



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Bollettino Economico

aprile 2019

2 | 2019



**BANCA D'ITALIA**  
EUROSISTEMA

# **Bollettino Economico**

**Numero 2 / 2019**  
**Aprile**

---

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

**Relazione annuale**

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

**Rapporto sulla stabilità finanziaria**

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

**Economie regionali**

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

**Temi di discussione (Working Papers)**

Collana di studi economici, empirici e teorici

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

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

**Newsletter sulla ricerca economica**

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

**Quaderni di storia economica**

Collana di analisi storica dell'economia italiana

---

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

---

**© Banca d'Italia, 2019**

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

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

**Direttore responsabile**

Eugenio Gaiotti

**Comitato di redazione**

Giuseppe Ferrero e Alberto Felettigh (coordinamento), Marco Bernardini, Margherita Bottero, Giulia Bovini, Francesco Caprioli, Enrica Di Stefano, Fadi Hassan, Claudia Pacella, Marianna Riggi

Fabrizio Martello, Valentina Memoli e Teresa Messina (aspetti editoriali), Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Simone Emiliozzi, Lucia Esposito, Giacomo Oddo, Stefania Villa

**Indirizzo**

Via Nazionale 91 – 00184 Roma – Italia

**Telefono**

+39 0647921

**Sito internet**

<http://www.bancaditalia.it>

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

ISSN 0393-2400 (stampa)

ISSN 2280-7632 (online)

Aggiornato con i dati disponibili al 12 aprile 2019, salvo diversa indicazione

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

# INDICE

SINTESI	5
<b>1</b> L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
1.1 Il ciclo internazionale	7
1.2 L'area dell'euro	10
1.3 I mercati finanziari internazionali	13
<b>2</b> L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	16
2.2 Le imprese	19
2.3 Le famiglie	22
2.4 La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	23
2.5 Il mercato del lavoro	27
2.6 La dinamica dei prezzi	29
2.7 Le banche	31
2.8 Il mercato finanziario	37
2.9 La finanza pubblica	39
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	43

---

## INDICE DEI RIQUADRI

L'attività economica nel primo trimestre del 2019	17
Gli investimenti delle imprese italiane nell' <i>Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita</i>	20
L'andamento del saldo TARGET2 e le sue determinanti	25
L'offerta e la domanda di credito	34

---

---

## **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

### **L'economia globale perde slancio**

*L'attività economica globale ha decelerato e il commercio mondiale si è contratto nell'ultima parte del 2018. Sulle prospettive continuano a gravare diversi rischi: il protrarsi delle tensioni commerciali nonostante alcuni recenti segnali di distensione; un rallentamento congiunturale superiore alle attese in Cina; le ricadute del processo di uscita del Regno Unito dall'Unione europea (Brexit). Le principali banche centrali hanno segnalato l'intenzione di mantenere più a lungo un orientamento decisamente espansivo; ciò ha favorito una flessione dei rendimenti a lungo termine e una ripresa dei corsi azionari.*

### **Il Consiglio direttivo della BCE manterrà condizioni espansive più a lungo**

*Nell'area dell'euro le prospettive di crescita per l'anno in corso sono state riviste significativamente al ribasso e si sono ridotte le aspettative di inflazione. Il Consiglio direttivo della BCE manterrà condizioni espansive più a lungo: ha esteso sino alla fine del 2019 l'orizzonte minimo entro il quale i tassi di riferimento rimarranno invariati e ha annunciato una nuova serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine, le cui condizioni di prezzo, che saranno definite nei prossimi mesi, terranno conto degli sviluppi futuri dell'economia. Il Consiglio è pronto a utilizzare tutti gli strumenti a sua disposizione per sostenere l'economia e assicurare la convergenza dell'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine.*

### **In Italia l'attività economica avrebbe lievemente recuperato**

*Secondo le indicazioni più recenti l'attività economica in Italia avrebbe lievemente recuperato all'inizio di quest'anno, dopo essere diminuita nella seconda metà del 2018. La debolezza congiunturale degli ultimi trimestri rispecchia quella osservata in Germania e in altri paesi dell'area. Le aziende intervistate nell'indagine della*

*Banca d'Italia indicano condizioni sfavorevoli per la domanda corrente, in particolare quella proveniente dalla Germania e dalla Cina, ma prevedono un contenuto miglioramento nei prossimi tre mesi; prefigurano inoltre una revisione al ribasso dei piani di investimento per l'anno. Secondo le imprese le prospettive risentono sia dell'incertezza imputabile a fattori economici e politici, sia delle tensioni globali sulle politiche commerciali.*

### **Resta favorevole l'andamento delle esportazioni**

*È rimasto favorevole l'andamento delle esportazioni italiane, cresciute nell'ultima parte del 2018 a ritmi sostenuti nonostante la contrazione del commercio mondiale; gli indici qualitativi confermano tuttavia che sulle prospettive gravano le incertezze del contesto globale. Il saldo di conto corrente si mantiene ampiamente in avanzo e la posizione netta sull'estero del Paese è solo lievemente debitoria. All'inizio dell'anno gli investitori non residenti sono tornati ad acquistare titoli pubblici italiani.*

### **L'occupazione si sarebbe stabilizzata; prosegue la crescita dei salari**

*Sulla base delle indicazioni più recenti il modesto calo dell'occupazione, che nel trimestre autunnale ha riflesso la fase di debolezza ciclica, non sarebbe proseguito nel bimestre gennaio-febbraio. Nel 2018 sono aumentati sia l'occupazione complessiva, sia i rapporti di lavoro a tempo indeterminato. Le retribuzioni contrattuali hanno continuato a crescere.*

### **L'inflazione si è ridotta**

*Nel primo trimestre dell'anno in corso l'inflazione è scesa, frenata dal rallentamento dei prezzi dei beni energetici e dalla debolezza dell'economia: in marzo si collocava all'1,1 per cento; si è indebolita anche la dinamica della componente di fondo. Imprese, famiglie e analisti hanno rivisto al ribasso le proprie*



attese di inflazione; quelle rilevate da Consensus Economics per il 2019 si sono portate in aprile allo 0,9 per cento.

**Le condizioni sul mercato finanziario italiano sono migliorate**

*Il miglioramento delle condizioni sui mercati finanziari globali si è esteso anche all'Italia. Dall'inizio dell'anno l'indice generale della borsa italiana è aumentato del 19 per cento, recuperando il forte calo registrato in autunno; il rialzo, in parte favorito dal prolungamento delle condizioni monetarie espansive disposto in marzo dall'Eurosistema, ha interessato anche i corsi delle aziende di credito. Dopo una temporanea risalita in febbraio, indotta dalla revisione al ribasso delle prospettive di crescita dell'economia, i premi per il rischio sui titoli di Stato italiani sono tornati ai livelli osservati alla fine di dicembre; restano però ben al di sopra di quelli prevalenti all'inizio del 2018. Il differenziale con i rendimenti dei titoli di Stato decennali tedeschi si collocava a metà aprile attorno a 250 punti base.*

**Il credito alle imprese ha rallentato**

*Il credito alle imprese ha rallentato. L'incremento dei rendimenti dei titoli pubblici e dell'onere della provvista*

*obbligazionaria delle banche si sta trasmettendo al costo del credito molto gradualmente, grazie all'abbondante liquidità e alle buone condizioni patrimoniali degli intermediari, ma secondo i sondaggi emergono segnali di irrigidimento nelle politiche di offerta del credito, riconducibili al peggioramento macroeconomico e all'aumento dei costi di provvista. L'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti ha continuato a diminuire, arrivando alla fine dello scorso anno al 4,1 per cento per le banche significative, al netto delle rettifiche di valore.*

**Il Governo ha presentato il Documento di economia e finanza 2019**

*Nel 2018 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL è sceso al 2,1 per cento (dal 2,4 del 2017). Il peso del debito è aumentato al 132,2 per cento del prodotto. Con il Documento di economia e finanza 2019, approvato lo scorso 9 aprile, il Governo ha rivisto le stime per l'indebitamento netto per l'anno in corso dal 2,0 al 2,4 per cento. Nel quadro programmatico per i prossimi anni sia il disavanzo sia il debito si ridurrebbero, anche grazie al gettito atteso dalle cosiddette clausole di salvaguardia.*

# 1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

## 1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

Nel quarto trimestre del 2018 l'economia globale ha decelerato e il commercio mondiale ha registrato una contrazione; i segnali di indebolimento si sono estesi ai primi mesi dell'anno. Sulle prospettive gravano diversi rischi: la possibile intensificazione delle spinte protezionistiche a livello mondiale; un rallentamento congiunturale superiore alle attese in Cina; le modalità e i tempi con cui avrà luogo l'uscita del Regno Unito dall'Unione europea (Brexit). Le principali banche centrali hanno segnalato l'intenzione di mantenere più a lungo un orientamento decisamente espansivo per sostenere l'economia.

**L'economia globale ha perso slancio...**

Nel quarto trimestre dello scorso anno l'attività economica negli Stati Uniti è cresciuta a un ritmo inferiore rispetto all'estate (tav. 1). Ha rallentato bruscamente nel Regno Unito, in un contesto di incertezza crescente su tempi e modalità della Brexit. In Giappone, dopo la forte caduta del terzo trimestre, il PIL è tornato a crescere. Le più recenti informazioni sulle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI) indicano che la dinamica dell'attività nei principali paesi avanzati sarebbe rimasta debole anche nel primo trimestre (fig. 1).

In Cina il prodotto ha continuato a rallentare, nonostante le autorità fiscali e monetarie abbiano intensificato l'azione di sostegno alla domanda interna; il Governo ha annunciato in marzo un obiettivo di crescita per il 2019 compreso tra il 6,0 e il 6,5 per cento, inferiore di mezzo punto percentuale rispetto a quello dello scorso anno. Il quadro congiunturale resta fragile anche in Russia e in Brasile.

In Cina il prodotto ha continuato a rallentare, nonostante le autorità fiscali e monetarie abbiano intensificato l'azione di sostegno alla domanda interna; il Governo ha annunciato in marzo un obiettivo di crescita per il 2019 compreso tra il 6,0 e il 6,5 per cento, inferiore di mezzo punto percentuale rispetto a quello dello scorso anno. Il quadro congiunturale resta fragile anche in Russia e in Brasile.

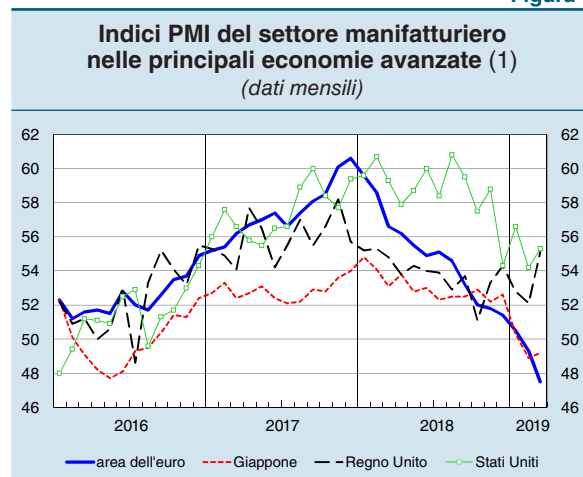
Tavola 1

VOCI	Crescita del PIL e inflazione (punti percentuali)			
	Crescita del PIL (1)			Inflazione (2)
	2017	2018 3° trim.	2018 4° trim.	marzo 2019
<b>Paesi avanzati</b>				
Giappone	1,9	-2,4	1,9	0,2
Regno Unito	1,8	2,8	0,9	1,9
Stati Uniti	2,2	3,4	2,2	1,9
<b>Paesi emergenti</b>				
Brasile	1,1	1,3	1,1	4,6
Cina	6,8	6,5	6,4	2,3
India	6,9	7,0	6,6	2,9
Russia	1,6	2,2	2,7	5,3
<i>per memoria:</i>				
<b>commercio mondiale (3)</b>	<b>5,4</b>	<b>3,2</b>	<b>-1,0</b>	

Fonte: Thomson Reuters Datastream; FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2019; Banca d'Italia per il commercio mondiale.

(1) Per il dato annuale, variazione percentuale. Per i dati trimestrali: per i paesi avanzati, variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno e al netto dei fattori stagionali; per i paesi emergenti, variazioni percentuali sul periodo corrispondente. – (2) Dati mensili sull'indice dei prezzi al consumo. I dati del Giappone si riferiscono a febbraio 2019. – (3) Elaborazioni Banca d'Italia su dati di contabilità nazionale e doganali. Dati trimestrali destagionalizzati; variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno.

Figura 1

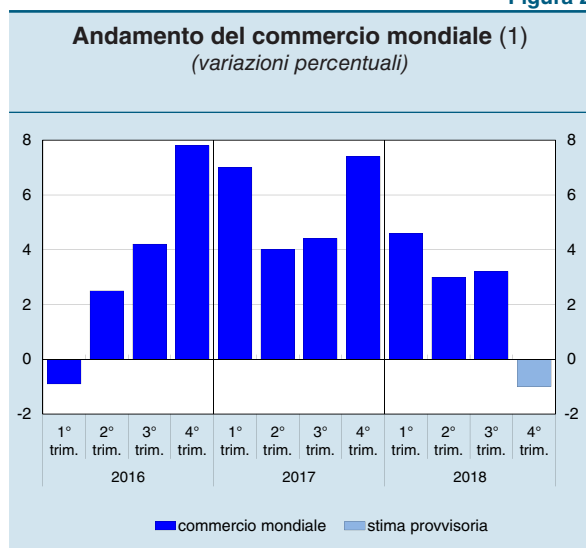


Fonte: Markit, ISM e Thomson Reuters Datastream.

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

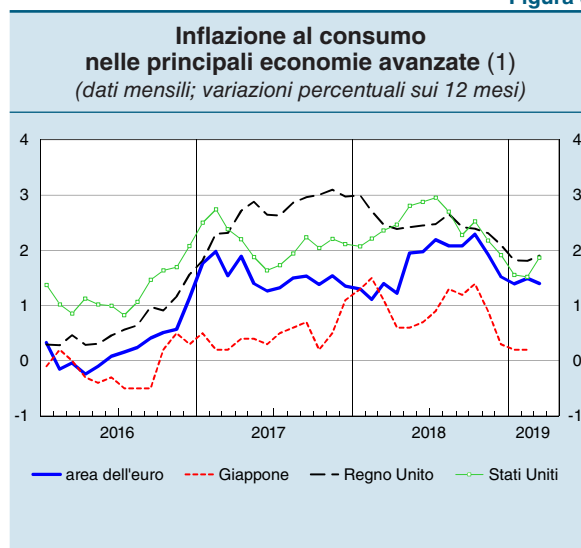


Figura 2



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

Figura 3



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

**...e il commercio mondiale si è contratto**

compensato dalla moderata crescita delle importazioni delle economie avanzate. Sull'andamento del commercio ha pesato anche il deterioramento del clima di fiducia delle imprese e della domanda per investimenti, indotto dalle restrizioni commerciali adottate nel corso del 2018 (cfr. il riquadro: *Tensioni commerciali, incertezza e attività economica*, in *Bollettino economico*, 4, 2018).

**L'inflazione è diminuita**

lo più in connessione con l'andamento della componente energetica; negli Stati Uniti è risalita all'1,9 per cento in marzo (fig. 3).

**Le prospettive di crescita sono peggiorate...**

mondiale rallenterebbe al 3,3 per cento (tav. 2). La revisione al ribasso della crescita rispetto alle previsioni di gennaio, pari a due decimi di punto, rispecchia una generale debolezza del settore industriale e in particolare il deterioramento delle prospettive nell'area dell'euro. Secondo nostre stime l'incremento degli scambi commerciali

Nel quarto trimestre del 2018 il commercio mondiale ha subito una contrazione (-1,0 per cento in ragione d'anno secondo nostre stime; fig. 2); vi ha contribuito il calo degli scambi nell'Asia emergente, soprattutto verso la Cina, solo parzialmente

Tavola 2

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

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2019; Banca d'Italia per il commercio mondiale. (1) Revisioni rispetto allo scenario previsto di gennaio 2019. – (2) Previsioni tratte da FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2019, revisioni rispetto a *World Economic Outlook Update*, gennaio 2019. – (3) I dati si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile. – (4) Elaborazioni Banca d'Italia su dati di contabilità nazionale e doganali; le previsioni si riferiscono ad aprile 2019; le revisioni sono calcolate rispetto alle previsioni di gennaio 2019.

internazionali si attesterebbe al 4,1 per cento nel complesso del 2018, in calo dal 5,7 dell'anno precedente, e si ridurrebbe ulteriormente quest'anno, al 2,9 per cento, risentendo del rallentamento della crescita mondiale.

**...e prevalgono i rischi al ribasso**

Sulle prospettive dell'economia mondiale permangono rischi rilevanti, connessi con diversi fattori: la possibile intensificazione delle spinte protezionistiche, nonostante i recenti segnali di distensione commerciale tra Stati Uniti e Cina; una decelerazione superiore alle attese in Cina; gli effetti e i tempi della Brexit<sup>1</sup>.

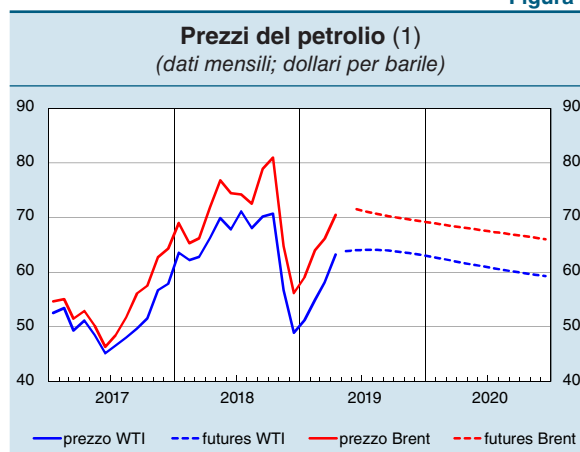
**I corsi petroliferi sono risaliti**

Dall'inizio di gennaio i prezzi petroliferi sono tornati a salire, in parziale recupero dopo la forte contrazione dell'autunno. L'aumento delle quotazioni ha riflesso principalmente fattori di offerta, legati ai tagli alla produzione da parte dei paesi OPEC+ e del Canada, nonché alle tensioni geopolitiche in Libia e in Venezuela<sup>2</sup>. I prezzi avrebbero beneficiato anche di un maggiore ottimismo degli operatori circa l'esito dei negoziati commerciali in corso fra Stati Uniti e Cina, a seguito del prolungamento della tregua tariffaria tra i due paesi. Le quotazioni dei futures per la varietà Brent prospettano una diminuzione dei prezzi nel medio periodo (fig. 4).

**L'orientamento delle banche centrali è diventato più accomodante**

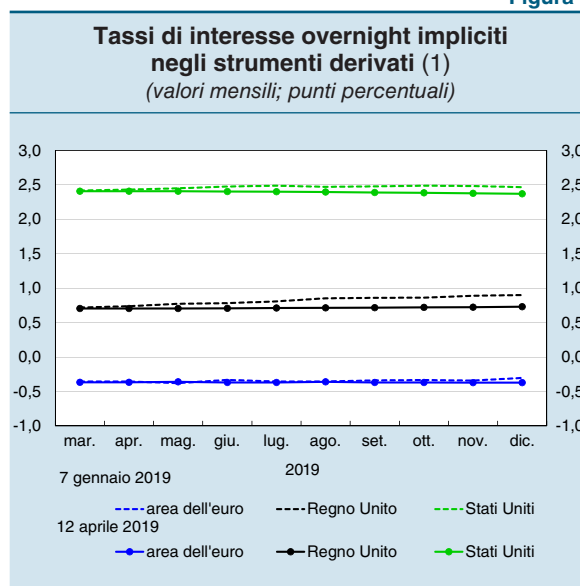
Nella riunione di marzo la Riserva federale ha modificato l'impostazione della politica monetaria in senso espansivo, assumendo un orientamento prudente sulla possibilità di nuovi rialzi. Le quotazioni dei futures sui federal funds e le aspettative del Federal Open Market Committee non prefigurano aumenti nel corso dell'anno (fig. 5). La Banca centrale statunitense ha inoltre annunciato che alla fine di settembre interromperà la riduzione delle consistenze di titoli nel proprio bilancio. Nella riunione di marzo la Banca d'Inghilterra ha mantenuto invariati i tassi di riferimento, in un contesto di elevata incertezza circa l'esito della Brexit. In Cina la Banca centrale ha ampliato la gamma di attività stanziabili come collaterale nelle operazioni di rifinanziamento per gli intermediari di maggiore dimensione, con l'obiettivo di stimolare il credito verso il settore privato.

**Figura 4**



Fonte: Thomson Reuters Datastream.  
(1) Per i prezzi a pronti, dati medi mensili fino ad aprile 2019; l'ultimo dato si riferisce alla media dei dati giornalieri dal 1° al 12 aprile.

**Figura 5**



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.  
(1) Tasso di interesse atteso implicito nelle quotazioni degli overnight indexed swaps (OIS). La linea continua indica i tassi previsti il 12 aprile 2019, la linea tratteggiata quelli previsti il 7 gennaio 2019.

<sup>1</sup> La proroga del termine per la ratifica dell'accordo di recesso concessa il 10 aprile dal Consiglio europeo ha rimandato ma non eliminato il rischio di un'uscita senza accordo.  
<sup>2</sup> L'insieme OPEC+ comprende, oltre ai paesi OPEC, quelli che hanno aderito agli accordi di riduzione della produzione di greggio concordati a più riprese a partire da novembre del 2016 (tra i quali Kazakistan, Messico e Russia).

## 1.2 L'AREA DELL'EURO

Le prospettive di crescita nell'area dell'euro sono state riviste al ribasso, risentendo del peggioramento del commercio mondiale e della fiducia delle imprese: la debolezza ciclica si è riflessa anche in una riduzione delle aspettative di inflazione. Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha esteso sino alla fine del 2019 l'orizzonte minimo entro cui prevede di mantenere invariati i tassi di riferimento e ha annunciato una nuova serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine.

**La crescita nell'area dell'euro è stata modesta negli ultimi mesi del 2018...**

Nel quarto trimestre del 2018 il PIL è cresciuto dello 0,2 per cento sul periodo precedente (tav. 3). Al sostegno delle principali componenti della domanda si è contrapposto il contributo negativo delle scorte, che hanno sottratto 0,4 punti percentuali alla dinamica

del prodotto. Fra i maggiori paesi, l'attività economica è aumentata in Spagna e, in misura inferiore, in Francia; ha invece ristagnato in Germania ed è appena diminuita in Italia.

**...e sarebbe rimasta contenuta nel primo trimestre del 2019**

In base agli indicatori congiunturali più recenti la crescita dell'attività economica si sarebbe mantenuta modesta anche nel

primo trimestre di quest'anno. In marzo l'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che stima la dinamica di fondo del PIL dell'area, è sceso sul livello più basso dall'inizio del 2015 (fig. 6), continuando a risentire del peggioramento del commercio mondiale e del clima di fiducia delle imprese manifatturiere. La debolezza del quadro congiunturale è confermata dalle informazioni di natura qualitativa: nel complesso dell'area gli indici PMI sono scesi all'inizio dell'anno nella manifattura; in febbraio si sono portati per la prima volta dall'estate del 2013 sotto la soglia compatibile con l'espansione dell'attività, per effetto soprattutto del significativo calo della componente tedesca. Le attese delle imprese sulle vendite all'estero sono peggiorate.

Sulla base delle proiezioni elaborate in marzo dagli esperti della BCE, nel 2019 il prodotto dell'area dell'euro crescerebbe dell'1,1 per cento, con una revisione al ribasso di 0,6 punti percentuali rispetto alle previsioni pubblicate lo scorso dicembre. Tale revisione ha interessato le principali componenti della domanda, soprattutto gli investimenti e le esportazioni, e le

**Tavola 3**

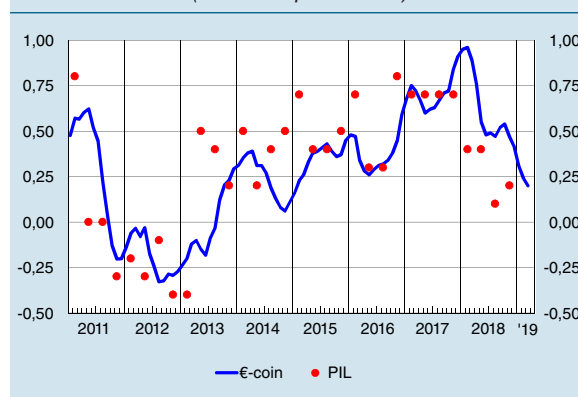
**Crescita del PIL e inflazione nell'area dell'euro**  
(variazioni percentuali)

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

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

**Figura 6**

**Indicatore ciclico coincidente (€-coin) e PIL dell'area dell'euro (1)**  
(variazioni percentuali)



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

maggiori economie, in particolare la Germania e l'Italia.

**L'inflazione è scesa, frenata dalla componente energetica**

Nel trimestre invernale l'inflazione è scesa all'1,4 per cento (dall'1,9 nel quarto trimestre del 2018), frenata dall'andamento dei prezzi dei beni energetici

(fig. 7). La dinamica della componente di fondo è rimasta pressoché stabile, intorno a valori contenuti (0,8 per cento in marzo).

In aprile le aspettative di inflazione desunte dai rendimenti degli *inflation swaps* sugli orizzonti a due e a cinque anni, diminuite significativamente nell'ultima parte del 2018, si sono mantenute sui bassi livelli raggiunti in gennaio (1,0 e 1,1 per cento, rispettivamente; fig. 8.a); quelle a cinque anni sull'orizzonte a cinque anni in avanti si sono ridotte di circa un decimo di punto, all'1,4 per cento. In base ai prezzi delle opzioni sul tasso di inflazione, la probabilità che quest'ultimo rimanga inferiore all'1,5 per cento nei prossimi cinque anni è attorno al 70 per cento (fig. 8.b).

Nelle proiezioni formulate in marzo dagli esperti della BCE le previsioni di inflazione sono state riviste al ribasso su tutti gli orizzonti, per effetto delle più deboli prospettive di crescita e

Figura 7

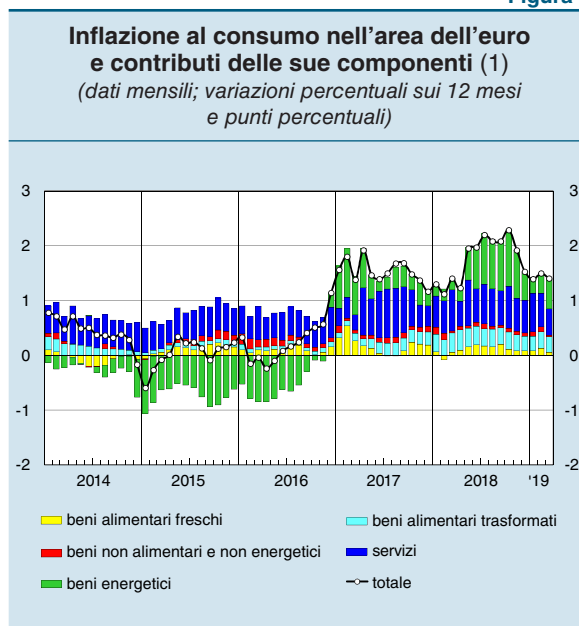
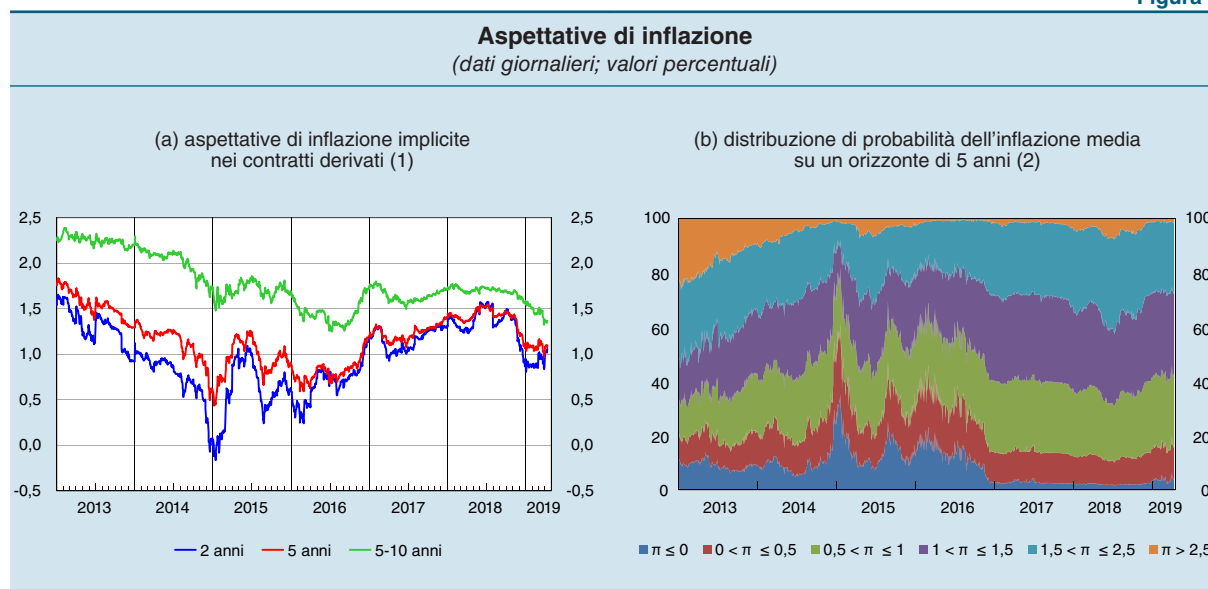


Figura 8



dell'aggiornamento delle ipotesi sulle quotazioni del greggio. Secondo le stime dello scorso marzo l'aumento dei prezzi al consumo sarebbe pari all'1,2 per cento nel 2019, all'1,5 nel 2020 e all'1,6 nel 2021.

**La BCE ha annunciato diverse misure espansive**

Nella riunione del 7 marzo il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato diverse misure espansive. Ha introdotto una nuova serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3) per preservare condizioni favorevoli nel mercato del credito e l'ordinata trasmissione della politica monetaria. Queste operazioni avranno una durata di due anni e saranno condotte a cadenza trimestrale da settembre del 2019 a marzo del 2021; le controparti potranno ottenere finanziamenti per un importo massimo pari al 30 per cento dello stock di prestiti idonei alla fine dello scorso febbraio; il tasso di interesse sarà indicizzato a quello sulle operazioni di rifinanziamento principali. Anche le TLTRO3, come il programma di operazioni mirate di rifinanziamento ancora in essere, incorporeranno incentivi per preservare condizioni creditizie espansive. I dettagli operativi saranno tuttavia definiti in seguito.

Il Consiglio ha inoltre esteso almeno sino alla fine del 2019, e comunque finché necessario, l'orizzonte minimo entro il quale intende mantenere invariati i tassi di riferimento (fig. 9). Ha inoltre confermato la decisione di reinvestire interamente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP) per un prolungato periodo di tempo dopo il primo rialzo dei tassi ufficiali e in ogni caso fino a quando necessario. Il Consiglio ha annunciato che le operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema continueranno a essere condotte mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo richiesto finché sarà necessario e almeno sino alla fine del periodo di mantenimento che avrà inizio a marzo del 2021.

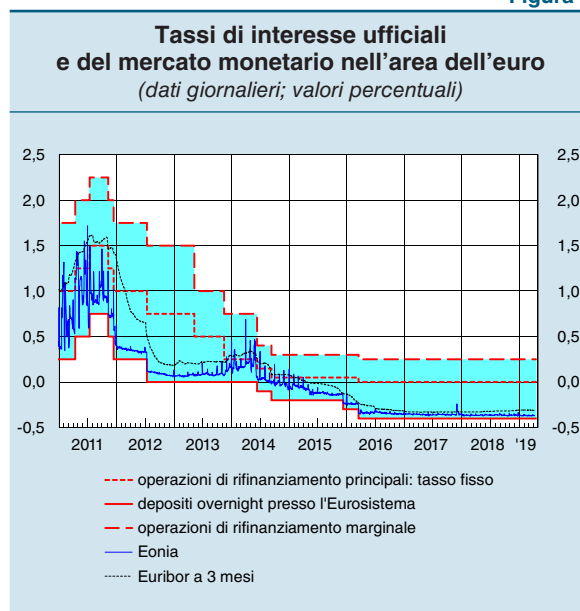
A seguito degli annunci i tassi a medio e a lungo termine si sono ridotti; l'euro si è deprezzato nei confronti del dollaro. Dopo una temporanea flessione legata alla revisione al ribasso delle proiezioni di crescita, i corsi azionari sono aumentati, in modo più pronunciato quelli delle banche.

**Il credito nell'area ha rallentato**

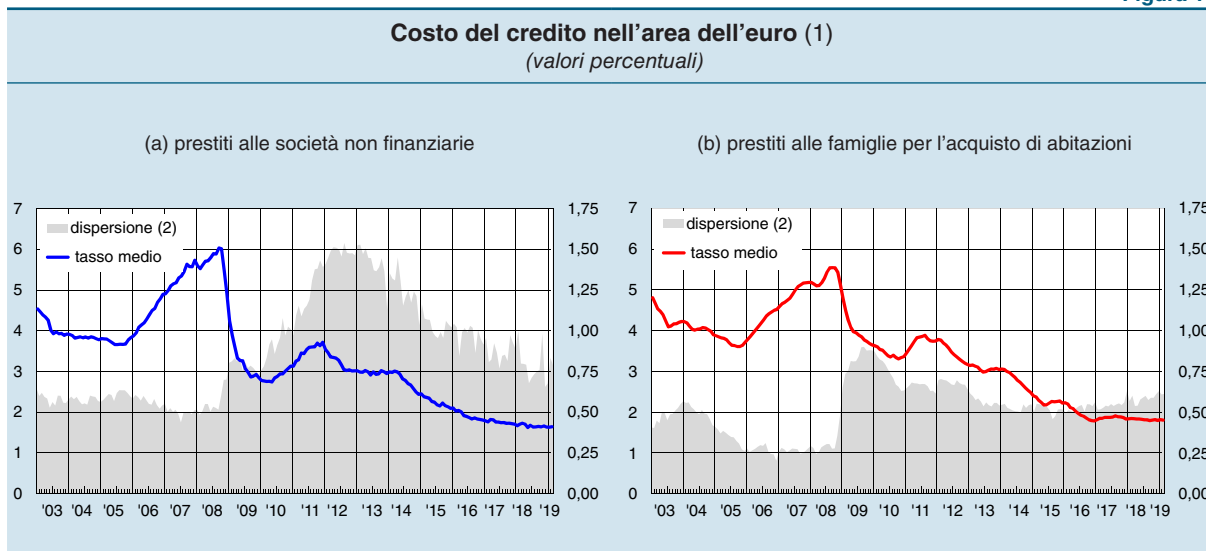
Sulla base dei dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni, nei tre mesi terminanti in febbraio il credito alle società non finanziarie nell'area dell'euro ha decelerato (al 2,3 per cento, in ragione d'anno), risentendo del rallentamento in Francia e in Italia e della più intensa contrazione in Spagna. Il credito alle famiglie continua a espandersi in quasi tutti i principali paesi (3,1 per cento sui tre mesi nella media dell'area), ad eccezione della Spagna.

In febbraio il costo dei nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e alle imprese è rimasto sostanzialmente invariato rispetto a novembre (all'1,8 e 1,6 per cento, rispettivamente); la dispersione dei tassi di interesse tra paesi si è mantenuta su livelli contenuti (fig. 10).

**Figura 9**



Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.



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.

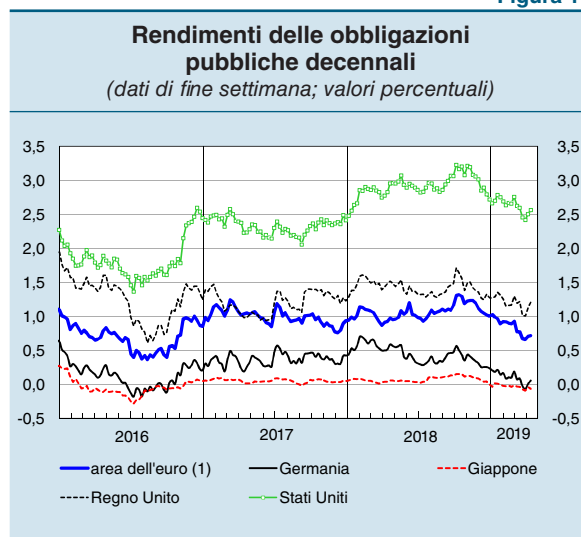
### 1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

L'orientamento più accomodante adottato dalle principali banche centrali ha avuto effetti sui corsi azionari, che nei primi mesi del 2019 hanno recuperato le perdite del quarto trimestre; la volatilità implicita è diminuita in misura marcata. È proseguita la riduzione dei rendimenti dei titoli di Stato decennali delle principali economie avanzate in atto dall'autunno; nell'area dell'euro anche i premi per il rischio sovrano si sono ridotti.

**I rendimenti a lungo termine si sono ridotti** I tassi a lungo termine nelle principali aree sono diminuiti ulteriormente nella prima parte dell'anno (fig. 11). La flessione è connessa con il peggioramento del quadro macroeconomico e con l'orientamento accomodante delle principali banche centrali (cfr. i par. 1.1 e 1.2).

Dalla fine di dicembre i rendimenti dei titoli di Stato decennali tedeschi sono scesi di circa 20 punti base (allo 0,06 per cento). I premi per il rischio sovrano si sono lievemente ridotti nei principali paesi dell'area dell'euro; i differenziali di rendimento fra i titoli di Stato decennali e i corrispondenti titoli tedeschi sono diminuiti di 35 punti base in Portogallo e di circa 15 punti in Belgio, Francia, Irlanda e Spagna. In Italia i premi sono rimasti sui livelli di fine anno (fig. 12).

Figura 11

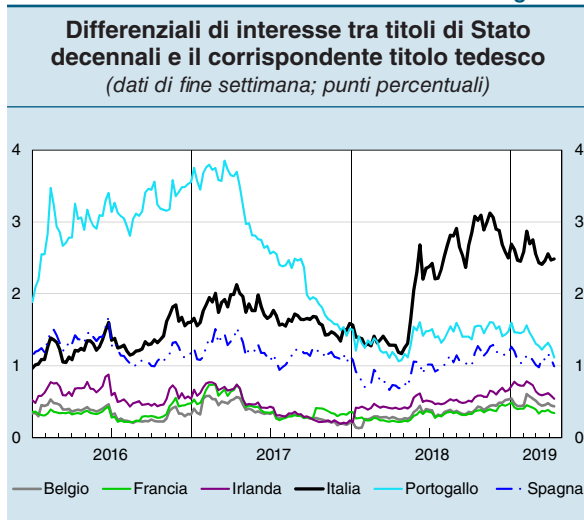


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.

(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.

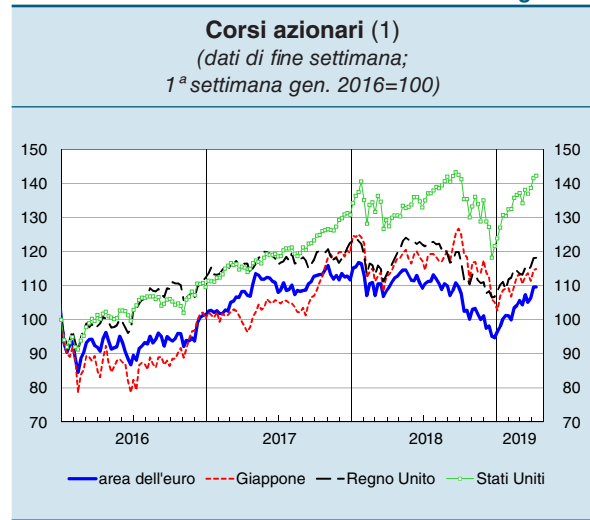


Figura 12



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Figura 13



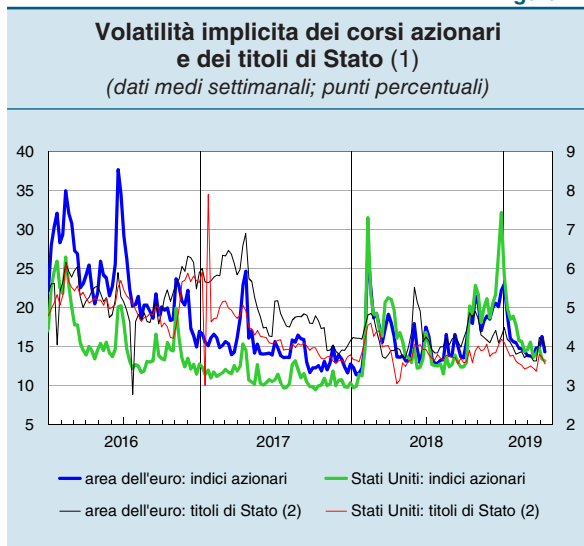
Fonte: Thomson Reuters Datastream.

(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.

**I corsi azionari sono aumentati e la volatilità è diminuita**

Nei primi mesi del 2019 i corsi azionari sono saliti in tutte le principali economie avanzate ed emergenti, recuperando le perdite dei mesi precedenti (fig. 13). L'incremento delle quotazioni è stato particolarmente significativo negli Stati Uniti e in Cina, dove i mercati hanno reagito positivamente ai segnali di un possibile accordo commerciale tra i due paesi, peraltro tuttora circondato da elevata incertezza. La ripresa delle quotazioni azionarie è stata inoltre favorita dalle decisioni della Banca centrale cinese a sostegno del credito e dalle attese che nel corso del 2019 la

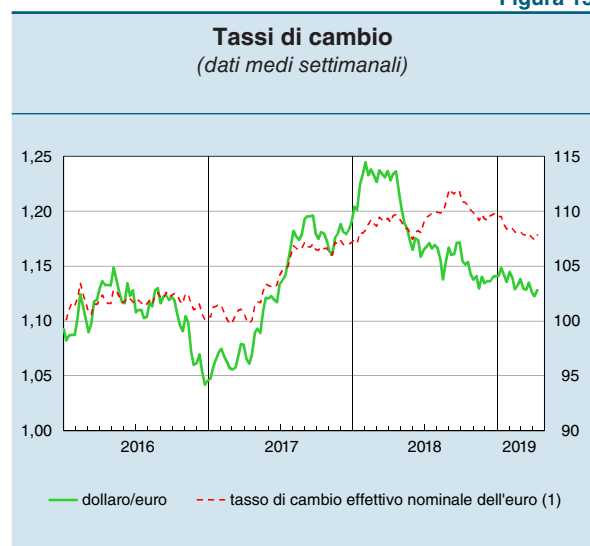
Figura 14



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 15



Fonte: BCE, Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.

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

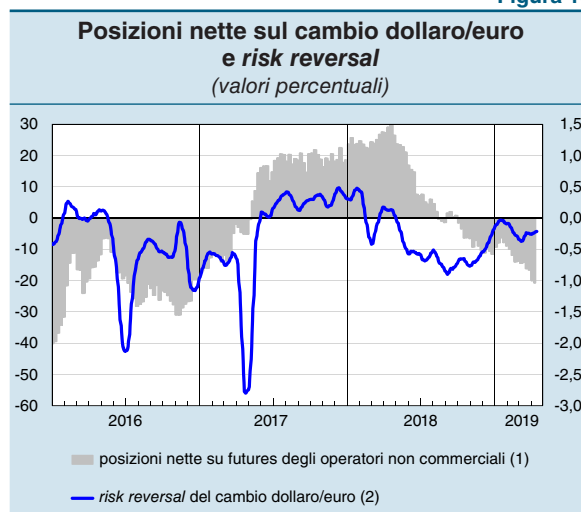
Riserva federale non aumenti i tassi di riferimento. Anche nell'area dell'euro i corsi azionari hanno beneficiato delle nuove misure espansive adottate dalla BCE (cfr. il par. 1.2). La volatilità implicita degli indici azionari e delle quotazioni dei titoli di Stato si è ridotta significativamente (fig. 14).

**Prevalgono i rischi di un deprezzamento dell'euro**

L'euro si è deprezzato dall'inizio dell'anno dell'1 per cento nei confronti del dollaro e del 2 in termini effettivi nominali (fig. 15).

Prevalgono segnali del rischio di un ulteriore indebolimento della valuta comune rispetto al dollaro: le posizioni speculative in euro degli operatori non commerciali sono infatti negative e il costo di assicurarsi contro un significativo indebolimento rispetto al dollaro supera quello di assicurarsi contro un forte apprezzamento (fig. 16).

Figura 16



Fonte: BCE, Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.  
 (1) Differenza tra le posizioni lunghe e quelle corte in euro degli operatori non commerciali su futures sul cambio dollaro/euro, in percentuale del totale delle posizioni in essere (barre di colore grigio). – (2) Scala di destra. Indicatore *risk reversal* a un mese (media mobile a 20 giorni) che misura l'asimmetria della distribuzione delle attese sul cambio dell'euro rispetto al dollaro. Valori negativi indicano il prevalere di rischi di deprezzamento dell'euro.

# 2 L'ECONOMIA ITALIANA

## 2.1 LA FASE CICLICA

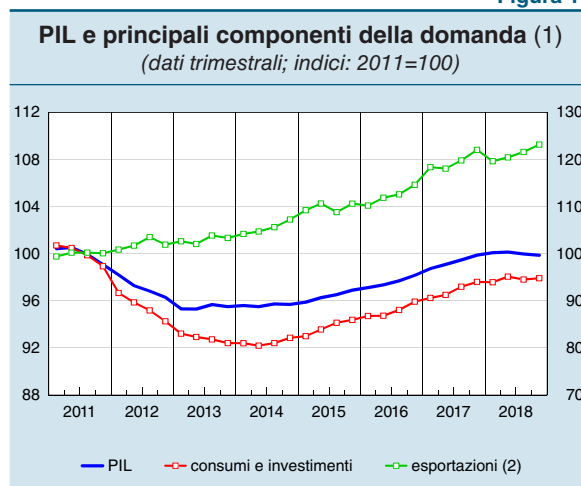
Secondo le indicazioni più recenti l'attività economica in Italia avrebbe lievemente recuperato all'inizio di quest'anno. La debolezza congiunturale degli ultimi trimestri, particolarmente accentuata nel comparto industriale, rispecchia quella osservata in Germania e in altri paesi dell'area.

**Il PIL è lievemente diminuito nel quarto trimestre del 2018...**

Nel complesso del 2018 il PIL è cresciuto dello 0,9 per cento, in rallentamento rispetto al 2017. La leggera flessione nel trimestre finale

dell'anno (-0,1 per cento) è ascrivibile alla variazione delle scorte, che ha sottratto quasi mezzo punto percentuale alla dinamica del prodotto (fig. 17 e tav. 4). L'attività ha tratto sostegno dall'andamento favorevole dell'interscambio con l'estero, pur in presenza di una contrazione del commercio mondiale (cfr. il par. 1.1). È stata appena positiva la crescita degli investimenti fissi lordi e dei consumi delle famiglie.

Figura 17



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Valori concatenati; dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. I dati a partire dal 2017 sono stati rivisti dall'Istat al fine di incorporare una modifica del perimetro delle Amministrazioni pubbliche (cfr. Istat, *PIL e indebitamento delle Amministrazioni pubbliche: aggiornamento*, Nota informativa, 9 aprile 2019). – (2) Scala di destra.

Tavola 4

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

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

Fonte: Istat.

(1) Valori concatenati; i dati trimestrali sono destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. I dati a partire dal 2017 sono stati rivisti dall'Istat al fine di incorporare una modifica del perimetro delle Amministrazioni pubbliche (cfr. Istat, *PIL e indebitamento delle Amministrazioni pubbliche: aggiornamento*, Nota informativa, 9 aprile 2019). – (2) Include la variazione delle scorte e oggetti di valore. – (3) Include anche le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (4) Include gli oggetti di valore. – (5) Contributi alla crescita del PIL sul periodo precedente; punti percentuali.

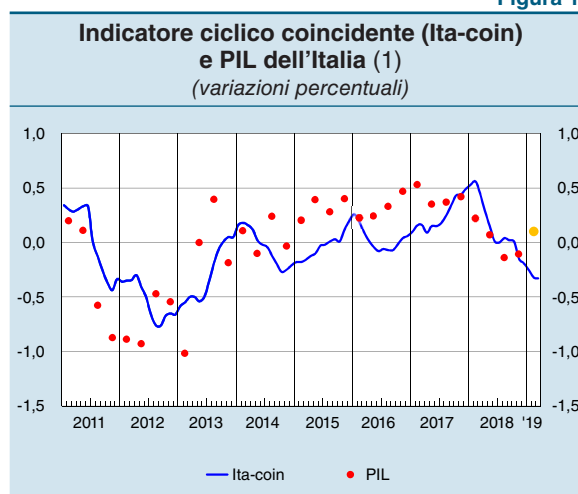
Nel quarto trimestre del 2018 il valore aggiunto è diminuito nell'industria in senso stretto e nelle costruzioni; ha invece ripreso a crescere moderatamente nei servizi.

**...e sarebbe tornato a salire in misura contenuta all'inizio del 2019**

Secondo nostre stime nei mesi invernali l'attività economica sarebbe tornata a crescere (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel primo trimestre del 2019*), anche se in marzo è sceso ancora l'indicatore Ita-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che misura la dinamica di fondo dell'economia italiana (fig. 18). Su tale diminuzione ha pesato il rallentamento ciclico dell'area dell'euro, particolarmente accentuato nell'economia tedesca, nei confronti della quale il nostro paese intrattiene rilevanti legami produttivi e commerciali (cfr. il par. 2.2).

Incorporando l'andamento sfavorevole dell'attività economica registrato negli ultimi trimestri del 2018 e le informazioni congiunturali per i primi mesi dell'anno in corso, tutti i previsori privati e istituzionali hanno rivisto verso il basso le loro proiezioni di crescita per l'Italia per il 2019. Gli analisti censiti da Consensus Economics, che in dicembre prefiguravano per quest'anno un aumento del PIL dello 0,7 per cento, nell'ultima rilevazione indicano una crescita compresa tra il -0,1 e lo 0,2 per cento<sup>1</sup>.

Figura 18



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

## L'ATTIVITÀ ECONOMICA NEL PRIMO TRIMESTRE DEL 2019

Secondo le informazioni più recenti elaborate utilizzando i modelli previsivi della Banca d'Italia<sup>1</sup>, il PIL italiano dovrebbe essere aumentato dello 0,1 per cento nei primi tre mesi del 2019 (figura A). Nella media del trimestre invernale l'attività sarebbe cresciuta nell'industria in senso stretto, mentre si sarebbe confermata debole nei servizi e nelle costruzioni.

Sulla base delle nostre stime relative al mese di marzo, nel primo trimestre del 2019 la produzione industriale sarebbe tornata a salire. Le immatricolazioni di autovetture sono aumentate e si è attenuata la contrazione dei consumi elettrici (figura B). I flussi di trasporto di merci si sono invece ridotti in modo consistente. Nella manifattura è proseguito il calo dell'indice di fiducia delle imprese (figura C) e

<sup>1</sup> La stima preliminare del PIL sarà diffusa dall'Istat il prossimo 30 aprile. La valutazione presentata in questo riquadro si basa su un'ampia gamma di informazioni parziali di tipo quantitativo (quali i consumi elettrici, il traffico merci, la produzione industriale), su sondaggi presso le imprese e su altre valutazioni di tipo qualitativo, che 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*.

<sup>1</sup> Valori corrispondenti rispettivamente al 25° e al 75° percentile della distribuzione delle aspettative degli analisti censiti in aprile da Consensus Economics.

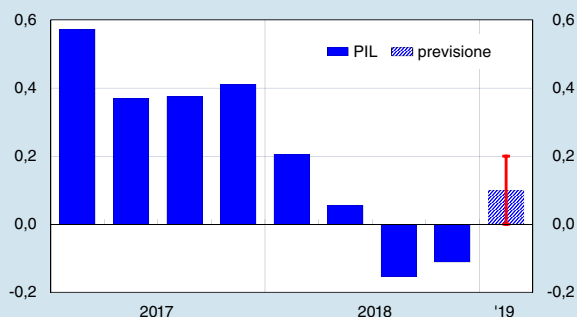
di quello dei responsabili degli acquisti (*purchasing managers' index*, PMI), che si è mantenuto sotto la soglia compatibile con l'espansione per il secondo trimestre consecutivo.

Il valore aggiunto nei servizi si sarebbe indebolito, in linea con i segnali di stasi in termini di nascite e cessazioni di imprese; il livello dell'indice PMI del settore sarebbe rimasto su valori coerenti con una dinamica contenuta dell'attività (figura D).

Dopo la flessione registrata in autunno, l'attività nel comparto delle costruzioni si sarebbe stabilizzata. Secondo le indagini condotte dalla Banca d'Italia la domanda sarebbe lievemente migliorata (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 15 aprile 2019). In base alle rilevazioni dell'Istat anche la fiducia delle imprese operanti nel settore ha ripreso a salire, confermandosi su valori elevati (figura C).

Figura A

**Andamento del PIL (1)**  
(variazioni percentuali)

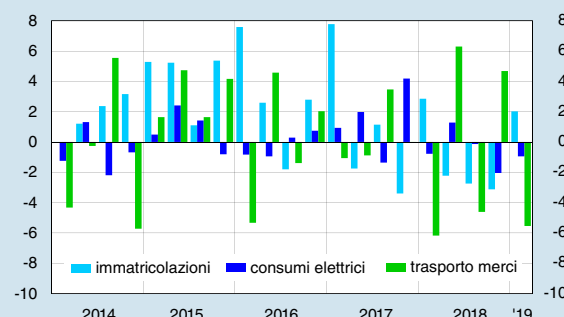


Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) PIL e stime: variazioni percentuali sul periodo precedente. I dati a partire dal 2017 sono stati rivisti dall'Istat al fine di incorporare una modifica del perimetro delle Amministrazioni pubbliche (cfr. Istat, *PIL e indebitamento delle Amministrazioni pubbliche: aggiornamento*, Nota informativa, 9 aprile 2019). L'incertezza delle stime è segnalata dalla barra rossa che comprende un intervallo di 0,1 punti percentuali al di sopra e al di sotto della stima centrale, di ampiezza complessivamente pari a due volte l'errore quadratico medio delle previsioni degli ultimi 3 anni.

Figura B

**Indicatori congiunturali (1)**  
(variazioni percentuali destagionalizzate)

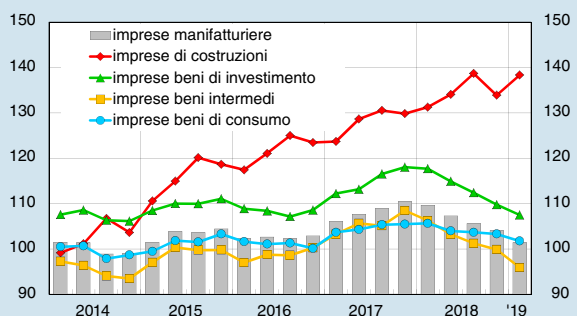


Fonte: elaborazioni su dati Anfia, Autostrade per l'Italia, Ferrovie dello Stato, Istat e Terna.

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

Figura C

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

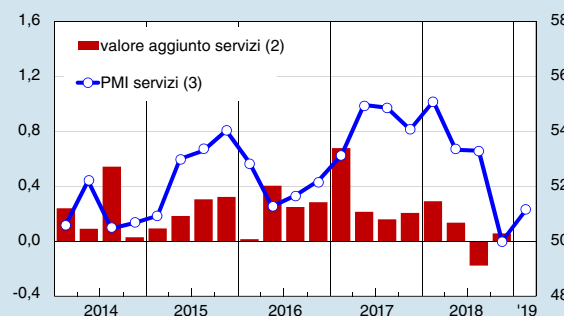


Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Livello medio nel trimestre di riferimento.

Figura D

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



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Markit.

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

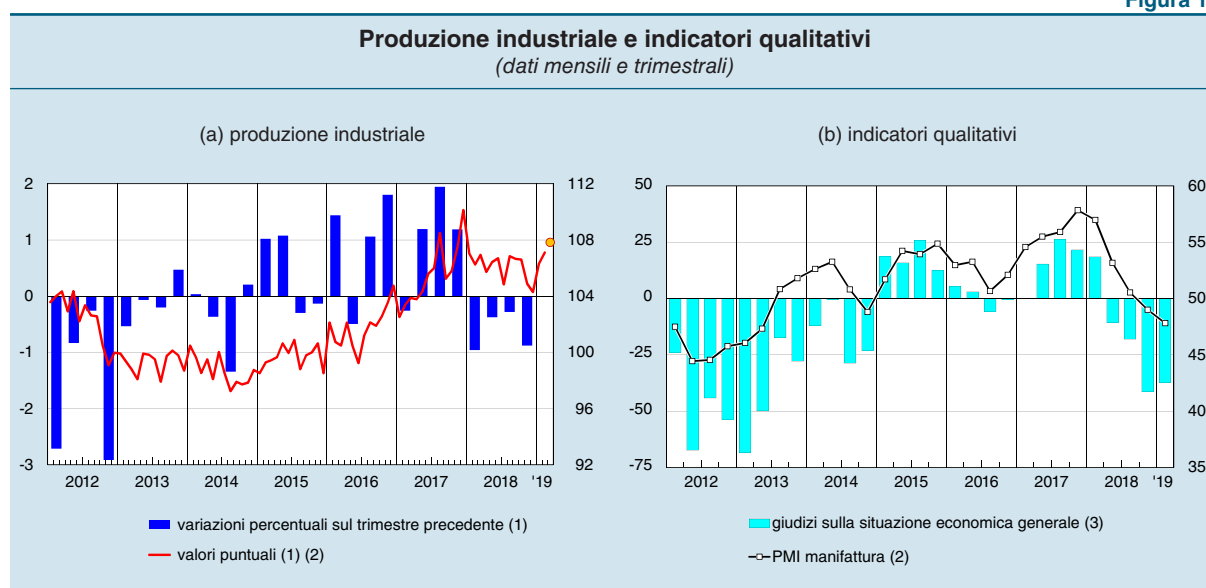
## 2.2 LE IMPRESE

Sulla base degli indicatori disponibili nei primi tre mesi dell'anno in corso la produzione industriale sarebbe tornata a crescere. Le indagini qualitative tuttavia segnalano che le imprese restano caute nei giudizi sulla situazione economica generale e sulla domanda. Le valutazioni sull'andamento corrente della domanda proveniente dalla Germania e dalla Cina sono negative, anche se le attese per il prossimo trimestre risultano leggermente più favorevoli. Le prime informazioni congiunturali sul 2019 e le indagini presso le imprese prefigurano un indebolimento dei piani di investimento, che potrebbero avere risentito dell'incertezza sulle prospettive globali e del ridimensionamento degli incentivi fiscali.

**La produzione industriale sarebbe tornata ad aumentare nel primo trimestre**

Dopo essere scesa nella parte finale del 2018, la produzione industriale è salita sia in gennaio (1,9 per cento rispetto al mese precedente) sia in febbraio (0,8 per cento; fig. 19.a), per effetto soprattutto della dinamica nel settore dei beni di consumo. Sulla base delle nostre stime la crescita sarebbe proseguita nel mese di marzo.

Figura 19



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

(1) Dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi; indici 2015=100. Il punto rappresenta la previsione del dato di marzo. – (2) Scala di destra. – (3) 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, 15 aprile 2019).

**È peggiorata la fiducia delle imprese manifatturiere**

Gli indicatori qualitativi sono complessivamente meno favorevoli. Gli indici di fiducia delle imprese manifatturiere sono diminuiti in marzo, riflettendo il peggioramento dei giudizi e delle attese sugli ordini e sui livelli di produzione; gli indicatori ricavati dai sondaggi presso i responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI) del settore manifatturiero si sono mantenuti al di sotto della soglia compatibile con l'espansione (fig. 19.b); sono invece migliorati quelli dei servizi, che in marzo si sono riportati sopra tale soglia. Le imprese intervistate nell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, condotta nel mese scorso dalla Banca d'Italia, riportano giudizi negativi sulla situazione economica corrente; le aspettative per i tre mesi successivi sulla domanda per i propri prodotti sono tuttavia diventate lievemente più favorevoli, soprattutto nella componente della domanda estera (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese italiane nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*).

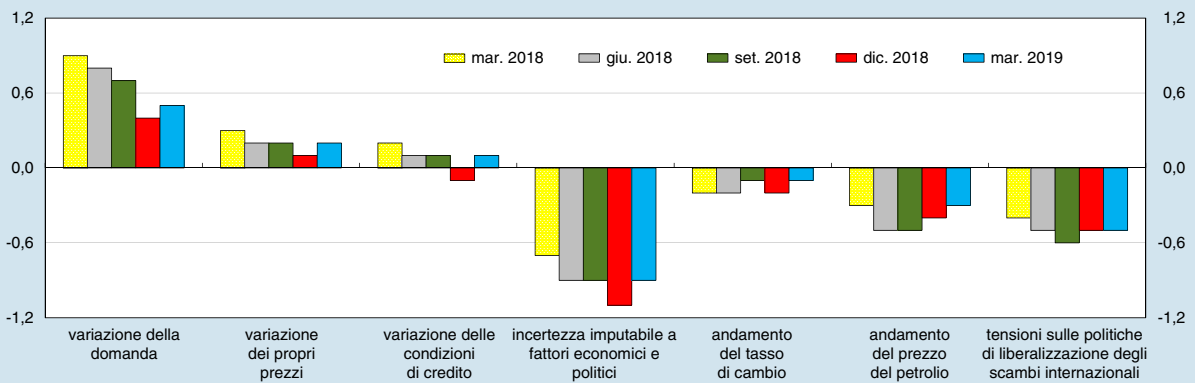


## GLI INVESTIMENTI DELLE IMPRESE ITALIANE NELL'INDAGINE SULLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE E CRESCITA

Nel mese di marzo la Banca d'Italia ha condotto la consueta indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita su un campione di circa 1.000 imprese con almeno 50 addetti dell'industria in senso stretto, dei servizi e delle costruzioni (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 15 aprile 2019).

Figura A

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

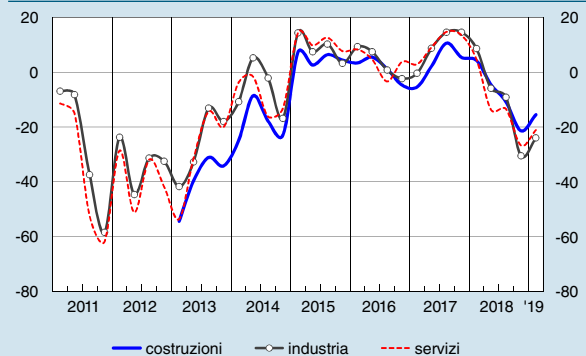


(1) Alle imprese è stato richiesto di esprimere un giudizio su come ciascun fattore influenzerà la propria attività nei 3 mesi successivi. Le risposte in termini di direzione (ribasso o rialzo) e di intensità (forte/medio/modesto) sono prima codificate su una scala da -3 a 3 (dove 0 indica un giudizio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

I giudizi delle imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi sulla situazione economica generale sono lievemente migliorati, pur rimanendo negativi (cfr. fig. 19.b). Sono invece peggiorate le valutazioni sull'andamento corrente della domanda per i propri prodotti. In particolare le imprese hanno segnalato una diminuzione rispetto ai tre mesi precedenti della domanda proveniente dal mercato tedesco e da quello cinese.

Figura B

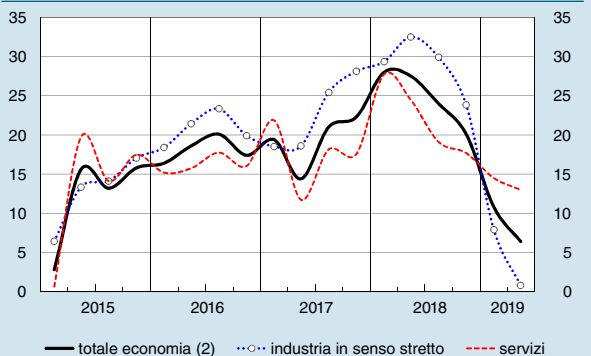
### Giudizio sulle condizioni per investire rispetto al trimestre precedente (1) (dati trimestrali; punti percentuali)



(1) Saldi tra giudizi di miglioramento e giudizi di peggioramento rispetto al trimestre precedente nell'indagine condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia presso le imprese italiane con almeno 50 addetti (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 15 aprile 2019).

Figura C

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



(1) Saldi tra giudizi di miglioramento e giudizi di peggioramento rispetto all'anno precedente nell'indagine condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia presso le imprese italiane con almeno 50 addetti (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 15 aprile 2019); la prima indicazione delle attese sull'anno di riferimento viene rilevata nel 4° trimestre dell'anno precedente. - (2) Include il settore delle costruzioni.

Le aspettative sull'evoluzione nei prossimi tre mesi della domanda per i propri prodotti sono diventate leggermente più favorevoli soprattutto nella componente estera, con attese di un recupero della domanda proveniente dalla Germania. I principali elementi di freno all'attività di impresa sono risultati l'incertezza imputabile a fattori economici e politici e le tensioni sugli scambi internazionali (figura A); queste ultime rilevano soprattutto nell'industria in senso stretto (con un indice pari a -0,6; -0,3 nei servizi).

Il saldo fra i giudizi di miglioramento e di peggioramento delle condizioni per investire, pur rimanendo negativo, è migliorato marginalmente in tutti i settori, arrestando la caduta in atto dalla metà del 2017 (figura B). Nel complesso dell'economia prevale di poco (per 6 punti percentuali), e in misura inferiore rispetto al dicembre scorso, la percentuale di aziende che pianificano un'espansione degli investimenti nel corso del 2019 rispetto alla quota delle imprese che intendono ridurli; il saldo si è pressoché annullato nell'industria in senso stretto (figura C).

**Gli investimenti pianificati sono in rallentamento**

Dopo la flessione della scorsa estate gli investimenti sono aumentati dello 0,3 per cento nel quarto trimestre, sostenuti dal recupero di quelli in beni strumentali; l'incertezza sul rinnovo e sull'entità degli incentivi fiscali per l'anno in corso potrebbe avere indotto le imprese ad anticipare alla fine del 2018 le spese per beni strumentali. Il ridimensionamento degli incentivi per quest'anno e la crescente incertezza sulle condizioni dell'economia avrebbero frenato l'attività di investimento nei mesi invernali, come suggerito dagli indicatori finora disponibili (l'andamento della produzione dei beni di investimento e il peggioramento del clima di fiducia delle imprese manifatturiere). L'indagine trimestrale condotta in marzo dalla Banca d'Italia prefigura una dinamica debole degli investimenti pianificati per il 2019 (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese italiane nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*).

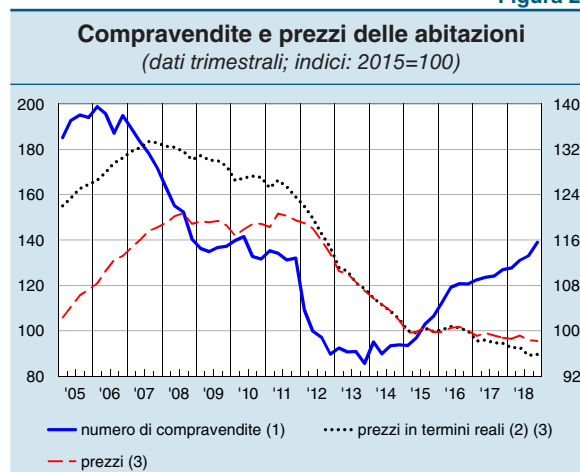
**L'attività delle costruzioni si sarebbe stabilizzata**

È proseguito anche nei mesi autunnali il recupero del numero di compravendite di abitazioni, tornato sui livelli dell'autunno del 2008; tuttavia i prezzi hanno continuato a diminuire (fig. 20). Nel *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* condotto in gennaio sono prevalse le indicazioni di riduzione dei prezzi di vendita. Le aspettative sull'evoluzione a breve termine del mercato immobiliare sono meno favorevoli rispetto alla rilevazione dei tre mesi precedenti. Nel primo trimestre dell'anno l'attività nel comparto delle costruzioni si sarebbe tuttavia stabilizzata, in linea con il lieve miglioramento dei giudizi sull'andamento della domanda rilevati nell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* svolta in marzo dalla Banca d'Italia.

**Il debito delle imprese si è ridotto**

Sulla base dei dati diffusi dall'Istat, nel quarto trimestre del 2018 il tasso di profitto delle imprese (definito dal rapporto tra risultato lordo di gestione e valore aggiunto, entrambi annualizzati sommando gli ultimi quattro periodi) è diminuito nel confronto con il periodo precedente, risentendo dell'incremento del costo del lavoro. La capacità di autofinanziamento (definita dal rapporto tra risparmio lordo e valore aggiunto) è rimasta sostanzialmente stabile in presenza di una riduzione della spesa per trasferimenti correnti; il saldo finanziario in

**Figura 20**

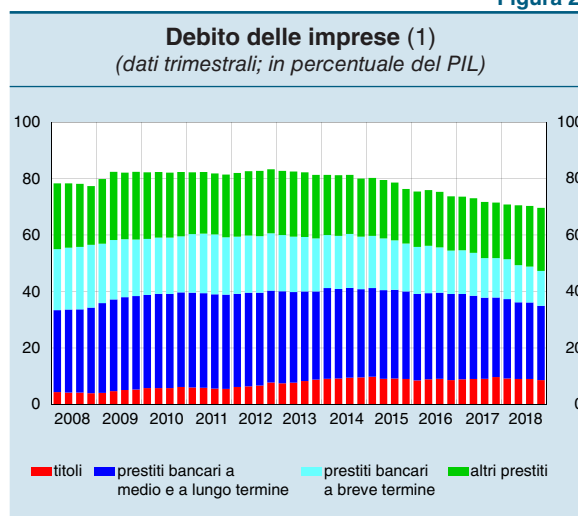


Fonte: elaborazioni su dati OMI, Banca d'Italia, Istat e *Consulente immobiliare*. (1) Valori corretti per la stagionalità e per gli effetti di calendario. – (2) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo. – (3) Scala di destra.

rapporto al valore aggiunto, in surplus dalla fine del 2012, è leggermente aumentato per effetto della riduzione della spesa in conto capitale. Nell'ultimo trimestre dello scorso anno il debito complessivo delle imprese in percentuale del PIL ha registrato un ulteriore calo, collocandosi al 69,6 per cento (fig. 21).

Sulla base dell'indagine sul credito bancario presso gli intermediari italiani (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*), nel primo trimestre l'espansione della domanda di prestiti da parte delle imprese si sarebbe interrotta: al contributo espansivo del basso livello dei tassi di interesse si sarebbe contrapposto un maggiore ricorso alle fonti di finanziamento alternative.

Figura 21



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

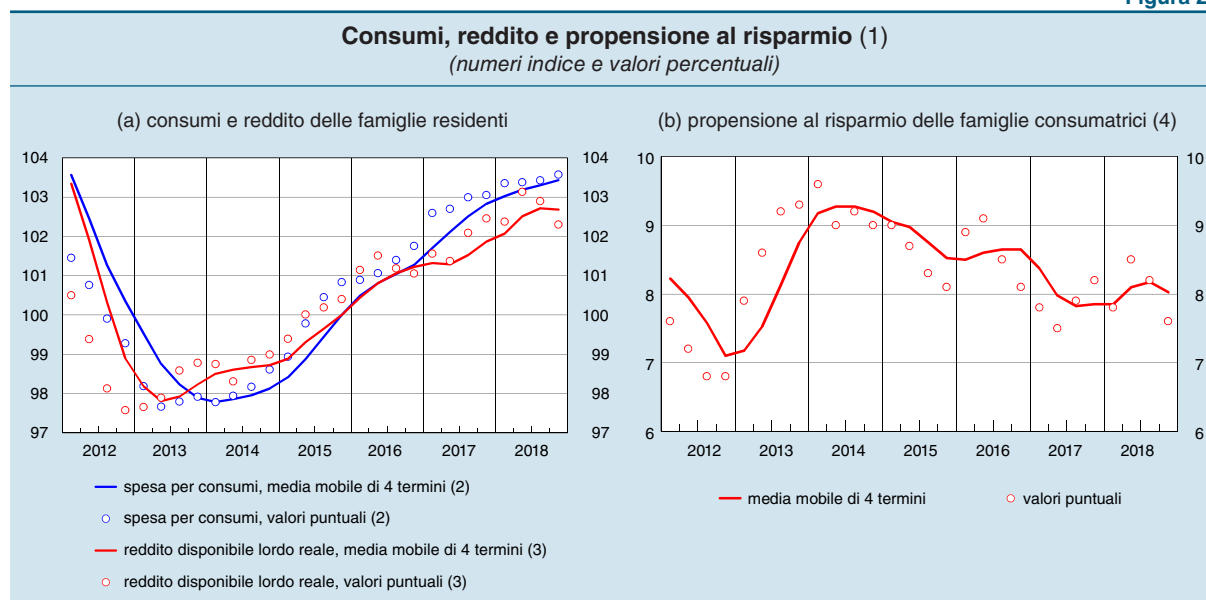
## 2.3 LE FAMIGLIE

Nei mesi autunnali la spesa delle famiglie è aumentata in misura contenuta, nonostante la flessione del potere di acquisto. Gli indicatori più recenti suggeriscono una sostanziale stabilizzazione dei consumi nei primi mesi dell'anno.

**I consumi sono lievemente cresciuti alla fine del 2018...**

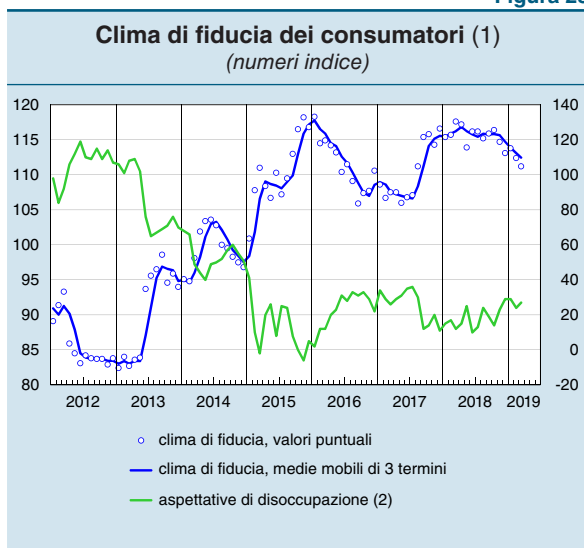
Nel quarto trimestre del 2018 i consumi delle famiglie, rimasti invariati nel precedente semestre, sono tornati a crescere debolmente (0,1 per cento rispetto all'estate; fig. 22.a); sono aumentate la spesa in beni durevoli e, in misura minore,

Figura 22



Fonte: elaborazioni su dati Istat.  
(1) I dati a partire dal 2017 sono stati rivisti dall'Istat al fine di incorporare una modifica del perimetro delle Amministrazioni pubbliche (cfr. Istat, *PIL e indebitamento delle Amministrazioni pubbliche: aggiornamento*, Nota informativa, 9 aprile 2019). – (2) Valori concatenati e destagionalizzati. Indici: 2015=100. – (3) Al netto della dinamica del deflatore della spesa per consumi finali delle famiglie residenti. Indici: 2015=100. Dati destagionalizzati. – (4) Rapporto percentuale tra il risparmio e il reddito disponibile lordo delle famiglie consumatrici. Dati destagionalizzati.

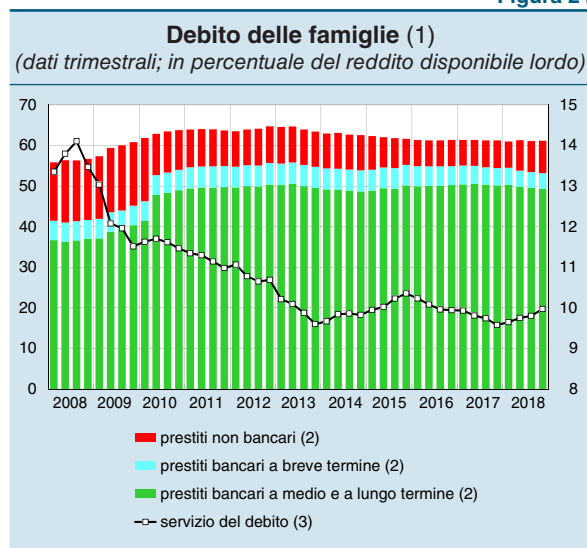
Figura 23



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Figura 24



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

(1) Consistenze di fine trimestre; flussi cumulati su 4 trimestri. I dati dell'ultimo periodo sono provvisori. Il debito include i prestiti cartolarizzati. – (2) La ripartizione tra prestiti bancari e prestiti non bancari presenta una discontinuità statistica nel 2° trimestre del 2010. Per i riferimenti metodologici, cfr. l'avviso in *Indicatori monetari e finanziari. Conti finanziari*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 58, 2010. – (3) 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.

quella in servizi. La crescita dei consumi è stata frenata dalla riduzione del reddito disponibile al netto dell'inflazione (-0,6 per cento sul trimestre precedente; fig. 22.a); la propensione al risparmio è diminuita al 7,6 per cento (fig. 22.b).

**...e si sarebbero mantenuti deboli all'inizio dell'anno**

Secondo gli indicatori congiunturali più recenti, nel primo trimestre del 2019 l'andamento dei consumi sarebbe rimasto debole. Le immatricolazioni di automobili hanno ripreso a salire, ma si sono mantenute al di sotto dei livelli precedenti l'entrata in vigore, nel settembre dello scorso anno, della nuova normativa sulle emissioni. In marzo l'indice di fiducia delle famiglie, pur restando su livelli relativamente elevati, è sceso al valore minimo da circa un anno e mezzo, risentendo del deterioramento delle valutazioni sulla situazione economica generale corrente e attesa e del peggioramento delle prospettive del mercato del lavoro (fig. 23).

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

Nel quarto trimestre del 2018 il debito delle famiglie italiane in rapporto al reddito disponibile è rimasto sostanzialmente invariato (61,2 per cento; fig. 24), ben al di sotto della media dell'area dell'euro (94,5 per cento). In rapporto al PIL il debito si è mantenuto al 41,1 per cento (57,6 nell'area dell'euro). Nel 2018 l'incidenza sul

reddito disponibile degli oneri sostenuti per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale) è lievemente aumentata (al 10 per cento).

Nei primi mesi dell'anno il costo medio dei nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si è mantenuto su livelli contenuti (1,9 per cento a febbraio; cfr. il par. 2.7).

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

Le esportazioni italiane sono cresciute a ritmi sostenuti nel quarto trimestre del 2018, nonostante la contrazione del commercio internazionale; sulle prospettive gravano tuttavia le incertezze del contesto

globale. Nel complesso dello scorso anno, nonostante l'aumento del deficit energetico, la graduale ripresa delle vendite estere e gli afflussi turistici hanno contribuito a mantenere il saldo di conto corrente in cospicuo avanzo. Nel primo bimestre del 2019 gli investitori esteri sono tornati ad acquistare titoli pubblici italiani.

**Nei mesi autunnali le esportazioni sono aumentate in modo sostenuto...** Nell'ultimo trimestre del 2018 le esportazioni di beni e servizi in volume sono cresciute dell'1,3 per cento in termini congiunturali

(tav. 5). Le vendite all'estero di beni (salite dell'1,0 per cento) sono state più sostenute nei paesi esterni all'Unione europea (UE), anche per il miglioramento della competitività di prezzo in atto dalla scorsa primavera; all'interno della UE sono invece aumentate debolmente. Il sostegno alla crescita delle esportazioni è provenuto principalmente dalla farmaceutica e da alcuni comparti tradizionali del made in Italy (alimentari, abbigliamento e prodotti in pelle); i mezzi di trasporto e i macchinari elettrici hanno invece segnato un calo significativo. Nel 2018 le esportazioni di beni e servizi hanno registrato un incremento dell'1,9 per cento.

In autunno le importazioni sono aumentate dello 0,7 per cento in volume, per effetto soprattutto degli acquisti di servizi, di mezzi di trasporto e di prodotti farmaceutici. Nel complesso dell'anno le importazioni sono cresciute del 2,3 per cento.

**...ma il quadro prospettico risulta incerto** Nel complesso dei primi due mesi del 2019 le esportazioni di beni, valutate a prezzi correnti e corrette per la stagionalità, sono salite dell'1,0 per cento rispetto al bimestre precedente, trainate dalle vendite nei mercati extra UE. I dati qualitativi sugli ordini esteri delle imprese manifatturiere segnalano un quadro prospettico incerto: nei primi mesi del 2019 le valutazioni degli imprenditori rilevate dall'Istat sono peggiorate; il corrispondente indice PMI è rimasto appena sotto la soglia compatibile con un'espansione delle vendite estere (fig. 25).

**Resta ampio l'avanzo di conto corrente** Nel 2018 il surplus di conto corrente è rimasto ampio (44 miliardi di euro, pari al 2,5 per cento del PIL; fig. 26 e tav. 6). La flessione del surplus mercantile, legata soprattutto all'aumento della bolletta energetica, è stata compensata dal maggiore avanzo nei redditi primari e dal miglioramento del saldo dei servizi, dovuto principalmente all'andamento favorevole delle spese dei turisti stranieri in Italia.

Tavola 5

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

VOCI	2018	
	3° trim.	4° trim.
<b>Esportazioni</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>
Beni	1,2	1,0
intra UE	1,6	0,3
extra UE	0,7	2,0
Servizi	-0,1	2,3
<b>Importazioni</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>
Beni	0,9	0,3
intra UE	-0,3	0,4
extra UE	2,7	0,1
Servizi	-1,6	2,0

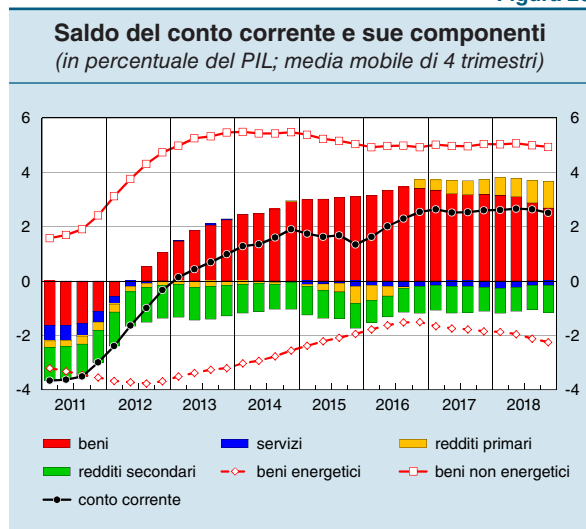
Fonte: elaborazioni su dati Istat.  
(1) Valori concatenati; dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi.

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.

Figura 26



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

**Gli investitori esteri sono tornati ad acquistare titoli pubblici italiani**

Nel complesso dei primi due mesi dell'anno in corso le consistenze di titoli pubblici italiani detenute dagli investitori non residenti

sono tornate a crescere, rispecchiando in parte il profilo delle emissioni nette da parte del Tesoro (cfr. il riquadro: *L'andamento del saldo della Banca d'Italia su TARGET2*, in *Bollettino economico*, 4, 2018). Nel 2018 gli investitori non residenti hanno effettuato vendite nette per 51 miliardi.

Dal lato delle attività, nel 2018 gli acquisti netti di titoli esteri di portafoglio da parte dei residenti si sono più che dimezzati rispetto all'anno precedente; la riduzione ha interessato prevalentemente le quote di fondi comuni e, in misura minore, le obbligazioni. Nel complesso dell'anno questi deflussi di capitale sono stati in parte compensati dall'aumento della raccolta bancaria all'estero (cfr. il riquadro: *L'andamento del saldo TARGET2 e le sue determinanti*).

**L'ANDAMENTO DEL SALDO TARGET2 E LE SUE DETERMINANTI**

Nel 2018 il saldo debitorio della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2 è aumentato di 43 miliardi. L'ampliamento del saldo, che può essere interpretato come la contropartita contabile di tutte le transazioni eseguite fra residenti e non residenti in Italia, ha riflesso le vendite nette di titoli (pubblici e privati) italiani da parte dei non residenti e gli acquisti netti dei residenti di attività di portafoglio estere. Questi deflussi di capitale sono stati in parte compensati dagli afflussi derivanti dall'avanzo di conto corrente e da quello di conto capitale, nonché dal consistente incremento della raccolta netta all'estero sul mercato interbancario da parte delle banche residenti.

La raccolta interbancaria all'estero comprende sia quella direttamente effettuata sul mercato monetario tramite transazioni bilaterali con controparti estere, che viene registrata nel conto finanziario della bilancia dei pagamenti come aumento di passività ("altri investimenti") del

Tavola 6

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

VOCI	2017	2018	gen.-feb. 2018	gen.-feb. 2019
<b>Conto corrente</b>	<b>44,9</b>	<b>44,0</b>	<b>1,1</b>	<b>3,1</b>
per memoria: in % del PIL	2,6	2,5		
Merci	55,0	47,1	4,2	5,5
prodotti non energetici (2)	87,0	86,6	10,0	12,0
prodotti energetici (2)	-32,0	-39,5	-5,8	-6,5
Servizi	-4,3	-2,7	-2,0	-2,1
Redditi primari	9,3	17,3	1,9	2,5
Redditi secondari	-15,1	-17,6	-3,0	-2,8
<b>Conto capitale</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>
<b>Conto finanziario</b>	<b>51,4</b>	<b>30,0</b>	<b>5,2</b>	<b>5,9</b>
Investimenti diretti	3,3	-3,1	-4,1	0,8
Investimenti di portafoglio	87,5	121,7	12,5	-15,5
Derivati	-7,3	-2,8	-0,3	0,2
Altri investimenti (3)	-34,7	-88,5	-2,6	20,5
Variazione riserve ufficiali	2,7	2,6	-0,3	-0,2
<b>Errori e omissioni</b>	<b>5,9</b>	<b>-13,5</b>	<b>4,3</b>	<b>3,0</b>

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



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

PERIODO	Saldo TARGET2 (fine mese)	Variazione del saldo TARGET2  (A) + (B) + (C) + D) + (E) + (F) - (G)	Investimenti di portafoglio esteri in titoli pubblici italiani  (A)	Investimenti di portafoglio esteri in titoli privati italiani (escluse obbligazioni bancarie)  (B)	Investimenti di portafoglio esteri in obbligazioni bancarie italiane  (C)	Raccolta netta all'estero delle istituzioni finanziarie monetarie residenti (esclusa la banca centrale) in prestiti e depositi		Saldo di conto corrente e conto capitale  (E)	Altre voci (2)  (F)	Investimenti di portafoglio italiani in titoli esteri  (G)
						(D)	di cui: intermedia da controparti centrali residenti			
2018	-482	-43	-51	-13	-12	53	43	43	-17	46
2018 – 1° trim.	-442	-3	32	-2	-2	-1	2	4	-4	30
2° trim.	-481	-38	-48	-8	-11	31	33	10	-11	2
3° trim.	-489	-8	-11	5	-2	16	-4	16	-4	29
4° trim.	-482	7	-24	-8	3	7	12	13	2	-15
2019 – gen.	-482	0	22	1	1	-28	-32	0	0	-5
feb.	-483	-1	-5	1	-2	16	16	3	-7	6
mar.	-475	8	....	....	....	....	....	....	....	....

(1) Un valore negativo della variazione del saldo TARGET2 indica un aumento delle passività della Banca d'Italia su TARGET2. I dati sono disponibili sul sito della Banca d'Italia: *Base dati statistica (BDS)*, in particolare nella tav. TBP60200. Per gennaio e febbraio 2019, dati provvisori. – (2) Investimenti diretti, derivati, voci residuali degli altri investimenti, riserve ufficiali, errori e omissioni.

settore “banche”, sia quella sul mercato MTS Repo, in cui si negoziano contratti pronti contro termine in titoli di Stato (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2018)<sup>1</sup>; in tale segmento una quota elevata degli scambi è intermediata dalla controparte centrale, la Cassa di compensazione e garanzia spa. Poiché quest'ultima è classificata come intermediario finanziario non bancario, le operazioni con l'estero da essa effettuate per conto delle banche residenti in Italia, spesso di ingente ammontare, sono registrate nella bilancia dei pagamenti nel settore privato non bancario (voce “altri investimenti”, comparto “altri settori”). Nell'analisi dell'evoluzione del saldo TARGET2 riportata nella tavola tali operazioni sono riclassificate nella raccolta netta all'estero del settore bancario italiano (43 miliardi nel 2018)<sup>2</sup>.

Nel complesso dei primi due mesi del 2019 il saldo TARGET2 è rimasto sostanzialmente stabile; a fronte di afflussi netti derivanti dagli investimenti in titoli di Stato da parte degli investitori non residenti si è ridotta la raccolta del sistema bancario italiano sul mercato MTS Repo.

<sup>1</sup> In un contratto pronti contro termine vengono venduti titoli (operazione a pronti) con contemporaneo obbligo di riacquisto a una data prestabilita (operazione a termine) e a determinate condizioni di prezzo. Questo tipo di operazioni è in genere condotto per raccogliere liquidità (a fronte di una garanzia) o per ottenere la temporanea disponibilità di un titolo.

<sup>2</sup> Per dettagli metodologici cfr. sul sito internet della Banca d'Italia: *I saldi TARGET2 e i movimenti dei capitali: un aggiornamento* e la tav. 7 in *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero*, Banca d'Italia, Statistiche.

**Il saldo passivo TARGET2 si è mantenuto stabile nei primi mesi dell'anno**

La posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2, cresciuta di 66 miliardi tra aprile e agosto del 2018 in seguito alle

vendite di titoli di Stato da parte dei non residenti (cfr. *Bollettino economico*, 3, 2018), si è ridotta in misura contenuta nella parte finale dello scorso anno, per poi stabilizzarsi intorno ai 480 miliardi. Al 31 marzo 2019 il saldo passivo si è attestato a 475 miliardi (fig. 27).

**La posizione netta sull'estero dell'Italia è lievemente debitoria**

Alla fine del 2018 la posizione debitoria netta sull'estero dell'Italia è risultata pari a 69 miliardi

(3,9 per cento del PIL), superiore di 17 miliardi rispetto al trimestre precedente. Il debole aumento è ascrivibile in larga parte al calo dei corsi azionari mondiali, che ha comportato aggiustamenti di valutazione negativi sugli strumenti di portafoglio. Il passivo netto sull'estero è diminuito di circa 20 punti di PIL negli ultimi cinque anni.

## 2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

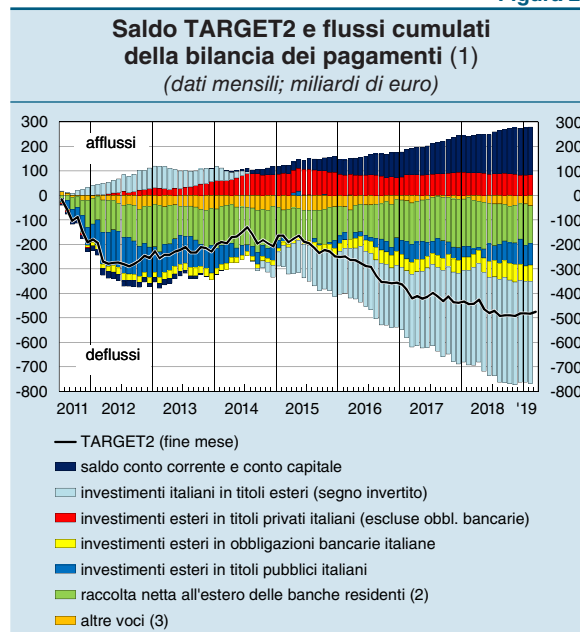
Nel quarto trimestre del 2018 il numero degli occupati è leggermente diminuito, riflettendo la debolezza ciclica dell'economia; il tasso di disoccupazione è tornato a salire. Secondo le indicazioni più recenti l'occupazione si sarebbe stabilizzata nel bimestre gennaio-febbraio. Le retribuzioni hanno continuato a crescere.

**Nel quarto trimestre è scesa l'occupazione**

Nella media del 2018 il numero di occupati è aumentato dello 0,9 per cento;

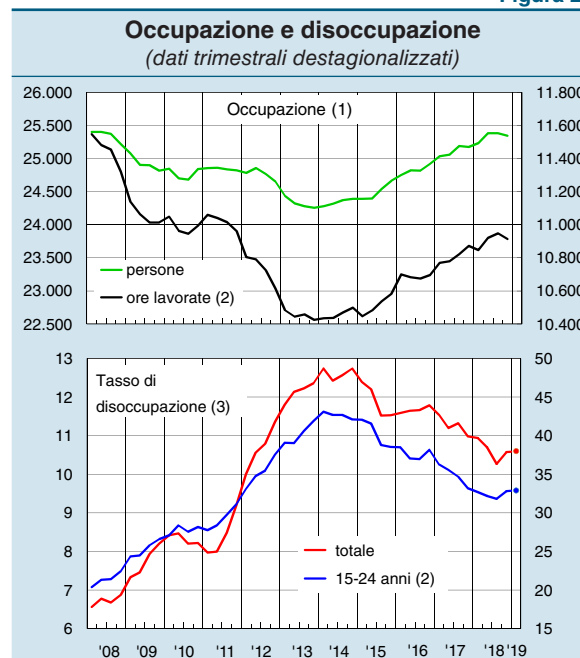
dopo essere salito nella prima metà dell'anno, si è stabilizzato in estate e si è ridotto lievemente in autunno (-0,2 per cento sul periodo precedente; fig. 28 e tav. 7). La flessione registrata nell'ultimo trimestre dell'anno è da ricondurre soprattutto al calo nel settore dei servizi alle famiglie e agli individui; l'occupazione è invece rimasta pressoché invariata nell'industria in senso stretto e ha continuato a crescere negli altri servizi privati. Il numero di ore lavorate è diminuito in tutti i principali comparti, ad eccezione delle costruzioni.

Figura 27



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

Figura 28



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

## Occupazione e ore lavorate

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

VOCI	Consistenze 4° trim. 2018	Variazioni			
		1° trim. 2018	2° trim. 2018	3° trim. 2018	4° trim. 2018
<b>Occupati</b>	<b>25.346</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>..</b>	<b>-0,2</b>
di cui: industria in senso stretto	4.278	0,4	0,9	..	-0,1
servizi privati (1)	11.182	0,4	0,1	0,4	0,3
Dipendenti	19.307	0,5	0,5	-0,1	-0,1
Autonomi	6.039	-0,8	1,0	0,4	-0,2
<b>Ore lavorate</b>	<b>10.912</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,3</b>
di cui: industria in senso stretto	1.884	-0,4	0,6	0,4	-0,2
servizi privati (1)	5.026	..	0,2	0,5	-0,1
Dipendenti	7.665	0,4	0,4	0,2	-0,1
Autonomi	3.247	-1,7	1,4	0,4	-0,9

Fonte: Istat, Conti economici trimestrali.

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

Sulla base dei dati preliminari della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, nel bimestre gennaio-febbraio il numero di occupati si sarebbe mantenuto sostanzialmente stabile rispetto ai due mesi precedenti.

**Lo scorso anno sono aumentati i rapporti di lavoro a tempo indeterminato**

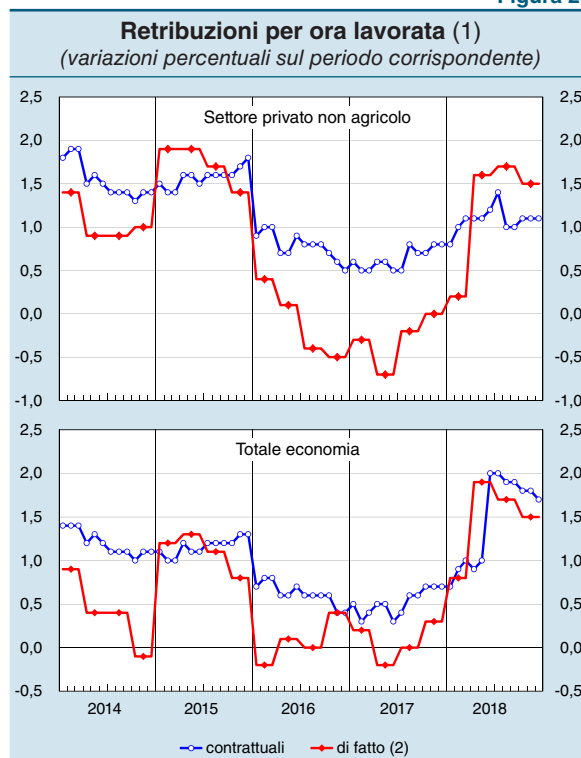
Secondo i dati amministrativi di fonte INPS sui rapporti di lavoro subordinato nel settore privato, nel complesso del 2018 la crescita delle posizioni temporanee si è ridotta rispetto ai dodici mesi precedenti. Le posizioni permanenti sono tornate a crescere, dopo il calo registrato nel 2017. L'incremento, distribuito sull'intero arco dell'anno, è stato trainato dalla trasformazione dell'elevato numero di contratti a tempo determinato avviati nel corso del 2017. Alla stabilizzazione dei rapporti a termine avrebbe contribuito anche l'introduzione, a gennaio dello scorso anno, di incentivi alla trasformazione dei contratti con lavoratori che non hanno ancora compiuto 35 anni di età. Tali tendenze sono proseguite nel primo mese del 2019.

**Nell'ultima parte del 2018 il tasso di disoccupazione è tornato a salire**

Nel quarto trimestre il tasso di disoccupazione è salito di tre decimi di punto (al 10,6 per cento; fig. 28). Hanno contribuito a interromperne la discesa, in corso dall'inizio del 2017, sia l'aumento del tasso di partecipazione (al 65,7 per cento dal 65,5 del terzo trimestre) sia il calo dell'occupazione. L'incremento del tasso di disoccupazione è stato più marcato nella fascia di età 15-24 anni (dal 31,8 per cento al 32,8).

Secondo i dati amministrativi di fonte INPS sui rapporti di lavoro subordinato nel settore privato, nel complesso del 2018 la crescita delle posizioni temporanee si è ridotta rispetto ai dodici mesi precedenti. Le posizioni permanenti sono tornate a crescere, dopo il calo registrato nel 2017. L'incremento, distribuito sull'intero arco dell'anno, è stato trainato dalla trasformazione dell'elevato numero di contratti a tempo determinato avviati nel corso del 2017. Alla stabilizzazione dei rapporti a termine avrebbe contribuito anche l'introduzione, a gennaio dello scorso anno, di incentivi alla trasformazione dei contratti con lavoratori che non hanno ancora compiuto 35 anni di età. Tali tendenze sono proseguite nel primo mese del 2019.

Figura 29



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

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

Sulla base dei dati preliminari della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, nei primi due mesi del 2019 il tasso di partecipazione e quello di disoccupazione sarebbero rimasti stabili rispetto al bimestre precedente.

**È proseguita la crescita delle retribuzioni**

Nel quarto trimestre del 2018 è proseguita la crescita su base annua delle retribuzioni contrattuali e di fatto, sebbene a un ritmo lievemente inferiore rispetto all'estate (fig. 29). Nel settore privato non agricolo tuttavia la quota dei lavoratori dipendenti coperti da un contratto collettivo scaduto, già elevata, è ulteriormente aumentata (al 42,4 per cento nel primo trimestre del 2019, dal 40,1 nell'ultima parte del 2018). In assenza di rinnovi contrattuali ciò potrebbe tradursi in un rallentamento delle retribuzioni nei prossimi mesi.

## 2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

Nel primo trimestre del 2019 l'inflazione è diminuita. Ha risentito della debolezza del ciclo economico e della decelerazione dei prezzi dei beni energetici registrata tra la fine del 2018 e lo scorso gennaio. Imprese, famiglie e analisti hanno rivisto al ribasso le attese di inflazione.

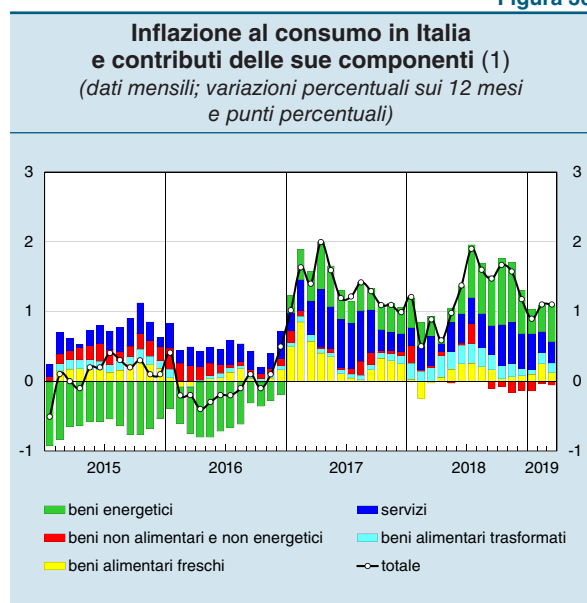
**L'inflazione al consumo è contenuta...**

In marzo la variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) si è collocata all'1,1 per cento (fig. 30). La variazione dei prezzi sui tre mesi, depurata dai fattori stagionali e in ragione d'anno, è salita all'1,5 per cento (fig. 31).

**...e la componente di fondo è debole**

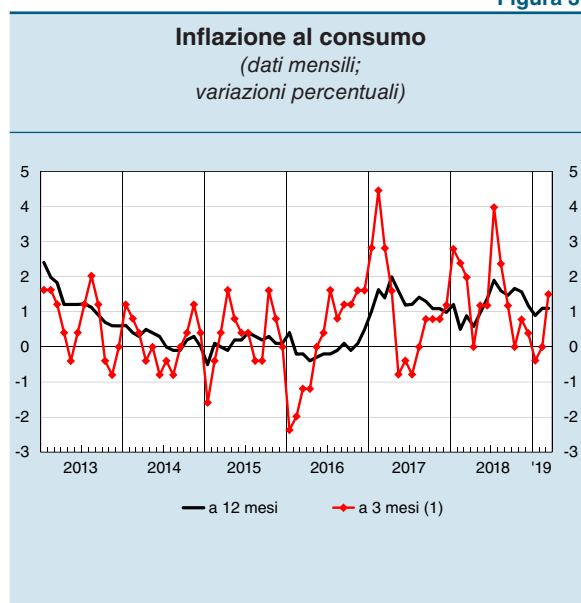
Sempre in marzo l'inflazione al netto delle componenti alimentari ed energetiche è stata quasi nulla (0,3 per cento; tav. 8). Il livello contenuto dell'inflazione di fondo, coerente con l'indebolimento del ciclo economico, riflette sia il lieve calo dei prezzi dei beni industriali non energetici sia il rallentamento di quelli dei servizi (aumentati nello stesso mese dello 0,7 per cento).

Figura 30



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

Figura 31



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

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

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

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

(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (2) Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale; differisce dall'indice armonizzato essenzialmente per una diversa modalità di rilevazione dei prezzi dei prodotti medicinali e delle vendite promozionali. – (3) Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno. – (4) Indice calcolato dall'Istat sottraendo dai prezzi di vendita l'impatto delle variazioni delle imposte indirette nell'ipotesi che esse siano state traslate immediatamente e per intero. – (5) Indice generale al netto della componente stagionale.

**I prezzi alla produzione hanno rallentato**

In febbraio è diminuita la crescita dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno (al 3,9 per cento), per effetto soprattutto dell'andamento dei prezzi dei beni energetici.

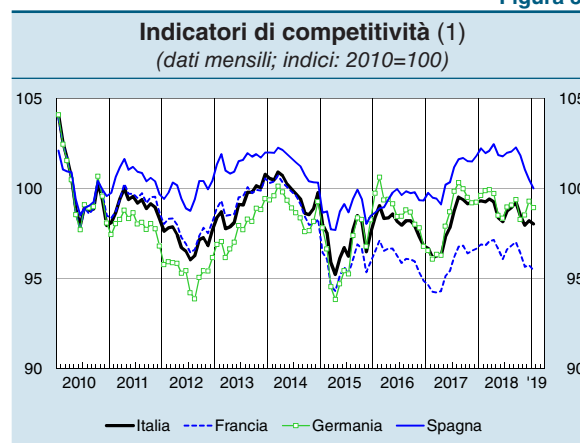
La dinamica della componente dei beni non alimentari destinati al consumo è lievemente aumentata (all'1,3 per cento). Nel quarto trimestre del 2018 il costo del lavoro per unità di prodotto ha decelerato nel complesso dell'economia, a fronte di una minore crescita dei redditi orari e di un calo meno marcato della produttività oraria.

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

Secondo nostre stime la competitività di prezzo, valutata sulla base dei prezzi alla produzione dei

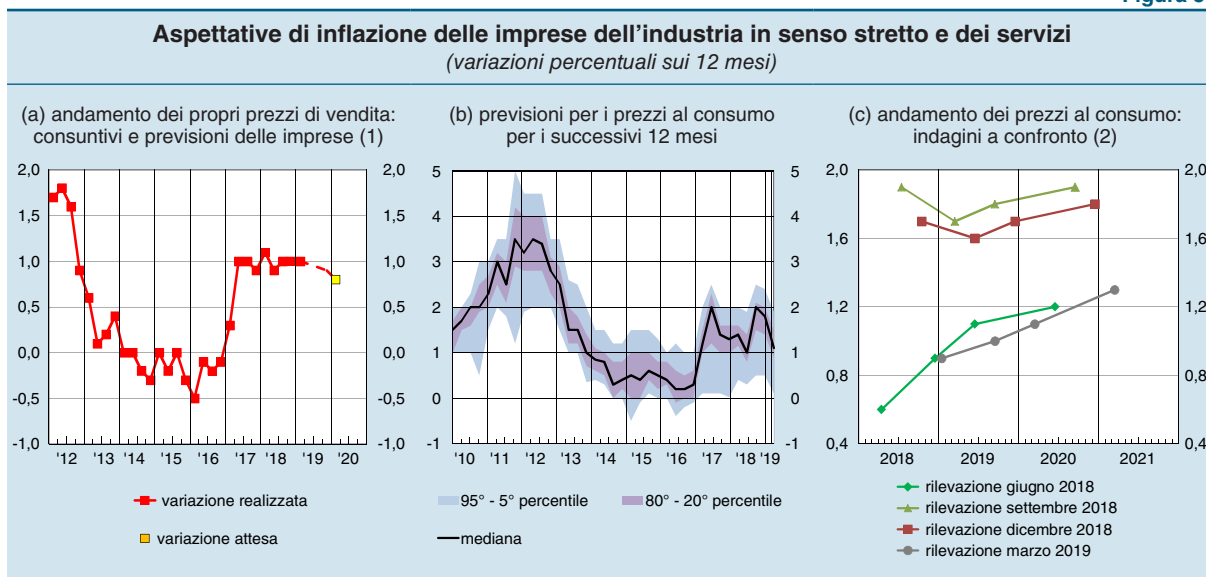
beni manufatti e tenendo conto della struttura degli scambi commerciali dell'Italia, sarebbe migliorata in misura contenuta nel primo trimestre, come negli altri maggiori paesi dell'area, grazie al deprezzamento del cambio nominale dell'euro (fig. 32).

Figura 32



Fonte: elaborazioni su dati BCE, CEPII, 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 gennaio 2019. Per la metodologia di costruzione, cfr. A. Felettigh e C. Giordano, *Rethinking prices and markets underlying price-competitiveness indicators*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 447, 2018.



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

**Le attese di inflazione di imprese e famiglie sono diminuite**

Secondo l'indagine trimestrale condotta in marzo dalla Banca d'Italia, le imprese prefigurano una crescita contenuta dei propri prezzi di vendita nei prossimi dodici mesi, attorno allo 0,8 per cento.

Rispetto alla rilevazione di dicembre le aspettative di inflazione al consumo delle imprese sono diminuite su tutti gli orizzonti temporali (fig. 33). Indicazioni analoghe emergono dalle inchieste dell'Istat: nella media del primo trimestre 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 sceso, pur rimanendo positivo; la percentuale di consumatori che si attende prezzi invariati o in calo nei prossimi dodici mesi è lievemente aumentata nel confronto con l'ultimo trimestre del 2018 (al 56,4 per cento). Dalla fine dello scorso anno le attese degli analisti censiti da Consensus Economics per l'inflazione al consumo nel 2019 sono gradualmente scese, attestandosi in aprile allo 0,9 per cento, quattro decimi al di sotto del complesso dell'area dell'euro.

**2.7 LE BANCHE**

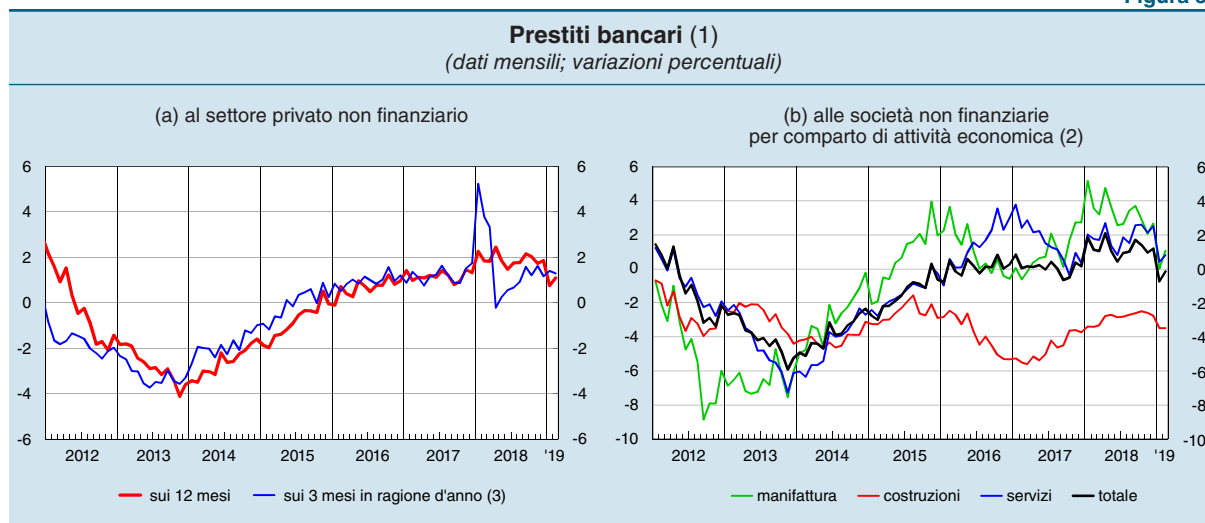
La crescita del credito alle imprese rimane contenuta. L'aumento dei rendimenti obbligazionari sui mercati finanziari italiani registrato lo scorso anno si sta trasmettendo molto gradualmente alle condizioni del credito, grazie all'abbondante liquidità e alle buone condizioni patrimoniali degli intermediari. Dai sondaggi qualitativi emergono tuttavia segnali di irrigidimento, riconducibili sia al peggioramento del quadro macroeconomico sia all'aumento dei costi di provvista. I crediti deteriorati si sono ridotti e la redditività è migliorata.

**L'espansione del credito rimane modesta**

Nei tre mesi terminanti in febbraio i prestiti al settore privato non finanziario sono cresciuti dell'1,3 per cento, correggendo per i fattori stagionali e in ragione d'anno (fig. 34.a e tav. 9). La debolezza della crescita del credito è da ricondurre



Figura 34



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. – (2) Variazioni sui 12 mesi; fino a dicembre del 2013 le serie per i comparti non sono corrette per gli aggiustamenti di valore. – (3) I dati sono depurati dalla componente stagionale. La scelta dei modelli utilizzati per la destagionalizzazione, conforme alle linee guida del sistema statistico europeo, comporta che l'andamento della serie riportato nel grafico potrebbe non essere direttamente confrontabile con quelli presentati nei precedenti numeri del *Bollettino economico*.

principalmente a quella dei prestiti alle società non finanziarie, a fronte di una dinamica più robusta dei finanziamenti alle famiglie, sia nel comparto dei mutui sia in quello del credito al consumo.

L'incremento dei prestiti alle imprese è stato pressoché nullo sui dodici mesi (fig. 34.b). Il brusco rallentamento rispetto alla fine dello scorso anno è da ricondurre in larga parte a un effetto base connesso con l'elevato flusso registrato a gennaio del 2018<sup>2</sup>; il peggioramento è stato diffuso fra i comparti di attività economica e più marcato per le società di minore dimensione.

### Aumentano i depositi

Tra novembre e febbraio i depositi dei residenti sono aumentati di circa 20 miliardi (tav. 10), mentre la raccolta all'ingrosso è

rimasta sostanzialmente invariata: il calo della provvista sotto forma di operazioni di pronti contro termine effettuate mediante controparti centrali (cfr. il riquadro: *L'andamento del saldo TARGET2 e le sue determinanti*) è stato compensato dai maggiori depositi di non residenti e, in misura minore, dalle emissioni nette di obbligazioni. Nel complesso la quota di prestiti non finanziata dalla raccolta al dettaglio (*funding gap*) si è mantenuta su livelli minimi nel confronto storico.

<sup>2</sup> In quel mese si era chiuso il periodo di riferimento per il computo del credito concesso a imprese e famiglie in base al quale sarebbe stato definito il costo finale per ciascuna banca delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO2).

Tavola 9

### Prestiti bancari a febbraio 2019 (1)

(variazioni percentuali)

SETTORI	sui 12 mesi	sui 3 mesi (2)
<b>Settore privato non finanziario</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>
<b>Famiglie</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>
di cui: per l'acquisto di abitazioni	2,5	....
credito al consumo e altri prestiti	2,7	....
<b>Società non finanziarie</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,5</b>
di cui: manifattura	1,1	....
servizi	0,8	....
costruzioni	-3,5	....

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

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

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

VOCI	Consistenze di fine mese		Variazioni percentuali sui 12 mesi (2)	
	Novembre 2018	Febbraio 2019	Novembre 2018	Febbraio 2019
<b>Attività</b>				
Prestiti a residenti in Italia (3)	1.727	1.711	-1,7	-2,4
<i>di cui:</i> a imprese (4)	697	677	1,0	-0,1
a famiglie (5)	631	627	2,7	2,6
Attività verso controparti centrali (6)	74	82	-32,9	20,6
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (7)	514	527	17,3	15,1
<i>di cui:</i> titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	386	394	18,9	18,0
Attività verso Eurosystema (8)	89	73	-35,1	-38,9
Attività sull'estero (9)	398	402	9,9	6,4
Altre attività (10)	887	895	1,0	4,8
<b>Totale attivo</b>	<b>3.688</b>	<b>3.689</b>	<b>0,2</b>	<b>1,7</b>
<b>Passività</b>				
Depositi di residenti in Italia (3) (11) (12)	1.505	1.524	3,5	2,6
Depositi di non residenti (9)	317	328	4,2	8,7
Passività verso controparti centrali (6)	144	139	4,3	33,5
Obbligazioni (12)	236	240	-17,1	-10,3
Passività verso Eurosystema (8)	244	243	-3,3	-3,2
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	115	117	4,1	-3,0
Capitale e riserve	392	379	-9,4	-11,8
Altre passività (13)	736	720	5,5	7,1
<b>Totale passivo</b>	<b>3.688</b>	<b>3.689</b>	<b>0,2</b>	<b>1,7</b>

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di febbraio 2019 sono provvisori. – (2) Corrette per riclassificazioni, variazioni dovute ad aggiustamenti di valore e a fluttuazioni del cambio. Le variazioni dei prestiti alle imprese e alle famiglie sono corrette per le cartolarizzazioni. – (3) Esclude l'operatività nei confronti delle controparti centrali. – (4) Definizione armonizzata, esclude le famiglie produttrici. – (5) Definizione armonizzata, include le famiglie produttrici, le istituzioni sociali senza scopo di lucro e le unità non classificate. – (6) Include le sole operazioni di pronti contro termine. – (7) Esclude obbligazioni di IFM (istituzioni finanziarie e monetarie, ossia banche e fondi comuni monetari) residenti. – (8) L'aggregato comprende i rapporti con l'Eurosystema per operazioni di politica monetaria; cfr. le tavv. 3.3a e 3.3b in *Banche e moneta: serie nazionali*, Banca d'Italia, Statistiche. – (9) Nel periodo considerato queste voci includono prevalentemente operazioni di natura interbancaria. – (10) Include: obbligazioni emesse da IFM residenti; prestiti a IFM residenti; partecipazioni e azioni in società residenti; cassa; quote di fondi comuni monetari; derivati; beni mobili e immobili; altre voci di minore entità. – (11) Esclude le passività connesse con operazioni di cessioni di crediti. – (12) L'aggregato non include le passività nei confronti di IFM residenti. – (13) Include: obbligazioni detenute da IFM residenti; depositi da IFM residenti; derivati; altre voci di minore entità.

**La trasmissione del più elevato livello dei rendimenti sovrani al costo del credito resta contenuta**

I rendimenti delle obbligazioni bancarie rimangono complessivamente elevati nel confronto con gli altri paesi dell'area, a causa degli alti tassi corrisposti sui titoli

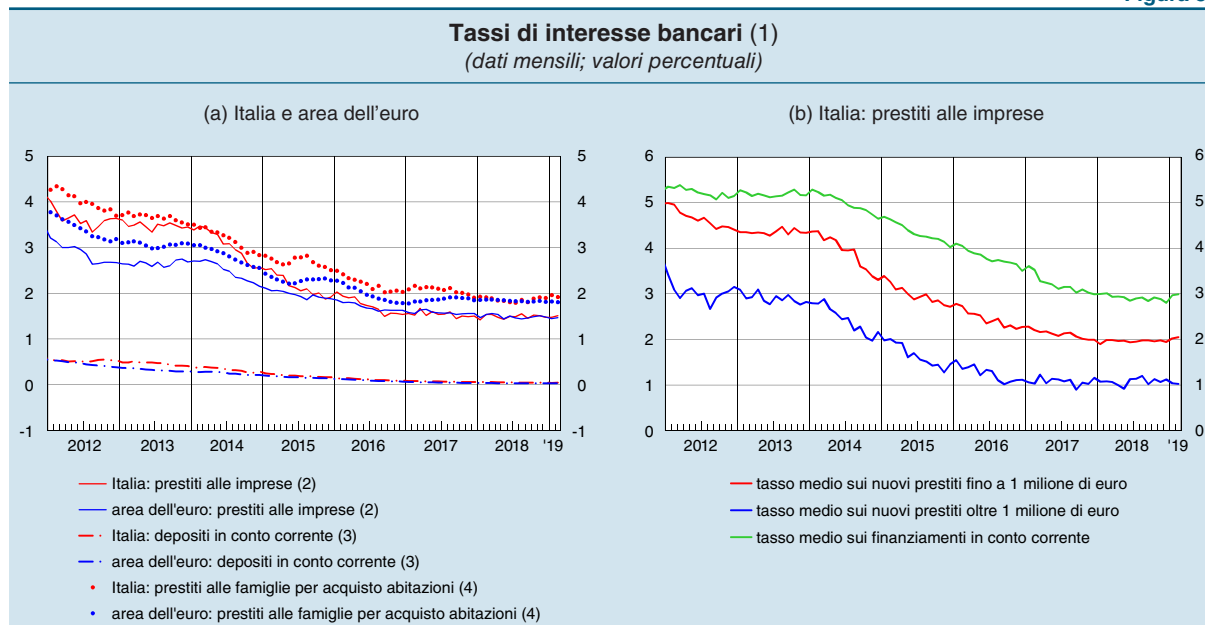
di Stato italiani. La trasmissione dei maggiori oneri della raccolta all'ingrosso ai tassi di interesse praticati alla clientela continua tuttavia a essere molto graduale (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2019); il costo medio dei nuovi prestiti alle imprese e quello sui nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si sono collocati rispettivamente all'1,5 e all'1,9 per cento in febbraio, valori sostanzialmente invariati rispetto allo scorso novembre e circa dieci punti base sopra quelli registrati prima del manifestarsi delle tensioni sul mercato dei titoli di Stato nella primavera del 2018 (tav. 11 e fig. 35).

Tavola 11

**Tassi di interesse bancari (1)**  
(valori percentuali)

SETTORI	Maggio 2018	Novembre 2018	Febbraio 2019
<b>Prestiti alle imprese</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>
<i>di cui:</i> fino a 1 milione di euro	2,0	2,0	2,0
oltre 1 milione di euro	0,9	1,1	1,0
<b>Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>
<i>di cui:</i> a tasso fisso (2)	2,0	2,0	2,1
a tasso variabile (3)	1,5	1,6	1,5

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



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

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

### Dai sondaggi emerge un irrigidimento delle condizioni di accesso al credito

Secondo le banche italiane intervistate nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), nel primo trimestre del 2019 i criteri di offerta applicati ai nuovi prestiti alle imprese sono rimasti nel complesso distesi. I maggiori costi di provvista si sono invece tradotti in un lieve inasprimento dei termini e delle condizioni generali dei contratti (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*). I sondaggi presso le aziende condotti in marzo dall'Istat e dalla Banca d'Italia confermano che nello stesso periodo le condizioni di accesso al credito avrebbero registrato un ulteriore deterioramento.

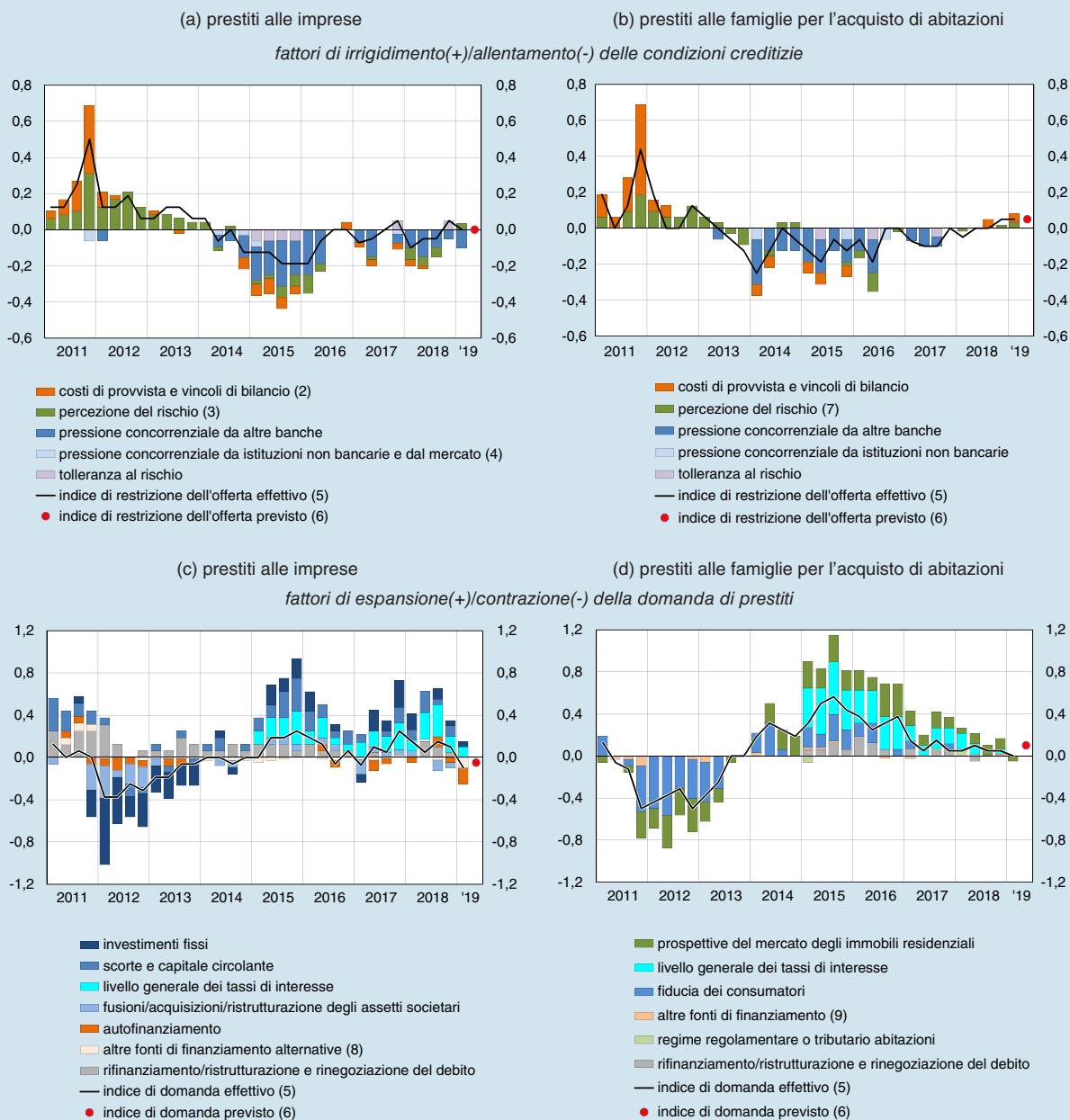
## L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO

Secondo le banche italiane intervistate nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), nel primo trimestre del 2019 i criteri di offerta applicati ai nuovi prestiti alle imprese sono rimasti invariati: l'irrigidimento determinato dall'incertezza sulle prospettive economiche è stato compensato dalla pressione concorrenziale tra le banche. I criteri di offerta applicati alle famiglie per l'acquisto di abitazioni hanno invece registrato un nuovo lieve peggioramento motivato sia da maggiori costi di provvista e vincoli di bilancio sia dal deterioramento del quadro macroeconomico (figura A)<sup>1</sup>.

I più alti oneri di provvista si sono tradotti in un inasprimento dei termini e delle condizioni sui prestiti alle imprese e sui mutui; sul costo dei finanziamenti alle imprese ha inciso anche una maggiore percezione del rischio.

<sup>1</sup> All'indagine, conclusa il 19 marzo 2019, hanno partecipato dieci tra i principali gruppi bancari italiani. I risultati per l'Italia sono consultabili sul sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it), quelli per l'area dell'euro sul sito [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

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

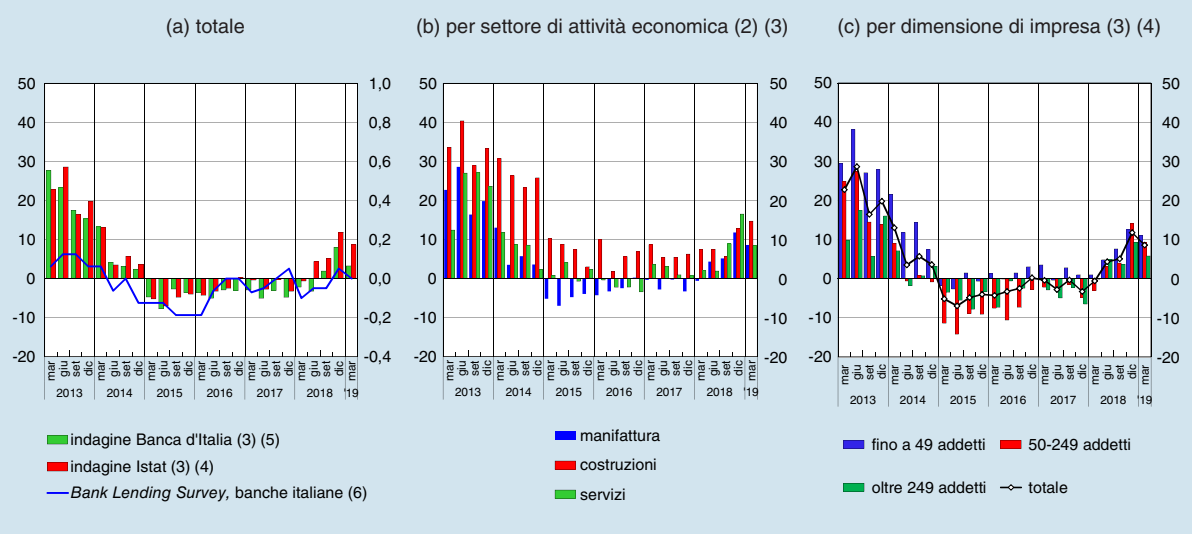
Secondo i giudizi degli intermediari si è interrotta la crescita della domanda di credito da parte delle famiglie e delle imprese. Per queste ultime al contributo espansivo degli investimenti fissi e, soprattutto, del basso livello dei tassi di interesse si è contrapposto un più ampio ricorso alle fonti di finanziamento alternative. Nel trimestre in corso la domanda da parte delle imprese continuerebbe a indebolirsi, sebbene più moderatamente.

Alle banche è stata chiesta una valutazione circa l'impatto sulle condizioni creditizie, nei sei mesi terminanti a marzo del 2019, di alcune misure adottate dal Consiglio direttivo della Banca centrale europea. Secondo le risposte degli intermediari il contributo del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme, APP*) sulle attività e sulle condizioni di bilancio degli intermediari, nonché sui volumi e sulle condizioni di offerta, sarebbe diventato trascurabile. Il tasso negativo applicato sui depositi detenuti presso l'Eurosistema ha continuato invece a favorire sia la riduzione del costo del credito bancario per famiglie e imprese sia l'incremento dei volumi intermediati.

I sondaggi presso le imprese indicano dalla primavera dello scorso anno condizioni applicate ai prestiti in progressivo e generalizzato irrigidimento; nel primo trimestre dell'anno le condizioni di accesso al credito avrebbero registrato un ulteriore deterioramento, più marcato per le imprese operanti nel settore delle costruzioni e, all'interno della manifattura, per quelle di minore dimensione (figura B).

Figura B

Condizioni di accesso al credito delle imprese (1)

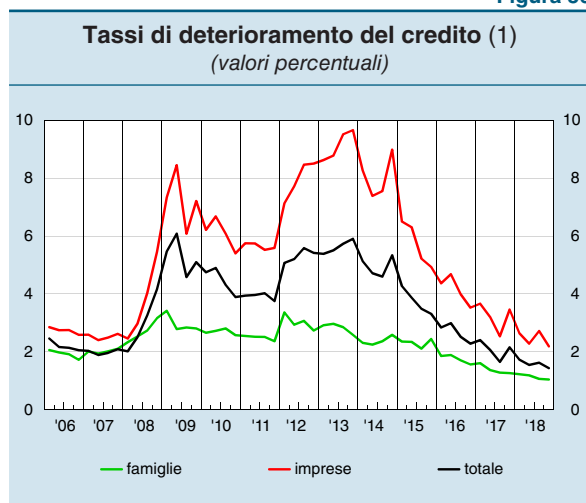


(1) L'indagine Banca d'Italia (in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* fino a ottobre 2018) è condotta trimestralmente su un campione di imprese medio-grandi (con almeno 50 addetti) appartenenti ai settori dell'industria in senso stretto e dei servizi; le indagini Istat sulla fiducia delle imprese sono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

**Il flusso di nuovi crediti deteriorati è diminuito**

Nel quarto trimestre del 2018 il flusso dei nuovi crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, ha ripreso a scendere (all'1,4 per cento; fig. 36).

Figura 36



Fonte: Centrale dei rischi.

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

È proseguito il miglioramento della qualità del credito delle banche significative. L'attuazione dei piani di riduzione delle posizioni in sofferenza ha contribuito all'ulteriore calo dell'incidenza del volume complessivo dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti, sia al netto sia al lordo delle rettifiche di valore (tav. 12).

**La redditività è migliorata**

Nel 2018 la redditività dei gruppi significativi è cresciuta rispetto all'anno precedente, al netto dei proventi straordinari. La sensibile riduzione delle rettifiche su crediti, indice di un ulteriore miglioramento della qualità degli attivi, ha fornito un contributo determinante all'aumento della redditività. È inoltre migliorata l'efficienza operativa, grazie all'incremento dei ricavi e soprattutto alla riduzione dei costi. Quest'ultima ha beneficiato anche del venire meno di spese non ricorrenti contabilizzate in occasione delle passate operazioni di aggregazione.

**Il grado di patrimonializzazione è rimasto stabile**

Il livello medio di patrimonializzazione delle banche significative nell'ultimo trimestre dell'anno scorso è rimasto stabile. Il leggero incremento del capitale è stato compensato dalla crescita delle attività ponderate per il rischio.

**2.8 IL MERCATO FINANZIARIO**

Dall'inizio dell'anno le condizioni del mercato finanziario italiano sono migliorate in linea con gli andamenti internazionali, sostenute dall'allentamento delle condizioni monetarie nell'area

Tavola 12

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

VOCI	Settembre 2018	Dicembre 2018
<b>Crediti deteriorati (2)</b>		
Incidenza lorda sul totale dei finanziamenti	9,4	8,3
Incidenza netta sul totale dei finanziamenti	4,5	4,1
Tasso di copertura (3)	54,5	53,4
<b>Patrimonio di vigilanza</b>		
Common equity tier1 (CET1) ratio	12,7	12,7
<b>VOCI</b>		
	2017	2018
<b>Redditività</b>		
Return on equity (ROE) (4)	4,7	6,2
Margine di interesse (5)	-1,6	5,7
Margine di intermediazione (5)	0,6	1,5
Costi operativi (5)	-6,6	-7,0
Risultato di gestione (5)	22,4	21,8
Rettifiche di valore su crediti (5)	-46,3	-32,8

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate.

(1) Dati provvisori. Le banche significative sono quelle vigilate direttamente dalla BCE. – (2) I crediti includono i finanziamenti verso clientela, intermediari creditizi e banche centrali. – (3) Il tasso di copertura è dato dall'ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. – (4) Al netto dei proventi straordinari. – (5) Variazioni percentuali rispetto all'anno precedente.



dell'euro. Le tensioni sul mercato dei titoli di Stato italiani si sono attenuate; i premi per il rischio sovrano si mantengono tuttavia superiori ai livelli prevalenti un anno fa.

**I premi per il rischio sovrano rimangono su livelli elevati**

Nelle prime settimane di febbraio la diffusione di dati macroeconomici peggiori delle attese aveva innescato tensioni sul mercato dei titoli di Stato

italiani, determinando un aumento temporaneo del premio per il rischio sovrano: il differenziale tra i rendimenti decennali italiani e tedeschi era salito di circa 40 punti base rispetto ai valori di fine dicembre (fig. 37). Successivamente le tensioni si sono attenuate, anche in seguito alla decisione dell'agenzia di rating Fitch di mantenere invariato il merito di credito del Paese e all'allentamento delle condizioni monetarie; il differenziale con il titolo tedesco è gradualmente tornato sui livelli osservati alla fine dello scorso anno (a circa 250 punti base). Alla metà di aprile i rendimenti sulla scadenza decennale si collocavano al 2,54 per cento.

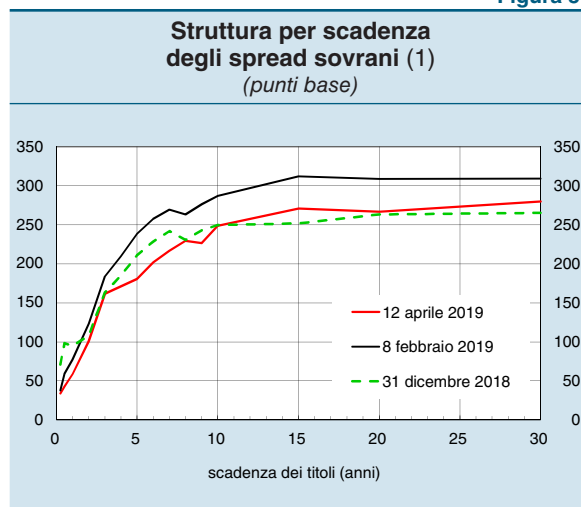
La componente del premio riconducibile al rischio di ridenominazione del debito percepito dagli investitori si è mantenuta sui livelli prevalenti alla fine del 2018; tale componente è calcolata come differenza tra i premi sui credit default swap (CDS) sui titoli di Stato italiani disciplinati dal nuovo regolamento International Swaps and Derivatives Association 2014 (ISDA 2014) e quelli sui CDS stipulati in base al regolamento precedente (fig. 38).

**Sono aumentate le quotazioni azionarie**

Dall'inizio dell'anno l'indice generale della borsa italiana è cresciuto del 19,3 per cento, recuperando il

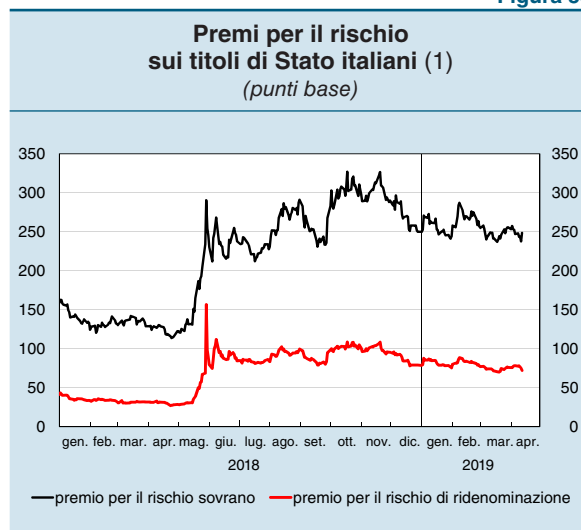
forte calo registrato in autunno, a fronte di un incremento del 15,2 per cento dell'indice delle principali società dell'area dell'euro (fig. 39.a). L'andamento delle quotazioni è stato sostenuto dalla riduzione dei tassi di interesse a lungo termine sui titoli con maggiore merito di credito e dalla compressione del premio per il rischio richiesto dagli investitori per detenere azioni, in linea con quanto osservato sui mercati finanziari internazionali. Il rialzo, in parte favorito dall'allentamento delle condizioni monetarie disposto in marzo dall'Eurosistema, ha interessato anche i corsi delle aziende di credito, cresciuti in media del 20 per cento rispetto alla fine di dicembre. La volatilità desunta dai prezzi delle opzioni sull'indice azionario è scesa su valori inferiori a quelli medi di lungo periodo (fig. 39.b).

Figura 37

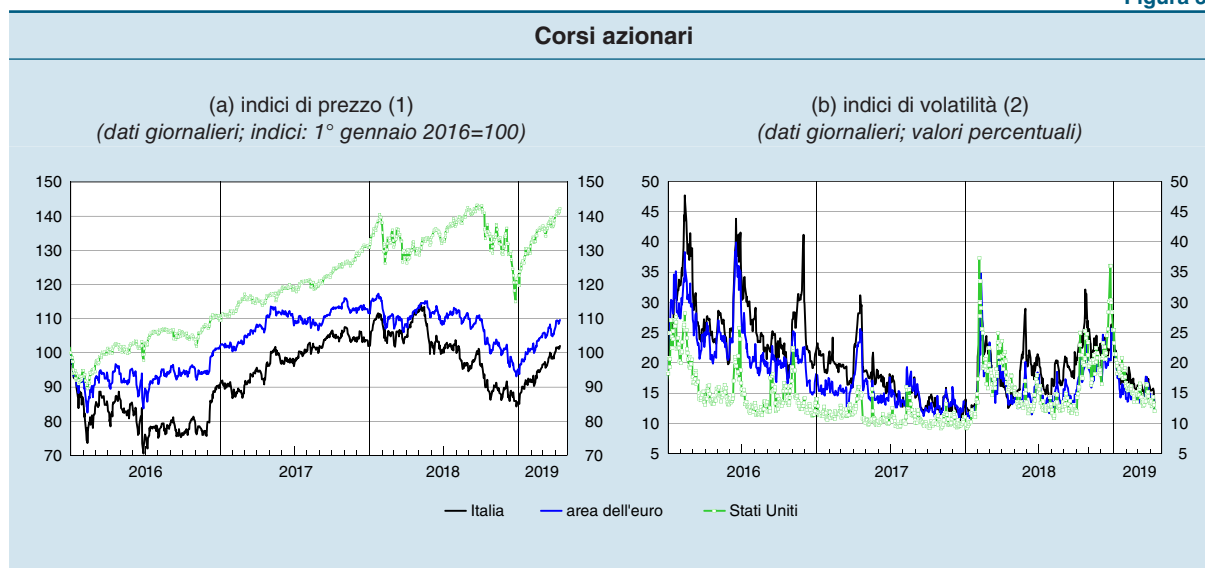


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.  
(1) Struttura per scadenze dei differenziali di rendimento fra i titoli di Stato italiani e i corrispondenti titoli tedeschi.

Figura 38



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters.  
(1) Premio per il rischio sovrano: differenziale tra i rendimenti dei titoli di Stato decennali italiani e tedeschi. Premio per il rischio di ridenominazione: differenza tra il premio sul contratto CDS ISDA 2014 a 5 anni sul debito sovrano italiano e quello sul CDS ISDA 2003 di pari scadenza. Il regolamento ISDA 2014, rispetto a quello del 2003, offre una maggiore protezione nel caso di ridenominazione del debito sottostante.



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.

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

Nell'ultimo trimestre del 2018 le società non finanziarie italiane hanno effettuato rimborsi netti di obbligazioni, confermando la tendenza, in atto dall'inizio dello scorso anno, a ricorrere al mercato obbligazionario in misura limitata (cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A8). Le banche hanno continuato a effettuare emissioni nette di modesta entità sia sul finire del 2018 sia nei primi mesi dell'anno in corso (cfr. il par. 2.7). Sulla base di dati preliminari di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, nel primo trimestre del 2019 i collocamenti delle società non finanziarie sarebbero aumentati (da 1,1 a 7,9 miliardi di euro).

### ...e il deflusso netto di risparmio dai fondi comuni è aumentato

Nel quarto trimestre dello scorso anno gli investitori internazionali hanno effettuato una ricomposizione dei propri portafogli dalle attività più rischiose a favore di quelle ritenute più sicure; in Italia ciò avrebbe contribuito a rafforzare il deflusso netto di risparmio dai comparti azionario, obbligazionario e flessibile dei fondi comuni aperti di diritto italiano ed estero (11,8 miliardi di euro contro 2 miliardi nel terzo trimestre del 2018, in base ai dati di Assogestioni). Il deflusso è stato solo in parte compensato da una raccolta netta di 3,1 miliardi nei comparti monetario e bilanciato.

## 2.9 LA FINANZA PUBBLICA

Nel 2018 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è sceso al 2,1 per cento del prodotto, dal 2,4 nel 2017. Il peso del debito è aumentato di 0,8 punti percentuali, al 132,2 per cento del PIL. Nel *Documento di economia e finanza 2019* (DEF), approvato lo scorso 9 aprile, il Governo ha rivisto la stima dell'indebitamento netto per l'anno in corso dal 2,0 al 2,4 per cento; il peso del debito sul prodotto continuerebbe a crescere anche nel 2019. Nel quadro programmatico sia il disavanzo sia il debito si ridurrebbero nel prossimo triennio anche grazie al gettito atteso dalle cosiddette clausole di salvaguardia.

Tavola 13

Principali indicatori dei conti delle Amministrazioni pubbliche (1) (percentuali del PIL)				
VOCI	2015	2016	2017	2018
Indebitamento netto	2,6	2,5	2,4	2,1
Avanzo primario	1,5	1,4	1,4	1,6
Spesa per interessi	4,1	3,9	3,8	3,7
Pressione fiscale	43,0	42,4	42,1	42,1
Fabbisogno	3,1	2,6	3,4	2,3
Fabbisogno netto (2)	3,4	2,6	3,4	2,3
Debito	131,6	131,4	131,4	132,2

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, elaborazioni su dati Istat.

(1) A seguito della revisione delle stime per gli anni 2017-18 le serie presentano una discontinuità statistica tra il 2016 e il 2017 (cfr. Istat, *PIL e indebitamento delle Amministrazioni pubbliche: aggiornamento*, Nota informativa, 9 aprile 2019). Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti. – (2) Al netto delle dismissioni mobiliari effettuate dallo Stato.

### Nel 2018 l'indebitamento netto è diminuito

Nel 2018 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è sceso al 2,1 per cento del PIL (dal 2,4 nel 2017; tav. 13)<sup>3</sup>, due decimi di punto al di sopra della stima pubblicata dal Governo in dicembre (tav. 14). Il calo riflette soprattutto l'aumento dell'avanzo primario (all'1,6 per cento del prodotto, dall'1,4); la spesa per interessi è diminuita in misura marginale.

Nel 2018 le uscite al netto degli interessi delle Amministrazioni pubbliche sono cresciute dell'1,2 per cento (9,3 miliardi; tav. 15): l'incremento delle spese primarie correnti ha più che compensato il calo di quelle in conto capitale, in larga parte dovuto al venire meno delle operazioni a sostegno del settore bancario. Tra le uscite primarie correnti sono aumentate le prestazioni sociali in denaro, anche per effetto della rivalutazione delle prestazioni pensionistiche al costo della vita, e i redditi da lavoro dipendente, interessati dai rinnovi contrattuali dei dipendenti pubblici.

### La pressione fiscale è rimasta stabile

Le entrate complessive sono cresciute dell'1,6 per cento (12,5 miliardi); l'espansione delle entrate correnti è stata solo in parte compensata dal calo di quelle in conto capitale. Tra le entrate correnti sono aumentati i contributi sociali, in parte a causa dei rinnovi contrattuali nel settore pubblico, e le imposte indirette, sostenute dal gettito dell'IVA e dell'IRAP. Al contrario le imposte dirette sono diminuite, scontando la riduzione del gettito di quelle sostitutive e dell'Ires (anche per effetto della riduzione dell'aliquota disposta con la legge di stabilità per il 2016). La pressione fiscale è rimasta invariata al 42,1 per cento.

<sup>3</sup> Lo scorso 9 aprile l'Istat ha rivisto le stime per gli anni 2017-18 dei conti annuali delle Amministrazioni pubbliche e del PIL. Le revisioni tengono conto dell'ampliamento del perimetro delle Amministrazioni pubbliche definito dall'Istat in accordo con l'Eurostat, sulla base dei criteri stabiliti dal sistema contabile SEC 2010. Sebbene abbiano un effetto marginale sull'indebitamento netto, le modifiche influenzano in maniera rilevante alcune voci delle entrate e delle uscite del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, creando quindi una discontinuità nei dati tra il 2016 e il 2017; tale discontinuità verrà superata il prossimo autunno in occasione della revisione delle stime per gli anni precedenti (cfr. Istat, *PIL e indebitamento delle Amministrazioni pubbliche: aggiornamento*, Nota informativa, 9 aprile 2019).

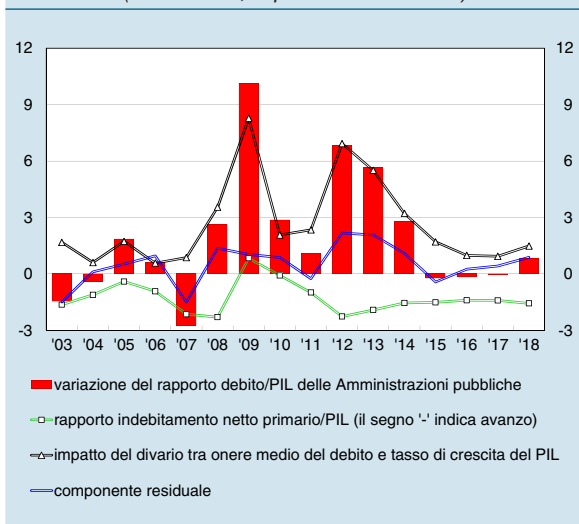
Tavola 14

Obiettivi e stime dei conti pubblici del 2018 (percentuali del PIL)					
VOCI	Amministrazioni pubbliche			Per memoria:	
	indebitamento netto	avanzo primario	variazione del debito (1)	crescita del PIL reale	crescita del PIL nominale
<b>Obiettivi</b>					
Aprile 2017 (2)	1,2	2,5	-1,5	1,0	2,7
Settembre 2017 (3)	1,6	2,0	-1,6	1,5	3,1
Ottobre 2017 (4)	1,6	2,0	-1,6	1,5	3,1
Aprile 2018 (5)	–	–	–	–	–
Settembre 2018 (6)	1,8	1,8	-0,3	1,2	2,5
Dicembre 2018 (7)	1,9	1,8	0,5	1,0	2,1
<b>Stime</b>					
Aprile 2018 (5)	1,6	1,9	-1,0	1,5	2,9
Settembre 2018 (6)	1,8	1,8	-0,3	1,2	2,5
<b>Consuntivo (8)</b>	<b>2,1</b>	<b>1,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>1,7</b>

(1) Variazione del rapporto tra il debito e il PIL rispetto all'anno precedente. – (2) Documento di economia e finanza 2017. – (3) Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2017. – (4) Documento programmatico di bilancio 2018. – (5) Nel Documento di economia e finanza 2018 non è presente il quadro programmatico. – (6) Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2018. – (7) Aggiornamento del quadro macroeconomico e di finanza pubblica dicembre 2018. – (8) Per il PIL, l'indebitamento netto e l'avanzo primario, dati Istat (cfr. Istat, *PIL e indebitamento delle Amministrazioni pubbliche: aggiornamento*, Nota informativa, 9 aprile 2019).

Figura 40

**Debito delle Amministrazioni pubbliche:  
andamento e determinanti delle sue variazioni (1)**  
(dati annuali; in percentuale del PIL)



Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche e per il PIL, elaborazioni su dati Istat.

(1) A seguito della revisione delle stime dei conti pubblici e del PIL legata alle modifiche del perimetro delle Amministrazioni pubbliche, le serie presentano una discontinuità statistica soprattutto tra il 2016 e il 2017 (cfr. Banca d'Italia, *Revisione delle stime del debito delle Amministrazioni pubbliche per gli anni 2015-18*, comunicato stampa del 9 aprile 2019).

**Il rapporto tra  
il debito e il prodotto  
è aumentato**

Il rapporto fra il debito pubblico e il prodotto è aumentato al 132,2 per cento (dal 131,4 nel 2017;

fig. 40)<sup>4</sup>. L'incremento è superiore di 0,3 punti percentuali di PIL rispetto a quanto atteso dal Governo in dicembre, soprattutto a causa di una crescita del prodotto nominale inferiore alle previsioni ufficiali.

L'aumento del debito nel 2018 (52,9 miliardi; tav. 16) rispecchia in larga parte il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche, nonché l'incremento delle disponibilità liquide del Tesoro e l'effetto complessivo della rivalutazione

<sup>4</sup> La revisione del perimetro delle Amministrazioni pubbliche effettuata dall'Istat ha determinato un incremento del rapporto tra il debito e il prodotto di 0,1 punti percentuali in ciascun anno del biennio 2017-18; in autunno la Banca d'Italia rivedrà le stime anche per gli anni precedenti (cfr. Banca d'Italia, *Revisione delle stime del debito delle Amministrazioni pubbliche per gli anni 2015-18*, comunicato stampa del 9 aprile 2019).

Tavola 15

**Spese ed entrate  
delle Amministrazioni pubbliche**  
(miliardi di euro e variazioni percentuali)

VOCI	2017	2018	Variazioni percentuali 2018
<b>SPESE</b>			
Spesa per consumi finali	323,2	330,7	2,3
di cui: redditi da lavoro	166,7	171,8	3,1
consumi intermedi	96,8	98,0	1,2
prestazioni sociali in natura	44,9	45,9	2,2
Prestazioni sociali in denaro	341,3	348,9	2,2
Interessi passivi	65,6	65,0	-0,9
Altre spese correnti	62,4	65,7	5,3
<b>Spese correnti</b>	<b>777,7</b>	<b>795,3</b>	<b>2,3</b>
in % del PIL	45,0	45,3	
<b>Spese correnti al netto degli interessi</b>	<b>712,1</b>	<b>730,3</b>	<b>2,6</b>
in % del PIL	41,2	41,6	
Investimenti (1)	38,8	37,1	-4,3
Contributi agli investimenti	9,6	13,9	44,0
Altre spese in c/capitale	18,8	7,4	-60,7
<b>Spese in c/capitale</b>	<b>67,2</b>	<b>58,4</b>	<b>-13,1</b>
<b>Totale spese al netto degli interessi</b>	<b>779,3</b>	<b>788,6</b>	<b>1,2</b>
in % del PIL	45,1	44,9	
<b>TOTALE SPESE</b>	<b>844,9</b>	<b>853,6</b>	<b>1,0</b>
in % del PIL	48,9	48,6	
<b>ENTRATE</b>			
Imposte dirette	250,6	248,9	-0,7
Imposte indirette	248,4	253,6	2,1
Contributi sociali	225,6	235,0	4,2
Produzione vendibile e per uso proprio	41,0	41,8	1,9
Altre entrate correnti	31,4	33,1	5,7
<b>Entrate correnti</b>	<b>797,0</b>	<b>812,4</b>	<b>1,9</b>
in % del PIL	46,1	46,2	
<b>Entrate in c/capitale</b>	<b>6,6</b>	<b>3,7</b>	<b>-44,2</b>
di cui: imposte	2,3	1,5	-36,2
<b>TOTALE ENTRATE</b>	<b>803,6</b>	<b>816,1</b>	<b>1,6</b>
in % del PIL	46,5	46,4	
di cui: pressione fiscale	42,1	42,1	
<b>INDEBITAMENTO NETTO</b>	<b>41,3</b>	<b>37,5</b>	
in % del PIL	2,4	2,1	
<b>Saldo primario</b>	<b>24,3</b>	<b>27,5</b>	
in % del PIL	1,4	1,6	
<i>per memoria:</i>			
PIL	1.727,4	1.757,0	1,7

Fonte: elaborazioni su dati Istat (cfr. Istat, *PIL e indebitamento delle Amministrazioni pubbliche: aggiornamento*, Nota informativa, 9 aprile 2019). (1) In questa voce sono contabilizzati con segno negativo i proventi relativi alle vendite di immobili.

Tavola 16

Variazione del debito delle Amministrazioni pubbliche e sue componenti (1)				
(miliardi di euro)				
VOCI	2015	2016	2017	2018
<b>Variazione del debito = (a)+(b)+(c)+(d)</b>	<b>36,1</b>	<b>46,9</b>	<b>48,6</b>	<b>52,9</b>
(a) Fabbisogno complessivo	50,4	43,6	59,2	40,4
di cui: sostegno ai paesi UEM	-2,1	0,0	0,0	0,0
(b) Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro	-10,7	7,4	-13,8	5,8
(c) Scarti e premi di emissione (2)	-4,0	-4,1	3,5	6,7
(d) Controvalore in euro di passività in valuta	0,4	0,0	-0,4	0,1

(1) A seguito della revisione delle stime legata alle modifiche del perimetro delle Amministrazioni pubbliche, le serie presentano delle discontinuità statistiche, soprattutto tra il 2016 e il 2017 (cfr. Banca d'Italia, *Revisione delle stime del debito delle Amministrazioni pubbliche per gli anni 2015-18*, comunicato stampa del 9 aprile 2019). – (2) È incluso l'effetto della rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione.

dei titoli indicizzati all'inflazione e degli scarti e dei premi di emissione e di rimborso.

L'aumento dei tassi all'emissione osservato dal maggio dello scorso anno non si è ancora riflesso in un aumento dell'onere medio del debito pubblico, sceso al 2,9 per cento (dal 3,0 nel 2017); la vita media residua si è leggermente ridotta alla fine del 2018 a 7,3 anni (da 7,4 a fine 2017).

Nel primo trimestre di quest'anno il fabbisogno del settore statale è stato pari a 28,6 miliardi (fig. 41), superiore di 1,6 miliardi rispetto al corrispondente periodo del 2018.

### Il Governo ha approvato il Documento di economia e finanza 2019

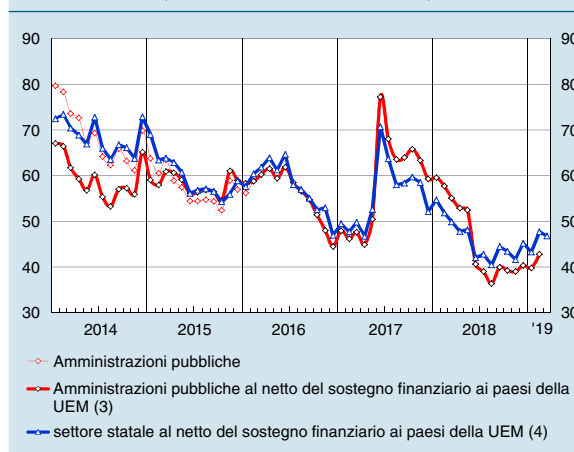
Lo scorso 9 aprile il Governo ha approvato il DEF. Per il 2019 la stima dell'indebitamento netto è stata rivista dal 2,0 al 2,4 per cento del PIL, per effetto principalmente di una minore crescita attesa del prodotto; il rapporto tra il debito e il PIL aumenterebbe al 132,6 per cento, nonostante siano previsti proventi da privatizzazioni pari all'1,0 per cento del prodotto.

Per gli anni successivi il Governo ha indicato obiettivi per l'indebitamento netto pari al 2,1 per cento nel 2020, all'1,8 nel 2021 e all'1,5 nel 2022. Nel quadro programmatico il peso del debito si ridurrebbe di oltre un punto percentuale in ciascun anno del triennio 2020-22, collocandosi al 128,9 per cento alla fine del periodo previsivo; la riduzione rispecchierebbe avanzi primari crescenti (dall'1,5 per cento nel 2020 al 2,3 nel 2022) e una dinamica del prodotto nominale pari a circa il 2,5 per cento in media nel triennio. Il quadro programmatico delineato nel DEF prevede l'attivazione delle cosiddette clausole di salvaguardia, il cui gettito ammonta all'1,3 per cento del PIL nel 2020 e all'1,5 dal 2021<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Per commenti dettagliati cfr. *Audizione preliminare all'esame del Documento di economia e finanza 2019*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia E. Gaiotti, Senato della Repubblica, Roma, 16 aprile 2019.

Figura 41

Fabbisogno cumulato degli ultimi 12 mesi (1) (2)  
(dati mensili; miliardi di euro)



Fonte: Ministero dell'Economia e delle finanze per il settore statale.

(1) A seguito della revisione delle stime legata alle modifiche del perimetro delle Amministrazioni pubbliche, le serie relative al fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche presentano delle discontinuità statistiche, soprattutto tra il 2016 e il 2017 (cfr. Banca d'Italia, *Revisione delle stime del debito delle Amministrazioni pubbliche per gli anni 2015-18*, comunicato stampa del 9 aprile 2019). – (2) Al netto delle dismissioni mobiliari effettuate dallo Stato. – (3) Sono escluse le passività connesse con i prestiti in favore di Stati membri della UEM, erogati sia bilateralmente sia attraverso lo European Financial Stability Facility (EFSF), e con il contributo al capitale dello European Stability Mechanism (ESM). – (4) Sono escluse le passività connesse con i prestiti bilaterali in favore di Stati membri della UEM e con il contributo al capitale dell'ESM; i prestiti erogati attraverso l'EFSF non sono contabilizzati nel fabbisogno del settore statale.

# DOCUMENTAZIONE STATISTICA

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





## INDICE

A1	Indicatori di competitività di prezzo basati sui prezzi alla produzione di manufatti	<b>47</b>
A2	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	<b>49</b>
A3	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	<b>50</b>
A4	Prezzi al consumo: Italia, area dell'euro e principali paesi	<b>51</b>
A5	Posizione patrimoniale dell'Italia verso l'estero: consistenze e raccordo con i flussi del conto finanziario della bilancia dei pagamenti	<b>52</b>
A6	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	<b>53</b>
A7	Prestiti delle IFM corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni: Italia e area dell'euro	<b>54</b>
A8	Emissioni nette di obbligazioni: Italia e area dell'euro	<b>55</b>
A9	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche italiane	<b>56</b>
A10	Debito delle Amministrazioni pubbliche italiane	<b>57</b>



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

PERIODO	Belgio	Canada	Cina	Corea del Sud	Francia	Germania
2013	118,0	118,9	95,9	95,1	95,5	89,9
2014	116,4	113,8	95,7	99,0	95,6	91,0
2015	107,2	106,3	101,9	97,6	92,0	88,7
2016	106,8	105,0	97,1	94,1	92,4	90,8
2017	113,0	106,4	97,3	97,4	91,9	90,4
2018	118,4	105,7	98,6	97,7	92,8	91,2
2018 – 1° trim.	117,4	106,8	100,7	97,6	93,2	91,8
2° trim.	118,0	106,2	100,7	97,9	92,9	90,9
3° trim.	119,1	105,4	96,5	97,7	93,1	91,2
4° trim.	119,1	104,4	96,5	97,4	92,2	90,8
2018 – gen.	117,3	108,7	100,2	98,7	93,1	91,6
feb.	117,4	106,9	101,1	96,9	93,1	91,9
mar.	117,4	104,8	100,7	97,3	93,3	91,9
apr.	117,9	106,6	100,7	97,6	93,4	91,7
mag.	117,9	106,7	101,1	98,4	92,9	90,6
giu.	118,2	105,4	100,3	97,7	92,3	90,5
lug.	118,6	105,1	97,1	96,8	92,8	91,0
ago.	118,8	105,6	96,1	98,0	93,1	91,1
set.	119,9	105,5	96,4	98,2	93,3	91,4
ott.	119,8	105,7	96,0	97,3	92,7	90,4
nov.	119,2	104,5	96,3	97,6	91,9	90,6
dic.	118,2	103,0	97,1	97,4	92,0	91,3
2019 – gen.	117,3	103,4	98,2	95,7	91,8	91,0

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

continua

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

PERIODO	Giappone	Italia	Paesi Bassi	Regno Unito	Spagna	Stati Uniti
2013	68,2	99,6	115,1	82,7	110,1	93,2
2014	65,7	100,2	115,5	87,2	109,9	96,1
2015	63,1	97,4	109,4	91,2	107,0	105,3
2016	71,1	98,5	111,1	82,8	107,8	107,3
2017	66,9	98,4	112,9	78,9	109,1	106,1
2018	66,0	99,2	114,4	80,6	110,4	105,9
2018 – 1° trim.	65,7	99,8	114,2	80,6	110,7	102,0
2° trim.	65,7	99,0	114,3	81,2	110,6	104,9
3° trim.	66,3	99,4	115,1	80,2	110,7	107,8
4° trim.	66,3	98,6	113,9	80,6	109,6	108,9
2018 – gen.	64,5	99,7	114,0	80,4	110,8	102,1
feb.	65,8	99,7	114,2	80,6	110,5	101,8
mar.	66,9	99,8	114,5	80,8	110,7	102,2
apr.	65,9	99,7	114,9	81,9	111,1	102,4
mag.	65,5	98,8	114,0	80,9	110,4	105,5
giu.	65,8	98,6	114,0	80,7	110,3	106,9
lug.	66,0	99,2	114,8	80,3	110,5	107,4
ago.	66,8	99,4	114,9	79,6	110,6	108,1
set.	66,1	99,7	115,6	80,6	110,9	108,0
ott.	66,0	98,9	115,1	81,2	110,4	109,0
nov.	66,1	98,4	113,6	81,0	109,5	109,1
dic.	66,9	98,6	113,0	79,4	108,9	108,4
2019 – gen.	68,3	98,5	114,8	80,0	108,4	106,4

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

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

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

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Sulla base delle ore effettivamente lavorate. Per i valori annuali, dati grezzi; per quelli trimestrali, dati destagionalizzati e corretti per il numero di giorni lavorativi. I dati a partire dal 2017 sono stati rivisti dall'Istat al fine di incorporare una modifica del perimetro del settore delle Amministrazioni pubbliche (cfr. Istat, *PIL e indebitamento delle Amministrazioni pubbliche: aggiornamento*, Nota informativa, 9 aprile 2019). – (2) Valore aggiunto a prezzi base, valori concatenati. Anno di riferimento 2010.



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

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

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

## Prezzi al consumo: Italia, area dell'euro e principali paesi

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

PERIODO	Italia		Francia		Germania		Area dell'euro (1)	
	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici
2016	-0,1	0,5	0,3	0,6	0,4	1,1	0,2	0,9
2017	1,3	0,8	1,2	0,5	1,7	1,3	1,5	1,0
2018	1,2	0,6	2,1	0,9	1,9	1,3	1,8	1,0
2016 – gen.	0,4	0,9	0,3	0,9	0,4	1,1	0,3	1,0
feb.	-0,2	0,5	-0,1	0,7	-0,2	0,8	-0,2	0,8
mar.	-0,2	0,8	-0,1	0,7	0,1	1,3	0,0	1,0
apr.	-0,4	0,6	-0,1	0,6	-0,3	0,7	-0,2	0,7
mag.	-0,3	0,6	0,1	0,6	0,0	1,1	-0,1	0,8
giu.	-0,2	0,5	0,3	0,6	0,2	1,2	0,1	0,9
lug.	-0,2	0,5	0,4	0,6	0,4	1,3	0,2	0,9
ago.	-0,1	0,4	0,4	0,5	0,3	1,0	0,2	0,8
set.	0,1	0,4	0,5	0,7	0,5	1,1	0,4	0,8
ott.	-0,1	0,2	0,5	0,6	0,7	1,1	0,5	0,8
nov.	0,1	0,4	0,7	0,6	0,7	1,0	0,6	0,8
dic.	0,5	0,7	0,8	0,4	1,7	1,4	1,1	0,9
2017 – gen.	1,0	0,5	1,6	0,7	1,1	0,1	1,6	0,6
feb.	1,6	0,7	1,4	0,3	1,5	0,2	1,8	0,6
mar.	1,4	0,6	1,4	0,5	1,0	0,1	1,4	0,5
apr.	2,0	1,3	1,4	0,6	2,1	1,7	1,9	1,3
mag.	1,6	0,9	0,9	0,5	1,6	1,4	1,5	1,0
giu.	1,2	1,0	0,8	0,6	2,0	2,2	1,4	1,3
lug.	1,2	0,9	0,8	0,6	2,2	2,4	1,5	1,4
ago.	1,4	1,2	1,0	0,6	2,4	2,4	1,7	1,4
set.	1,3	1,1	1,1	0,6	2,4	2,2	1,7	1,3
ott.	1,1	0,5	1,2	0,6	1,9	1,6	1,5	1,0
nov.	1,1	0,4	1,2	0,6	1,2	0,5	1,4	0,7
dic.	1,0	0,5	1,2	0,6	0,9	0,4	1,2	0,7
2018 – gen.	1,2	0,7	1,5	1,0	1,5	1,2	1,3	1,0
feb.	0,5	0,5	1,3	0,8	1,2	1,3	1,1	1,0
mar.	0,9	0,7	1,7	1,0	1,7	1,6	1,4	1,1
apr.	0,6	0,2	1,8	0,9	1,3	0,9	1,2	0,7
mag.	1,0	0,6	2,3	1,1	2,5	1,9	2,0	1,2
giu.	1,4	0,7	2,3	0,8	2,1	1,1	2,0	1,0
lug.	1,9	0,9	2,6	1,0	2,2	1,4	2,2	1,1
ago.	1,6	0,6	2,6	1,0	2,1	1,3	2,1	1,0
set.	1,5	0,5	2,5	0,7	2,2	1,4	2,1	1,0
ott.	1,7	0,7	2,5	0,8	2,6	1,8	2,3	1,2
nov.	1,6	0,7	2,2	0,7	2,2	1,1	1,9	0,9
dic.	1,2	0,5	1,9	0,6	1,7	1,2	1,5	0,9
2019 – gen.	0,9	0,6	1,4	0,6	1,7	1,8	1,4	1,1
feb.	1,1	0,4	1,6	0,6	1,7	1,6	1,5	1,0
mar.	1,1	0,3	1,3	0,3	1,4	1,0	1,4	0,8

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

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

PERIODO	Consistenze							Raccordo stock-flussi				
	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio			Strumenti derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	Totale	Totale in percentuale del PIL	Variazione del totale consistenze (a)=(b)+(c)	Aggiustamenti di valutazione (2) (b)	Saldo del conto finanziario (c)
		Totale	Azioni e fondi comuni	Titoli di debito								
<b>Attività</b>												
2014	521	1.059	613	446	126	493	117	2.315	142,7	211	81	130
2015	540	1.184	708	476	99	480	120	2.424	146,7	109	-8	117
2016	555	1.288	769	519	92	489	129	2.552	151,0	128	28	100
2017	564	1.414	875	539	75	506	126	2.685	155,7	133	-16	148
2018	583	1.378	833	545	72	530	133	2.696	153,7	11	-80	91
2017 – 1° trim.	560	1.346	816	530	85	509	134	2.634	155,0	82	11	72
2° trim.	566	1.363	836	526	80	499	128	2.635	154,5	1	-24	25
3° trim.	567	1.395	861	534	78	500	127	2.667	155,5	32	5	27
4° trim.	564	1.414	875	539	75	506	126	2.685	155,7	18	-7	25
2018 – 1° trim.	566	1.419	871	549	72	516	125	2.698	155,7	12	-34	46
2° trim.	577	1.423	874	549	74	532	127	2.732	156,8	35	12	23
3° trim.	576	1.453	895	559	71	536	124	2.760	157,9	28	-7	34
4° trim.	583	1.378	833	545	72	530	133	2.696	153,7	-64	-52	-12
<b>Passività</b>												
2014	407	1.324	198	1.127	188	736	..	2.656	163,8	189	110	79
2015	423	1.387	247	1.140	150	787	..	2.747	166,3	91	9	82
2016	445	1.259	207	1.052	148	873	..	2.725	161,3	-22	-62	41
2017	456	1.295	250	1.045	119	925	..	2.795	162,1	70	-27	97
2018	480	1.135	203	932	113	1.037	..	2.765	157,7	-30	-91	61
2017 – 1° trim.	451	1.259	231	1.027	136	938	..	2.783	163,8	58	-13	71
2° trim.	457	1.278	238	1.040	125	917	..	2.776	162,7	-7	-13	6
3° trim.	459	1.282	257	1.025	122	933	..	2.797	163,1	21	19	2
4° trim.	456	1.295	250	1.045	119	925	..	2.795	162,1	-2	-20	18
2018 – 1° trim.	457	1.335	258	1.077	114	938	..	2.843	164,1	48	3	45
2° trim.	461	1.215	243	971	115	1.025	..	2.815	161,5	-28	-50	22
3° trim.	468	1.189	242	948	108	1.046	..	2.812	160,8	-3	-20	17
4° trim.	480	1.135	203	932	113	1.037	..	2.765	157,7	-47	-24	-23
<b>Posizione netta</b>												
2014	114	-266	415	-681	-62	-244	117	-341	-21,0	22	-29	52
2015	117	-203	461	-664	-51	-307	120	-323	-19,5	18	-17	35
2016	110	29	562	-533	-56	-385	129	-173	-10,2	150	90	60
2017	108	120	625	-505	-44	-419	126	-110	-6,4	63	11	51
2018	103	243	630	-387	-40	-508	133	-69	-3,9	41	11	30
2017 – 1° trim.	109	87	585	-498	-51	-428	134	-148	-8,7	24	23	1
2° trim.	109	85	599	-514	-46	-418	128	-141	-8,3	7	-11	19
3° trim.	107	112	604	-491	-44	-433	127	-130	-7,6	11	-14	25
4° trim.	108	120	625	-505	-44	-419	126	-110	-6,4	20	13	7
2018 – 1° trim.	109	84	613	-528	-42	-422	125	-146	-8,4	-36	-37	1
2° trim.	116	208	630	-422	-41	-494	127	-83	-4,8	63	62	1
3° trim.	108	264	653	-389	-38	-510	124	-52	-3,0	31	14	17
4° trim.	103	243	630	-387	-40	-508	133	-69	-3,9	-17	-28	11

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

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

PERIODO	Conto corrente					Conto capitale		
	Totale	Merci	Servizi	Redditi primari	Redditi secondari	Totale	Attività intangibili	Trasferimenti unilaterali
2013	15.847	36.099	430	-2.610	-18.072	-744	-3.142	2.398
2014	30.960	47.407	-1.075	533	-15.905	2.682	-942	3.624
2015	22.200	51.105	-3.159	-10.423	-15.324	6.247	-1.183	7.431
2016	42.920	57.662	-3.414	5.432	-16.759	-3.069	-1.973	-1.097
2017	44.864	54.987	-4.347	9.292	-15.068	614	-1.188	1.801
2018	44.042	47.085	-2.729	17.273	-17.588	-611	-1.482	871
2018 – 1° trim.	4.344	9.491	-3.351	3.401	-5.197	-347	-363	16
2° trim.	10.577	13.388	594	-372	-3.033	-222	-372	151
3° trim.	15.686	11.050	3.033	5.889	-4.287	-50	-324	274
4° trim.	13.435	13.156	-3.005	8.355	-5.070	7	-423	430
2018 – gen.	-1.149	472	-980	607	-1.248	-98	-123	26
feb.	2.282	3.731	-1.070	1.332	-1.711	-97	-113	17
mar.	3.211	5.289	-1.302	1.462	-2.238	-153	-126	-26
apr.	3.134	3.694	-233	659	-987	-136	-116	-20
mag.	1.860	3.953	148	-1.526	-715	-158	-132	-26
giu.	5.583	5.741	679	495	-1.332	72	-124	196
lug.	7.281	6.099	1.063	1.415	-1.295	3	-112	115
ago.	5.319	3.154	1.269	2.348	-1.452	17	-90	106
set.	3.086	1.797	701	2.126	-1.539	-70	-123	53
ott.	5.456	4.470	-647	3.010	-1.377	56	-150	207
nov.	3.858	4.445	-1.570	2.404	-1.422	27	-141	169
dic.	4.122	4.241	-788	2.941	-2.272	-76	-131	55
2019 – gen.	(-122)	(1.277)	(-1.021)	(701)	(-1.079)	(-118)	(-103)	(-15)
feb.	(3.253)	(4.209)	(-1.125)	(1.842)	(-1.673)	(-113)	(-88)	(-25)

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

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

PERIODO	Italia (2)				Area dell'euro (3)			
	Settore privato (4)	Settore privato non finanziario	Società non finanziarie	Famiglie	Settore privato (4)	Settore privato non finanziario	Società non finanziarie	Famiglie
2012	-0,8	-1,4	-2,1	-0,5	-0,5	-0,7	-1,5	0,1
2013	-3,7	-3,6	-5,2	-1,3	-2,4	-1,7	-3,2	-0,3
2014	-1,6	-1,6	-2,3	-0,5	-0,3	-0,7	-1,6	0,1
2015	-0,3	0,0	-0,6	0,7	0,7	1,0	0,6	1,4
2016	1,1	0,9	0,2	1,9	2,4	2,2	2,3	2,0
2017	1,8	1,4	0,2	2,8	2,9	3,1	3,1	2,9
2016 – gen.	-0,1	-0,1	-0,8	0,8	1,0	1,3	1,1	1,4
feb.	0,7	0,7	0,5	1,0	1,3	1,6	1,5	1,5
mar.	0,3	0,4	-0,1	1,1	1,1	1,5	1,3	1,6
apr.	0,4	0,3	-0,4	1,1	1,2	1,6	1,5	1,5
mag.	0,9	1,0	0,6	1,5	1,3	1,7	1,7	1,6
giu.	0,7	0,7	0,2	1,5	1,6	1,9	1,9	1,8
lug.	0,5	0,5	-0,3	1,5	1,9	1,9	2,0	1,8
ago.	0,8	0,8	0,1	1,6	1,9	2,0	2,1	1,8
set.	1,0	0,8	0,1	1,7	2,1	2,0	2,1	1,8
ott.	1,2	1,2	0,8	1,7	2,2	2,1	2,2	1,9
nov.	0,5	0,8	0,0	1,8	2,2	2,1	2,1	1,9
dic.	1,1	1,0	0,3	1,9	2,4	2,2	2,4	2,0
2017 – gen.	1,2	1,4	0,8	2,2	2,5	2,3	2,3	2,2
feb.	0,8	1,0	0,0	2,2	2,3	2,2	2,0	2,3
mar.	0,9	1,1	0,2	2,4	2,7	2,5	2,4	2,4
apr.	0,7	1,1	0,1	2,3	2,6	2,6	2,5	2,5
mag.	1,0	1,2	0,2	2,5	2,7	2,6	2,4	2,6
giu.	1,1	1,1	0,0	2,6	2,5	2,4	2,0	2,6
lug.	1,4	1,4	0,4	2,7	2,6	2,6	2,3	2,6
ago.	1,1	1,2	0,0	2,7	2,6	2,6	2,4	2,7
set.	0,7	0,8	-0,7	2,6	2,7	2,7	2,5	2,7
ott.	1,0	0,9	-0,5	2,8	2,8	2,9	2,8	2,7
nov.	1,4	1,5	0,4	2,8	2,9	3,0	3,1	2,8
dic.	1,8	1,3	0,1	2,8	2,9	3,1	3,1	2,9
2018 – gen.	2,7	2,3	1,9	2,8	3,3	3,2	3,4	2,9
feb.	2,3	1,8	1,1	2,8	3,1	3,1	3,2	2,9
mar.	2,3	1,8	1,1	2,8	3,0	3,2	3,3	2,9
apr.	2,9	2,5	2,1	2,9	3,1	3,2	3,3	2,9
mag.	2,4	1,9	1,1	2,8	3,3	3,3	3,7	2,9
giu.	2,4	1,5	0,4	2,7	3,5	3,5	4,1	3,0
lug.	2,4	1,8	0,9	2,8	3,4	3,6	4,1	3,0
ago.	2,5	1,8	1,0	2,7	3,4	3,7	4,1	3,1
set.	2,8	2,1	1,7	2,7	3,4	3,7	4,3	3,1
ott.	2,6	2,0	1,4	2,8	3,2	3,6	3,9	3,2
nov.	2,2	1,7	1,0	2,7	3,2	3,7	4,0	3,3
dic.	1,9	1,9	1,2	2,6	3,4	3,6	3,9	3,2
2019 – gen.	0,9	0,8	-0,7	2,6	3,0	3,4	3,4	3,2
feb.	1,2	1,1	-0,1	2,6	3,2	3,6	3,7	3,3

(1) I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. Per ulteriori dettagli sui dati relativi all'area dell'euro, cfr. sul sito della BCE: *Monetary Developments in the Euro Area*. – (2) Prestiti a residenti in Italia. – (3) Prestiti a residenti nell'area dell'euro. – (4) Le serie sono basate sulle nuove definizioni degli aggregati monetari e delle contropartite adottate dalla BCE a settembre 2012, in base alle quali vengono esclusi i pronti contro termine con controparti centrali (per l'area dell'euro, a partire dai dati di giugno 2010).

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

PERIODO	Banche	Altre società finanziarie	Società non finanziarie	Totale
<b>Italia</b>				
2017	-64,9	15,6	21,6	-27,7
2018	-29,5	11,0	-3,9	-22,5
2017 – 1° trim.	-13,8	0,6	4,6	-8,5
2° trim.	-12,5	-5,0	2,8	-14,7
3° trim.	-15,2	1,9	3,4	-9,8
4° trim.	-23,5	18,1	10,7	5,3
2018 – 1° trim.	-15,8	-5,6	-2,9	-24,3
2° trim.	-16,9	1,2	-0,1	-15,8
3° trim.	1,1	3,8	1,8	6,8
4° trim.	2,0	11,6	-2,7	10,9
<b>Area dell'euro</b>				
2017	-46,9	1,9	63,0	17,9
2018	85,6	81,7	43,0	210,2
2017 – 1° trim.	6,7	-11,6	10,7	5,8
2° trim.	5,0	41,1	17,3	63,4
3° trim.	-36,3	-14,5	19,9	-30,8
4° trim.	-22,3	-13,2	15,0	-20,5
2018 – 1° trim.	31,1	17,7	22,9	71,6
2° trim.	-18,2	32,8	3,2	17,8
3° trim.	47,1	10,5	16,6	74,1
4° trim.	25,7	20,7	0,3	46,7

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

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



**Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche italiane (1)**  
 (miliardi di euro)

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Altre passività	Transazioni in strumenti di debito	Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro (2)		Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	
	<i>di cui:</i> raccolta postale							<i>di cui:</i> impieghi della liquidità		<i>di cui:</i> connesso con sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)	
2013	-1,8	-2,2	-11,0	91,7	-3,6	4,9	80,3	-3,2	-10,0	77,0	13,0
2014	14,7	-1,1	-16,0	82,1	-4,3	-1,2	75,3	-8,8	-28,0	66,5	4,7
2015	5,1	-1,5	-9,5	43,4	1,7	-1,0	39,7	10,7	8,0	50,4	-2,1
2016	-4,9	0,1	-8,0	63,4	0,8	-0,3	51,0	-7,4	-3,0	43,6	0,0
2017	0,0	-1,9	-0,5	41,1	3,6	1,2	45,5	13,8	10,5	59,2	0,0
2018	7,1	-0,2	0,8	42,4	-4,6	0,3	46,1	-5,8	19,5	40,4	0,0
2017 – gen.	2,4	-1,4	7,3	24,0	-1,3	0,1	32,4	-34,3	-2,9	-2,0	0,0
feb.	-1,9	0,5	0,2	-10,9	1,1	-0,2	-11,7	20,7	-0,1	9,0	0,0
mar.	2,4	0,2	-0,2	18,5	0,8	-0,1	21,5	2,2	-0,2	23,7	0,0
apr.	1,1	0,0	0,5	7,4	0,1	0,2	9,4	-3,9	0,8	5,5	0,0
mag.	1,3	0,5	0,7	5,8	-0,3	0,7	8,1	-0,5	5,0	7,6	0,0
giu.	3,6	-1,0	0,2	-0,5	5,4	0,7	9,4	6,3	-5,8	15,7	0,0
lug.	-0,1	0,1	0,3	21,5	-1,9	0,2	19,9	-32,9	0,3	-13,0	0,0
ago.	1,9	0,0	-0,1	-22,9	0,0	-0,1	-21,2	22,2	-0,2	1,0	0,0
set.	2,2	-0,4	-0,8	3,3	0,8	-0,2	5,2	11,3	0,0	16,6	0,0
ott.	-0,9	0,4	-0,9	9,3	-1,7	-0,7	5,1	-1,3	0,8	3,8	0,0
nov.	-0,4	-0,5	-1,0	-13,4	0,6	-0,1	-14,4	20,2	17,4	5,9	0,0
dic.	-11,5	-0,1	-6,8	-0,9	0,0	0,9	-18,2	3,8	-4,6	-14,4	0,0
2018 – gen.	6,8	0,4	6,3	12,6	-2,2	0,0	23,5	-25,2	-9,1	-1,7	0,0
feb.	-0,9	-0,3	0,0	1,6	0,6	-0,4	0,9	6,2	16,0	7,1	0,0
mar.	2,4	-0,2	0,0	15,2	0,0	-0,1	17,6	3,5	5,5	21,0	0,0
apr.	-2,3	-0,1	0,0	12,4	0,4	0,1	10,6	-7,3	2,0	3,3	0,0
mag.	-0,8	-0,5	-0,1	13,3	0,1	0,1	12,6	-5,4	0,0	7,2	0,0
giu.	-2,4	0,3	0,7	-5,7	1,3	0,8	-5,2	9,2	-4,8	3,9	0,0
lug.	5,6	-0,2	-0,2	17,0	-4,2	-1,2	17,0	-31,6	-2,5	-14,6	0,0
ago.	-2,4	0,4	-0,6	-13,8	0,2	0,0	-16,6	14,9	-1,0	-1,7	0,0
set.	-1,1	-0,6	0,2	5,5	0,3	-0,1	4,7	15,4	-5,6	20,2	0,0
ott.	-1,2	0,2	0,0	4,6	-0,6	-0,7	2,1	1,0	-1,4	3,1	0,0
nov.	0,2	-0,5	0,5	6,4	0,8	1,0	8,9	-3,3	2,1	5,6	0,0
dic.	3,1	1,1	-5,9	-26,6	-1,2	0,7	-29,9	16,9	18,4	-13,1	0,0
2019 – gen.	5,4	0,3	8,0	29,4	-0,5	-0,6	41,8	-44,0	-14,0	-2,2	0,0
feb.	-3,6	0,0	-0,1	4,4	-0,3	-0,1	0,3	9,8	-2,0	10,1	0,0

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

**Debito delle Amministrazioni pubbliche italiane (1)**  
 (miliardi di euro)

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Altre passività	di cui: connesse con i prestiti dell'EFSF	Debito delle Amministrazioni pubbliche	disponibilità liquide del Tesoro (2)	Per memoria:		
	di cui: raccolta postale									di cui: impieghi della liquidità	depositi presso IFM residenti al netto delle operazioni di liquidità	stegno finanziario ai paesi della UEM (3)
2013	158,5	18,6	140,6	1.593,9	131,1	46,2	34,1	2.070,3	37,6	10,0	24,7	55,6
2014	173,2	17,5	124,5	1.667,7	126,8	45,0	36,0	2.137,3	46,4	38,0	25,7	60,3
2015	178,3	16,0	115,0	1.707,2	128,9	44,0	33,9	2.173,4	35,7	30,0	26,9	58,2
2016	173,4	16,2	107,0	1.766,1	130,1	43,7	33,9	2.220,4	43,1	33,0	29,9	58,2
2017	172,3	14,3	106,6	1.806,8	136,1	47,3	33,9	2.269,0	29,3	22,5	32,2	58,2
2018	179,4	14,1	107,4	1.856,0	131,6	47,6	33,9	2.322,0	35,1	3,0	31,4	58,2
2017 – gen.	174,7	14,8	114,3	1.790,9	131,1	46,1	33,9	2.257,1	77,4	35,9	29,9	58,2
feb.	172,8	15,2	114,5	1.781,0	132,3	45,9	33,9	2.246,4	56,8	36,0	31,4	58,2
mar.	175,2	15,5	114,3	1.798,4	133,1	45,8	33,9	2.266,8	54,6	36,2	32,6	58,2
apr.	176,3	15,5	114,8	1.806,8	133,2	46,0	33,9	2.277,2	58,5	35,4	33,9	58,2
mag.	177,6	16,0	115,5	1.813,4	133,0	46,7	33,9	2.286,1	58,9	30,3	35,3	58,2
giu.	181,1	15,0	115,7	1.813,0	138,4	47,4	33,9	2.295,6	52,6	36,2	35,3	58,2
lug.	181,0	15,1	116,0	1.833,4	136,5	47,6	33,9	2.314,5	85,6	35,9	37,0	58,2
ago.	182,9	15,1	115,9	1.810,4	136,5	47,4	33,9	2.293,2	63,4	36,1	36,7	58,2
set.	185,1	14,6	115,2	1.813,0	137,3	47,2	33,9	2.297,8	52,1	36,1	35,2	58,2
ott.	184,1	15,0	114,3	1.822,2	135,6	46,5	33,9	2.302,6	53,3	35,3	34,7	58,2
nov.	183,7	14,5	113,3	1.808,3	136,1	46,4	33,9	2.287,9	33,1	17,9	35,3	58,2
dic.	172,3	14,3	106,6	1.806,8	136,1	47,3	33,9	2.269,0	29,3	22,5	32,2	58,2
2018 – gen.	179,1	14,7	112,9	1.819,2	133,9	47,3	33,9	2.292,4	54,5	31,6	33,5	58,2
feb.	178,2	14,4	112,8	1.821,1	134,5	46,9	33,9	2.293,6	48,3	15,6	34,4	58,2
mar.	180,7	14,2	112,8	1.835,1	134,5	46,8	33,9	2.309,9	44,8	10,1	33,2	58,2
apr.	178,4	14,1	112,8	1.847,1	134,9	46,9	33,9	2.320,1	52,1	8,1	34,8	58,2
mag.	177,5	13,6	112,7	1.862,0	135,0	47,0	33,9	2.334,3	57,6	8,1	35,9	58,2
giu.	175,2	13,8	113,4	1.857,6	136,3	47,8	33,9	2.330,4	48,4	12,9	33,8	58,2
lug.	180,8	13,6	113,2	1.876,5	132,1	46,7	33,9	2.349,3	80,0	15,4	35,1	58,2
ago.	178,4	14,0	112,6	1.863,4	132,3	46,7	33,9	2.333,4	65,1	16,4	34,8	58,2
set.	177,3	13,4	112,8	1.869,0	132,5	46,6	33,9	2.338,2	49,6	22,0	33,6	58,2
ott.	176,1	13,6	112,8	1.874,5	132,0	45,9	33,9	2.341,3	48,7	23,4	33,7	58,2
nov.	176,3	13,0	113,3	1.882,1	132,8	46,9	33,9	2.351,3	51,9	21,4	33,1	58,2
dic.	179,4	14,1	107,4	1.856,0	131,6	47,6	33,9	2.322,0	35,1	3,0	31,4	58,2
2019 – gen.	184,8	14,5	115,4	1.885,2	131,1	47,0	33,9	2.363,5	79,1	17,0	32,6	58,2
feb.	181,2	14,4	115,3	1.889,5	130,8	46,9	33,9	2.363,7	69,3	19,0	33,4	58,2

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





