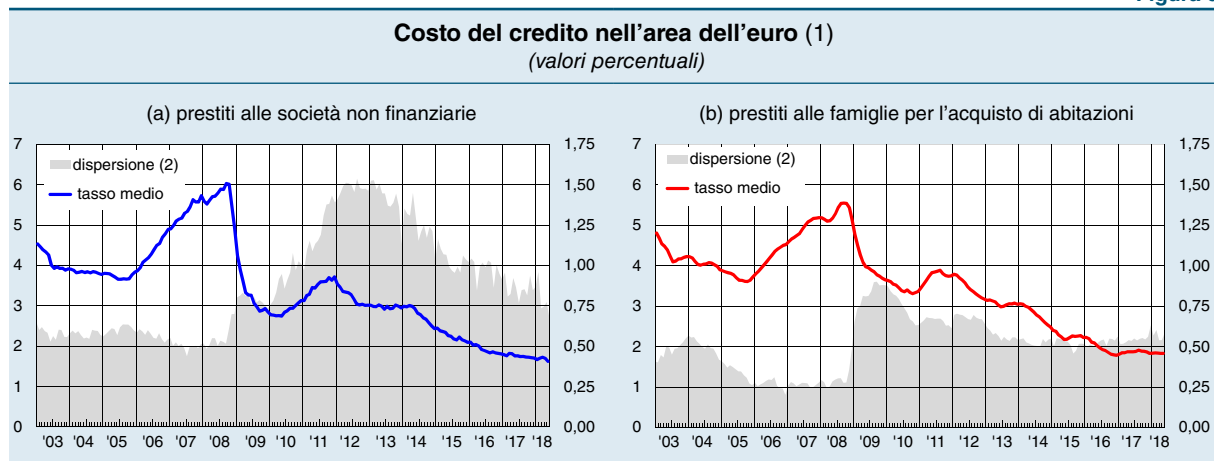
Secondo il Consiglio, per rafforzare sia l'accumularsi di pressioni interne sui prezzi sia la dinamica dell'inflazione complessiva è ancora opportuno un sostegno significativo da parte della politica monetaria, il cui attuale ampio grado di accomodamento deve pertanto essere mantenuto. Il Consiglio direttivo ha inoltre ribadito di rimanere in ogni caso pronto ad adeguare tutti i suoi strumenti, ove venga ritenuto utile, per assicurare che l'inflazione continui ad avvicinarsi stabilmente al livello coerente con l'obiettivo.

La progressiva ricalibrazione delle misure di politica monetaria, grazie alla gradualità con cui è stata attuata e all'attenta comunicazione, è avvenuta senza determinare reazioni avverse nei mercati azionari né aumenti repentini dei rendimenti a lungo termine in quelli finanziari.

A seguito degli annunci la curva dei tassi Eonia swap si è appiattita, segnalando un differimento della data in cui i mercati si attendono il primo rialzo dei tassi ufficiali; l'euro si è deprezzato dell'1,0 per cento nei confronti del dollaro e dello yen e dello 0,8 rispetto alla sterlina; i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni si sono ridotti di circa cinque punti base nella maggior parte dei paesi dell'area.

Prosegue l'espansione del credito Sulla base dei dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni, nei tre mesi terminanti in maggio il credito alle società non finanziarie nell'area dell'euro è cresciuto del 4,7 per cento in ragione d'anno; la dinamica dei prestiti sui dodici mesi resta sostenuta in Francia, Germania, Irlanda, Italia e Portogallo, ma è ancora negativa in Grecia, Paesi Bassi e Spagna (cfr. il par. 2.7). Il credito alle famiglie è aumentato del 3,2 per cento sui tre mesi, riflettendo l'andamento dei finanziamenti in Francia, Germania e Italia; la crescita rimane pressoché nulla o negativa negli altri paesi. Il costo dei nuovi prestiti alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasto su valori storicamente bassi (1,4 e 1,8 per cento in maggio, rispettivamente); la dispersione dei tassi di interesse tra paesi si è mantenuta su livelli contenuti (fig. 9).

Figura 9



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

1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

Dalla fine di aprile i rendimenti a lungo termine sono scesi negli Stati Uniti e in Germania; nella seconda metà di maggio si è verificato un forte incremento dei premi per il rischio sovrano nel complesso dell'area dell'euro, accompagnato da un aumento temporaneo della volatilità. La moneta unica si è lievemente indebolita nei confronti delle principali valute.

I rendimenti a lungo termine hanno mostrato andamenti eterogenei Nel secondo trimestre i rendimenti dei titoli pubblici decennali hanno mostrato andamenti non uniformi: a fronte del calo registrato dalla fine di aprile in Germania e negli Stati Uniti, sono saliti in alcuni paesi dell'area dell'euro (fig. 10).

La volatilità è temporaneamente salita

Fino alla metà di maggio i corsi azionari avevano continuato a crescere nelle maggiori economie avanzate. In seguito la tendenza è gradualmente venuta meno, anche per effetto dei timori derivanti dall'intensificarsi delle tensioni commerciali a livello globale (fig. 11). La volatilità implicita si è temporaneamente accentuata, soprattutto nell'area dell'euro e nel comparto dei titoli di Stato (fig. 12). Le quotazioni azionarie nei paesi emergenti sono nel complesso diminuite, in particolare in Brasile, Messico e Turchia.

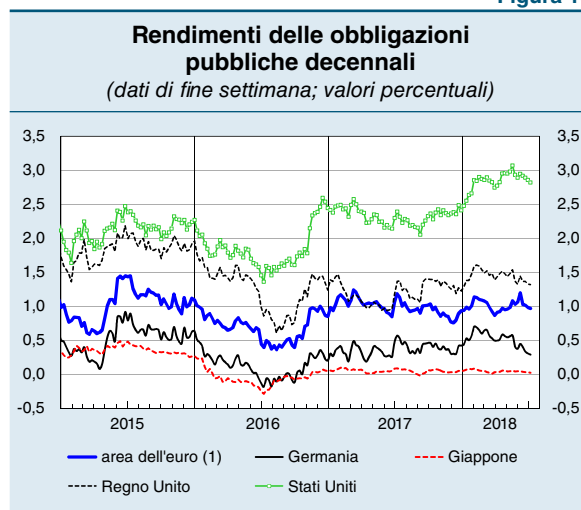
I premi per il rischio sovrano nell'area dell'euro sono aumentati

Le rinnovate tensioni finanziarie hanno concorso a determinare una riallocazione dei portafogli degli investitori verso attività considerate più sicure, producendo un incremento dei premi per il rischio sovrano dei paesi ritenuti maggiormente vulnerabili (cfr. il par. 2.8). Nel secondo trimestre i tassi di interesse dei titoli di Stato decennali tedeschi si sono ridotti di 21 punti base, allo 0,3 per cento, riflettendo fra l'altro l'atteggiamento ancora accomodante della politica monetaria dell'Eurosistema; anche in connessione con l'incertezza sulla formazione del Governo nel nostro paese registrata tra la fine di maggio e l'inizio di giugno, nel complesso del trimestre i differenziali di rendimento fra i titoli di Stato decennali e i corrispondenti titoli tedeschi sono cresciuti in Italia, Portogallo e Spagna (di 113, 40, e 35 punti base, rispettivamente; fig. 13), e in misura più contenuta in Francia, Belgio e Irlanda (di 13, 12 e 9 punti base, rispettivamente). Il differenziale relativo ai titoli di Stato decennali della Grecia, dopo un significativo aumento dalla metà di maggio, è diminuito in misura marcata per

Fino alla metà di maggio i corsi azionari avevano continuato a crescere nelle maggiori economie avanzate.

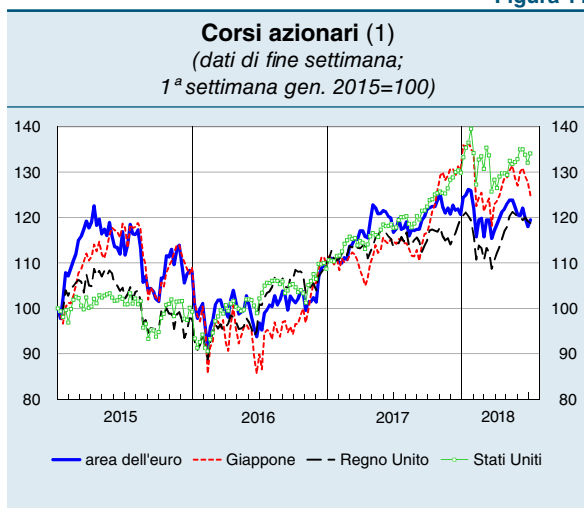
Le rinnovate tensioni finanziarie hanno concorso a determinare una riallocazione dei portafogli degli investitori verso attività

Figura 10



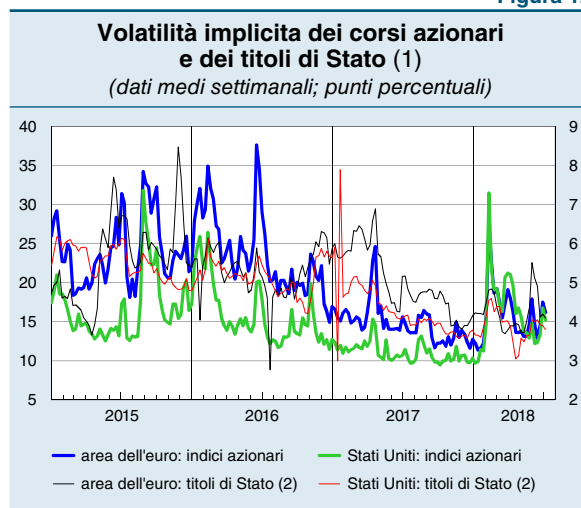
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.
(1) Rendimenti medi dei titoli di Stato benchmark decennali dei paesi dell'area dell'euro, ponderati con il PIL a prezzi concatenati del 2010; il dato esclude Cipro, Estonia, Grecia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Slovacchia e Slovenia.

Figura 11



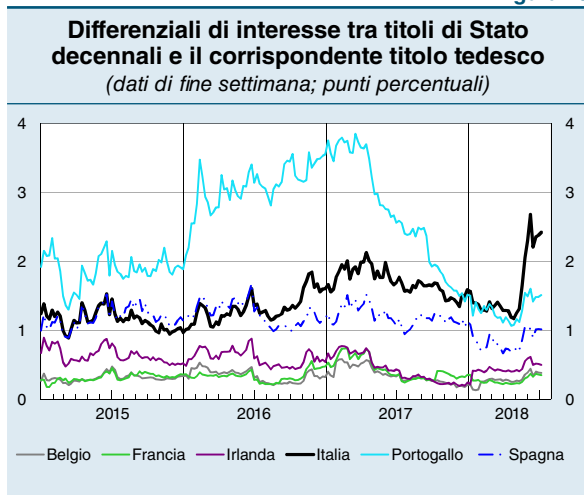
Fonte: Thomson Reuters Datastream.
(1) Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Nikkei 225 per il Giappone, FTSE All Share per il Regno Unito e Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti.

Figura 12



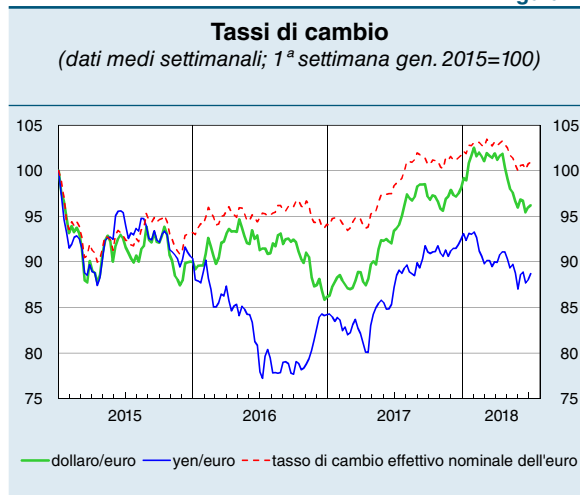
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.
(1) Indici azionari: indice VSTOXX per l'area dell'euro e indice VIX per gli Stati Uniti. Titoli di Stato: volatilità implicita nelle opzioni sui contratti futures sul Bund tedesco per l'area dell'euro e sul Treasury Note per gli Stati Uniti. -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

Figura 13



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.

Figura 14



Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.

effetto dell'accordo relativo all'uscita dal piano di sostegno finanziario del Meccanismo europeo di stabilità (European Stability Mechanism, ESM); nel complesso del primo trimestre è in calo di 15 punti base.

L'euro è tornato a deprezzarsi

Dalla metà di aprile la valuta comune si è deprezzata del 5,0 per cento sul dollaro e dell'1,0 rispetto allo yen, mentre si è apprezzata nei confronti della sterlina (1,0).

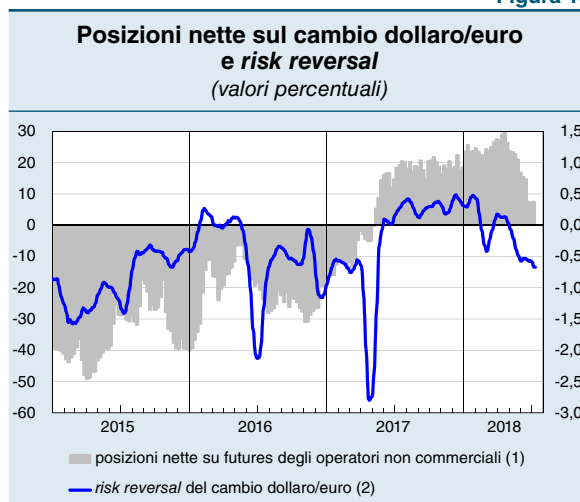
In termini effettivi nominali, il deprezzamento della moneta unica è stato pari al 2,0 per cento (fig. 14). Le prospettive per l'evoluzione del cambio tra l'euro e il dollaro sono divenute più incerte. Da un lato, sui mercati dei derivati le posizioni lunghe (quindi di acquisto) degli operatori non commerciali sulla valuta comune contro quella statunitense si sono ridotte, ma continuano a segnalare attese di un apprezzamento bilaterale dell'euro. Dall'altro, per effetto delle recenti turbolenze sui mercati finanziari dell'area, l'indicatore che misura l'asimmetria delle attese a breve termine sul cambio dell'euro rispetto al dollaro (*risk reversal* a un mese) si è portato in territorio negativo, segnalando che il costo per assicurarsi contro un significativo apprezzamento bilaterale della moneta statunitense è diventato superiore a quello relativo a un suo forte deprezzamento (fig. 15).

Le condizioni sui mercati finanziari dei paesi emergenti sono peggiorate

Le condizioni sui mercati finanziari delle economie emergenti si sono deteriorate dalla metà di aprile, sebbene in misura differenziata tra paesi. Il deprezzamento nei confronti del dollaro è stato particolarmente marcato per il peso argentino e la lira turca, nonostante i ripetuti interventi a sostegno e i forti rialzi dei tassi di interesse. Alla fine di giugno il Fondo monetario internazionale ha approvato l'erogazione di una linea di credito della durata di tre anni per un ammontare di 50 miliardi di dollari in favore dell'Argentina.

Il deprezzamento nei confronti del dollaro è stato particolarmente marcato per il peso argentino e la lira turca, nonostante i ripetuti interventi a sostegno e i forti rialzi dei tassi di interesse. Alla fine di giugno il Fondo monetario internazionale ha approvato l'erogazione di una linea di credito della durata di tre anni per un ammontare di 50 miliardi di dollari in favore dell'Argentina.

Figura 15



Fonte: BCE, Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.

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

2 L'ECONOMIA ITALIANA

2.1 LA FASE CICLICA

L'attività economica, pur rallentando, ha continuato a crescere nei primi mesi del 2018. Nel secondo trimestre l'espansione del prodotto sarebbe proseguita attorno allo 0,2 per cento, con rischi complessivamente orientati al ribasso in relazione all'andamento della manifattura.

Il PIL è aumentato nel primo trimestre

Nei primi tre mesi di quest'anno il PIL è salito dello 0,3 per cento, in lieve rallentamento rispetto all'ultimo trimestre del 2017 (fig. 16). L'attività è stata sostenuta dalla variazione delle scorte, tornata positiva dopo il decumulo registrato nei due trimestri precedenti. Al netto di questa componente, la domanda nazionale ha fornito un contributo nullo: l'accelerazione della spesa delle famiglie è stata compensata da una minore accumulazione di

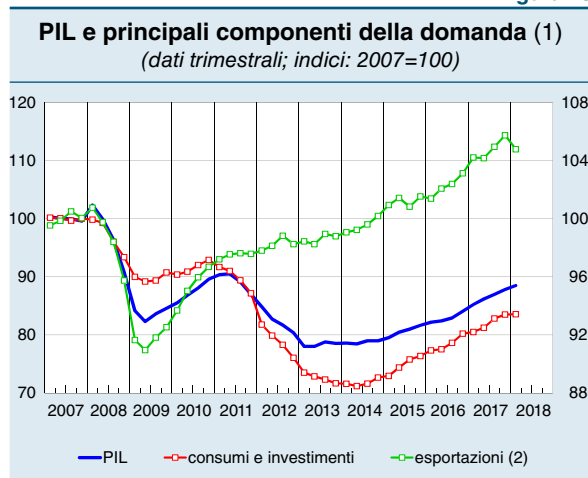
Tavola 4

PIL e principali componenti (1)					
(variazioni percentuali sul periodo precedente)					
VOCI	2017			2018	
	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
PIL	0,4	0,3	0,4	0,3	1,5
Importazioni totali	1,6	1,4	0,5	-0,9	5,3
Domanda nazionale (2)	0,9	0,2	0,0	0,7	1,3
Consumi nazionali	0,1	0,2	0,0	0,3	1,1
spesa delle famiglie (3)	0,1	0,3	0,0	0,4	1,4
altre spese (4)	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1
Investimenti fissi lordi	1,4	2,9	1,5	-1,4	3,8
costruzioni	-0,1	0,8	0,8	0,0	1,1
altri beni	2,7	4,7	2,1	-2,4	6,1
Variaz. delle scorte (5) (6)	0,6	-0,5	-0,3	0,7	-0,2
Esportazioni totali	-0,1	1,8	1,8	-2,1	5,4
Esportazioni nette (6)	-0,5	0,2	0,4	-0,4	0,2

Fonte: Istat.

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

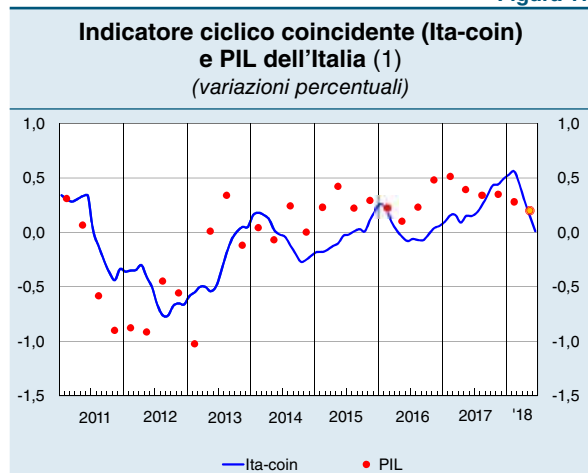
Figura 16



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Figura 17



Fonte: Banca d'Italia e Istat.

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

capitale. La contrazione degli investimenti diversi dalle costruzioni potrebbe essere temporanea, a seguito dell'anticipazione agli ultimi tre mesi del 2017 di parte della spesa programmata, per l'incertezza allora prevalente sul rinnovo degli incentivi fiscali in scadenza alla fine dell'anno e poi estesi al 2018. Gli investimenti in costruzioni hanno ristagnato (cfr. il par. 2.2). L'interscambio con l'estero ha segnato un calo delle esportazioni più marcato di quello delle importazioni, sottraendo 0,4 punti percentuali alla crescita del PIL (tav. 4). Il valore aggiunto ha continuato ad aumentare in misura moderata nei servizi (0,3 per cento), mentre nell'industria in senso stretto e nelle costruzioni è rimasto pressoché invariato.

La crescita si sarebbe attenuata in primavera In base a nostre stime, nel secondo trimestre la crescita sarebbe proseguita a un ritmo appena inferiore a quello del periodo precedente (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel secondo trimestre sulla base degli indicatori congiunturali*). In giugno l'indicatore Ita-coin elaborato dalla Banca d'Italia ha continuato a scendere (a 0,01 da 0,15 in maggio; fig. 17), registrando il rallentamento dell'attività industriale e del ciclo economico nell'area. Gli indici dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers index*, PMI) forniscono segnali lievemente più favorevoli, soprattutto nel settore dei servizi.

L'ATTIVITÀ ECONOMICA NEL SECONDO TRIMESTRE SULLA BASE DEGLI INDICATORI CONGIUNTURALI

Le informazioni più recenti, elaborate utilizzando i modelli statistici della Banca d'Italia¹, suggeriscono che nel secondo trimestre del 2018 il PIL sarebbe cresciuto attorno allo 0,2 per cento in termini congiunturali (dallo 0,3 nel periodo precedente; figura A). L'intervallo di incertezza è quantificabile in 0,1 punti percentuali al di sopra e al di sotto della proiezione centrale; il quadro dei rischi è complessivamente orientato al ribasso in relazione all'andamento della manifattura. Nella media del trimestre primaverile l'attività sarebbe ancora aumentata nel settore terziario, pur con un passo più moderato, mentre si sarebbe confermata debole nell'industria in senso stretto, dove era appena diminuita nei tre mesi precedenti. Il valore aggiunto delle costruzioni avrebbe ripreso a espandersi dopo la battuta d'arresto registrata nel primo trimestre dell'anno.

L'indice dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers index*, PMI) del settore dei servizi continua a segnare un'espansione anche se si è ridotto nel secondo trimestre (figura B), dopo aver toccato, nel periodo precedente, il valore massimo dall'avvio della crisi finanziaria. Tra gli altri indicatori inclusi nei modelli di previsione dell'attività dei servizi, sarebbe stato nullo il contributo fornito dalla nascita di nuove imprese.

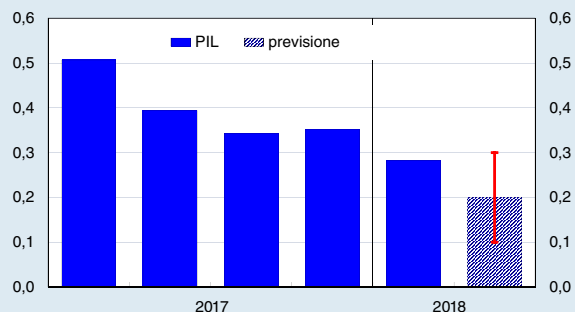
In base alle nostre attese, nel secondo trimestre la produzione industriale avrebbe ristagnato. Al recupero dei flussi del trasporto merci si sono contrapposti segnali meno favorevoli per i consumi elettrici e per le immatricolazioni di autovetture (figura D). Nello stesso periodo si è confermato il calo della fiducia delle imprese manifatturiere (figura C), in particolare rispetto all'evoluzione generale dell'economia italiana. Le aziende esprimono giudizi meno ottimistici anche sull'andamento degli ordini dall'estero.

Le nostre proiezioni di moderata crescita per il settore delle costruzioni sono sorrette dai segnali stabilmente favorevoli forniti dalle inchieste dell'Istat sulla fiducia delle imprese edili (figura C).

¹ La valutazione dell'andamento del PIL in anticipo rispetto al dato ufficiale, che sarà diffuso dall'Istat il prossimo 31 luglio (circa 30 giorni dopo la fine del trimestre di riferimento), si basa su un'ampia gamma di informazioni parziali (quali i consumi elettrici, il traffico merci, la produzione industriale), e inoltre su sondaggi presso le imprese e altre valutazioni di tipo qualitativo, che possono essere combinate attraverso modelli statistici. Per una panoramica riguardante i modelli di previsione a breve termine, cfr. il riquadro: *L'attività economica nel quarto trimestre del 2016 sulla base degli indicatori congiunturali coincidenti*, in *Bollettino economico*, 1, 2017; cfr. inoltre sul sito della Banca d'Italia: *Modelli macroeconomici*.

Figura A

Stima della crescita del PIL nel 2° trimestre (1)
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

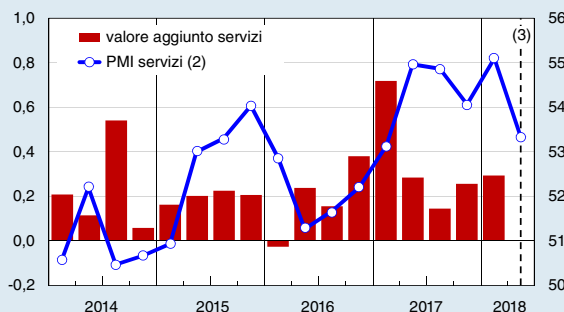


Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Figura B

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

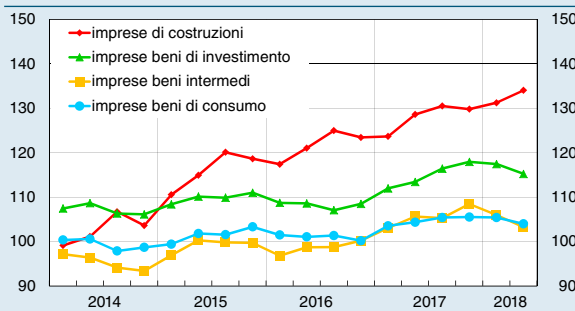


Fonte: elaborazioni su dati Istat e Markit.

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

Figura C

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

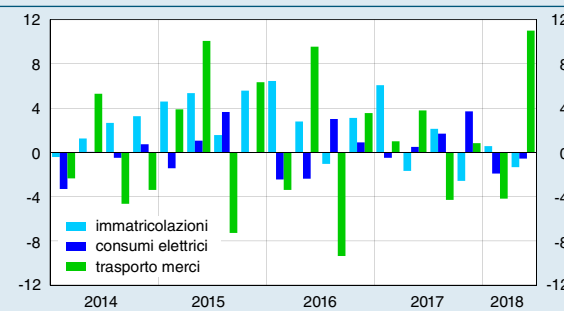


Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Livello medio nel trimestre di riferimento.

Figura D

Indicatori congiunturali (1)
(variazioni percentuali destagionalizzate)



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

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

Dalle indagini della Banca d'Italia sono emerse valutazioni positive sull'andamento della domanda nel secondo trimestre; le attese sui piani di investimento per l'anno corrente sono migliorate e le prospettive dell'occupazione nel comparto residenziale restano ottimistiche (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 9 luglio 2018).

2.2 LE IMPRESE

Nel secondo trimestre la produzione industriale si sarebbe confermata debole. Gli indicatori qualitativi, seppure in calo, restano compatibili con una moderata espansione dell'attività nel breve termine. Sulla base di nostre indagini gli investimenti si sarebbero riavviati in primavera, dopo la diminuzione registrata nel primo trimestre del 2018.

La produzione industriale stenta a rafforzarsi

In maggio la produzione industriale è aumentata dello 0,7 per cento, recuperando solo in parte la flessione di aprile (fig. 18). Secondo nostre stime l'attività manifatturiera, dopo la leggera riduzione dei mesi invernali, avrebbe ristagnato nel complesso del secondo trimestre.

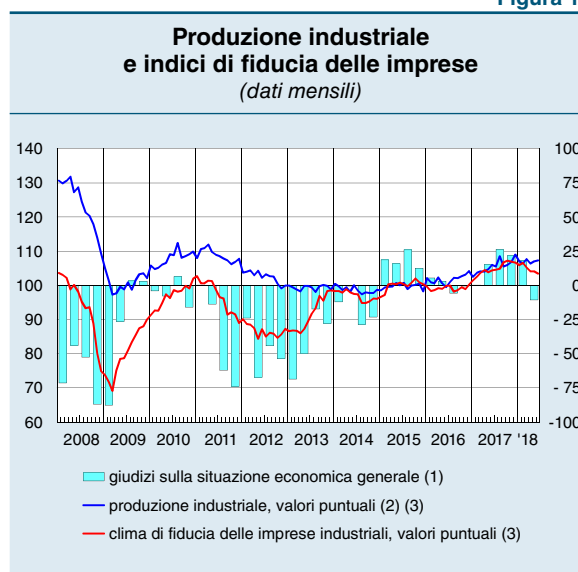
Gli indici qualitativi si sono indeboliti, pur restando elevati

Gli indici di fiducia delle imprese manifatturiere sono in calo dal mese di febbraio, frenati dalla debolezza delle esportazioni; restano tuttavia su livelli elevati nel confronto storico. In base all'indagine trimestrale condotta in giugno dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, i giudizi delle imprese sulla situazione economica generale sono peggiorati rispetto al trimestre precedente. Le attese a breve termine sulla domanda sono diventate meno favorevoli. Indicazioni lievemente più positive emergono dagli indici PMI, che in giugno hanno invertito la tendenza negativa dei mesi precedenti e rimangono su valori compatibili con l'espansione dell'attività.

Il calo degli investimenti nel primo trimestre ha risentito di fattori temporanei

Nei primi tre mesi del 2018 gli investimenti sono nettamente diminuiti (-1,4 per cento), risentendo della contrazione della componente di impianti e macchinari (-2,9 per cento): l'incertezza sul rinnovo degli incentivi fiscali avrebbe indotto le imprese ad anticipare le spese per beni strumentali alla fine del 2017. Anche gli investimenti immateriali si sono ridotti (-1,3 per cento), mentre quelli in costruzioni hanno ristagnato dopo il rialzo registrato nei due trimestri precedenti. Secondo l'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind), realizzata annualmente fra marzo e maggio (cfr. il riquadro: *L'indagine annuale della Banca d'Italia sulle imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi privati non finanziari*), gli investimenti nel complesso dell'anno aumenterebbero rispetto al 2017, presumibilmente beneficiando dell'estensione degli incentivi fiscali, prevista nella legge di bilancio per il 2018 (L. 205/2017). Anche il più recente sondaggio Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore*, condotto solo sulle imprese di maggiore dimensione, prefigura un'espansione dei piani di accumulazione per l'anno in corso, pur segnalando un deterioramento delle condizioni per investire (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese italiane nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*).

Figura 18



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

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

La Banca d'Italia conduce annualmente un'indagine sulle imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi privati non finanziari con almeno 20 addetti. I risultati della rilevazione, che quest'anno ha coinvolto circa 4.400 aziende tra marzo e maggio, confermano il diffuso rafforzamento della ripresa nel 2017 e le prospettive favorevoli per l'anno in corso (cfr. *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*, Banca d'Italia, Statistiche, 2 luglio 2018).

Principali andamenti nel 2017 e attese per il 2018
(variazioni percentuali)

VOCI	Fatturato (1)		Investimenti (1)		Occupazione	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
Settore						
Manifattura	2,7	2,4	3,1	2,7	0,6	0,5
Energetiche ed estrattive	0,2	-2,7	2,9	18,7	-0,8	-1,2
Servizi non finanziari	2,6	1,5	2,3	4,6	0,9	0,4
Classe di addetti						
20-49	2,4	1,6	6,9	-4,4	-0,2	0,5
50-199	2,0	1,6	3,1	5,4	1,2	0,2
200-499	1,3	0,4	4,7	10,6	0,7	0,1
500 e oltre	3,2	1,4	0,4	8,5	1,0	0,5
Totale	2,3	1,3	2,7	5,3	0,7	0,4

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

Nel 2017 il volume delle vendite ha sensibilmente accelerato (dallo 0,3 al 2,3 per cento; tavola); vi hanno contribuito sia la componente interna sia quella estera, sospinta dal rafforzamento della domanda globale. In tutti i principali comparti l'incremento è stato pari o superiore alle previsioni rilevate nell'indagine precedente. Nel settore manifatturiero e nei servizi si è consolidata la crescita dell'occupazione e delle ore lavorate. Le ore lavorate per addetto – un indicatore dell'intensità di utilizzo dell'input di lavoro – sono aumentate per la metà delle imprese dei servizi e per oltre il 60 per cento di quelle della manifattura.

Nelle previsioni delle imprese manifatturiere e dei servizi le vendite crescerebbero anche nell'anno in corso, sebbene con minore intensità, trainando ulteriormente l'occupazione.

I prezzi di vendita sono saliti dell'1,7 per cento, in accelerazione rispetto al quadriennio precedente, quando la loro variazione non aveva mai superato l'1,0 per cento annuo. Secondo gli intervistati, all'incremento hanno contribuito le pressioni esercitate dai corsi delle materie prime e l'andamento favorevole della domanda. Per la prima volta dal 2012 più della metà delle imprese ha riportato una crescita dei propri prezzi di vendita; le attese per l'anno in corso ne prefigurano un nuovo aumento, all'1,5 per cento.

Sulla base dell'indagine, la spesa per investimenti nel 2017 è cresciuta del 2,7 per cento. La revisione dei programmi di accumulazione è stata diversificata tra settori: gli investimenti realizzati dalle imprese dell'industria sono risultati sostanzialmente in linea con quanto pianificato, mentre nel terziario sono stati superiori a quelli previsti. Come nell'anno precedente, l'espansione della spesa è riconducibile in prevalenza alle piccole aziende (tra i 20 e i 49 addetti), soprattutto manifatturiere (figura).

Oltre la metà delle imprese, alla quale fa capo il 70 per cento circa della spesa complessiva per investimenti nel 2017, ha affermato di aver beneficiato di almeno una delle principali misure di

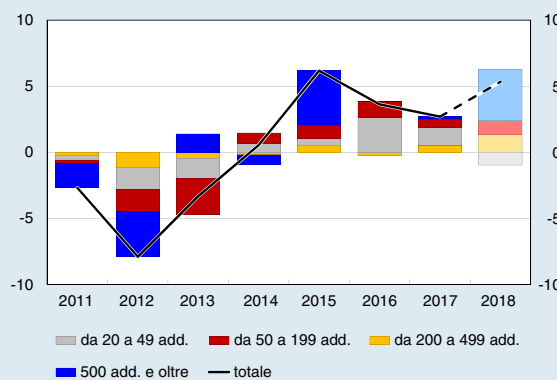
sostegno vigenti¹; di tali imprese quasi un terzo, i cui investimenti rappresentavano nel 2017 il 12 per cento di quelli complessivi, ha dichiarato che almeno parte della spesa non sarebbe stata realizzata in assenza degli incentivi.

Nell'insieme le imprese prefigurano per il 2018 l'intensificarsi della crescita della spesa per investimenti, sospinta dalle aziende con almeno 500 addetti, che nel biennio precedente avevano disatteso i programmi iniziali (figura). Le imprese di minore dimensione, che nell'ultimo biennio hanno sostenuto l'accumulazione complessiva, si attendono una riduzione della spesa. Le più recenti indicazioni sulla spesa per investimenti fornite dall'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* svolta nel mese di giugno ne confermano un generale miglioramento nel 2018, seppure in misura leggermente inferiore rispetto a quanto prefigurato nella rilevazione di marzo.

¹ Ci si riferisce in particolare alle misure previste dalle manovre di bilancio nel periodo 2016-18: (a) la cosiddetta nuova Sabatini, agevolazione finanziaria che sostiene gli investimenti per acquistare o acquisire in leasing macchinari, attrezzature, impianti, beni strumentali a uso produttivo e hardware, nonché software e tecnologie digitali; (b) il credito di imposta, per le imprese localizzate in regioni in ritardo di sviluppo che faranno investimenti in beni strumentali; (c) il super ammortamento, che prevede, per gli investimenti in beni strumentali, l'incremento del 40 per cento, ai soli fini fiscali, del valore dei beni ammortizzabili per i quali l'ordine risulta accettato dal venditore entro il 31 dicembre 2018 e pagato, entro quella data, per almeno il 20 per cento; (d) l'iper ammortamento, che prevede, per gli investimenti in tecnologie avanzate, l'incremento del 150 per cento, ai soli fini fiscali, del valore dei beni ammortizzabili ordinati entro il 31 dicembre 2018 e pagati, entro quella data, per almeno il 20 per cento.

Figura

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



(1) Valori a prezzi costanti calcolati sulla base dei deflatori rilevati dall'indagine. Statistiche ponderate per il peso di riporto al numero delle imprese dell'universo e per la spesa per investimenti. La linea tratteggiata e l'area di colore meno intenso indicano le previsioni delle imprese per il 2018.

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

Tra il 28 maggio e il 15 giugno la Banca d'Italia ha condotto, in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, l'usuale indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita su un campione di circa 1.000 imprese con almeno 50 addetti dell'industria in senso stretto, dei servizi e delle costruzioni (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 9 luglio 2018).

Rispetto alla rilevazione di marzo sono peggiorate le valutazioni delle imprese sulla situazione economica corrente. Il deterioramento potrebbe essere temporaneo, almeno parzialmente attribuibile all'acuirsi delle tensioni finanziarie che ha coinciso con i giorni di avvio dell'indagine, ed è poi in parte rientrato (cfr. il par. 2.8); tale interpretazione è corroborata dal recupero della fiducia delle imprese registrato dalle indagini condotte dall'Istat nel prosieguo del mese di giugno. Anche le valutazioni sul contesto operativo sono diventate meno favorevoli, ma in misura più contenuta. Le attese sull'evoluzione della domanda, interna ed estera, sono meno ottimistiche.

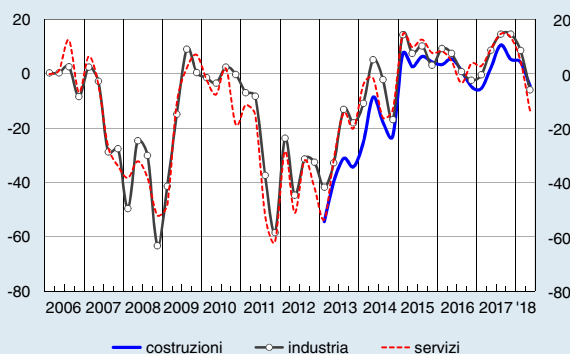
I giudizi sui piani di spesa per investimenti nell'anno in corso sono risultati appena meno favorevoli di quelli dello scorso trimestre; si mantengono tuttavia coerenti con la previsione di una crescita sostenuta nell'anno in corso (cfr. il riquadro: *L'indagine annuale della Banca d'Italia*

sulle imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi privati non finanziari). Sul lieve peggioramento rispetto alla scorsa rilevazione ha influito il deterioramento delle valutazioni delle condizioni per investire (figura), pure a fronte di una percezione di stazionarietà delle condizioni di accesso al credito.

Le attese sull'evoluzione della spesa nominale per investimenti per il complesso dell'anno sono risultate più prudenti sia nell'industria in senso stretto sia nei servizi; il saldo fra la percentuale di imprese che prospettano un aumento e quelle che ne anticipano una diminuzione è ora pari a 30,0 e a 19,1 punti percentuali, rispettivamente, da 32,5 e 24,4 di tre mesi prima (tavola). Le aspettative sono invece migliorate nelle costruzioni, recuperando in parte la flessione registrata nel precedente sondaggio.

Figura

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



(1) Saldi tra giudizi di miglioramento e giudizi di peggioramento rispetto al trimestre precedente nell'indagine condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* presso le imprese italiane con almeno 50 addetti (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 9 luglio 2018).

Tavola

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

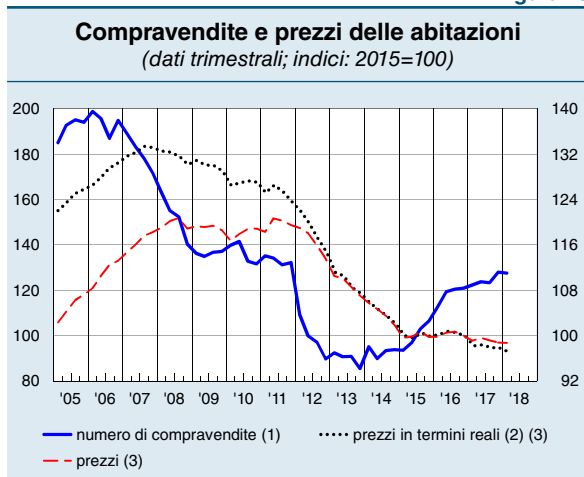
RISPOSTE	Industria in senso stretto	Servizi	Costruzioni	Totale economia
Spesa per investimenti programmata per il 2° semestre del 2018 rispetto al 1°				
Più alta	38,8	30,8	26,2	34,3
Praticamente uguale	50,8	56,9	57,2	54,0
Più bassa	10,5	12,3	16,7	11,7
Spesa per investimenti programmata per il 2018 rispetto a quella effettuata nel 2017				
Più alta	45,2	34,2	29,1	39,1
Praticamente uguale	39,6	50,6	57,2	45,8
Più bassa	15,2	15,1	13,7	15,1

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

La ripresa del mercato immobiliare rimane debole

Dopo il forte rialzo dei mesi autunnali, nel primo trimestre le compravendite di abitazioni sono lievemente diminuite (-0,3 per cento), ma restano prossime ai valori della fine del 2011 (fig. 19); nello stesso periodo si è attenuata la flessione dei prezzi rispetto all'anno precedente. Indicazioni più favorevoli provengono dalle informazioni di tipo qualitativo: le agenzie immobiliari intervistate nell'ambito del *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*, condotto in aprile, hanno segnalato un rafforzamento della domanda, con un incremento dei potenziali acquirenti e un calo delle giacenze degli incarichi a vendere. Le attese degli operatori sulle prospettive del mercato rimangono positive, su un orizzonte sia di breve sia di medio termine. Anche le imprese edili attive nel comparto residenziale, coinvolte in giugno nell'indagine condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con

Figura 19



Fonte: elaborazioni su dati OMI, Banca d'Italia, Istat e *Consulente immobiliare*.

(1) Valori corretti per la stagionalità e per gli effetti di calendario. – (2) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo. – (3) Scala di destra.

Il Sole 24 Ore, sono risultate più ottimiste rispetto al periodo precedente riguardo alle prospettive di domanda e di occupazione.

La competitività di prezzo delle imprese è migliorata

Secondo nostre stime la competitività delle imprese, valutata sulla base dei prezzi alla produzione dei beni manufatti e tenendo conto della struttura degli scambi commerciali dell'Italia, nei mesi primaverili sarebbe migliorata sia sui mercati dell'area dell'euro sia all'esterno (fig. 20); fra le maggiori economie europee un guadagno analogo avrebbe interessato la Germania mentre la

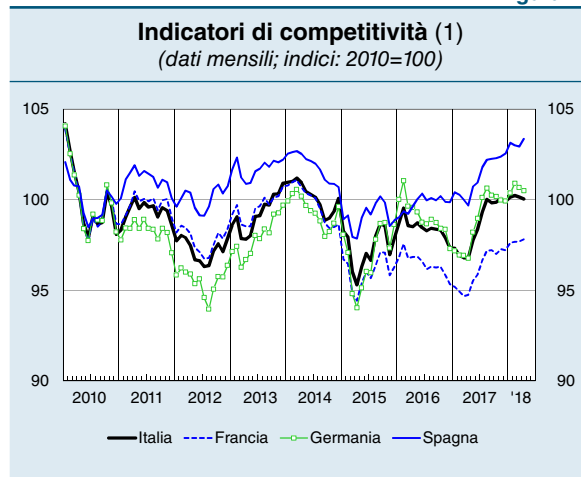
competitività sarebbe rimasta pressoché stazionaria in Francia. Nel primo trimestre in Italia, per effetto della crescita della produttività, anche il costo del lavoro per unità di prodotto si è ridotto (cfr. il par. 2.5).

La redditività delle imprese è invariata e l'indebitamento è diminuito

Sulla base dei dati diffusi dall'Istat e di nostre stime, nel primo trimestre del 2018 il rapporto tra margine operativo lordo (MOL) e valore aggiunto

è rimasto complessivamente invariato nel confronto con il periodo precedente. La capacità di autofinanziamento delle imprese (differenza tra MOL e oneri complessivi) è leggermente aumentata, continuando a beneficiare del calo degli oneri finanziari netti. Sia la spesa per investimenti in rapporto al valore aggiunto sia il fabbisogno finanziario delle imprese sono cresciuti. Nel primo trimestre il debito totale delle imprese in percentuale del PIL è diminuito al 72,3 per cento (dal 72,6 della fine di dicembre; fig. 21).

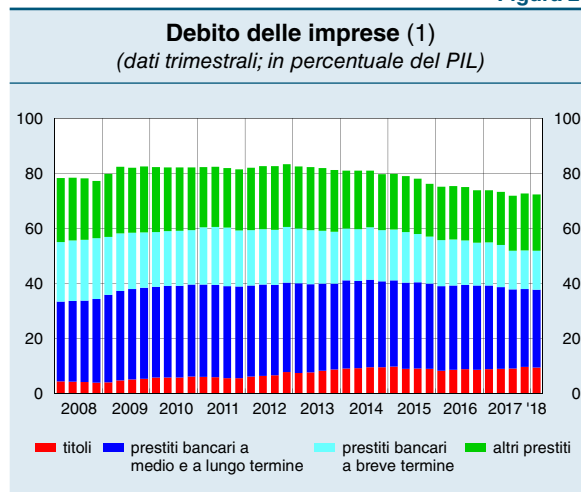
Figura 20



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

(1) Nei confronti di 60 paesi concorrenti; calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti. Un aumento dell'indice segnala una perdita di competitività; l'ultimo dato disponibile si riferisce al mese di aprile 2018. Per la metodologia di costruzione, cfr. A. Felettigh, C. Giordano, G. Odio e V. Romano, *Reassessing price-competitiveness indicators of the four largest euro-area countries and of their main trading partners*, Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 280, 2015 e *Bilancio dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero*, Banca d'Italia, *Statistiche, Metodi e fonti: note metodologiche*, 18 maggio 2018.

Figura 21



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

(1) I dati si riferiscono ai 12 mesi terminanti nel trimestre considerato. Il debito include i prestiti cartolarizzati. I dati dell'ultimo periodo sono provvisori.

2.3 LE FAMIGLIE

Nel corso dell'inverno, nonostante la decelerazione del reddito disponibile, i consumi delle famiglie sono tornati a salire, dopo aver ristagnato nel periodo precedente. Le informazioni più recenti indicano un rallentamento nel secondo trimestre.

Nei primi mesi dell'anno i consumi sono cresciuti...

Nei primi tre mesi del 2018 i consumi delle famiglie sono aumentati dello 0,4 per cento rispetto al periodo precedente (erano rimasti pressoché invariati alla fine del 2017; fig. 22), sospinti dal forte incremento della spesa in beni semidurevoli.

...pur a fronte di un minore sostegno del reddito disponibile

Il reddito disponibile in termini reali ha fornito un minore stimolo alla spesa delle famiglie, risentendo

della modesta dinamica salariale (cfr. il par. 2.5). La propensione al risparmio è rimasta stabile nella media dell'ultimo anno (al 7,9 per cento; fig. 23).

In primavera i consumi avrebbero rallentato

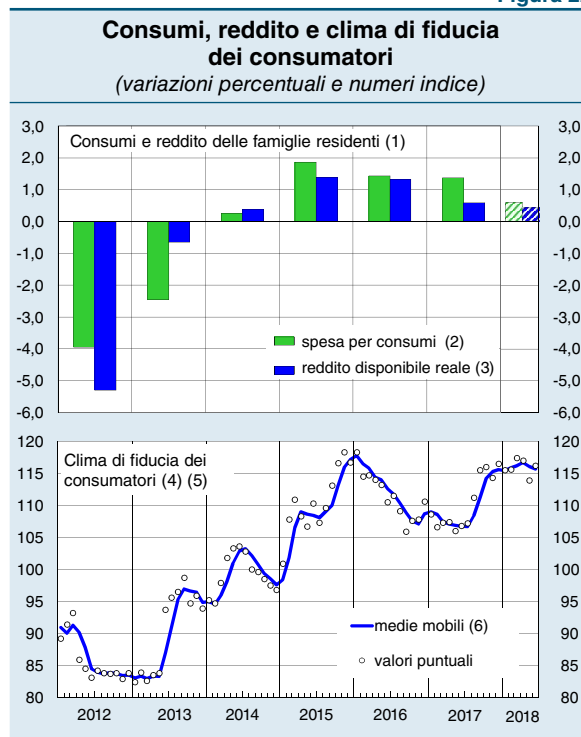
In base alle ultime informazioni congiunturali, nel secondo trimestre l'espansione della spesa delle famiglie sarebbe stata più contenuta. In primavera le immatricolazioni di automobili hanno registrato una riduzione rispetto al periodo precedente. In giugno gli indici di fiducia dei consumatori sono tornati a salire, recuperando parzialmente il calo di maggio, sospinti da attese più favorevoli sulla situazione economica generale e sulla disoccupazione; i giudizi sulla situazione personale si sono invece fatti più cauti.

L'indebitamento delle famiglie diminuisce

Nei primi mesi dell'anno il debito delle famiglie italiane in rapporto al reddito disponibile è sceso al 61,1

per cento (dal 61,3 di dicembre; fig. 24), un livello ben al di sotto di quello medio dell'area dell'euro (94,8 per cento alla fine del 2017). In rapporto al PIL il debito è diminuito dal 41,3 al 41,1 per cento (58,1 nell'area dell'euro alla fine del 2017). L'incidenza degli oneri sostenuti per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del

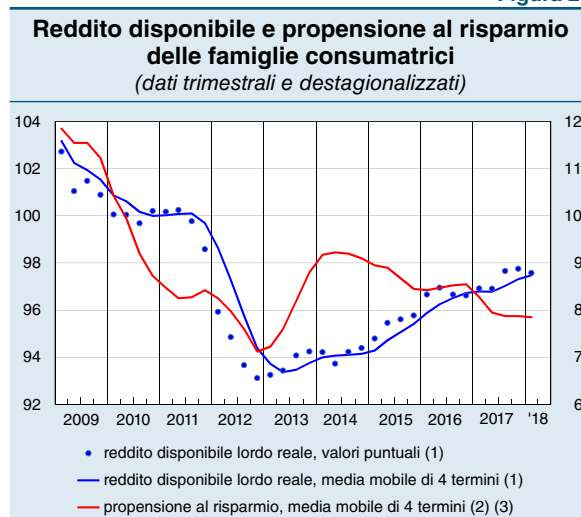
Figura 22



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Variazioni percentuali sull'anno precedente. Fino al 2017 dati annuali; per il 2018 variazioni percentuali dei primi 3 mesi sullo stesso periodo del 2017. – (2) Valori a prezzi concatenati. – (3) Deflazionato con il deflatore della spesa per consumi delle famiglie (valori concatenati con anno di riferimento 2010). – (4) Dati mensili destagionalizzati. Indici: 2010=100. – (5) Nel giugno 2013 sono state introdotte innovazioni metodologiche che rendono i dati diffusi a partire da quella data non direttamente confrontabili con quelli precedenti. – (6) Dati mensili; medie mobili nei 3 mesi terminanti in quello di riferimento.

Figura 23



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

capitale) è rimasta invariata al 9,6 per cento. I tassi di interesse sui nuovi mutui continuano a collocarsi su valori minimi nel confronto storico (cfr. il par. 2.7).

2.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nel primo trimestre del 2018 le esportazioni italiane, dopo il rialzo del 2017, sono diminuite. La flessione ha accomunato le tre principali economie dell'area e ha risentito del rallentamento del commercio mondiale e dell'apprezzamento dell'euro osservato fra la primavera del 2017 e lo scorso mese di aprile. Sulla base delle inchieste presso le imprese, le vendite all'estero sarebbero rimaste deboli nel secondo trimestre. La posizione debitoria netta sull'estero è cresciuta.

Nei mesi invernali le esportazioni sono scese

Nei primi tre mesi di quest'anno le esportazioni di beni e servizi, fortemen-

te aumentate nel corso del 2017, si sono ridotte (-2,1 per cento in volume rispetto al trimestre precedente). La flessione della componente dei beni, che ha accomunato i maggiori paesi dell'area, è stata marcata (-2,4 per cento), interessando pressoché tutti i settori, in special modo la farmaceutica, i mezzi di trasporto e la meccanica. Le vendite sono scese in tutti i principali mercati, sia in quelli esterni all'Unione europea (UE) – in particolare nel gruppo dei paesi OPEC e negli Stati Uniti – sia in quelli interni, soprattutto in Francia e Germania.

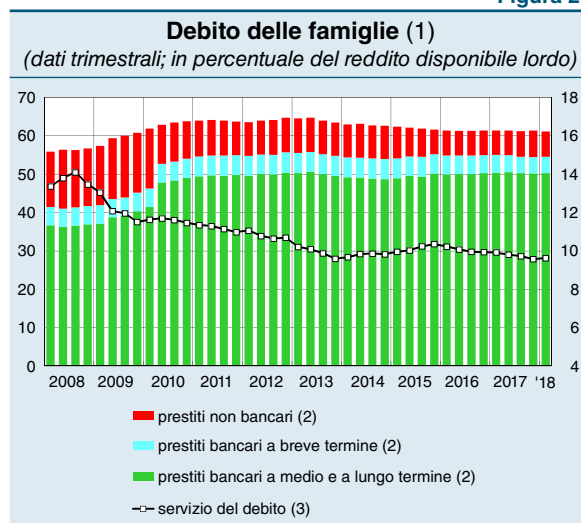
Anche le importazioni complessive hanno registrato un calo (-0,9 per cento in volume). Gli acquisti di beni dall'estero sono diminuiti prevalentemente nei settori delle materie prime, della meccanica e dei prodotti in metallo; negli ultimi due comparti ha influito la contrazione degli investimenti in macchine, attrezzature e mezzi di trasporto (cfr. il par. 2.1).

Gli ordini esteri mostrano segnali di indebolimento

In base ai dati più recenti, le esportazioni di beni, valutate a prezzi correnti e corrette per la stagionalità,

sono lievemente cresciute in aprile rispetto alla media del primo trimestre; in maggio si sono ridotte sui mercati extra UE. I giudizi sugli ordini esteri delle imprese manifatturiere rilevati dall'Istat e il corrispondente indicatore PMI sono peggiorati nella media del secondo trimestre (fig. 25).

Figura 24



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

(1) Consistenze di fine trimestre e flussi nei 12 mesi terminanti a fine trimestre. I dati dell'ultimo periodo sono provvisori. I debiti includono i prestiti cartolarizzati. – (2) La ripartizione tra prestiti bancari e prestiti non bancari presenta una discontinuità statistica nel 2° trimestre del 2010. Per i riferimenti metodologici, cfr. l'avviso in *Indicatori monetari e finanziari. Conti finanziari*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 58, 2010. – (3) Scala di destra. Stima degli oneri per il servizio del debito (pagamento di interessi più rimborso delle quote di capitale) imputabili alle sole famiglie consumatrici.

Figura 25



Fonte: Istat, Markit e Thomson Reuters Datastream.

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

Il conto corrente resta in avanzo

Il saldo di conto corrente ha registrato un surplus di 7,8 miliardi di euro nei primi quattro mesi del 2018, di poco inferiore rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (8,3 miliardi). La riduzione è stata determinata soprattutto dal più contenuto avanzo mercantile, che risente della maggiore spesa per l'energia (tav. 5). In rapporto al PIL il saldo di conto corrente si è collocato al 2,7 per cento (se valutato nelle medie mobili di quattro trimestri terminanti a marzo; fig. 26).

Secondo i dati sul conto finanziario della bilancia dei pagamenti, disponibili solo fino ad aprile, nei primi quattro mesi dell'anno gli investitori esteri hanno effettuato acquisti netti di titoli di portafoglio italiani per 38,1 miliardi, concentrati nei titoli pubblici (40,1 miliardi). Dal lato delle attività sono proseguiti gli investimenti in titoli di portafoglio esteri da parte dei residenti (40,6 miliardi dall'inizio dell'anno), per circa il 60 per cento in quote di fondi comuni e per il resto in strumenti di debito. Gli acquisti della prima tipologia sono riconducibili soprattutto a famiglie, compagnie di assicurazione, fondi pensione e altri intermediari finanziari, mentre quelli della seconda sono in prevalenza attribuibili a gruppi bancari. Sono inoltre stati realizzati investimenti diretti all'estero per 6,2 miliardi.

Il saldo passivo TARGET2 si è ampliato da maggio

La posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2, rimasta relativamente stabile tra gennaio e aprile (intorno ai 445 miliardi di euro in media), si è ampliata nei due mesi successivi, raggiungendo 481 miliardi alla fine di giugno (fig. 27). Dal lato della creazione di base monetaria, all'ampliamento ha corrisposto una riduzione della liquidità in eccesso detenuta nel nostro paese, che si è concentrata in particolare nei giorni di maggiore volatilità del mercato dei titoli di Stato (cfr. il par. 2.8); in giugno all'aumento del saldo ha contribuito anche la concentrazione stagionale di scadenze di titoli di Stato per importi elevati. Il saldo è rimasto stabile dalla metà di giugno.

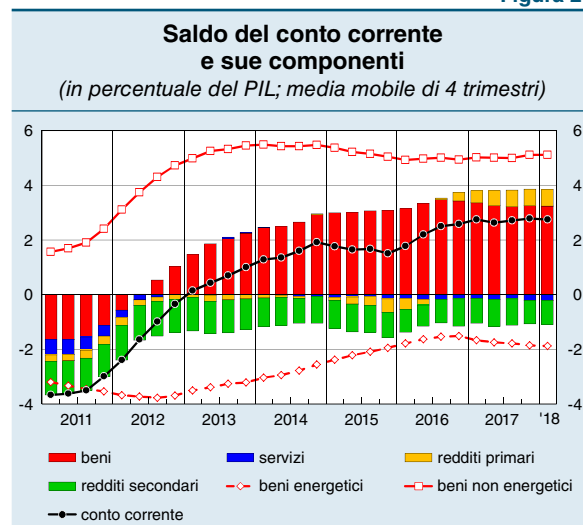
Tavola 5

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

VOCI	2016	2017	gen.-apr. 2017	gen.-apr. 2018
Conto corrente	43,5	47,8	8,3	7,8
<i>Per memoria:</i>				
in % del PIL	2,6	2,8	-	-
Merci	57,7	56,0	13,9	13,3
prodotti non energetici (2)	83,1	87,8	24,6	25,4
prodotti energetici (2)	-25,5	-31,8	-10,7	-12,1
Servizi	-2,7	-3,7	-3,1	-3,1
Redditi primari	5,2	10,3	3,2	3,5
Redditi secondari	-16,7	-14,7	-5,7	-5,9
Conto capitale	-3,1	-0,9	-0,5	-0,9
Conto finanziario	65,4	47,0	3,7	9,6
Investimenti diretti	-4,1	-11,2	1,7	0,3
Investimenti di portafoglio	159,5	98,3	45,9	2,6
Derivati	-3,0	-5,7	-2,7	-0,1
Altri investimenti (3)	-85,9	-36,9	-43,6	6,9
Variazione riserve ufficiali	-1,2	2,7	2,3	-0,1
Errori e omissioni	25,0	0,1	-4,0	2,7

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

Figura 26



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

Alla fine di marzo del 2018 la posizione debitoria netta sull'estero dell'Italia era pari all'8,5 per cento del PIL, poco meno di due punti al di sopra del livello di fine 2017. L'incremento è stato determinato principalmente da aggiustamenti di valutazione negativi sulle attività (per circa 30 miliardi, pari all'1,1 per cento del valore dell'attivo al termine dello scorso anno). Tali aggiustamenti, concentrati per circa la metà nel comparto dei fondi esteri, hanno riflesso andamenti sfavorevoli dei mercati azionari dei principali paesi europei e l'apprezzamento dell'euro sul dollaro, più che compensando il contributo alla riduzione del rapporto derivante dall'avanzo del conto corrente e del conto capitale (4,2 miliardi).

2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Dopo essere rimasta stabile nel primo trimestre, l'occupazione è tornata a crescere nei mesi primaverili, anche nella componente a tempo indeterminato. La disoccupazione giovanile è scesa. Le retribuzioni contrattuali hanno accelerato.

L'occupazione è stabile, le ore lavorate diminuiscono lievemente

Nei primi tre mesi del 2018 l'occupazione si è mantenuta sostanzialmente stabile, con un aumento nei servizi privati e nell'industria in senso stretto (dello 0,5 e

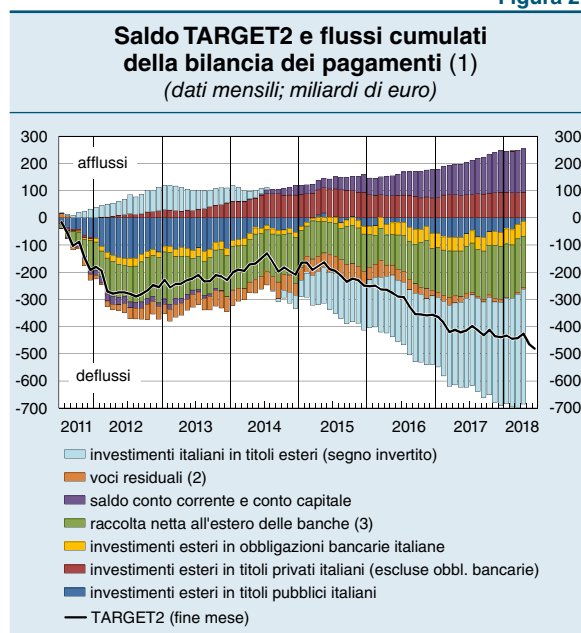
0,3 per cento, rispettivamente) e una caduta, dopo la ripresa del 2017, nelle costruzioni (-2,0 per cento). Le ore lavorate totali, che erano in crescita ininterrotta dal quarto trimestre del 2016, sono diminuite (-0,2 per cento nel primo trimestre del 2018; fig. 28 e tav. 6) così come le ore lavorate per addetto.

Nel primo trimestre sono aumentati solo i dipendenti a termine...

L'espansione dell'occupazione ha interessato soltanto la componente dei dipendenti a termine, confermando la tendenza del

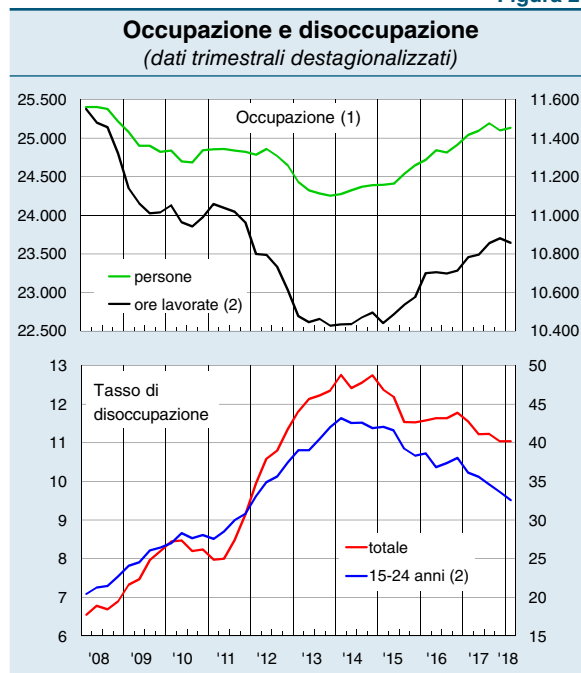
2017 (2,9 per cento nel primo trimestre 2018 rispetto a quello precedente, pari a 83.000 persone in più); a tale incremento si è contrapposto il calo dei lavoratori autonomi (-0,7 per cento; -37.000 persone), e quello, molto più lieve, dei dipendenti a tempo indeterminato (-0,1 per cento; -18.000 persone).

Figura 27



(1) Utilizzando l'identità contabile della bilancia dei pagamenti, un miglioramento del saldo passivo della Banca d'Italia nei confronti della BCE sul sistema dei pagamenti TARGET2 può riflettere investimenti in Italia da parte dei non residenti (maggiori passività), disinvestimenti di attività estere da parte dei residenti (minori attività) o un saldo di conto corrente e conto capitale in attivo. Flussi cumulati a partire da luglio 2011. – (2) Investimenti diretti, derivati, altri investimenti, riserve ufficiali, errori e omissioni. – (3) Raccolta netta per prestiti, depositi e altri investimenti del settore bancario (compresa quella intermediata da controparti centrali residenti).

Figura 28



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

Occupazione e ore lavorate

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

VOCI	Consistenze 1° trim. 2018	Variazioni			
		2° trim. 2017	3° trim. 2017	4° trim. 2017	1° trim. 2018
Totale occupati	25.133	0,2	0,4	-0,4	0,1
di cui: industria in senso stretto	4.220	0,2	0,6	-0,4	0,3
servizi privati (1)	11.138	0,3	0,6	0,2	0,5
Dipendenti	19.170	0,8	0,5	-0,3	0,4
Autonomi	5.963	-1,5	0,0	-0,5	-0,7
Ore lavorate	10.858	0,1	0,6	0,2	-0,2
di cui: industria in senso stretto	1.869	0,7	0,8	0,6	-0,4
servizi privati (1)	5.034	0,5	0,8	0,5	0,2
Dipendenti	7.602	0,5	0,8	0,2	0,3
Autonomi	3.256	-0,8	-0,1	0,2	-1,4

Fonte: Istat, Conti economici trimestrali.

(1) Esclusi i servizi alle famiglie e agli individui.

**...ma in primavera
ha ripreso a espandersi
anche la componente
a tempo indeterminato**

Secondo i dati preliminari della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, il numero di occupati è tornato a crescere nel bimestre aprile-maggio (0,8 per cento in più rispetto a febbraio-marzo), sia nella componente a termine sia in quella a tempo indeterminato. Quest'ultima ha recuperato pienamente la riduzione registrata nei mesi precedenti. I dati amministrativi di fonte INPS pubblicati in giugno, che anticipano l'andamento dell'occupazione alle dipendenze (cfr. il riquadro: *L'andamento delle assunzioni e gli effetti delle misure sul mercato del lavoro in base ai dati amministrativi*, in *Bollettino economico*, 4, 2015), indicano una prosecuzione della crescita per i prossimi mesi.

**La disoccupazione
giovanile scende**

Nei mesi invernali è proseguito l'aumento del tasso di partecipazione, che ha raggiunto il 65,6 per cento, un decimo di punto in più rispetto all'ultimo trimestre del 2017; il tasso di disoccupazione si è mantenuto sostanzialmente invariato. Il tasso di disoccupazione dei giovani tra i 15 e i 24 anni è invece sceso al 32,6 per cento, un valore inferiore di oltre dieci punti rispetto al picco toccato nei primi tre mesi del 2014 (fig. 28). Secondo i dati preliminari della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, nel bimestre aprile-maggio sia il tasso di disoccupazione totale sia quello giovanile sono diminuiti di due decimi di punto, rispettivamente al 10,8 e al 32,3 per cento.

**Prosegue
l'accelerazione
delle retribuzioni
contrattuali,
ma quelle di fatto
ristagnano**

Nel primo trimestre del 2018 le retribuzioni contrattuali orarie del settore privato non agricolo sono aumentate dell'1,0 per cento sul periodo corrispondente, con un proseguimento della tendenza al rialzo avviatasi nella seconda parte dello scorso anno. I dati preliminari di contabilità nazionale rilasciati dall'Istat a giugno mostrano invece una stabilità delle retribuzioni di fatto nel totale dell'economia e un calo nel settore privato non agricolo (-0,3 per cento sul periodo corrispondente; cfr. il riquadro: *Aspettative di inflazione e dinamica dei salari*). Vari elementi incidono sul divario tra i tassi di crescita delle retribuzioni contrattuali e di quelle di fatto, tra cui la maggiore dipendenza di queste ultime dalle condizioni cicliche del mercato del lavoro. Per effetto della dinamica positiva della produttività, nel settore privato si è ridotto anche il costo del lavoro orario per unità di prodotto (-0,3 per cento rispetto al primo trimestre del 2017).

ASPETTATIVE DI INFLAZIONE E DINAMICA DEI SALARI

Nonostante il progressivo miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro, in atto dalla seconda metà del 2014, la dinamica delle retribuzioni di fatto permane ancora su valori relativamente bassi. Secondo le stime preliminari dei conti nazionali dell'Istat rilasciate lo scorso giugno, le retribuzioni nel settore privato non agricolo sono rimaste sostanzialmente stabili nel 2017 e nel primo trimestre del 2018 si sono ridotte dello 0,3 per cento sul periodo corrispondente.

Un'identificazione delle determinanti del ritmo di crescita dei salari negli ultimi anni è presentata nella figura, ottenuta mediante un modello standard basato su una curva di Phillips, che permette di porre in relazione la variazione dei salari nominali (sui tre mesi precedenti in ragione d'anno) con: (a) il grado di capacità lavorativa inutilizzata; in particolare viene impiegata una stima dello scostamento del tasso di disoccupazione dal livello coerente con un tasso di inflazione costante (*unemployment gap*); (b) le aspettative di inflazione incorporate nei contratti di lavoro, che in Italia sono direttamente osservabili perché rappresentate dalle previsioni dell'Istat dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo al netto dei beni energetici importati (in linea con il modello salariale introdotto dall'accordo interconfederale del 2009 e confermato dalle parti sociali nel marzo del 2018; queste previsioni costituiscono il parametro di riferimento fondamentale per gli incrementi retributivi fissati dai principali contratti collettivi per il triennio successivo); (c) la dinamica della produttività oraria. Il modello ha una buona capacità di spiegare l'evoluzione salariale.

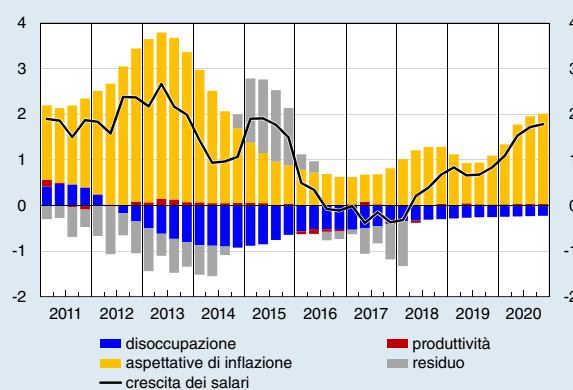
La scomposizione indica che il rallentamento della dinamica salariale negli ultimi anni è in gran parte dovuto alla presenza di ampi margini di sottoutilizzo del fattore lavoro, ma soprattutto alla flessione delle aspettative di inflazione incorporate nei contratti tra il 2013 e il 2016.

Le proiezioni della dinamica salariale per il periodo 2018-2020 – basate su un'evoluzione futura della produttività e della disoccupazione coincidente con quella anticipata nell'ambito dell'aggiornamento del quadro previsivo dell'economia italiana presentato in questo Bollettino e con un andamento dell'inflazione attesa coerente con tale quadro – indicano che la crescita salariale tornerebbe alla fine del 2020 su livelli prossimi alla sua media di lungo periodo, attorno al 2 per cento.

In queste proiezioni, all'accelerazione del costo del lavoro contribuisce soprattutto il proseguimento del miglioramento delle attese di inflazione, che compenserebbe il permanere dell'*unemployment gap* su valori positivi, nell'ipotesi che la politica monetaria continui a garantire il ritorno stabile delle aspettative su valori coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi.

Figura

Crescita dei salari e determinanti (1) (valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Modello basato su una curva di Phillips. Contributi alla crescita trimestrale dei salari per il periodo 2018-2020 derivanti da: previsioni dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo al netto dei beni energetici importati (IPCA); *unemployment gap*; produttività del lavoro. Le proiezioni per il prossimo triennio sono in linea con il quadro previsivo presentato in questo Bollettino.

2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

L'inflazione è aumentata nel corso degli ultimi mesi, raggiungendo l'1,5 per cento in giugno, sulla spinta dei prezzi delle componenti più volatili come quelli dei beni energetici e alimentari; anche l'inflazione di fondo, pur rimanendo più contenuta, si è ripresa dopo il calo di aprile. Famiglie e imprese si attendono però una dinamica dei prezzi ancora moderata nella media dell'anno.

L'inflazione al consumo è sospinta dalle componenti volatili

Dopo la temporanea riduzione registrata in aprile, l'inflazione è cresciuta nei due mesi successivi, portandosi in giugno, sulla base della stima preliminare, all'1,5 per cento sui dodici mesi (fig. 29 e tav. 7). Alla sua ripresa ha contribuito il rafforzamento della dinamica dei prezzi dei beni alimentari e di quelli energetici, nonostante su questi ultimi abbia inciso il taglio delle tariffe di elettricità e gas attuato in aprile dall'Autorità di regolazione per energia, reti e ambiente. Pressioni al rialzo sono derivate anche dall'accelerazione dei prezzi dei servizi, che in aprile avevano risentito negativamente della ricorrenza anticipata della Pasqua rispetto allo scorso anno. L'inflazione sui tre mesi, depurata dai fattori stagionali e in ragione d'anno, si è portata nel mese di giugno intorno al 2 per cento (fig. 30). In giugno l'inflazione di fondo, che in aprile era stata frenata dalla netta decelerazione dei prezzi dei servizi, è salita allo 0,7 per cento sui dodici mesi.

Le pressioni all'origine stentano a rafforzarsi

In maggio l'inflazione alla produzione è aumentata (al 2,7 per cento sui dodici mesi, dall'1,4 in aprile), riflettendo l'andamento dei

prezzi dei beni energetici; l'inflazione dei beni non alimentari destinati al consumo, che tende ad anticipare la dinamica della corrispondente componente dell'indice dei prezzi al consumo, si è mantenuta su valori modesti (allo 0,2 per cento). La dinamica salariale è rimasta contenuta (cfr. il par. 2.5).

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

Le imprese intervistate nell'ambito dell'indagine trimestrale condotta in giugno dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* riferiscono di avere aumentato i propri listini di vendita dello 0,9 per cento rispetto a un anno prima; per i successivi dodici mesi prevedono un incremento di poco superiore (1,0 per cento). Le aziende si attendono su tutti gli orizzonti

Figura 29

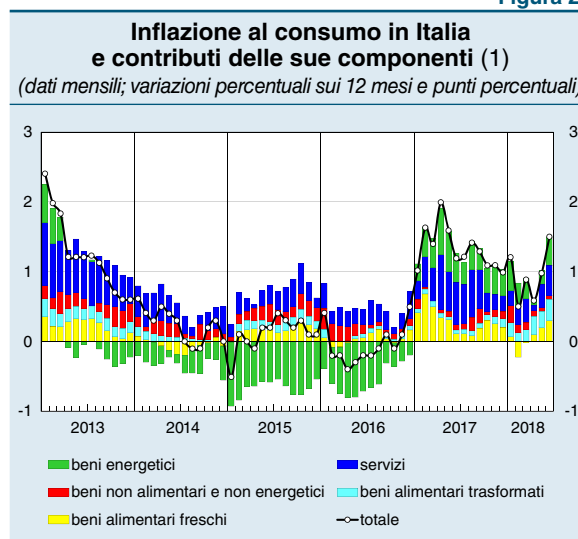
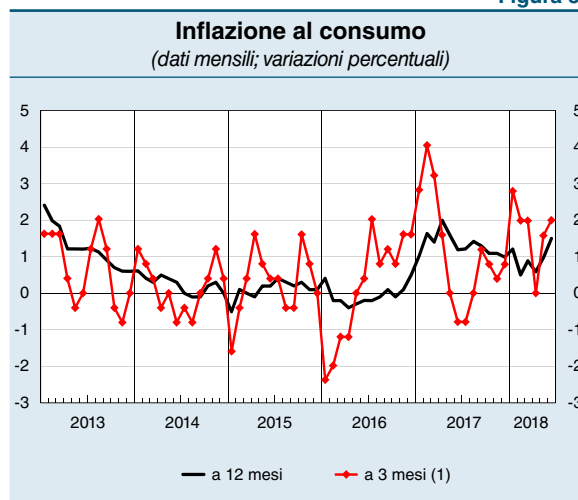


Figura 30

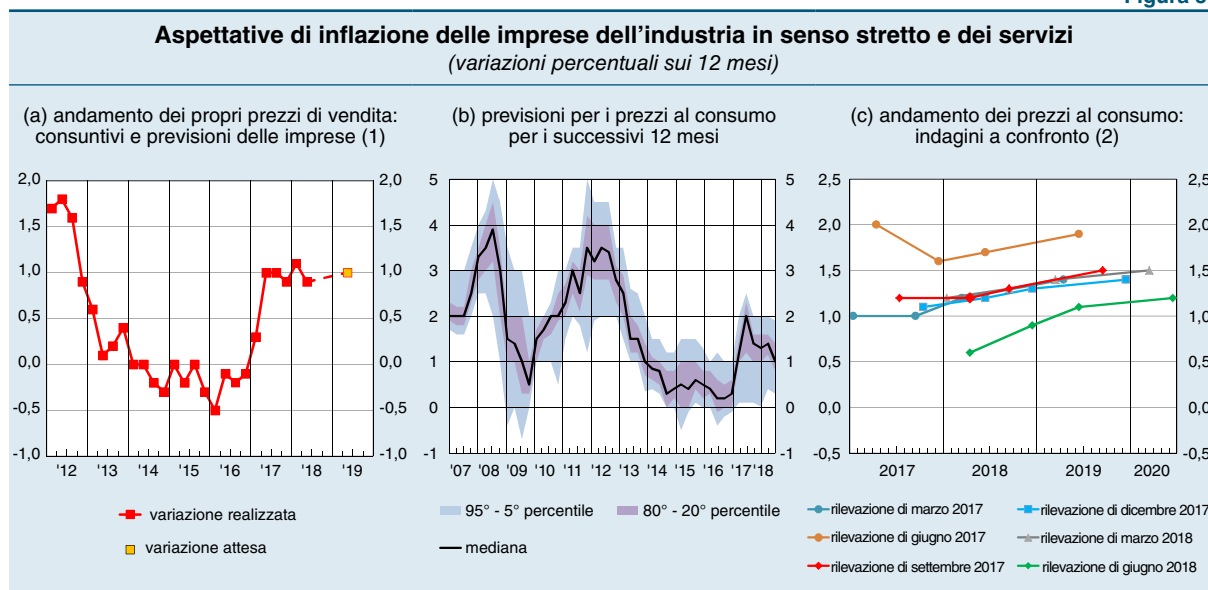


Indicatori di inflazione in Italia
(variazioni percentuali sui 12 mesi)

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

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

(1) 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. – (2) Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno. – (3) 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. – (4) Indice generale al netto della componente stagionale.



(1) Media robusta delle risposte al quesito sul tasso di variazione dei propri prezzi rispetto ai 12 mesi precedenti e su quello atteso nei prossimi 12 mesi, nell'indagine condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 9 luglio 2018). – (2) Il primo punto di ciascuna curva è il dato definitivo disponibile al momento della realizzazione dell'indagine, fornito agli intervistati nel questionario come riferimento per la formulazione delle loro aspettative; il secondo punto rappresenta la media delle previsioni per i successivi 6 mesi; il terzo punto la media delle previsioni per i successivi 12 mesi; il quarto punto la media delle previsioni per i successivi 24 mesi.

temporali un andamento dell'inflazione al consumo meno accentuato rispetto al precedente sondaggio (fig. 31); su tale revisione potrebbe avere inciso la temporanea decelerazione dei prezzi in aprile (ultimo dato comunicato alle aziende al momento della redazione del questionario). Le inchieste dell'Istat forniscono indicazioni analoghe: nei mesi primaverili il saldo tra la quota di imprese manifatturiere che prevede un rialzo dei prezzi di vendita dei propri prodotti e quella che ne anticipa una riduzione è diminuito; la percentuale di consumatori che si attende prezzi invariati o in calo nei prossimi dodici mesi è cresciuta rispetto al primo trimestre del 2018 (al 63,8, dal 57,3).

...al pari degli operatori professionali

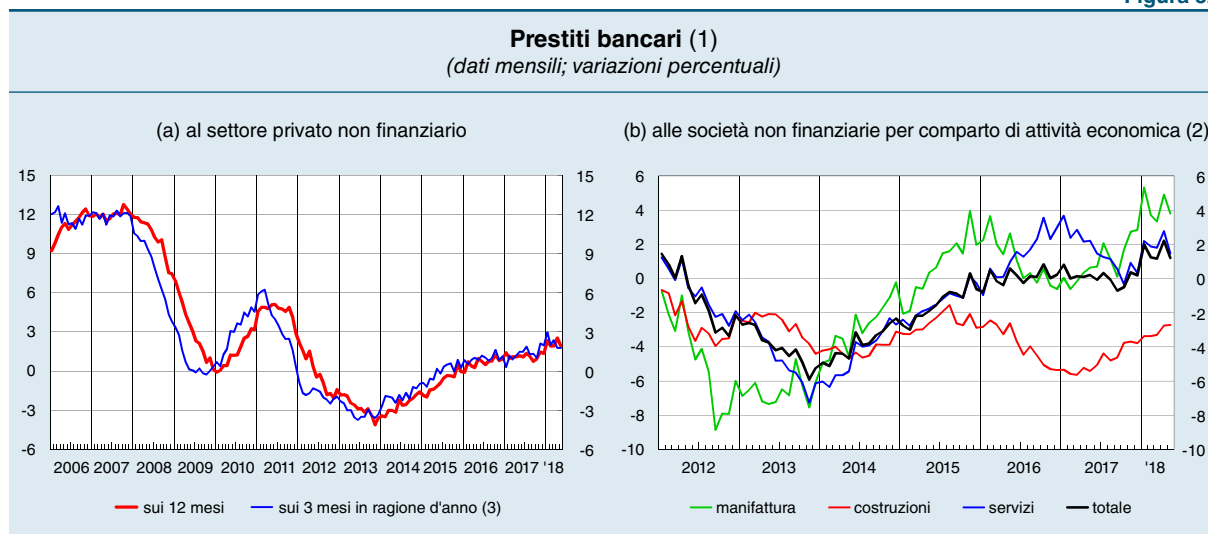
Secondo gli operatori professionali censiti in giugno da Consensus Economics l'inflazione si porterebbe all'1,2 per cento nella media del 2018. Tale valore continua a essere inferiore a quello previsto per il complesso dell'area dell'euro (cfr. il par. 1.2).

2.7 LE BANCHE

Il credito erogato alle imprese continua ad aumentare; la dinamica dei prestiti alle famiglie si è mantenuta solida. Il costo dei finanziamenti resta su livelli molto contenuti. La qualità del credito continua a migliorare, in particolare per quanto riguarda quello alle imprese operanti nel settore delle costruzioni.

Prosegue l'espansione del credito

Nei tre mesi terminanti in maggio è proseguita la crescita dei prestiti al settore privato non finanziario (1,8 per cento, correggendo per i fattori stagionali e in ragione d'anno; fig. 32). La dinamica dei finanziamenti alle famiglie è rimasta solida tanto per la componente dei mutui per l'acquisto di abitazioni, quanto per quella del credito al consumo.



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. – (2) Variazioni sui 12 mesi; per i comparti i dati non sono corretti per le variazioni del cambio e, fino a dicembre del 2013, per gli aggiustamenti di valore. – (3) I dati sono depurati dalla componente stagionale. Conformemente alle linee guida del sistema statistico europeo, i modelli utilizzati per la destagionalizzazione vengono rivisti ogni anno per garantire la loro capacità di rappresentare correttamente la dinamica delle serie storiche. Ciò comporta che l'andamento della serie riportata nel grafico potrebbe non essere direttamente confrontabile con quelle presentate nei precedenti numeri del *Bollettino economico*.

I prestiti alle società non finanziarie sono aumentati sui dodici mesi terminanti in maggio (1,2 per cento, come in febbraio). La crescita ha interessato sia i prestiti alle imprese manifatturiere (3,8 per cento da 3,7 in febbraio; fig. 32.b) sia quelli alle società operanti nel settore dei servizi (1,5 per cento da 1,9). Hanno invece continuato a diminuire, seppure a ritmi più contenuti, i finanziamenti per le imprese di costruzione (-2,7 per cento da -3,4). Si è ridotto anche il credito erogato alle società di piccola dimensione, ma con minore intensità rispetto ai periodi precedenti; in maggio la flessione è stata pari al 2,1 per cento, a fronte del 3,0 per cento alla fine dello scorso anno.

La raccolta è aumentata

Tra febbraio e maggio la raccolta complessiva delle banche italiane è aumentata di circa 28 miliardi (tav. 8). I depositi dei residenti e la provvista netta all'ingrosso mediante le controparti centrali sono cresciuti, mentre si è ulteriormente ridotto il ricorso al finanziamento obbligazionario.

Le condizioni di offerta migliorano, la domanda si rafforza

Le condizioni di offerta restano favorevoli. Secondo le valutazioni degli intermediari intervistati nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), nel primo trimestre del 2018 si è registrato un allentamento delle politiche di offerta sia per i prestiti alle imprese sia per quelli alle famiglie ed è proseguito il rafforzamento della domanda (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*). Sulla base dei dati più recenti rilevati nel sondaggio presso le aziende, condotto in giugno dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, le condizioni di offerta sono nel complesso migliorate.

Il costo dei nuovi prestiti si mantiene basso

Rispetto allo scorso febbraio il tasso medio sui nuovi prestiti alle imprese è lievemente diminuito (1,4 per cento in maggio; fig. 33). Il differenziale di rendimento fra i finanziamenti di importo inferiore al milione di euro e quelli di importo superiore, che fornisce una misura del divario tra l'onere dei prestiti erogati alle piccole aziende e a quelle più grandi, è lievemente salito a

poco più di un punto percentuale. Il costo dei nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è sceso di un decimo di punto (1,8 per cento), riflettendo la riduzione dell'onere dei finanziamenti a tasso fisso (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*).

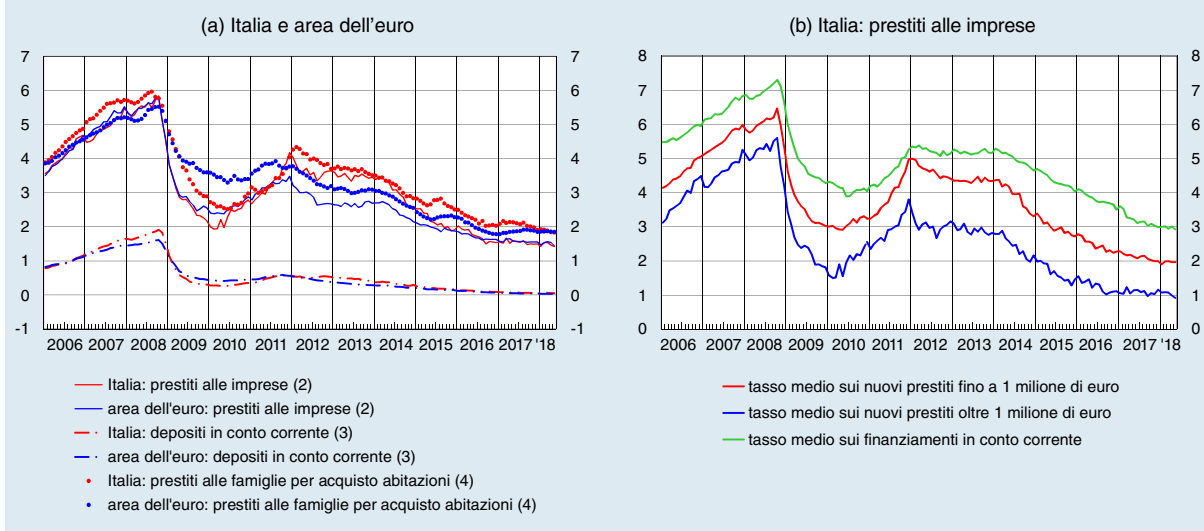
Tavola 8

Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)				
VOCI	Consistenze di fine mese (2)		Variazioni percentuali sui 12 mesi (3)	
	Febbraio 2018	Maggio 2018	Febbraio 2018	Maggio 2018
Attività				
Prestiti a residenti in Italia (4)	1.766	1.769	-0,4	-0,3
<i>di cui:</i> a imprese (5)	733	732	1,2	1,2
a famiglie (6)	629	634	2,8	2,8
Attività verso controparti centrali (7)	68	80	-4,2	12,0
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (8)	469	479	-7,5	-2,8
<i>di cui:</i> titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	345	361	-11,9	-4,8
Attività verso l'Eurosistema (9)	119	89	117,0	-5,2
Attività sull'estero (10)	372	401	8,1	14,9
Altre attività (11)	897	946	-4,3	2,7
Totale attivo	3.691	3.764	-0,1	1,6
Passività				
Depositi di residenti in Italia (4) (12) (13)	1.480	1.499	4,0	3,9
Depositi di non residenti (10)	299	313	0,3	5,9
Passività verso controparti centrali (7)	104	122	-25,1	-5,8
Obbligazioni (13)	267	259	-19,2	-17,6
Passività verso l'Eurosistema (9)	251	248	25,9	-2,6
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	120	116	2,2	0,5
Capitale e riserve	441	433	-2,8	-2,4
Altre passività (14)	729	774	0,1	9,1
Totale passivo	3.691	3.764	-0,1	1,6

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

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

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



L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO

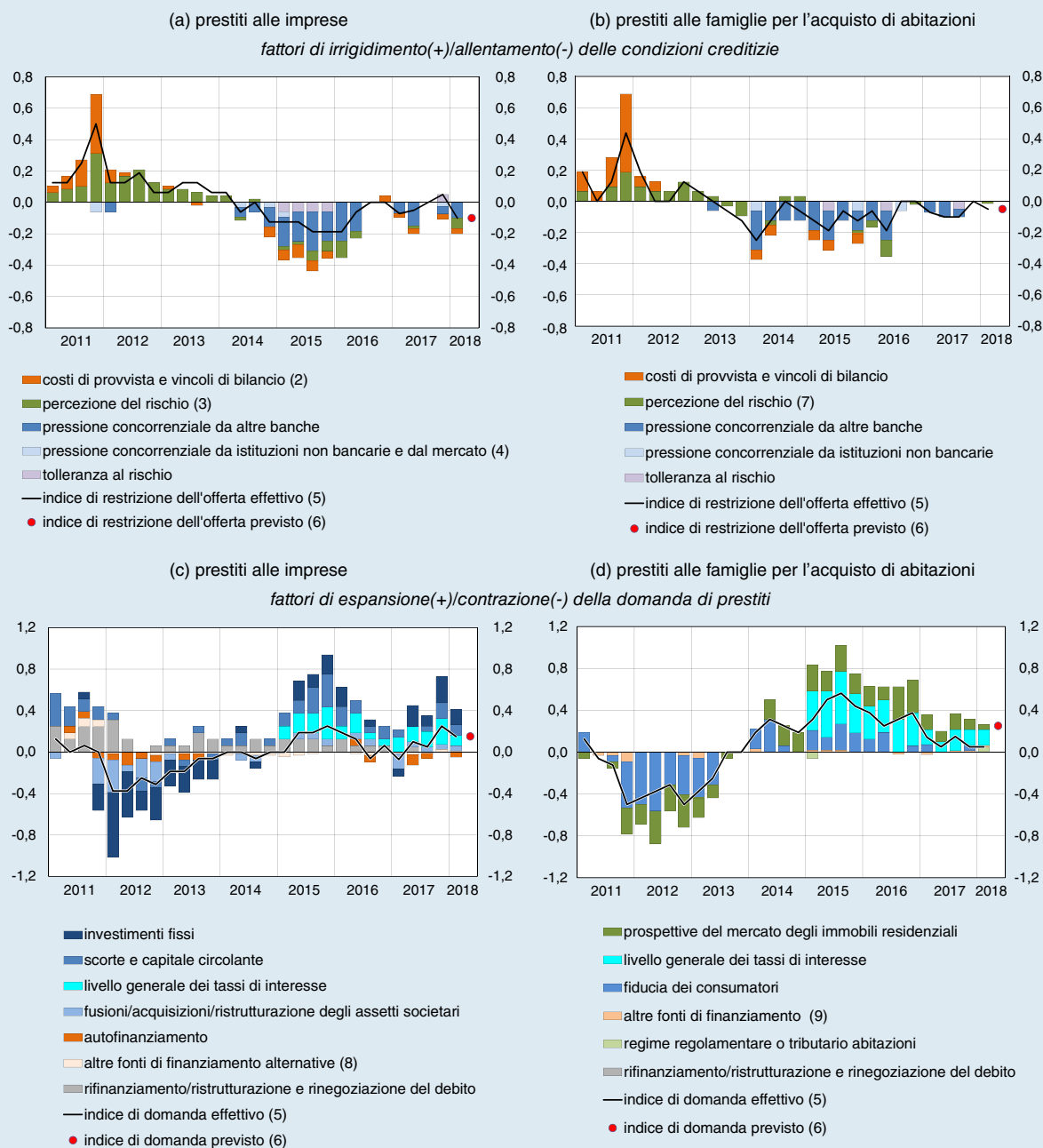
Secondo le banche italiane intervistate nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), nel primo trimestre di quest'anno le politiche di offerta sui nuovi finanziamenti alle imprese e alle famiglie hanno registrato un lieve allentamento riflettendo, oltre all'impatto della pressione concorrenziale tra gli intermediari, una minore percezione del rischio (figura A)¹. I margini applicati alla media dei prestiti hanno continuato a ridursi e gli importi medi dei finanziamenti erogati alle aziende sono ulteriormente aumentati.

Le banche intervistate hanno segnalato un'ulteriore espansione della domanda di finanziamenti da parte delle imprese, ancora sostenuta dalla spesa per investimenti fissi e dal livello molto contenuto dei tassi di interesse. Il basso costo del credito contribuisce anche alla domanda di prestiti da parte delle famiglie.

Alle banche è stata richiesta una valutazione circa l'impatto sulle condizioni creditizie di alcune misure adottate dal Consiglio direttivo della Banca centrale europea. Secondo gli intermediari, nei sei mesi terminanti a marzo del 2018 il programma ampliato di acquisti di attività finanziarie dell'Eurosistema (*Expanded Asset Purchase Programme, APP*) ha concorso all'espansione dei bilanci bancari e al miglioramento delle condizioni di finanziamento; la liquidità fornita è stata utilizzata per sostenere l'erogazione di prestiti, soprattutto alle aziende. Il tasso negativo applicato sui depositi detenuti dagli intermediari presso l'Eurosistema ha contribuito a una riduzione del costo del credito bancario per famiglie e imprese.

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

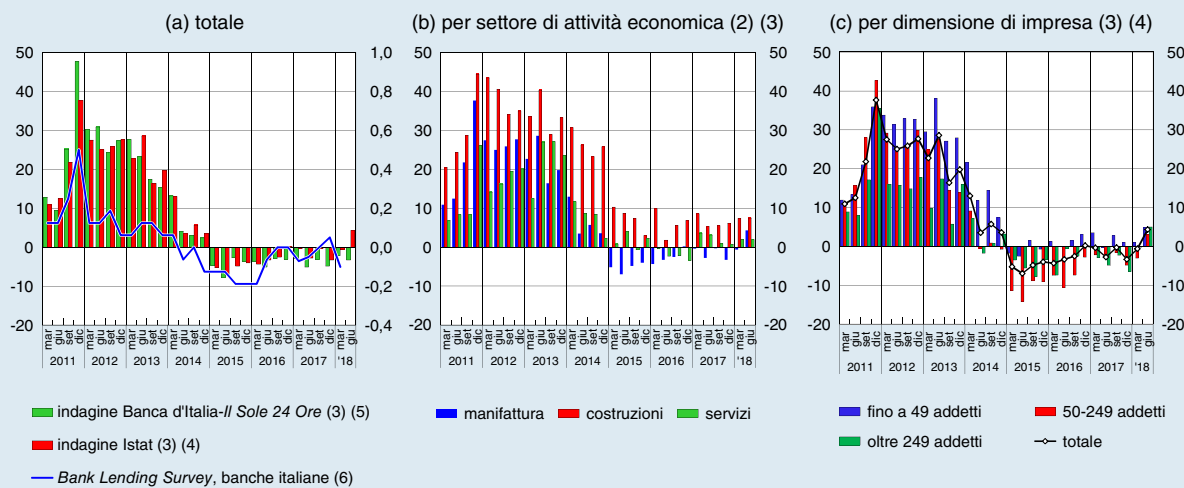
Condizioni dell'offerta e andamento della domanda di credito in Italia (1)



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

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

Condizioni di accesso al credito delle imprese (1)



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

Sulla base dell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita realizzata dalla Banca d'Italia in collaborazione con Il Sole 24 Ore (condotta su un campione di imprese medio-grandi), nel secondo trimestre dell'anno le condizioni di accesso al credito sono nel complesso migliorate (figura B). L'indagine sul clima di fiducia delle imprese condotta dall'Istat mostra invece un lieve peggioramento delle condizioni di offerta.

Il flusso di nuovi crediti deteriorati è diminuito

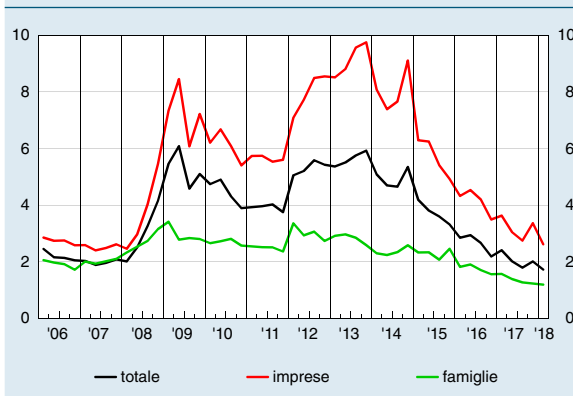
Nei primi tre mesi del 2018 il flusso dei nuovi crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, è sceso all'1,7 per cento, dal 2,0 del trimestre precedente (fig. 34). Il calo ha riguardato i prestiti alle imprese (al 2,6 per cento, dal 3,4), in particolare nel settore delle costruzioni. Il tasso di deterioramento dei prestiti concessi alle famiglie è invece rimasto stabile a un livello molto basso (1,2 per cento).

L'incidenza dei prestiti deteriorati continua a ridursi

Per il complesso dei gruppi classificati come significativi ai fini di vigilanza, nel primo trimestre del 2018 l'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti ha continuato a diminuire,

Figura 34

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



Fonte: Centrale dei rischi.
(1) Flussi trimestrali di prestiti deteriorati rettificati in rapporto alle consistenze dei prestiti, al netto dei prestiti deteriorati rettificati alla fine del trimestre precedente, in ragione annua. Dati depurati dalla componente stagionale, ove presente.

sia al lordo sia al netto delle rettifiche, a 10,8 e 5,1 per cento, rispettivamente (da 11,1 e 5,9 alla fine del 2017)¹. L'andamento è in linea con i piani di riduzione presentati dalle banche. L'adozione a partire dal 1° gennaio 2018 del nuovo principio contabile IFRS 9 in sostituzione dello IAS 39 ha comportato un marcato incremento del tasso di copertura dei crediti deteriorati (cfr. il riquadro: *L'impatto del nuovo principio contabile IFRS 9*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2017), salito nel trimestre al 55,4 per cento, dal 50,6 di fine 2017.

La redditività è migliorata

Nei primi tre mesi del 2018 il risultato di gestione dei gruppi significativi è cresciuto del 18,9 per cento rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente. Il margine di intermediazione è aumentato (2,9 per cento) per effetto sia dell'incremento del margine di interesse (2,0 per cento) e degli altri ricavi, che hanno beneficiato dell'andamento favorevole delle commissioni nette (3,9 per cento), sia del calo delle spese per il personale, che ha portato a una contrazione dei costi operativi (-4,1 per cento). Le rettifiche di valore su crediti sono diminuite di quasi un quarto. Il rendimento annualizzato del capitale e delle riserve (ROE), al netto delle componenti straordinarie, è salito all'8,4 per cento (dal 5,1 dei primi tre mesi del 2017).

I coefficienti patrimoniali restano pressoché stabili

La patrimonializzazione delle banche significative si è mantenuta pressoché stabile nel trimestre: a marzo del 2018 il capitale di migliore qualità (*common equity tier 1*, CET1) era pari, in media, al 13,2 per cento delle attività ponderate per i rischi. Su base annua il capitale di migliore qualità in rapporto alle attività ponderate per il rischio (*common equity tier 1 ratio*, CET1 ratio) è risultato, in media, in aumento di circa 170 punti base.

2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

Nel secondo trimestre dell'anno si è fortemente accentuata la volatilità sui mercati finanziari italiani, in particolare nella seconda metà di maggio e agli inizi di giugno, quando i differenziali di rendimento fra i titoli di Stato italiani e quelli tedeschi sono rapidamente saliti sui livelli più elevati dal 2013 e le quotazioni azionarie sono scese, soprattutto nel comparto bancario. Le tensioni sono state in parte riassorbite a partire dalla seconda settimana di giugno.

I premi per il rischio sovrano sono aumentati...

I rendimenti dei titoli di Stato italiani, rimasti pressoché stabili tra la fine di marzo e la metà di maggio, sono successivamente cresciuti in misura marcata. Tra la fine di maggio e l'inizio di giugno, in corrispondenza delle incertezze nella formazione del nuovo Governo, si sono accentuate le tensioni sul mercato dei titoli di Stato italiani, con un rialzo dei rendimenti anche sulle scadenze fra uno e tre anni, riconducibile all'emergere di timori di alcuni investitori sulle prospettive di breve termine dell'economia italiana, e con una riduzione della liquidità del mercato, segnalata anche dall'incremento dei differenziali fra lettera e denaro sulle proposte di negoziazione.

...anche se le tensioni sono in parte rientrate

Le tensioni si sono parzialmente attenuate dopo la formazione del Governo: i rendimenti a breve termine sono scesi, l'inclinazione della curva della struttura a termine dei tassi è tornata positiva, come si verifica di norma in periodi di assenza di turbolenze; in confronto al momento di maggiore tensione, il differenziale sulla durata decennale rispetto ai titoli tedeschi si è ridotto di 48 punti base. La volatilità

¹ Per uniformare la modalità di calcolo dell'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti a quella utilizzata dalla Banca centrale europea (BCE), a differenza delle precedenti pubblicazioni della Banca d'Italia, vengono incluse le esposizioni interbancarie e verso banche centrali e sono invece escluse le attività non correnti e i gruppi di attività in via di dismissione.

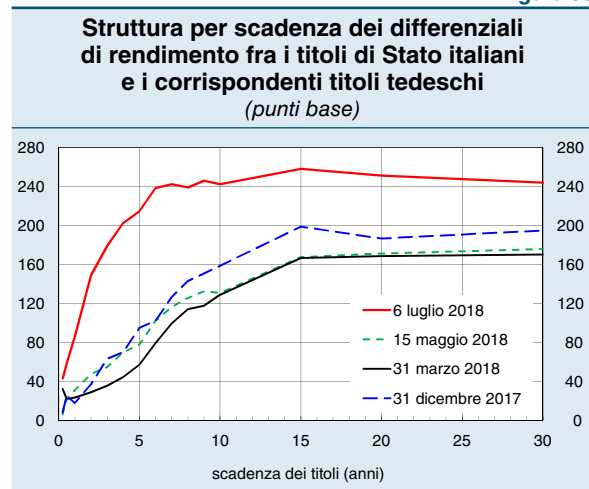
resta tuttavia su livelli elevati. Sulla durata decennale il rendimento è complessivamente cresciuto di circa 93 punti base (76 dalla metà di maggio), portandosi al 2,72 per cento; il differenziale con il corrispondente titolo tedesco è aumentato di 113 punti base (111 dalla metà di maggio) a 242 punti (fig. 35).

I corsi azionari sono scesi, soprattutto nel settore bancario

Nel secondo trimestre l'indice generale della borsa italiana è diminuito, registrando una contrazione

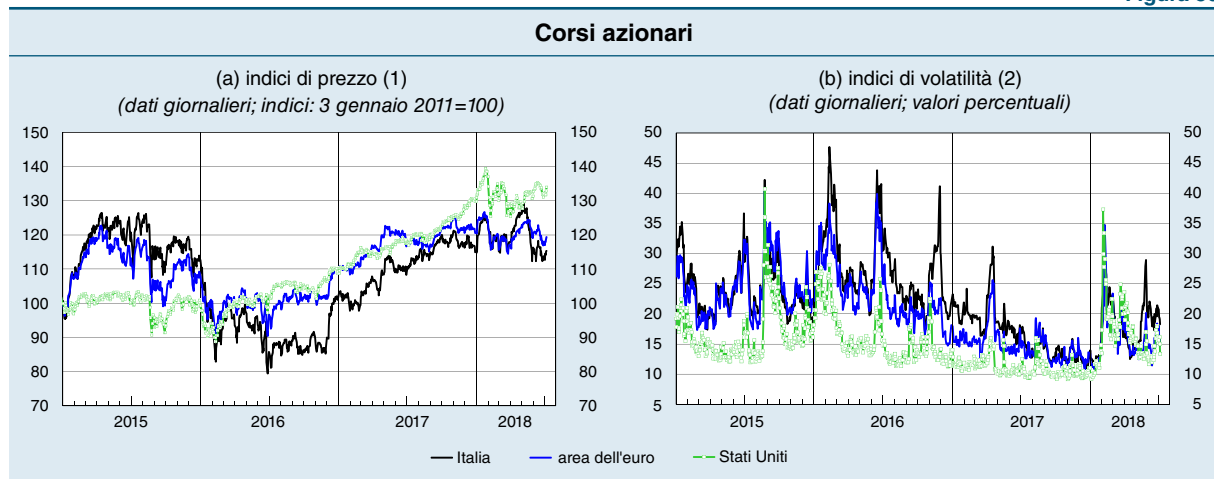
del 2,2 per cento, a fronte di un incremento dell'indice delle principali società dell'area dell'euro del 2,1 per cento (fig. 36). Tale riduzione è stata determinata dalle tensioni scaturite alla metà di maggio sul mercato dei titoli di Stato, che si sono propagate ai corsi azionari. Alla flessione dell'indice si è associata una maggiore incertezza misurata dalla volatilità attesa desunta dai prezzi delle opzioni sull'indice di borsa (cfr. il riquadro: *L'aumento della volatilità sui mercati finanziari*, in *Bollettino economico*, 2, 2018). Il calo dei corsi ha interessato soprattutto le banche, le cui quotazioni sono scese del 12 per cento, nonostante un netto miglioramento corrente e atteso delle loro condizioni reddituali e patrimoniali, e sono aumentati i premi sui credit default swap (CDS) delle banche (in media di 56 punti base).

Figura 35



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Figura 36



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

Diminuisce sia l'attività di collocamento delle banche...

Nel primo trimestre del 2018 le società non finanziarie italiane hanno effettuato rimborsi netti di obbligazioni, dopo le consistenti emissioni dei trimestri precedenti. I rimborsi netti da parte delle banche sono proseguiti (cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A10). Nei mesi primaverili, sulla base di dati preliminari di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, i collocamenti delle

banche italiane sarebbero diminuiti (da 12 a 9,7 miliardi di euro), mentre quelli delle imprese non finanziarie sarebbero in lieve aumento (da 3,5 a 5,3 miliardi di euro).

...sia la raccolta dei fondi comuni

Secondo dati forniti da Assogestioni, nel primo trimestre l'afflusso netto di risparmio verso i fondi comuni aperti (di diritto italiano ed estero) si è ridotto sensibilmente rispetto al periodo precedente (da 19,5 a 8,6 miliardi di euro). Le preferenze dei risparmiatori si sono in larga misura indirizzate verso i comparti flessibile, bilanciato e azionario; si sono invece registrati afflussi netti più contenuti nel comparto speculativo e consistenti deflussi netti in quelli monetario e obbligazionario.

2.9 LE PROSPETTIVE

Lo scenario 2018-2020 ipotizza un contesto esterno ancora favorevole...

Le proiezioni macroeconomiche per l'Italia² si basano sull'ipotesi di una prosecuzione della crescita della domanda estera nel corso del triennio 2018-2020, in linea con gli andamenti prefigurati dai principali previsori. Le ipotesi relative ai tassi di interesse, desunte dalle aspettative incorporate nelle recenti quotazioni di mercato, includono una graduale risalita dei rendimenti a lungo termine; il tasso Euribor a tre mesi raggiungerebbe lo 0,1 per cento nel 2020, da -0,3 nella media del 2017; il rendimento dei titoli di Stato italiani decennali salirebbe al 3,5 per cento, da 2,1 (cfr. il riquadro: *Le ipotesi sottostanti allo scenario macroeconomico*).

LE IPOTESI SOTTOSTANTI ALLO SCENARIO MACROECONOMICO

Il quadro previsivo per l'economia italiana elaborato dagli esperti della Banca d'Italia nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema viene pubblicato all'inizio dei mesi di giugno e dicembre, simultaneamente alla diffusione delle proiezioni per l'area dell'euro¹. Le proiezioni macroeconomiche per l'Italia qui presentate aggiornano quelle diffuse il 15 giugno scorso² sulla base delle informazioni più recenti, tra le quali i nuovi conti nazionali trimestrali diffusi dall'Istat lo scorso 1° giugno, successivamente alla data di chiusura del precedente esercizio previsivo. Anche le ipotesi tecniche sono state riviste, alla luce degli andamenti delle variabili esogene alla data del 6 luglio.

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

- a) la domanda estera ponderata per i mercati di destinazione delle nostre esportazioni cresce di poco più del 4 per cento nella media del triennio 2018-2020;
- b) il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro, pari in media a 1,19 nel 2018, rimane stabile a 1,17 nel biennio 2019-2020³;

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

² Le valutazioni sull'attività economica globale e sulle prospettive per la domanda estera sono coerenti con quelle sottostanti al quadro previsivo per l'area dell'euro concordato tra le banche centrali dell'Eurosistema e presentato dalla Banca centrale europea nel documento *Giugno 2018: proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema*.

³ Le ipotesi tecniche su tassi di interesse, tasso di cambio e prezzo del petrolio sono calcolate sulla base delle quotazioni, a pronti e a termine, osservate sui mercati nelle dieci giornate lavorative precedenti il 6 luglio.

² Le proiezioni per l'economia italiana presentate in questo Bollettino aggiornano il quadro predisposto nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema, basato sulle informazioni disponibili fino al 22 maggio, alla luce degli andamenti osservati successivamente a quella data. Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Proiezioni macroeconomiche per l'Italia*, 15 giugno 2018.

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

VOCI	2017	2018	2019	2020
Domanda estera potenziale	4,1	4,3	4,5	3,9
Dollaro/euro (1)	1,13	1,19	1,17	1,17
Cambio effettivo nominale (2)	-1,3	-0,4	0,4	0,0
Prezzo del greggio (1) (3)	54,3	73,7	73,5	69,4
Tasso Euribor a 3 mesi (1)	-0,3	-0,3	-0,2	0,1
Tasso BOT a 1 anno (1)	-0,3	0,0	0,4	0,7
Tasso BTP a 10 anni (1)	2,1	2,6	3,3	3,5

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

c) il prezzo del greggio (qualità Brent), fissato sulla base delle quotazioni dei contratti futures, è pari a circa 74 dollari al barile nel 2018-19 (54 nel 2017) e si riduce a poco più di 69 dollari nel 2020;

d) il tasso di interesse a tre mesi sul mercato interbancario (Euribor), pari a -0,3 per cento nel biennio 2017-18, risale gradualmente fino a 0,1 nella media del 2020;

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

f) come il quadro tendenziale del *Documento di economia e finanza 2018* (DEF) dello scorso aprile, lo scenario incorpora le misure delineate nelle passate manovre di bilancio, inclusa quella per il triennio 2018-2020. Tuttavia, diversamente rispetto al DEF, per il biennio 2019-2020 si assume che le clausole di salvaguardia relative all'incremento delle aliquote IVA e delle accise non vengano attivate; coerentemente con i principi guida sottostanti alle proiezioni dell'Eurosistema, il quadro macroeconomico non incorpora misure alternative di recupero del mancato gettito. Non si tiene conto di provvedimenti che, sebbene annunciati, non sono ancora definiti con un sufficiente grado di dettaglio né inclusi nella legislazione.

**...condizioni
del credito distese...**

Lo scenario presuppone che le condizioni di offerta del credito rimangano distese. I tassi di interesse sui prestiti bancari non si discosterebbero significativamente da quelli praticati nell'area dell'euro lungo tutto l'orizzonte di proiezione. La domanda di finanziamenti da parte delle imprese, in ripresa nell'ultimo semestre dopo un prolungato ristagno, continuerebbe a espandersi.

**...e un assetto
monetario
accomodante**

Lo scenario tiene conto delle decisioni di politica monetaria adottate dal Consiglio direttivo della BCE nella riunione del 14 giugno (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate nel giugno 2018* del capitolo 1). Le condizioni monetarie si mantengono ampiamente espansive. Secondo le nostre valutazioni, il contributo alla crescita del PIL delle misure di politica monetaria attuate a partire dal 2014, pur riducendosi, resterebbe rilevante, pari a circa mezzo punto percentuale all'anno in media nel biennio 2018-19 (poco meno della metà di quanto stimato per il biennio precedente; cfr. il riquadro: *Le determinanti dell'attività economica nel 2017 secondo il modello della Banca d'Italia* del capitolo 4 nella *Relazione annuale* sul 2017). Come il quadro tendenziale del *Documento di economia e finanza 2018* (DEF) dello scorso aprile, lo scenario tiene conto delle misure di bilancio già approvate. Coerentemente con i principi guida sottostanti alle proiezioni dell'Eurosistema si basa, come in passato, sull'ipotesi tecnica di abolizione delle clausole di salvaguardia senza prefigurare misure alternative di recupero del conseguente mancato gettito; non si tiene conto di provvedimenti che non sono ancora definiti con un sufficiente grado di dettaglio né inclusi nella legislazione. Questo quadro è compatibile con una graduale riduzione del rapporto tra il debito pubblico e il prodotto.

Tavola 9

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

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

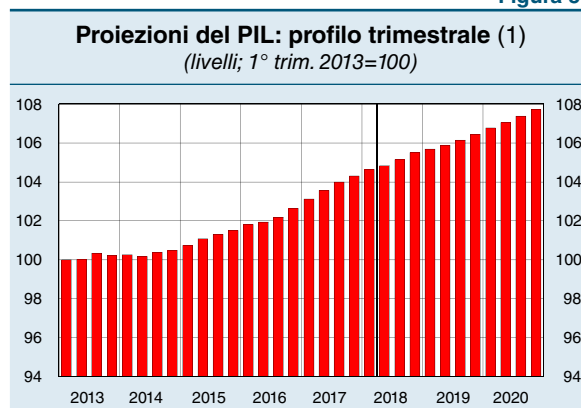
(1) Non corretto per le giornate lavorative; definizione coerente con i conti nazionali annuali dell'Istat. – (2) Per il PIL e le sue componenti: quantità a prezzi concatenati; variazioni risultanti dalla somma dei dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. – (3) Include gli oggetti di valore. Contributi alla crescita del PIL; valori percentuali. – (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.

La crescita del PIL prosegue

Sulla base delle ipotesi e degli andamenti congiunturali più recenti, in questo scenario il tasso di crescita del prodotto, non corretto per gli effetti del numero di giornate lavorative, sarebbe pari all'1,3 per cento quest'anno, all'1,0 per cento nel 2019 e all'1,2 nel 2020 (tav. 9 e fig. 37)³. Sulle proiezioni incide, nel breve termine, l'andamento dell'attività nel secondo trimestre (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel secondo trimestre sulla base degli indicatori congiunturali*) che, secondo le informazioni disponibili, risulta meno favorevole di quanto precedentemente atteso. Al graduale rallentamento della domanda interna si contrapporrebbe, dal prossimo anno, un contributo positivo e crescente delle esportazioni nette (fig. 38). Nell'orizzonte previsivo non si completerebbe il riassorbimento dei margini inutilizzati di capacità produttiva (cfr. il riquadro: *Le stime dell'output gap in Italia*).

³ Sommando i dati trimestrali, corretti per le giornate lavorative, si valuta che la crescita del PIL sarebbe pari all'1,2 per cento nell'anno in corso, all'1,0 nel 2019 e all'1,1 nel 2020.

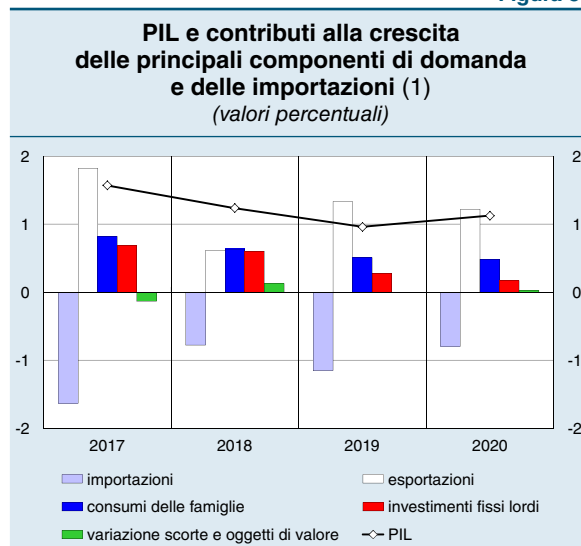
Figura 37



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

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

Figura 38



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

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

LE STIME DELL'OUTPUT GAP IN ITALIA

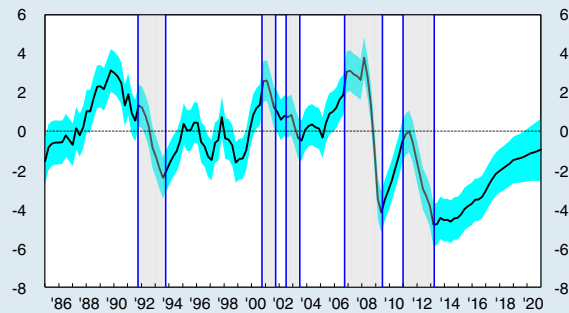
Secondo nostre valutazioni lo scostamento tra il livello effettivo del prodotto e quello potenziale (*output gap*) si colloca in Italia su valori ancora ampiamente negativi¹ (le bande di confidenza riportate nella figura colgono l'incertezza che circonda le stime). Si valuta che nella media di quest'anno l'*output gap* sarebbe compreso tra -2,8 e -0,5 per cento, con valore centrale pari a -1,7. Sulla base delle proiezioni macroeconomiche presentate in questo Bollettino si ritiene che la prosecuzione della fase di crescita del PIL consentirà un graduale riassorbimento dell'*output gap*, la cui stima centrale per la fine del 2020 è tuttavia ancora negativa.

La presenza di un *output gap* che rimane negativo contribuisce alla perdurante debolezza dell'inflazione di fondo. Le valutazioni del Fondo monetario internazionale prefigurano un riassorbimento dell'*output gap* a partire dal 2020, quelle della Commissione europea e dell'OCSE già dal prossimo anno.

¹ Le stime della Banca d'Italia sono ottenute combinando i risultati di: (a) un approccio basato sul metodo della funzione di produzione; (b) un VAR strutturale; (c) un modello a componenti non osservabili; (d) un modello autoregressivo a parametri variabili. Tale 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

Output gap (1)
(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat fino al 2017, nostre previsioni per il 2018-2020.

(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.

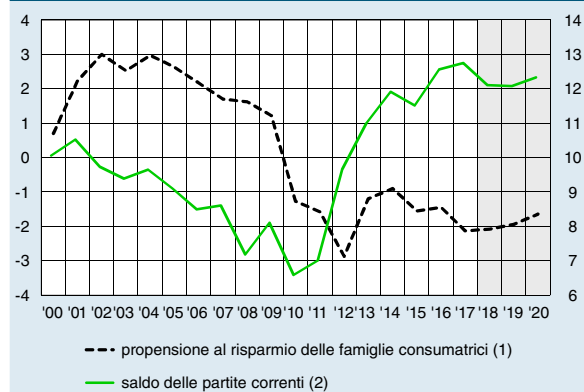
I consumi e l'occupazione continuano a espandersi...

La crescita dei consumi proseguirebbe nel triennio di previsione, ma a un ritmo inferiore rispetto al 2017. Alla prosecuzione

della fase ciclica positiva si accompagnerebbe un progressivo incremento della propensione al risparmio delle famiglie che tornerebbe in prossimità dell'8,5 per cento (fig. 39). Il numero di occupati, che in maggio ha superato i livelli massimi pre-crisi, continuerebbe a espandersi, in media dello 0,8 per cento all'anno. Il tasso di disoccupazione diminuirebbe in misura contenuta, portandosi al 10,4 per cento nel 2020 (dall'11,2 del 2017), per effetto dell'aumento della partecipazione al mercato del lavoro, in parte connesso con il miglioramento delle prospettive occupazionali.

Figura 39

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



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

(1) Scala di destra. - (2) In rapporto al PIL.

...così come gli investimenti

L'accumulazione di capitale, nonostante la battuta d'arresto registrata nel primo trimestre di quest'anno (presumibilmente collegata all'incertezza circa il rinnovo delle agevolazioni fiscali, che avrebbe determinato un anticipo alla fine del 2017 delle decisioni di spesa; cfr. il par. 2.2), tornerebbe a crescere nel corso dell'anno, sostenuta dal proseguimento della fase ciclica espansiva e da condizioni finanziarie accomodanti. Con l'esaurirsi degli incentivi fiscali per gli acquisti di macchinari, attrezzature e prodotti a tecnologia avanzata, attualmente stabilito per la fine del 2018, lo scenario incorpora un rallentamento degli investimenti produttivi nel biennio 2019-2020. La componente residenziale continuerebbe a espandersi a ritmi moderati, seguendo la ripresa ciclica del mercato immobiliare.

Il rapporto tra investimenti nominali in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto (AMMT) e PIL si assesterebbe sui livelli medi antecedenti la doppia recessione; per la componente in costruzioni, nel 2020 tale rapporto rimarrebbe invece ancora inferiore di quasi quattro punti percentuali al valore pre-crisi (fig. 40).

I conti con l'estero restano in avanzo

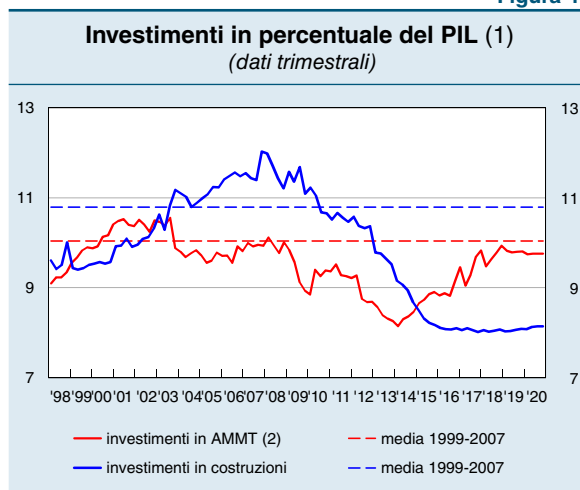
Le esportazioni, diminuite nel primo trimestre dopo il forte incremento osservato nella seconda parte del 2017, rallenterebbero nella media di quest'anno, ma nel prossimo biennio tornerebbero a espandersi a un passo pressoché in linea con quello della domanda estera ponderata per i mercati di destinazione, in media di circa il 4 per cento l'anno. La crescita delle importazioni sarebbe complessivamente meno pronunciata, anche per effetto della decelerazione della domanda interna. Nel biennio 2019-2020 il contributo delle esportazioni nette sarebbe positivo, in media pari a 0,3 punti percentuali l'anno.

Il saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti in rapporto al PIL resterebbe stabilmente positivo; si ridurrebbe nel 2018, in conseguenza del peggioramento delle ragioni di scambio indotto dall'aumento delle quotazioni delle materie prime, ma recupererebbe in seguito. Il saldo rimarrebbe superiore al 2 per cento nell'intero triennio 2018-2020 (fig. 39).

L'inflazione risale gradualmente...

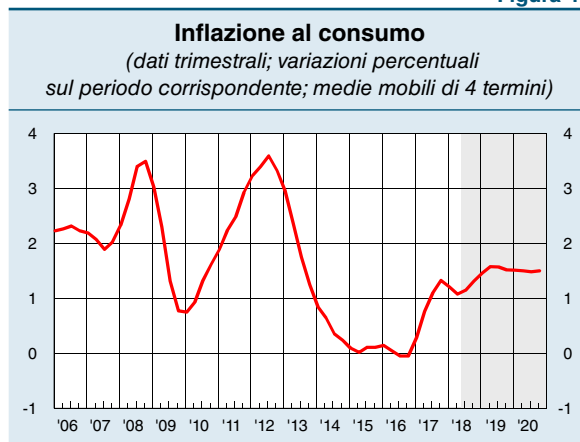
I prezzi al consumo salirebbero dell'1,3 per cento nella media di quest'anno e dell'1,5 nel biennio 2019-2020, sospinti soprattutto dal rialzo delle quotazioni del greggio (fig. 41). L'inflazione di fondo si manterrebbe bassa nel 2018 (0,8 per cento), risentendo principalmente dell'impatto del forte rallentamento della componente dei servizi avvenuto alla fine del 2017 (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2018), i cui effetti sui tassi di

Figura 40



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

Figura 41



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

crescita annuali si riassorbiranno alla fine dell'estate; salirebbe all'1,4 per cento nella media del prossimo biennio, riflettendo anche la graduale accelerazione delle retribuzioni nel settore privato. L'inflazione interna, misurata col deflatore del PIL, si manterrebbe in media attorno all'1,5 per cento nell'orizzonte di previsione; l'andamento nell'anno in corso rispecchierebbe in parte anche l'aumento dei salari pubblici.

...a seguito di un lento miglioramento delle aspettative incorporate nei salari

Le retribuzioni del settore privato accelererebbero solo marginalmente nel triennio 2018-2020, a seguito di un graduale miglioramento delle aspettative di inflazione incorporate nei contratti collettivi, misurate per lo più dalle previsioni diffuse di recente dall'Istat sull'andamento dell'indice dei prezzi al consumo al netto dei beni energetici importati (cfr. il riquadro: *Aspettative di inflazione e dinamica dei salari*). Il costo del lavoro per unità di prodotto

aumenterebbe in misura più contenuta, per effetto della ripresa ciclica della produttività. Nel triennio di previsione i margini di profitto del settore privato si espanderebbero complessivamente di poco più di 1,5 punti percentuali; nel 2020 avrebbero recuperato circa due terzi della caduta registrata tra il 2008 e il 2012.

Le proiezioni di crescita sono marginalmente più basse rispetto a quelle di gennaio

Le proiezioni di crescita del prodotto sono lievemente più basse rispetto a quelle del *Bollettino economico* dello scorso gennaio, per 0,2 punti percentuali in ciascun anno nel biennio 2018-19 e per 0,1 nel 2020. La revisione risente principalmente dei rincari del greggio e, per l'anno in corso, dalla dinamica più debole dell'attività nel secondo trimestre, come suggerito dai principali indicatori congiunturali; l'impatto dei più elevati tassi di interesse sarebbe

invece compensato dall'indebolimento del cambio dell'euro e dal più favorevole andamento degli scambi con l'estero nel prossimo biennio⁴.

Le proiezioni di inflazione sono riviste al rialzo di 0,2 punti percentuali nel 2018, al ribasso di 0,1 punti percentuali nel 2020. Tali revisioni sono dovute principalmente alle quotazioni delle materie prime più elevate quest'anno a cui nel 2020 si contrapporrebbero gli effetti di una crescita più moderata delle retribuzioni.

Per il biennio 2018-19 le nostre proiezioni di crescita risultano lievemente inferiori a quelle del Fondo monetario internazionale (FMI) e dell'OCSE, che sono tuttavia meno aggiornate e non tengono conto delle informazioni relative al secondo trimestre; sono invece sostanzialmente in linea con quelle della Commissione europea pubblicate in luglio (tav. 10). Le proiezioni di inflazione sono leggermente più contenute di quelle della Commissione europea e mediamente più elevate rispetto agli altri principali previsori.

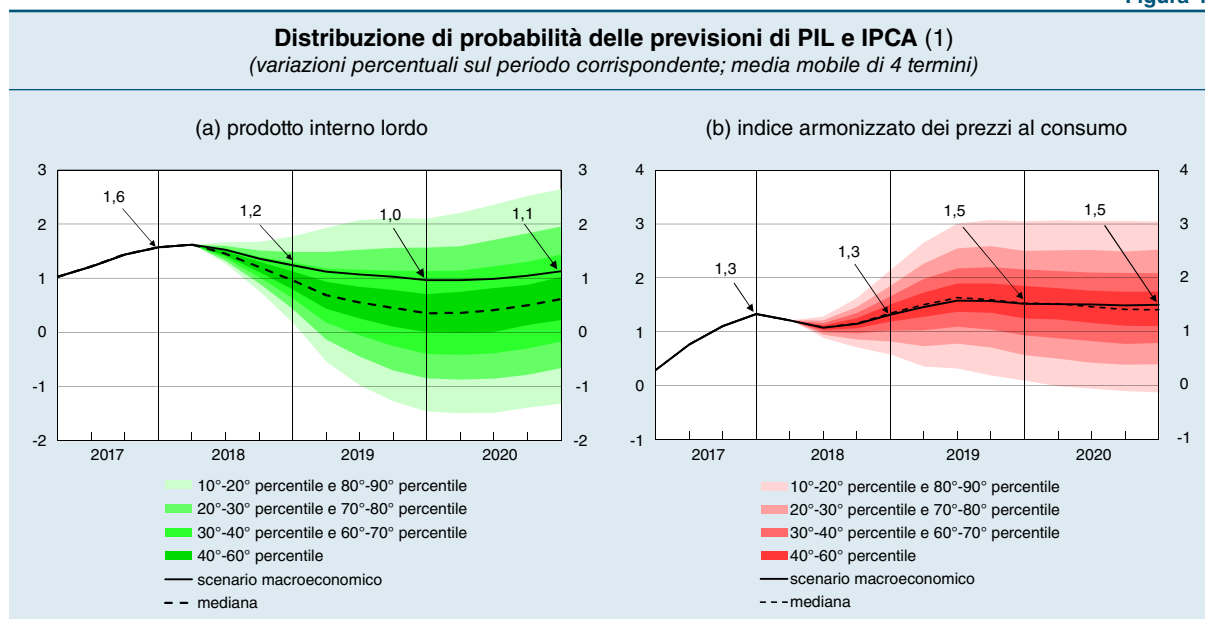
Tavola 10

Previsioni di altre organizzazioni (variazioni percentuali su periodo precedente)				
VOCI	PIL (1)		Inflazione (2)	
	2018	2019	2018	2019
FMI (aprile)	1,5	1,1	1,1	1,3
OCSE (maggio)	1,4	1,1	1,2	1,7
Commissione europea (luglio)	1,3	1,1	1,4	1,6
Consensus Economics (giugno)	1,3	1,2	1,2	1,4

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2018; OCSE, *OECD Economic Outlook*, maggio 2018; Commissione europea, *European Economic Forecast Summer 2018*, luglio 2018; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, giugno 2018.

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

⁴ Le proiezioni si discostano in misura lieve da quelle pubblicate alla metà di giugno nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema (cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Proiezioni macroeconomiche per l'Italia*, 15 giugno 2018), riflettendo le informazioni congiunturali divenute nel frattempo disponibili sull'attività economica nel secondo trimestre dell'anno in corso e l'aggiornamento delle ipotesi tecniche.



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

Si valuta che i rischi che circondano il quadro previsionale qui descritto siano orientati prevalentemente al ribasso per la crescita e bilanciati per l'inflazione (fig. 42).

I rischi al ribasso per la crescita derivano soprattutto dalle tensioni protezionistiche...

Sulla ripresa dell'economia mondiale gravano rischi sostanziali, derivanti dalla possibilità di un'accentuazione dell'orientamento protezionistico delle politiche commerciali, con ripercussioni negative sulla fiducia delle imprese, sull'espansione degli scambi commerciali e della domanda globale. Non si possono inoltre escludere aumenti repentini della volatilità sui mercati finanziari, in connessione con un riaccendersi dell'incertezza sulle politiche economiche, che si potrebbe

ripercuotere sulle condizioni di finanziamento e sulla fiducia di famiglie e imprese, incidendo negativamente sull'attività economica.

...quelli per l'inflazione sono più bilanciati

Per l'inflazione i rischi al ribasso sono soprattutto legati a quelli che gravano sull'attività economica, che potrebbero tradursi in un andamento delle retribuzioni più debole di quanto qui prefigurato (cfr. il riquadro: *Aspettative di inflazione e dinamica dei salari*). Pressioni al rialzo potrebbero invece derivare da nuovi aumenti nelle quotazioni delle materie prime energetiche.

DOCUMENTAZIONE STATISTICA

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

INDICE

A1	Conto economico delle risorse e degli impieghi: area dell'euro	51
A2	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia	52
A3	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	53
A4	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	54
A5	Indici armonizzati dei prezzi al consumo: Italia e altri maggiori paesi dell'area dell'euro	55
A6	Produzione industriale e indicatori congiunturali: Italia	56
A7	Forze di lavoro, occupazione e disoccupazione: Italia	57
A8	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	58
A9	Prestiti bancari in Italia per area geografica e settore di attività economica	59
A10	Emissioni nette di obbligazioni: Italia e area dell'euro	60
A11	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche: Italia	61
A12	Debito delle Amministrazioni pubbliche: Italia	62

Conto economico delle risorse e degli impieghi: area dell'euro (1)

(variazioni percentuali sul periodo precedente)

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	PIL	Importazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Spesa per consumi delle famiglie residenti (2)	Spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche	Esportazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	Totale			
Valori a prezzi concatenati									
2014	1,3	4,9	2,4	-0,4	4,3	1,9	0,8	0,7	4,7
2015	2,1	6,7	3,4	0,5	6,1	3,3	1,8	1,3	6,4
2016	1,8	4,8	2,7	2,5	6,6	4,6	2,0	1,8	3,4
2017	2,4	4,3	2,9	3,3	2,6	2,9	1,7	1,2	5,1
2014 – 1° trim.	0,4	1,3	0,7	0,8	1,1	0,9	0,1	0,1	0,9
2° trim.	0,1	1,3	0,5	-1,4	0,2	-0,6	0,3	0,2	1,0
3° trim.	0,4	1,6	0,8	0,0	1,4	0,7	0,4	0,3	1,8
4° trim.	0,5	1,1	0,7	-0,1	1,7	0,8	0,5	0,2	1,3
2015 – 1° trim.	0,8	2,9	1,4	0,6	1,9	1,3	0,4	0,4	2,5
2° trim.	0,3	0,8	0,5	-0,4	0,7	0,1	0,5	0,2	1,4
3° trim.	0,4	1,1	0,6	0,0	2,1	1,1	0,5	0,5	0,3
4° trim.	0,4	1,7	0,8	1,5	1,3	1,4	0,5	0,4	1,0
2016 – 1° trim.	0,5	0,4	0,5	0,5	0,2	0,3	0,6	0,8	0,5
2° trim.	0,3	1,9	0,8	0,3	4,8	2,6	0,3	0,3	1,3
3° trim.	0,4	0,5	0,5	0,7	0,5	0,6	0,4	0,2	0,4
4° trim.	0,7	1,6	1,0	0,8	0,9	0,9	0,6	0,3	1,5
2017 – 1° trim.	0,7	0,6	0,7	1,6	-1,3	0,1	0,4	0,1	1,6
2° trim.	0,7	1,6	1,0	1,1	2,8	2,0	0,5	0,5	1,1
3° trim.	0,7	0,5	0,6	0,3	-0,8	-0,3	0,4	0,5	1,5
4° trim.	0,7	1,5	0,9	1,0	1,6	1,3	0,2	0,3	2,2
2018 – 1° trim.	0,4	-0,1	0,2	1,1	0,0	0,5	0,5	0,0	-0,4
Prezzi impliciti									
2014	0,9	-1,5	....	....	....	0,7	0,5	0,9	-0,7
2015	1,4	-2,0	....	....	....	0,8	0,3	0,5	0,3
2016	0,8	-2,4	....	....	....	0,8	0,4	0,6	-1,5
2017	1,1	2,8	....	....	....	1,4	1,4	1,1	1,9
2014 – 1° trim.	0,3	-0,6	....	....	....	0,0	0,1	0,4	-0,4
2° trim.	0,1	-0,4	....	....	....	0,1	0,1	0,1	-0,2
3° trim.	0,3	0,1	....	....	....	0,4	0,1	0,4	0,3
4° trim.	0,4	-0,8	....	....	....	0,2	0,0	0,2	0,0
2015 – 1° trim.	0,5	-1,3	....	....	....	0,1	-0,2	-0,1	0,0
2° trim.	0,3	1,2	....	....	....	0,1	0,5	0,3	0,8
3° trim.	0,3	-1,2	....	....	....	0,3	0,1	0,2	-0,4
4° trim.	0,3	-1,2	....	....	....	0,2	0,0	0,1	-0,6
2016 – 1° trim.	0,0	-2,3	....	....	....	0,0	-0,3	-0,1	-1,4
2° trim.	0,1	0,4	....	....	....	0,3	0,3	0,2	0,0
3° trim.	0,1	0,8	....	....	....	0,3	0,2	0,3	0,6
4° trim.	0,3	1,2	....	....	....	0,4	0,5	0,4	0,8
2017 – 1° trim.	0,1	1,9	....	....	....	0,4	0,5	0,3	1,2
2° trim.	0,5	-0,8	....	....	....	0,3	0,2	0,2	-0,3
3° trim.	0,3	-0,2	....	....	....	0,4	0,1	0,3	-0,3
4° trim.	0,2	0,9	....	....	....	0,4	0,5	0,5	0,5
2018 – 1° trim.	0,3	0,6	....	....	....	0,6	0,5	0,3	0,4

Fonte: Eurostat.

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

Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia (1)

(variazioni percentuali sul periodo precedente)

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	PIL	Importazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Spesa per consumi delle famiglie residenti (2)	Spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche	Esportazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti varie mezzi di trasporto	Totale			
Valori a prezzi concatenati									
2014	0,1	3,2	0,8	-6,6	2,4	-2,3	0,3	-0,7	2,7
2015	1,0	6,8	2,2	-0,7	4,8	2,1	1,9	-0,6	4,4
2016	0,9	3,5	1,4	1,2	5,0	3,2	1,4	0,6	2,4
2017	1,5	5,3	2,3	1,1	6,1	3,8	1,4	0,1	5,4
2014 – 1° trim.	0,0	0,1	0,0	-1,2	2,5	0,6	-0,2	-0,2	0,7
2° trim.	-0,1	1,8	0,3	-2,3	0,3	-1,0	0,2	-0,6	0,4
3° trim.	0,2	0,9	0,4	-1,4	0,7	-0,3	0,2	0,6	0,9
4° trim.	0,0	0,5	0,1	-0,1	2,5	1,2	0,4	0,0	1,5
2015 – 1° trim.	0,2	3,7	1,0	-0,1	1,0	0,4	0,3	-0,7	1,9
2° trim.	0,4	1,7	0,7	0,1	1,2	0,7	0,9	0,0	1,2
3° trim.	0,2	-0,5	0,1	0,1	1,5	0,8	0,7	0,2	-1,5
4° trim.	0,3	2,1	0,7	1,2	-0,5	0,3	0,4	-0,2	1,7
2016 – 1° trim.	0,2	-0,3	0,1	0,3	1,4	0,9	0,2	0,9	-0,3
2° trim.	0,1	1,9	0,5	0,3	-0,4	-0,1	0,2	-0,2	1,7
3° trim.	0,2	0,8	0,4	0,0	3,8	2,0	0,3	-0,3	0,7
4° trim.	0,5	1,8	0,8	0,1	4,9	2,6	0,3	0,2	1,7
2017 – 1° trim.	0,5	1,3	0,7	0,8	-4,1	-1,9	0,7	0,1	2,5
2° trim.	0,4	1,6	0,7	-0,1	2,7	1,4	0,1	0,1	-0,1
3° trim.	0,3	1,4	0,6	0,8	4,7	2,9	0,3	-0,1	1,8
4° trim.	0,4	0,5	0,4	0,8	2,1	1,5	0,0	0,0	1,8
2018 – 1° trim.	0,3	-0,9	0,0	0,0	-2,4	-1,4	0,4	0,0	-2,1
Prezzi impliciti									
2014	1,0	-2,7	0,2	0,1	0,7	0,4	0,3	0,0	-0,1
2015	0,9	-2,6	0,2	0,3	1,5	0,9	0,2	0,1	-0,4
2016	0,8	-3,4	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	0,1	1,0	-1,1
2017	0,6	3,1	1,2	0,6	0,5	0,6	1,2	0,8	1,7
2014 – 1° trim.	0,7	-0,8	0,4	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,2
2° trim.	-0,3	-0,5	-0,3	0,0	0,4	0,2	0,0	0,0	-0,2
3° trim.	0,0	-0,2	0,0	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,3
4° trim.	0,6	-1,2	0,2	0,2	0,4	0,3	0,1	0,3	-0,2
2015 – 1° trim.	0,2	-1,1	-0,1	-0,1	0,5	0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2° trim.	0,1	1,2	0,3	-0,1	0,4	0,2	0,4	0,1	0,2
3° trim.	0,4	-1,8	-0,1	0,3	0,2	0,3	0,0	0,1	-0,4
4° trim.	0,4	-1,6	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,2	-0,7	-0,5
2016 – 1° trim.	0,3	-2,3	-0,2	-0,2	-0,5	-0,3	-0,3	1,1	-0,9
2° trim.	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0
3° trim.	0,1	0,7	0,2	-0,1	0,1	0,0	0,2	0,3	0,4
4° trim.	0,4	1,3	0,6	0,3	-0,2	0,0	0,4	0,3	0,4
2017 – 1° trim.	-0,1	2,0	0,4	0,2	0,3	0,3	0,6	0,0	1,0
2° trim.	0,2	-0,5	0,0	0,1	0,4	0,3	0,2	0,3	0,0
3° trim.	0,4	-0,4	0,2	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,3	0,0
4° trim.	0,4	1,5	0,6	0,4	0,0	0,1	0,4	0,2	0,6
2018 – 1° trim.	0,0	0,5	0,1	0,3	-0,1	0,1	0,4	0,4	0,4

Fonte: Istat.

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

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

PERIODO	Redditi per ore lavorate	Produttività oraria			Costo del lavoro per unità di prodotto
		Valore aggiunto (2)	Ore lavorate		
Totale industria al netto delle costruzioni					
2014	1,7	2,8	2,7	-0,1	-1,1
2015	1,6	3,4	3,9	0,5	-1,8
2016	1,2	1,2	1,9	0,7	0,0
2017	1,5	1,9	3,0	1,1	-0,4
2016 – 1° trim.	1,4	0,9	1,7	0,8	0,5
2° trim.	0,8	0,9	1,7	0,7	-0,1
3° trim.	1,3	0,9	1,5	0,6	0,4
4° trim.	1,3	1,8	2,5	0,7	-0,4
2017 – 1° trim.	1,4	1,0	1,8	0,8	0,4
2° trim.	1,3	1,9	3,1	1,2	-0,5
3° trim.	1,1	2,2	4,0	1,7	-1,1
4° trim.	1,1	2,6	4,6	2,0	-1,4
2018 – 1° trim.	1,6	2,4	3,9	1,5	-0,8
Servizi					
2014	1,2	0,2	1,1	0,9	1,0
2015	1,4	0,1	1,5	1,3	1,2
2016	1,1	-0,1	1,7	1,8	1,2
2017	1,9	0,7	2,2	1,5	1,2
2016 – 1° trim.	1,0	-0,4	1,6	1,9	1,4
2° trim.	1,0	-0,1	1,7	1,8	1,1
3° trim.	1,1	0,1	1,7	1,6	1,0
4° trim.	1,5	0,4	1,9	1,5	1,1
2017 – 1° trim.	1,6	0,6	2,1	1,5	1,0
2° trim.	1,8	0,7	2,3	1,6	1,1
3° trim.	1,6	0,7	2,5	1,9	0,9
4° trim.	1,7	0,8	2,4	1,6	0,9
2018 – 1° trim.	2,0	0,8	2,2	1,3	1,1
Totale economia					
2014	1,3	0,8	1,3	0,6	0,5
2015	1,3	0,8	1,9	1,1	0,5
2016	1,1	0,3	1,7	1,4	0,8
2017	1,7	1,0	2,3	1,3	0,7
2016 – 1° trim.	1,1	-0,1	1,5	1,6	1,1
2° trim.	1,0	0,2	1,6	1,4	0,7
3° trim.	1,1	0,4	1,6	1,3	0,8
4° trim.	1,5	0,8	1,9	1,1	0,7
2017 – 1° trim.	1,5	0,8	2,1	1,3	0,7
2° trim.	1,7	1,1	2,5	1,4	0,6
3° trim.	1,4	1,1	2,8	1,7	0,3
4° trim.	1,5	1,2	2,9	1,7	0,3
2018 – 1° trim.	1,9	1,3	2,6	1,3	0,6

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

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

PERIODO	Redditi per ora lavorata	Produttività oraria			Costo del lavoro per unità di prodotto
		Valore aggiunto (2)	Ore lavorate		
Totale industria al netto delle costruzioni					
2013	2,6	0,6	-2,2	-2,8	2,0
2014	1,0	0,9	-0,3	-1,2	0,1
2015	2,0	1,2	1,1	0,0	0,8
2016	-0,7	-0,2	1,4	1,7	-0,5
2017	0,4	0,6	2,1	1,5	-0,2
2015 – 1° trim.	2,6	0,5	-0,8	-1,3	2,1
2° trim.	2,6	0,9	0,7	-0,1	1,7
3° trim.	2,2	1,6	1,3	-0,3	0,6
4° trim.	1,8	1,1	1,1	0,0	0,8
2016 – 1° trim.	-0,8	0,2	2,9	2,7	-1,0
2° trim.	-0,8	-1,2	0,9	2,2	0,4
3° trim.	-1,3	-0,4	1,3	1,7	-0,9
4° trim.	-0,8	1,3	2,7	1,3	-2,1
2017 – 1° trim.	0,3	0,5	0,8	0,2	-0,2
2° trim.	-0,1	1,3	2,6	1,3	-1,4
3° trim.	0,6	1,0	3,3	2,3	-0,3
4° trim.	0,4	0,1	2,9	2,8	0,3
2018 – 1° trim.	0,5	1,2	2,9	1,6	-0,7
Servizi					
2013	1,2	0,8	-1,1	-1,9	0,4
2014	-0,1	0,5	0,8	0,4	-0,5
2015	0,4	-0,1	0,8	1,0	0,5
2016	0,3	-1,4	0,6	2,0	1,7
2017	0,1	0,4	1,5	1,1	-0,3
2015 – 1° trim.	0,4	0,4	0,9	0,5	0,0
2° trim.	0,5	0,4	1,0	0,6	0,2
3° trim.	0,5	-0,5	0,6	1,2	1,0
4° trim.	0,1	-0,4	0,8	1,2	0,5
2016 – 1° trim.	-0,3	-1,9	0,6	2,6	1,7
2° trim.	0,3	-1,8	0,6	2,5	2,2
3° trim.	0,4	-1,1	0,6	1,7	1,5
4° trim.	1,0	-0,8	0,7	1,6	1,8
2017 – 1° trim.	0,5	0,6	1,5	0,9	-0,1
2° trim.	0,0	0,7	1,5	0,9	-0,6
3° trim.	-0,2	-0,1	1,5	1,7	-0,1
4° trim.	-0,1	0,2	1,4	1,2	-0,3
2018 – 1° trim.	0,0	0,0	1,0	1,0	0,0
Totale economia					
2013	1,6	1,2	-1,5	-2,6	0,5
2014	0,3	0,3	0,2	-0,1	0,0
2015	0,8	0,2	0,9	0,7	0,6
2016	0,0	-0,9	0,7	1,7	1,0
2017	0,1	0,4	1,4	1,0	-0,3
2015 – 1° trim.	1,0	0,3	0,4	0,1	0,7
2° trim.	1,0	0,3	0,8	0,5	0,7
3° trim.	0,9	0,1	0,8	0,6	0,7
4° trim.	0,5	0,3	1,1	0,8	0,2
2016 – 1° trim.	-0,5	-1,3	1,1	2,5	0,9
2° trim.	0,0	-1,3	0,7	2,1	1,3
3° trim.	0,0	-0,8	0,7	1,5	0,8
4° trim.	0,5	-0,3	0,9	1,3	0,9
2017 – 1° trim.	0,3	0,4	1,2	0,8	-0,1
2° trim.	0,0	0,7	1,6	0,9	-0,7
3° trim.	-0,1	0,2	1,7	1,5	-0,3
4° trim.	-0,1	0,0	1,6	1,6	-0,1
2018 – 1° trim.	0,2	0,6	1,4	0,7	-0,5

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

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

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

PERIODO	Francia		Germania		Italia		Spagna		Area dell'euro (1)	
	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici
2012	2,2	1,5	2,1	1,3	3,3	2,0	2,4	1,3	2,5	1,5
2013	1,0	0,7	1,6	1,2	1,2	1,2	1,5	1,3	1,4	1,1
2014	0,6	1,0	0,8	1,1	0,2	0,7	-0,2	-0,1	0,4	0,8
2015	0,1	0,6	0,1	1,1	0,1	0,7	-0,6	0,3	0,0	0,8
2016	0,3	0,6	0,4	1,1	-0,1	0,5	-0,3	0,7	0,2	0,9
2017	1,2	0,6	1,7	1,3	1,3	0,8	2,0	1,2	1,5	1,0
2016 – gen.	0,3	0,9	0,4	1,1	0,4	0,9	-0,4	0,7	0,3	1,0
feb.	-0,1	0,7	-0,2	0,8	-0,2	0,5	-1,0	0,8	-0,2	0,8
mar.	-0,1	0,7	0,1	1,3	-0,2	0,8	-1,0	0,8	0,0	1,0
apr.	-0,1	0,6	-0,3	0,7	-0,4	0,6	-1,2	0,5	-0,2	0,7
mag.	0,1	0,6	0,0	1,1	-0,3	0,6	-1,1	0,5	-0,1	0,8
giu.	0,3	0,6	0,2	1,2	-0,2	0,5	-0,9	0,5	0,1	0,9
lug.	0,4	0,6	0,4	1,3	-0,2	0,5	-0,7	0,6	0,2	0,9
ago.	0,4	0,5	0,3	1,0	-0,1	0,4	-0,3	0,7	0,2	0,8
set.	0,5	0,7	0,5	1,1	0,1	0,4	0,0	0,7	0,4	0,8
ott.	0,5	0,6	0,7	1,1	-0,1	0,2	0,5	0,6	0,5	0,8
nov.	0,7	0,6	0,7	1,0	0,1	0,4	0,5	0,7	0,6	0,8
dic.	0,8	0,4	1,7	1,4	0,5	0,7	1,4	0,9	1,1	0,9
2017 – gen.	1,6	0,7	1,9	1,1	1,0	0,5	2,9	1,2	1,8	0,9
feb.	1,4	0,3	2,2	1,1	1,6	0,7	3,0	1,3	2,0	0,9
mar.	1,4	0,5	1,5	0,9	1,4	0,6	2,1	0,8	1,5	0,7
apr.	1,4	0,6	2,0	1,6	2,0	1,3	2,6	1,4	1,9	1,2
mag.	0,9	0,5	1,4	1,1	1,6	0,9	2,0	1,1	1,4	0,9
giu.	0,8	0,6	1,5	1,5	1,2	1,0	1,6	1,4	1,3	1,1
lug.	0,8	0,6	1,5	1,5	1,2	0,9	1,7	1,7	1,3	1,2
ago.	1,0	0,6	1,8	1,5	1,4	1,2	2,0	1,7	1,5	1,2
set.	1,1	0,6	1,8	1,5	1,3	1,1	1,8	1,3	1,5	1,1
ott.	1,2	0,6	1,5	1,1	1,1	0,5	1,7	1,1	1,4	0,9
nov.	1,2	0,6	1,8	1,3	1,1	0,4	1,8	0,9	1,5	0,9
dic.	1,2	0,6	1,6	1,4	1,0	0,5	1,2	0,9	1,4	0,9
2018 – gen.	1,5	1,0	1,4	1,3	1,2	0,7	0,7	1,0	1,3	1,0
feb.	1,3	0,8	1,2	1,4	0,5	0,5	1,2	1,3	1,1	1,0
mar.	1,7	1,0	1,5	1,3	0,9	0,7	1,3	1,2	1,3	1,0
apr.	1,8	0,9	1,4	1,0	0,6	0,2	1,1	0,8	1,3	0,8
mag.	2,3	1,1	2,2	1,5	1,0	0,6	2,1	1,2	1,9	1,1
giu.	2,0	....	2,1	....	(1,5)	(0,7)	(2,3)	....	(2,0)	(1,0)

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

Produzione industriale e indicatori congiunturali: Italia (1)
(dati destagionalizzati)

PERIODO	Produzione industriale (2)					Indicatori congiunturali (3)				
	Indice generale	Beni di consumo	Beni strumentali	Prodotti intermedi	Energia	Livello degli ordini			Domanda attesa a 3 mesi	Scorte di prodotti finiti (scarto dal normale)
						Interno	Estero	Totale		
2010	108,6	109,3	102,4	111,4	114,3	-29,7	-27,4	-27,1	12,1	-1,6
2011	109,0	106,7	106,5	112,0	111,9	-25,1	-14,9	-19,8	9,2	2,3
2012	102,5	102,2	100,3	102,1	109,1	-43,2	-27,5	-36,9	-3,0	3,3
2013	99,4	99,8	95,6	100,8	103,1	-44,4	-18,4	-32,0	4,1	1,5
2014	98,3	99,0	95,5	100,2	97,6	-33,0	-15,1	-19,3	8,8	2,0
2015	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	-21,7	-13,0	-12,7	12,4	3,1
2016	101,4	100,2	102,7	101,9	99,4	-18,5	-15,5	-13,7	10,9	3,7
2017	104,5	102,3	107,7	104,7	101,6	-9,8	-5,4	-3,5	16,7	2,6
2010 – 1° trim.	105,2	108,8	96,7	107,3	115,8	-39,1	-41,2	-38,9	8,1	-3,3
2° trim.	107,3	108,6	100,8	110,6	113,3	-32,6	-29,3	-29,7	11,9	-2,6
3° trim.	109,7	109,9	104,1	110,8	111,1	-25,4	-24,1	-22,4	13,1	-1,1
4° trim.	109,1	107,7	104,6	113,9	116,5	-21,6	-15,0	-17,2	15,4	0,7
2011 – 1° trim.	109,8	107,4	107,5	114,5	114,2	-20,4	-9,3	-14,1	14,9	0,4
2° trim.	110,2	109,1	107,7	113,8	111,8	-20,3	-11,8	-14,5	14,0	1,1
3° trim.	107,9	106,0	107,6	112,1	113,0	-26,2	-15,9	-22,0	7,4	4,3
4° trim.	106,9	104,9	104,6	109,3	109,1	-33,5	-22,7	-28,3	0,3	3,4
2012 – 1° trim.	104,0	102,4	102,2	105,0	112,9	-38,7	-25,7	-32,6	-1,0	3,1
2° trim.	103,1	102,9	100,0	103,3	109,0	-44,3	-27,5	-36,9	-2,6	4,8
3° trim.	102,8	103,1	101,3	101,8	110,7	-44,6	-26,7	-37,7	-4,1	3,9
4° trim.	99,8	100,3	98,8	98,5	103,8	-45,3	-30,1	-40,4	-4,3	1,6
2013 – 1° trim.	99,4	100,9	94,7	99,7	105,9	-46,3	-29,3	-39,4	-1,4	2,8
2° trim.	99,3	98,8	96,8	100,1	103,4	-48,7	-21,5	-38,8	-0,2	2,7
3° trim.	99,0	100,1	95,1	101,6	101,9	-43,0	-11,8	-28,2	7,6	1,0
4° trim.	99,5	99,5	95,5	102,6	101,1	-39,4	-10,7	-21,5	10,3	-0,3
2014 – 1° trim.	99,6	100,3	96,7	102,3	97,1	-36,6	-12,8	-20,0	9,6	-0,9
2° trim.	99,2	99,9	95,6	101,4	100,5	-31,4	-13,5	-17,5	10,3	1,1
3° trim.	97,9	99,3	95,0	100,1	97,9	-33,0	-15,5	-19,6	7,7	4,1
4° trim.	98,1	98,9	97,2	99,3	95,4	-31,1	-18,7	-20,1	7,5	3,6
2015 – 1° trim.	99,1	99,4	98,5	99,5	98,9	-26,8	-16,1	-16,0	10,8	3,3
2° trim.	100,1	99,9	100,0	100,0	101,2	-21,8	-12,2	-11,9	13,1	2,6
3° trim.	99,8	99,1	100,2	99,5	103,2	-20,1	-13,1	-12,1	12,8	3,3
4° trim.	99,6	100,1	99,7	100,6	96,3	-18,0	-10,6	-11,0	12,9	3,2
2016 – 1° trim.	101,2	100,5	103,5	102,0	97,8	-19,0	-15,7	-14,1	9,9	3,7
2° trim.	100,7	99,4	102,0	102,3	96,0	-18,4	-17,1	-13,8	10,6	3,2
3° trim.	101,7	100,4	104,2	102,7	98,7	-19,7	-15,4	-14,6	10,3	3,3
4° trim.	103,3	101,0	105,2	103,4	105,0	-16,7	-13,8	-12,3	12,7	4,8
2017 – 1° trim.	103,4	100,8	105,8	104,0	102,8	-13,9	-8,0	-7,2	14,9	3,3
2° trim.	104,8	103,0	108,1	105,5	100,4	-10,9	-6,0	-4,7	16,3	2,4
3° trim.	106,5	104,0	110,7	107,2	101,0	-9,2	-5,6	-3,2	17,7	2,2
4° trim.	107,2	104,6	111,7	107,8	101,8	-5,1	-1,9	1,1	18,0	2,4
2018 – 1° trim.	107,0	105,5	111,3	107,2	100,6	-4,9	-2,1	0,6	16,5	3,7
2° trim.	....	....	....	....	....	-8,2	-5,9	-2,9	13,9	3,8

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

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

PERIODO	Occupati							In cerca di occupazione	Forze di lavoro	Tasso di disoccupazione	Tasso di attività 15-64 anni
	Agricoltura	Industria in senso stretto	Costruzioni	Servizi	Centro e Nord	Sud e Isole	Totale				
2010	849	4.556	1.889	15.233	16.364	6.163	22.527	2.056	24.583	8,4	62,0
2011	832	4.602	1.791	15.374	16.419	6.179	22.598	2.061	24.660	8,4	62,1
2012	833	4.524	1.700	15.508	16.410	6.156	22.566	2.691	25.257	10,7	63,5
2013	799	4.449	1.553	15.390	16.289	5.901	22.191	3.069	25.259	12,1	63,4
2014	812	4.509	1.484	15.474	16.423	5.856	22.279	3.236	25.515	12,7	63,9
2015	843	4.507	1.468	15.646	16.514	5.950	22.465	3.033	25.498	11,9	64,0
2016	884	4.541	1.404	15.929	16.707	6.051	22.758	3.012	25.770	11,7	64,9
2017	871	4.571	1.416	16.165	16.901	6.122	23.023	2.907	25.930	11,2	65,4
2010 – 1° trim.	780	4.559	1.908	15.174	16.345	6.076	22.421	2.224	24.644	9,0	62,2
2° trim.	861	4.555	1.908	15.332	16.454	6.203	22.657	2.048	24.705	8,3	62,3
3° trim.	863	4.542	1.869	15.175	16.281	6.169	22.450	1.822	24.272	7,5	61,3
4° trim.	892	4.566	1.871	15.251	16.378	6.202	22.580	2.129	24.709	8,6	62,3
2011 – 1° trim.	790	4.620	1.808	15.319	16.430	6.107	22.536	2.105	24.642	8,5	62,0
2° trim.	820	4.577	1.861	15.455	16.479	6.234	22.713	1.904	24.617	7,7	61,9
3° trim.	873	4.567	1.775	15.357	16.376	6.196	22.572	1.862	24.434	7,6	61,5
4° trim.	844	4.643	1.721	15.363	16.392	6.179	22.571	2.374	24.945	9,5	62,8
2012 – 1° trim.	794	4.580	1.709	15.340	16.342	6.082	22.424	2.729	25.153	10,8	63,3
2° trim.	875	4.467	1.762	15.597	16.473	6.229	22.702	2.651	25.353	10,5	63,8
3° trim.	835	4.503	1.675	15.604	16.441	6.176	22.617	2.439	25.056	9,7	62,9
4° trim.	829	4.548	1.653	15.491	16.383	6.138	22.521	2.945	25.466	11,6	63,9
2013 – 1° trim.	766	4.482	1.535	15.341	16.174	5.951	22.125	3.221	25.346	12,7	63,6
2° trim.	787	4.381	1.552	15.499	16.312	5.906	22.218	3.029	25.248	12,0	63,3
3° trim.	833	4.411	1.563	15.393	16.328	5.872	22.201	2.812	25.012	11,2	62,7
4° trim.	810	4.521	1.563	15.325	16.343	5.876	22.219	3.212	25.431	12,6	63,8
2014 – 1° trim.	727	4.478	1.471	15.350	16.220	5.805	22.026	3.447	25.472	13,5	63,9
2° trim.	799	4.501	1.496	15.520	16.467	5.850	22.317	3.102	25.419	12,2	63,6
3° trim.	855	4.509	1.515	15.519	16.521	5.878	22.398	2.975	25.374	11,7	63,6
4° trim.	867	4.549	1.454	15.505	16.483	5.892	22.375	3.420	25.794	13,3	64,7
2015 – 1° trim.	772	4.436	1.454	15.497	16.306	5.852	22.158	3.302	25.460	13,0	63,9
2° trim.	815	4.504	1.530	15.648	16.526	5.970	22.497	3.101	25.598	12,1	64,2
3° trim.	890	4.550	1.481	15.724	16.631	6.014	22.645	2.677	25.322	10,6	63,6
4° trim.	895	4.539	1.408	15.716	16.594	5.964	22.559	3.053	25.612	11,9	64,5
2016 – 1° trim.	817	4.462	1.402	15.720	16.497	5.904	22.401	3.087	25.488	12,1	64,2
2° trim.	868	4.546	1.455	16.067	16.801	6.135	22.936	2.993	25.928	11,5	65,3
3° trim.	917	4.622	1.387	15.958	16.759	6.125	22.884	2.808	25.692	10,9	64,8
4° trim.	935	4.535	1.371	15.970	16.770	6.041	22.811	3.161	25.972	12,2	65,5
2017 – 1° trim.	828	4.482	1.411	16.005	16.763	5.963	22.726	3.138	25.864	12,1	65,3
2° trim.	887	4.532	1.424	16.246	16.931	6.158	23.089	2.839	25.928	10,9	65,4
3° trim.	865	4.633	1.412	16.276	16.953	6.234	23.187	2.737	25.924	10,6	65,4
4° trim.	905	4.635	1.416	16.134	16.958	6.132	23.090	2.914	26.003	11,2	65,7
2018 – 1° trim.	814	4.585	1.363	16.112	16.849	6.025	22.874	3.003	25.877	11,6	65,4

Fonte: Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*.

Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale (1)
(milioni di euro)

PERIODO	Conto corrente					Conto capitale		
	Totale	Merci	Servizi	Redditi primari	Redditi secondari	Totale	Attività intangibili	Trasferimenti unilaterali
2012	-5.455	16.829	-123	-2.646	-19.516	3.959	1.835	2.124
2013	16.037	36.099	443	-2.433	-18.072	-744	-3.142	2.398
2014	31.102	47.407	-1.017	618	-15.905	2.682	-942	3.624
2015	25.009	51.106	-2.618	-8.184	-15.295	3.901	-1.183	5.085
2016	43.493	57.657	-2.672	5.227	-16.719	-3.111	-1.973	-1.138
2017	47.850	56.016	-3.713	10.267	-14.720	-869	-1.208	339
2017 – 1° trim.	5.164	9.668	-2.665	2.843	-4.682	-281	-262	-20
2° trim.	9.703	14.311	-40	-1.162	-3.406	-738	-276	-462
3° trim.	17.400	15.230	1.967	4.078	-3.875	-284	-248	-36
4° trim.	15.582	16.807	-2.975	4.509	-2.758	434	-422	856
2018 – 1° trim.	4.767	9.613	-2.639	2.995	-5.202	-574	-478	-96
2017 – gen.	-1.076	353	-895	580	-1.114	-48	-57	9
feb.	1.740	2.912	-738	1.094	-1.528	-55	-56	1
mar.	4.500	6.403	-1.032	1.169	-2.040	-178	-149	-29
apr.	3.097	4.272	-448	318	-1.045	-243	-99	-144
mag.	2.173	4.924	-92	-1.860	-799	-248	-93	-155
giu.	4.433	5.115	500	380	-1.561	-247	-84	-162
lug.	7.864	7.132	773	1.261	-1.302	-81	-81	..
ago.	4.798	3.496	749	1.879	-1.326	-71	-68	-3
set.	4.738	4.602	446	938	-1.247	-131	-99	-33
ott.	5.911	5.582	-649	1.727	-748	301	-79	380
nov.	4.459	5.419	-1.372	1.172	-760	246	-75	321
dic.	5.213	5.807	-955	1.611	-1.250	-113	-268	156
2018 – gen.	-1.030	519	-739	521	-1.332	-130	-112	-17
feb.	2.592	3.764	-850	1.222	-1.544	-126	-102	-24
mar.	3.204	5.329	-1.050	1.252	-2.326	-318	-264	-55
apr.	(3.009)	(3.688)	(-460)	(491)	(-709)	(-297)	(-154)	(-143)

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

Prestiti bancari in Italia per area geografica e settore di attività economica (1)
(variazioni percentuali sui 12 mesi)

PERIODO	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Imprese			Famiglie consumatrici	Istituzioni sociali senza scopo di lucro e unità non classificabili e non classificate	Totale	
			Totale	Medio-grandi	Piccole (2)				
					di cui: famiglie produttrici (3)				
Centro e Nord									
2015 – dic.	0,5	-2,9	-0,9	-0,4	-2,7	-1,6	1,2	-1,9	-0,4
2016 – set.	-2,9	3,2	-0,1	0,5	-2,6	-1,5	2,1	-3,0	0,3
dic.	-3,8	2,1	0,1	0,7	-2,7	-1,3	2,3	-4,0	0,2
2017 – mar.	-2,3	-1,4	0,1	0,5	-1,9	-0,7	2,8	-2,6	0,3
giu.	1,5	1,7	-0,1	0,3	-1,7	-0,1	2,8	-2,0	1,1
set.	3,9	0,3	-0,6	-0,3	-2,2	0,0	2,9	-1,8	1,1
dic.	-0,4	6,5	0,3	0,6	-1,3	0,7	3,0	-0,5	1,4
2018 – mar.	0,2	7,3	1,2	1,7	-1,3	0,7	3,0	-2,6	2,0
apr.	-0,8	8,3	2,4	2,8	0,0	1,3	3,1	-2,9	2,5
mag.	-1,0	8,4	1,3	1,6	-0,5	1,4	3,0	-4,3	1,9
Sud e Isole									
2015 – dic.	-4,4	-2,2	0,1	0,4	-0,8	-0,3	1,2	-3,1	0,1
2016 – set.	-1,8	2,8	0,6	0,8	0,0	0,6	2,7	-2,9	1,3
dic.	-3,2	3,2	0,5	0,8	-0,2	0,0	3,0	-3,3	1,3
2017 – mar.	-2,9	5,5	0,5	0,6	0,2	0,7	3,4	-1,9	1,5
giu.	-3,1	2,9	0,5	0,6	0,3	0,9	3,7	-1,8	1,6
set.	-3,4	1,4	0,1	0,0	0,5	1,1	3,8	0,3	1,4
dic.	-7,6	9,6	0,3	0,2	0,6	1,4	3,8	3,9	1,3
2018 – mar.	-5,7	3,2	0,7	0,7	0,7	1,1	4,0	-0,2	1,6
apr.	-5,9	2,1	1,0	0,9	1,4	1,8	3,7	-2,8	1,7
mag.	-7,4	2,4	1,1	0,9	1,6	2,4	3,5	-3,1	1,5
Italia									
2015 – dic.	0,0	-2,9	-0,7	-0,3	-2,3	-1,3	1,2	-2,1	-0,3
2016 – set.	-2,8	3,2	0,0	0,5	-2,1	-1,0	2,2	-3,0	0,5
dic.	-3,7	2,2	0,1	0,7	-2,1	-1,0	2,5	-3,9	0,4
2017 – mar.	-2,3	-1,2	0,1	0,5	-1,4	-0,4	2,9	-2,5	0,5
giu.	1,1	1,7	0,0	0,3	-1,3	0,2	3,0	-1,9	1,1
set.	3,3	0,4	-0,5	-0,3	-1,6	0,3	3,1	-1,5	1,1
dic.	-1,0	6,6	0,3	0,6	-0,9	0,9	3,2	0,0	1,4
2018 – mar.	-0,3	7,2	1,1	1,6	-0,9	0,8	3,3	-2,3	2,0
apr.	-1,2	8,1	2,1	2,6	0,3	1,5	3,3	-2,9	2,4
mag.	-1,6	8,2	1,2	1,5	-0,1	1,6	3,1	-4,2	1,9

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati dell'ultimo mese sono provvisori. I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, aggiustamenti di valore, aggiustamenti di cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo con numero di addetti inferiore a 20; società semplici, società di fatto e imprese individuali con meno di 20 addetti. – (3) Società semplici, società di fatto e imprese individuali fino a 5 addetti.

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

PERIODO	Banche	Altre società finanziarie	Società non finanziarie	Totale
Italia				
2016	-66,9	1,9	19,3	-45,7
2017	-64,9	15,7	21,4	-27,9
2017 – 1° trim.	-13,8	0,6	4,6	-8,5
2° trim.	-12,5	-5,0	2,7	-14,8
3° trim.	-15,2	2,0	3,4	-9,7
4° trim.	-23,5	18,0	10,6	5,2
2018 – 1° trim.	-15,8	-5,6	-2,9	-24,3
Area dell'euro				
2016	-146,4	-38,9	88,7	-96,5
2017	-46,9	11,9	66,9	31,9
2017 – 1° trim.	6,7	-3,7	13,7	16,7
2° trim.	5,0	42,4	18,0	65,4
3° trim.	-36,3	-15,3	20,4	-31,2
4° trim.	-22,3	-11,5	14,8	-19,0
2018 – 1° trim.	31,3	55,3	17,7	104,3

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

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

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

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Altre passività	Transazioni in strumenti di debito	Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro (2)		Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	
	<i>di cui:</i> raccolta postale							<i>di cui:</i> impieghi della liquidità		<i>di cui:</i> connesso con sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)	
2012	7,0	-1,3	20,4	24,1	1,3	23,8	76,6	-10,1	0,0	66,5	29,5
2013	-1,8	-2,2	-11,0	91,7	-3,6	4,9	80,3	-3,2	-10,0	77,0	13,0
2014	14,7	-1,1	-16,0	82,1	-4,3	-1,2	75,3	-8,8	-28,0	66,5	4,7
2015	5,1	-1,5	-9,5	43,4	1,7	-1,0	39,7	10,7	8,0	50,4	-2,1
2016	-4,9	0,1	-8,0	62,7	1,1	-0,3	50,6	-7,4	-3,0	43,2	0,0
2017	0,0	-1,9	-0,5	40,8	3,7	0,6	44,6	13,8	10,5	58,4	0,0
2016 – gen.	1,6	0,6	4,5	17,1	-0,2	-0,6	22,4	-27,8	-22,1	-5,4	0,0
feb.	-2,6	-1,0	-1,1	25,0	0,9	-0,3	21,9	-11,2	-0,5	10,8	0,0
mar.	-0,7	0,2	0,2	16,3	1,3	0,4	17,5	4,7	-2,1	22,2	0,0
apr.	-2,0	-0,3	0,2	4,9	-0,1	-0,5	2,5	5,2	3,3	7,7	0,0
mag.	0,0	0,1	-0,1	9,5	0,8	-0,1	10,0	-8,0	4,8	2,1	0,0
giu.	-2,4	0,4	-0,8	14,3	-2,9	0,5	8,7	-19,8	-9,5	-11,0	0,0
lug.	0,7	-0,6	-0,6	3,3	1,0	-0,4	3,9	-8,5	9,5	-4,6	0,0
ago.	-0,5	0,2	-0,3	-29,2	-0,5	-0,5	-31,0	36,4	0,6	5,4	0,0
set.	-1,1	-0,1	-0,7	-8,3	0,5	0,5	-9,1	25,3	13,9	16,2	0,0
ott.	1,1	0,0	-1,4	12,5	-1,4	-0,4	10,3	-8,4	-3,5	1,9	0,0
nov.	-2,0	-0,2	-0,6	7,9	1,2	0,3	6,7	1,6	2,5	8,3	0,0
dic.	3,1	0,9	-7,2	-10,6	0,6	0,8	-13,3	3,0	0,1	-10,3	0,0
2017 – gen.	2,3	-1,4	7,3	24,1	-1,3	-0,1	32,3	-34,3	-2,9	-2,1	0,0
feb.	-1,9	0,5	0,2	-10,9	1,1	-0,2	-11,7	20,7	-0,1	9,0	0,0
mar.	2,4	0,2	-0,2	18,5	0,8	0,0	21,6	2,2	-0,2	23,7	0,0
apr.	1,1	0,0	0,5	7,5	0,1	0,1	9,4	-3,9	0,8	5,5	0,0
mag.	1,3	0,5	0,7	5,8	-0,3	0,0	7,4	-0,5	5,0	6,9	0,0
giu.	3,5	-1,0	0,2	-0,3	5,4	0,6	9,6	6,3	-5,8	15,9	0,0
lug.	-0,1	0,1	0,3	21,1	-1,9	0,2	19,6	-32,9	0,3	-13,3	0,0
ago.	1,9	0,0	-0,1	-23,4	0,0	-0,1	-21,7	22,2	-0,2	0,5	0,0
set.	2,1	-0,4	-0,8	3,3	0,8	-0,2	5,2	11,3	0,0	16,5	0,0
ott.	-0,9	0,4	-0,9	9,3	-1,7	-0,7	5,1	-1,3	0,8	3,8	0,0
nov.	-0,4	-0,5	-1,0	-13,4	0,6	-0,1	-14,3	20,2	17,4	5,9	0,0
dic.	-11,4	-0,1	-6,8	-0,8	0,0	1,2	-17,7	3,8	-4,6	-13,9	0,0
2018 – gen.	7,0	0,4	6,3	12,7	-2,4	0,0	23,7	-25,2	-9,1	-1,5	0,0
feb.	-1,5	-0,3	0,0	1,6	-0,1	-0,3	-0,5	6,2	16,0	5,7	0,0
mar.	2,1	-0,2	0,0	14,7	0,0	-0,1	16,7	3,5	5,5	20,1	0,0
apr.	-2,1	-0,1	0,0	12,4	0,4	0,1	10,7	-7,3	2,0	3,4	0,0
mag.	-0,4	-0,5	-0,1	13,3	0,1	0,2	13,1	-5,4	0,0	7,6	0,0

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

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

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Altre passività	Debito delle Amministrazioni pubbliche	Per memoria:				
	<i>di cui:</i> raccolta postale							disponibilità liquide del Tesoro (2)	depositi presso IFM residenti al netto delle operazioni di liquidità	sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)		
2012	160,3	20,8	151,6	1.502,6	134,4	41,3	26,9	1.990,1	34,4	0,0	27,2	42,7
2013	158,5	18,6	140,6	1.593,9	131,1	46,2	34,1	2.070,3	37,6	10,0	24,7	55,6
2014	173,2	17,5	124,5	1.667,7	126,8	45,0	36,0	2.137,3	46,4	38,0	25,7	60,3
2015	178,3	16,0	115,0	1.707,2	128,9	44,0	33,9	2.173,4	35,7	30,0	26,9	58,2
2016	173,4	16,2	107,0	1.765,3	130,1	43,7	33,9	2.219,5	43,1	33,0	29,9	58,2
2017	173,3	14,3	106,6	1.805,0	133,8	44,4	33,9	2.263,1	29,3	22,5	32,2	58,2
2016 – gen.	179,8	16,7	119,6	1.724,0	128,8	43,4	33,9	2.195,6	63,5	52,1	26,5	58,2
feb.	177,3	15,7	118,5	1.748,6	129,6	43,1	33,9	2.217,1	74,7	52,6	27,6	58,2
mar.	176,6	15,9	118,7	1.762,0	130,9	43,5	33,9	2.231,7	70,0	54,6	27,4	58,2
apr.	174,5	15,6	118,9	1.766,4	130,9	43,0	33,9	2.233,7	64,7	51,4	27,9	58,2
mag.	174,5	15,6	118,7	1.776,7	131,6	43,0	33,9	2.244,6	72,7	46,6	29,9	58,2
giu.	172,2	16,1	117,9	1.790,2	128,7	43,5	33,9	2.252,5	92,5	56,1	29,0	58,2
lug.	172,9	15,5	117,3	1.793,7	129,7	43,1	33,9	2.256,7	101,0	46,6	31,0	58,2
ago.	172,4	15,6	117,0	1.764,6	129,2	42,5	33,9	2.225,8	64,6	46,0	32,1	58,2
set.	171,2	15,5	116,3	1.754,4	129,7	43,0	33,9	2.214,7	39,3	32,1	31,2	58,2
ott.	172,3	15,5	114,9	1.766,8	128,3	42,6	33,9	2.224,8	47,7	35,6	31,7	58,2
nov.	170,3	15,2	114,2	1.774,8	129,5	42,9	33,9	2.231,6	46,1	33,1	33,5	58,2
dic.	173,4	16,2	107,0	1.765,3	130,1	43,7	33,9	2.219,5	43,1	33,0	29,9	58,2
2017 – gen.	175,7	14,8	114,3	1.789,1	128,7	43,6	33,9	2.251,5	77,4	35,9	29,9	58,2
feb.	173,8	15,2	114,5	1.779,2	129,9	43,4	33,9	2.240,7	56,8	36,0	31,4	58,2
mar.	176,3	15,5	114,3	1.796,6	130,7	43,3	33,9	2.261,2	54,6	36,2	32,6	58,2
apr.	177,4	15,5	114,8	1.805,1	130,8	43,5	33,9	2.271,6	58,5	35,4	33,9	58,2
mag.	178,6	16,0	115,5	1.811,7	130,6	43,5	33,9	2.279,8	58,9	30,3	35,3	58,2
giu.	182,2	15,0	115,7	1.811,5	136,0	44,1	33,9	2.289,5	52,6	36,2	35,3	58,2
lug.	182,1	15,1	116,0	1.831,6	134,1	44,3	33,9	2.308,0	85,6	35,9	37,0	58,2
ago.	184,0	15,1	115,9	1.808,6	134,1	44,1	33,9	2.286,7	63,4	36,1	36,7	58,2
set.	186,1	14,6	115,2	1.811,2	134,9	43,9	33,9	2.291,2	52,1	36,1	35,2	58,2
ott.	185,2	15,0	114,3	1.820,3	133,2	43,2	33,9	2.296,1	53,3	35,3	34,7	58,2
nov.	184,8	14,5	113,3	1.806,4	133,8	43,1	33,9	2.281,4	33,1	17,9	35,3	58,2
dic.	173,3	14,3	106,6	1.805,0	133,8	44,4	33,9	2.263,1	29,3	22,5	32,2	58,2
2018 – gen.	180,4	14,7	112,9	1.817,5	131,4	44,4	33,9	2.286,6	54,5	31,6	33,5	58,2
feb.	178,8	14,4	112,8	1.819,5	131,3	44,0	33,9	2.286,5	48,3	15,6	34,4	58,2
mar.	180,9	14,2	112,8	1.833,4	131,3	43,9	33,9	2.302,4	44,8	10,1	33,2	58,2
apr.	178,8	14,1	112,8	1.845,4	131,7	44,0	33,9	2.312,8	52,1	8,1	34,8	58,2
mag.	178,4	13,6	112,7	1.860,3	131,8	44,2	33,9	2.327,4	57,6	8,1	35,9	58,2

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

