



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Bollettino Economico

ottobre 2019

4 | 2019



**BANCA D'ITALIA**  
EUROSISTEMA

# **Bollettino Economico**

**Numero 4 / 2019**  
**Ottobre**

---

*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**

Alberto Felettigh e Michele Caivano (coordinamento), Raffele De Marchi, Davide Delle Monache, Ginette Eramo, Fadi Hassan, Salvatore Lo Bello, Elisabetta Olivieri, Daniele Pianeselli, Alex Tagliabracci

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

Riquadri: Valentina Aprigliano, Marco Bottone, Filippo Natoli, Mario Pietrunti, Fabiana Sabatini, Giordano Zevi

**Indirizzo**

Via Nazionale 91 – 00184 Roma – Italia

**Telefono**

+39 0647921

**Sito internet**

<http://www.bancaditalia.it>

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

ISSN 0393-2400 (stampa)

ISSN 2280-7632 (online)

Aggiornato con i dati disponibili all'11 ottobre 2019, salvo diversa indicazione

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

# INDICE

SINTESI	<b>5</b>
<b>1</b> L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
1.1 Il ciclo internazionale	<b>7</b>
1.2 L'area dell'euro	<b>10</b>
1.3 I mercati finanziari internazionali	<b>17</b>
<b>2</b> L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	<b>20</b>
2.2 Le imprese	<b>23</b>
2.3 Le famiglie	<b>27</b>
2.4 La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	<b>28</b>
2.5 Il mercato del lavoro	<b>32</b>
2.6 La dinamica dei prezzi	<b>34</b>
2.7 Le banche	<b>36</b>
2.8 Il mercato finanziario	<b>43</b>
2.9 La finanza pubblica	<b>45</b>
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	<b>49</b>

---

## INDICE DEI RIQUADRI

I rischi al ribasso per le aspettative di inflazione nelle analisi della Banca d'Italia	<b>12</b>
Le misure di politica monetaria adottate nel settembre 2019	<b>15</b>
L'attività economica nel terzo trimestre del 2019	<b>21</b>
Le prospettive degli investimenti sulla base delle inchieste presso le imprese	<b>23</b>
L'offerta e la domanda di credito	<b>39</b>

---

---

## **AVVERTENZE**

---

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

Segni convenzionali:

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

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

---

## SINTESI

### **Il rallentamento globale prosegue e le politiche monetarie sono più accomodanti**

*La contrazione degli scambi internazionali e l'attenuazione della crescita mondiale sono proseguiti. Restano significativi i rischi associati alle tensioni commerciali, al rallentamento dell'economia cinese e all'incertezza su tempi e modalità di uscita del Regno Unito dall'Unione europea (Brexit). Si sono fatte assai espansive le condizioni finanziarie globali; la maggiore incertezza sulle prospettive della crescita e l'orientamento molto accomodante assunto dalle banche centrali si sono tradotti in un deciso calo dei rendimenti a lungo termine.*

### **Il Consiglio direttivo della BCE ha introdotto nuove misure espansive**

*Nell'area dell'euro è marcata la contrazione dell'industria tedesca, particolarmente vulnerabile al commercio mondiale, ma l'indebolimento è esteso ad altri settori e paesi. È in aumento il rischio che la fase ciclica sfavorevole determini una prolungata diminuzione dell'inflazione attesa dai mercati finanziari, dalle imprese e dalle famiglie. Il Consiglio direttivo della BCE, confermando le valutazioni già espresse nei mesi precedenti, ha adottato un ampio pacchetto di misure espansive, con largo consenso pur se con valutazioni diverse su singoli strumenti. Le analisi prodotte dalla Banca d'Italia confermano che le misure attivate sono necessarie e appropriate per contrastare i rischi ciclici e le deboli prospettive dei prezzi.*

### **In Italia il ciclo industriale pesa sulla crescita...**

*In Italia l'attività economica è marginalmente aumentata nel secondo trimestre; alla luce delle informazioni disponibili potrebbe essere rimasta pressoché stazionaria nel terzo, risentendo, anche nel nostro paese, soprattutto della debolezza della manifattura, a fronte di una crescita leggermente positiva nei servizi e di un modesto recupero nelle costruzioni. Resta il rischio che l'andamento sfavorevole nell'industria si trasmetta agli altri settori dell'economia.*

### **...ma sono aumentati gli investimenti**

*Nel secondo trimestre sono però cresciuti gli investimenti in beni strumentali, anche grazie alla reintroduzione degli incentivi fiscali in vigore da aprile. Nelle indagini condotte in settembre dalla Banca d'Italia le imprese riportano piani di accumulazione lievemente più espansivi, con un modesto miglioramento dei giudizi sulle condizioni per investire, sulla situazione economica e sulla dinamica della domanda per i propri prodotti.*

### **Sono cresciute le esportazioni...**

*Le esportazioni hanno continuato ad aumentare nel secondo trimestre, nonostante la contrazione del commercio mondiale. L'avanzo di conto corrente si è ancora ampliato, al 2,8 per cento del PIL; le vendite all'estero si sarebbero però indebolite nei mesi successivi. I nuovi dazi annunciati dall'amministrazione statunitense nei confronti dell'Unione europea riguarderanno una quota relativamente limitata delle esportazioni italiane verso gli Stati Uniti, ma gli effetti indiretti potrebbero essere significativi.*

### **...e sono ripresi gli afflussi di capitali dall'estero**

*Tra giugno e agosto gli investitori non residenti hanno effettuato ingenti acquisti di titoli pubblici italiani; gli afflussi hanno contribuito a ridurre il saldo debitorio della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2, poi in parte aumentato in settembre per l'effetto tecnico di ampi rimborsi netti di titoli del Tesoro concentrati nel mese. La posizione netta sull'estero del Paese è vicina al pareggio.*

### **È stabile il numero di occupati, scendono le ore lavorate**

*Nel secondo trimestre il numero di occupati è aumentato grazie alla crescita nei servizi, mentre ha ristagnato nell'industria; sono però diminuite le ore lavorate. Secondo gli indicatori disponibili l'occupazione sarebbe rimasta stabile nel terzo trimestre. Le re-*

tribuzioni contrattuali hanno rallentato, a seguito di una crescente quota di contratti che, dopo essere scaduti, restano in attesa di rinnovo.

**La debolezza ciclica si riflette sull'inflazione effettiva e attesa**

La debolezza ciclica continua a comprimere la dinamica dei prezzi e le aspettative di inflazione. Nel terzo trimestre l'inflazione, frenata soprattutto dal calo dei prezzi dei beni energetici, è stata pari allo 0,3 per cento; la componente di fondo allo 0,5. Le indagini condotte dalla Banca d'Italia indicano che le aspettative delle imprese sulla dinamica dei prezzi restano deboli, ben al di sotto del 2 per cento.

**Il calo dei rendimenti sovrani è stato significativo...**

Sui mercati dei titoli italiani le condizioni si sono fatte significativamente più espansive: i rendimenti dei titoli di Stato decennali hanno raggiunto nel terzo trimestre i livelli minimi dall'introduzione dell'euro e sono rimasti storicamente molto bassi (0,94 per cento); lo spread sui titoli tedeschi decennali (sceso a 138 punti base) è tornato vicino ai valori dei primi mesi del 2018. Vi ha contribuito la riduzione dell'incertezza percepita dagli operatori circa gli orientamenti della politica economica e quelli nei riguardi delle istituzioni europee. Il premio per il rischio di ridenominazione del debito pubblico si è riportato sui livelli della prima metà del 2018.

**...e si è esteso al costo dei finanziamenti all'economia**

Il calo dei rendimenti sovrani ha determinato una significativa diminuzione

del costo della raccolta bancaria all'ingrosso, che è sceso sui valori dell'inizio del 2018, e dei rendimenti delle obbligazioni delle imprese. Si è lievemente ridotto il costo dei prestiti alle imprese e alle famiglie.

**Il Governo stima un indebitamento netto invariato quest'anno...**

Il Governo stima un indebitamento netto al 2,2 per cento del PIL nell'anno in corso, invariato rispetto al 2018. L'incidenza del debito aumenterebbe dal 134,8 per cento al 135,7.

**...e programma un indebitamento netto più elevato di quello tendenziale per il prossimo**

Per il 2020 il Governo programma un indebitamento netto superiore di quasi un punto percentuale del PIL rispetto a quanto previsto nel quadro tendenziale; il disavanzo rimarrebbe invariato al livello stimato per l'anno in corso; il calo atteso della spesa per interessi compenserebbe la flessione dell'avanzo primario. L'orientamento della politica di bilancio risulterebbe leggermente espansivo, riflettendo la cancellazione delle clausole di salvaguardia – solo in parte compensata con altre misure – nonché altri interventi fra i quali una riduzione del cuneo fiscale sul lavoro e maggiori investimenti. Queste scelte di bilancio sono motivate da un quadro macroeconomico meno favorevole del previsto e da rischi al ribasso non trascurabili. I programmi del Governo prefigurano un percorso di graduale discesa del peso del debito sull'economia.



# 1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

## 1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

Sono proseguiti il rallentamento dell'economia globale e la contrazione del commercio internazionale. Restano significativi i rischi riconducibili alle tensioni di natura protezionistica, alla decelerazione dell'attività in Cina e a tempi e modalità di uscita del Regno Unito dall'Unione europea (Brexit). Le principali banche centrali hanno adottato un orientamento di politica monetaria molto espansivo.

**L'attività economica globale sta rallentando** Nel secondo trimestre il PIL ha decelerato negli Stati Uniti e in Giappone (tav. 1); nel Regno Unito si è contratto, risentendo dello smaltimento delle scorte accumulate per motivi precauzionali a ridosso dell'originaria scadenza della Brexit, prevista per la fine dello scorso marzo. Sulla base delle più recenti valutazioni espresse dai responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI) del settore manifatturiero, le condizioni cicliche si sarebbero ulteriormente indebolite nel terzo trimestre (fig. 1).

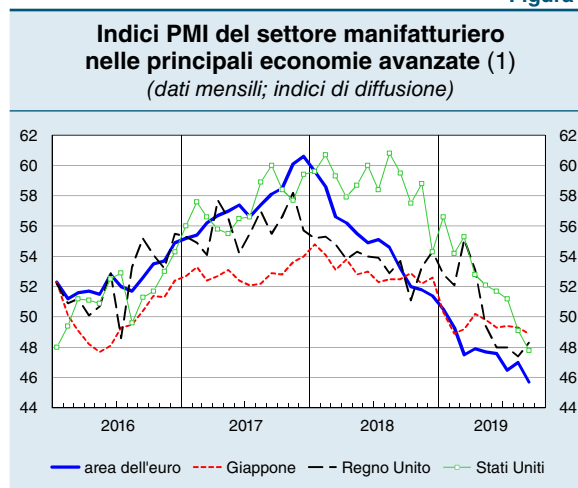
In Cina l'attività economica ha rallentato ancora in primavera e, secondo gli indicatori più recenti, anche nei mesi estivi. La crescita nel secondo trimestre è nettamente diminuita in India, mentre in Brasile e in Russia ha registrato una lieve ripresa, pur rimanendo su livelli modesti.

Tavola 1

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

Fonte: statistiche nazionali; Banca d'Italia per il commercio mondiale.  
(1) Per i dati annuali, variazione percentuale. Per i dati trimestrali: per i paesi avanzati, variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno e al netto dei fattori stagionali; per i paesi emergenti, variazioni percentuali sul periodo corrispondente. – (2) Variazione tendenziale dell'indice dei prezzi al consumo. Per il Giappone il dato si riferisce al mese di agosto. – (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





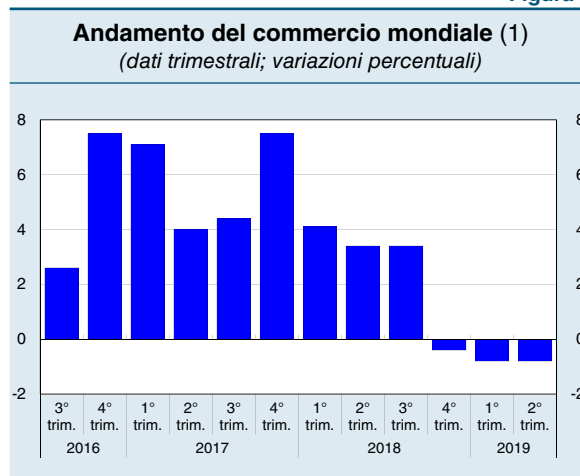
**Il commercio mondiale continua a contrarsi...** Secondo nostre stime, la flessione del commercio mondiale in corso dall'autunno del 2018 è proseguita nel secondo trimestre del 2019 (-0,8 per cento in ragione d'anno; fig. 2). A fronte di un modesto recupero delle importazioni delle economie emergenti, sono diminuite quelle del complesso dei paesi avanzati e in particolare quelle del Regno Unito. Le prospettive degli scambi internazionali restano sfavorevoli: gli indici PMI globali sugli ordinativi esteri si mantengono infatti sotto la soglia compatibile con l'espansione.

**...e si acuiscono le tensioni protezionistiche** Le tensioni commerciali fra Stati Uniti e Cina, i cui effetti gravano dall'inizio del 2018 sugli scambi globali, sul clima di fiducia delle imprese e sulla loro propensione a investire, si sono intensificate in agosto. L'amministrazione statunitense ha inasprito le tariffe sulle importazioni dalla Cina: ha esteso la gamma di merci che saranno progressivamente soggette a nuovi dazi e ha innalzato quelli sui beni già colpiti nei mesi precedenti. Il governo cinese ha a sua volta aumentato i dazi su circa 75 miliardi di dollari di importazioni dagli Stati Uniti. Recenti sviluppi dei negoziati commerciali hanno condotto alla definizione di un accordo di massima che include la sospensione di parte degli aumenti tariffari prefigurati in precedenza; rimane tuttavia elevata l'incertezza sull'esito finale delle trattative. La piena applicazione delle misure annunciate in agosto, prevista entro la metà di dicembre, porterebbe la tariffa media sulle merci cinesi importate negli Stati Uniti al 24,3 per cento da circa il 3 a inizio 2018; quella media applicata dalla Cina alle merci americane salirebbe dall'8 al 26 per cento.

Nei primi giorni di ottobre l'amministrazione statunitense ha inoltre annunciato nuovi dazi, compresi fra il 10 e il 25 per cento, che dal 18 ottobre gravano per 7,5 miliardi di dollari sulle importazioni di specifici prodotti dall'Unione europea (UE) come misura compensativa, dichiarata congrua dall'Organizzazione mondiale del commercio (World Trade Organization, WTO) rispetto agli aiuti di Stato concessi al consorzio aeronautico Airbus (cfr. il par. 2.4). Gli Stati Uniti non hanno invece ancora deliberato in merito a un eventuale inasprimento delle tariffe sulle importazioni di automobili e componenti, che potrebbe avere ricadute ancora più rilevanti per le esportazioni dei paesi della UE.

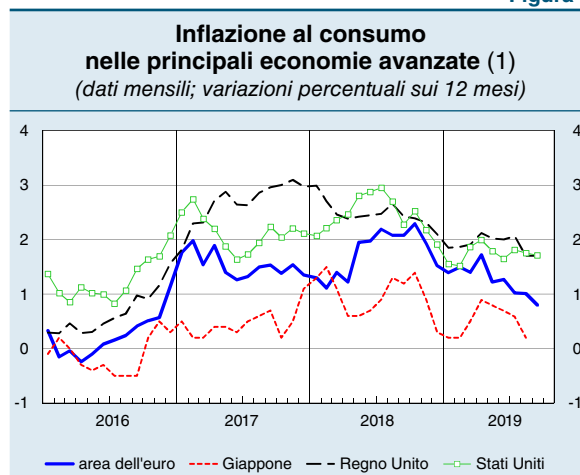
**L'inflazione rimane moderata** Nelle principali economie avanzate l'inflazione rimane debole (fig. 3). Le aspettative di inflazione a lungo termine desunte dai rendimenti sui mercati finanziari si mantengono su livelli bassi negli Stati Uniti, in Giappone e nell'area dell'euro (cfr. il par. 1.2); nel Regno Unito sono su valori più elevati, superiori alla media storica.

Figura 2



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

Figura 3



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

**Le previsioni per l'attività e il commercio globali sono state riviste al ribasso...**

Nelle sue più recenti previsioni il Fondo monetario internazionale (FMI) ha rivisto al ribasso le stime di crescita del PIL mondiale per 0,3 punti percentuali complessivamente nel biennio 2019-2020 rispetto a quanto prefigurato in luglio, portandole al 3,0 per cento per l'anno in corso e al 3,4 per il 2020 (tav. 2). La revisione riflette principalmente l'impatto delle maggiori tensioni commerciali, solo in parte compensato da quello delle misure di stimolo alla domanda messe in atto dai principali paesi. La nostra stima per la crescita del commercio mondiale nel 2019 è dello 0,6 per cento (4,1 nel 2018); è stata rivista al ribasso di quasi un punto percentuale rispetto a luglio.

**...e sono aumentati i rischi**

I rischi per le prospettive dell'economia mondiale derivano soprattutto dall'evoluzione delle politiche commerciali a livello globale e dai futuri rapporti economici fra la UE e il Regno Unito. Sviluppi non favorevoli su questi fronti potrebbero avere marcate ripercussioni sul commercio e sull'attività economica, specie se associati a un deterioramento della fiducia degli investitori e a turbolenze sui mercati finanziari. Resta elevato inoltre il rischio di un rallentamento superiore alle attese in Cina, dove le autorità devono contemperare l'esigenza di stabilizzare la domanda interna con quella di riequilibrare l'economia e contenere l'elevato debito del settore privato.

**I prezzi del greggio hanno registrato ampie fluttuazioni**

I corsi petroliferi sono scesi in misura marcata all'inizio di agosto in seguito all'acuirsi delle tensioni commerciali e alla revisione al ribasso della domanda mondiale di greggio (fig. 4). Nelle ultime settimane, nuovi episodi di tensione in Medio Oriente sono culminati a metà settembre in un attacco agli impianti petroliferi in Arabia Saudita, che ha provocato una temporanea riduzione della capacità produttiva globale del 6 per cento circa. L'immediato rialzo delle quotazioni è stato riassorbito in tempi relativamente brevi grazie alle rassicurazioni delle autorità saudite circa la stabilità dell'offerta

Nelle sue più recenti previsioni il Fondo monetario internazionale (FMI) ha rivisto al ribasso le stime di crescita del PIL mondiale per 0,3 punti percentuali complessivamente nel biennio 2019-2020 rispetto a quanto prefigurato in luglio, portandole al 3,0 per cento per l'anno in corso e al 3,4 per il 2020 (tav. 2). La revisione riflette principalmente l'impatto delle maggiori tensioni commerciali, solo in parte compensato da quello delle misure di stimolo alla domanda messe in atto dai principali paesi. La nostra stima per la crescita del commercio mondiale nel 2019 è dello 0,6 per cento (4,1 nel 2018); è stata rivista al ribasso di quasi un punto percentuale rispetto a luglio.

I rischi per le prospettive dell'economia mondiale derivano soprattutto dall'evoluzione delle politiche commerciali a livello globale e dai futuri rapporti economici fra la UE e il Regno Unito. Sviluppi non favorevoli su questi fronti potrebbero avere marcate ripercussioni sul commercio e sull'attività economica, specie se associati a un deterioramento della fiducia degli investitori e a turbolenze sui mercati finanziari. Resta elevato inoltre il rischio di un rallentamento superiore alle attese in Cina, dove le autorità devono contemperare l'esigenza di stabilizzare la domanda interna con quella di riequilibrare l'economia e contenere l'elevato debito del settore privato.

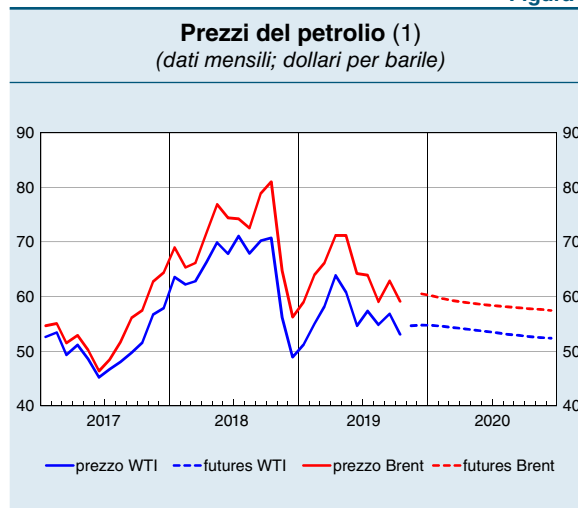
**Tavola 2**

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

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2019; Banca d'Italia per il commercio mondiale.

(1) Per il PIL, previsioni tratte da FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2019; variazioni percentuali. – (2) Revisioni rispetto allo scenario preventivo di luglio, tratto da FMI, *World Economic Outlook Update*, luglio 2019; punti percentuali. – (3) I dati si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile. – (4) Elaborazioni Banca d'Italia su dati di contabilità nazionale e doganali; le previsioni si riferiscono a ottobre 2019; le revisioni sono calcolate rispetto alle previsioni pubblicate a luglio (*Bollettino economico*, 3, 2019).

**Figura 4**



Fonte: Refinitiv.

(1) Per i prezzi a pronti, medie mensili fino a settembre 2019; l'ultimo dato si riferisce alla media giornaliera dal 1° all'11 ottobre.

di petrolio, conseguita attingendo alle scorte del paese e con il graduale ripristino della produzione. Le prospettive sull'evoluzione dei corsi nei prossimi mesi sono molto incerte, come indica anche l'aumento della volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sul greggio.

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

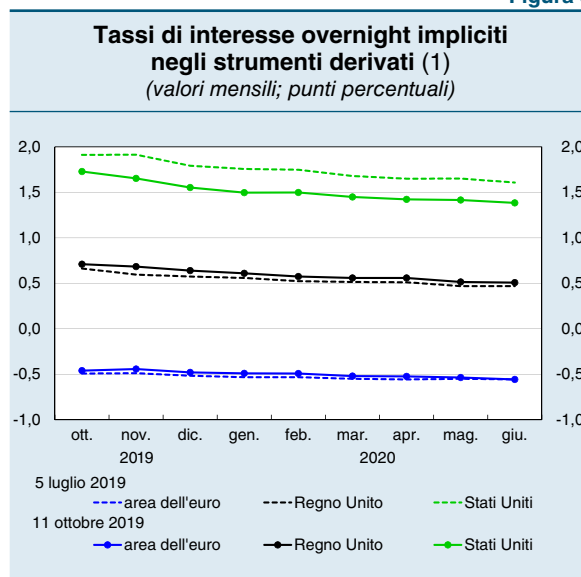
In ciascuna delle ultime due riunioni, in luglio e in settembre, la Riserva federale ha abbassato di 25 punti base l'intervallo entro il quale si prefigge di mantenere i tassi di interesse sui federal funds (ora all'1,75-2,0 per cento), in risposta al rallentamento dell'economia globale e all'incertezza generata dalle politiche commerciali, in un contesto di moderata inflazione. Le quotazioni sui mercati finanziari segnalano aspettative di ulteriori riduzioni dei tassi nei prossimi mesi (fig. 5). A seguito di tensioni sul mercato interbancario, che hanno messo in luce carenze nella circolazione della liquidità discendenti presumibilmente dalla sua concentrazione nei bilanci di alcuni operatori, la Riserva federale ha intrapreso un programma di acquisto di titoli governativi a breve termine, che dovrebbe assicurare il mantenimento di un livello sufficientemente ampio di riserve bancarie.

La Banca d'Inghilterra nella riunione di settembre ha mantenuto invariato l'orientamento monetario, sottolineando la sussistenza di ampi margini di incertezza sulle prospettive economiche e sulla futura azione di politica monetaria, date le perduranti incognite riguardo ai tempi e alle modalità della Brexit. Nello stesso mese la Banca del Giappone ha confermato l'elevato grado di accomodamento monetario, ribadendo di essere pronta, se necessario, ad adottare ulteriori misure di stimolo in futuro. La Banca centrale cinese ha nuovamente abbassato i coefficienti di riserva obbligatoria e ha varato una riforma del meccanismo di definizione del parametro di riferimento sui prestiti bancari (*prime loan rate*), per favorire una graduale diminuzione dei tassi di interesse applicati alle imprese e alle famiglie. Anche le banche centrali di numerosi paesi emergenti (fra cui Brasile, India e Russia) hanno ridotto i tassi di riferimento nel corso degli ultimi tre mesi.

## 1.2 L'AREA DELL'EURO

Nell'area dell'euro le tensioni globali hanno pesato sull'attività economica e hanno accresciuto i rischi di un ribasso dell'inflazione, che nelle proiezioni resterebbe lontana dal 2 per cento anche alla fine del prossimo triennio. Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha adottato un ampio pacchetto di misure espansive, ritenute appropriate alle prospettive della crescita e dei prezzi.

Figura 5



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

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

Tavola 3

### Crescita del PIL e inflazione nell'area dell'euro

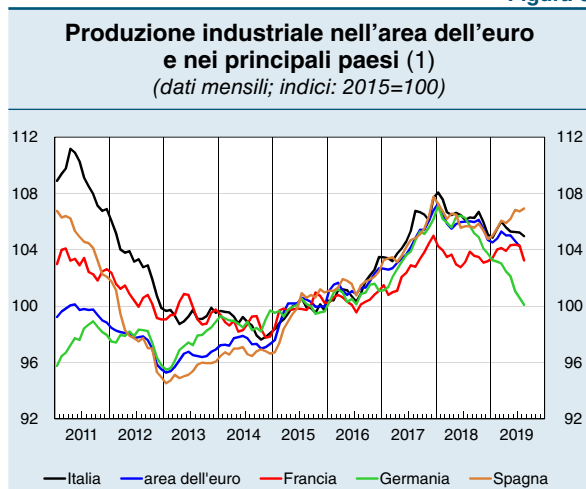
(variazioni percentuali)

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

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat.

(1) Dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi; variazioni sul periodo precedente. - (2) Variazione sul periodo corrispondente dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA).

Figura 6



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

Figura 7



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

**La crescita dell'area si è indebolita...**

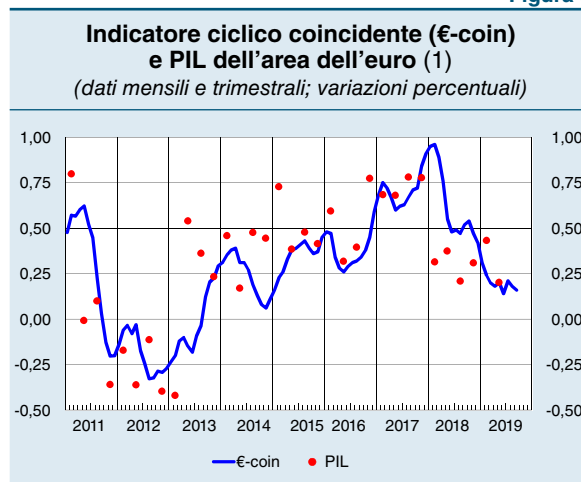
Nel secondo trimestre il prodotto dell'area è aumentato dello 0,2 per cento sul periodo precedente (tav. 3); è stato sostenuto dalla domanda interna, mentre le esportazioni hanno ristagnato e l'interscambio con l'estero ha fornito un contributo lievemente negativo. Fra i maggiori paesi, il PIL ha continuato a espandersi in Spagna, in Francia e, in misura minore, in Italia; si è ridotto in Germania.

L'attività industriale si è contratta risentendo del marcato calo in Germania, soprattutto nella produzione di beni strumentali, e della più contenuta diminuzione registrata in Italia (fig. 6); vi si è contrapposta la crescita del valore aggiunto nel settore dei servizi sia nell'area sia nelle tre maggiori economie. La correlazione tra la variazione del valore aggiunto nella manifattura e quella nei servizi, di norma elevata nell'area dell'euro, si è nettamente ridotta nell'ultimo triennio, in particolare in concomitanza con il rallentamento del commercio mondiale (fig. 7). Vi è tuttavia il rischio che, se protratta, la debolezza ciclica nella manifattura si trasmetta ai servizi, a causa sia dei legami produttivi diretti tra i due settori, sia di possibili effetti indiretti attraverso il canale dell'occupazione e quello dei consumi.

**...e sarebbe rimasta modesta nel terzo trimestre**

Gli indicatori congiunturali più recenti suggeriscono che in estate la crescita del PIL dell'area, frenata soprattutto dalla debolezza del settore manifatturiero tedesco, sarebbe stata moderata. Nel bimestre luglio-agosto la produzione industriale è diminuita dell'1,0 per cento rispetto al trimestre precedente. In settembre l'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che stima la dinamica di fondo del prodotto

Figura 8



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

dell'area, è nuovamente sceso, portandosi su livelli molto contenuti (fig. 8). I PMI continuano a segnalare una contrazione dell'attività nel settore manifatturiero e una debole espansione in quello dei servizi. Le attese delle imprese sulle vendite all'estero restano sfavorevoli, in particolare in Germania.

Nelle proiezioni elaborate in settembre dagli esperti della BCE, la crescita del PIL è stata rivista al ribasso rispetto alle valutazioni di giugno per complessivi tre decimi di punto nel triennio 2019-2021, all'1,1, all'1,2 e all'1,4 per cento, rispettivamente.

**L'inflazione è scesa** In estate l'inflazione sui dodici mesi si è ridotta, soprattutto a causa del calo dei prezzi dei beni energetici; in settembre si è collocata allo 0,8 per cento (fig. 9). La componente di fondo è rimasta su livelli bassi (1,0 per cento in settembre), continuando a risentire in particolare della debole dinamica dei prezzi dei beni industriali non energetici.

Le proiezioni formulate in settembre dagli esperti della BCE indicano che l'inflazione sarebbe pari all'1,2 per cento nella media del 2019, scenderebbe all'1,0 per cento nel 2020 per poi riportarsi all'1,5 nel 2021.

Tra luglio e ottobre le attese di inflazione a breve termine desunte dai rendimenti degli *inflation swaps* sono diminuite allo 0,8 e allo 0,9 per cento sugli orizzonti a due e a cinque anni, rispettivamente (fig. 10); le aspettative a cinque anni sull'orizzonte cinque anni in avanti, in discesa nella prima metà dell'anno, si sono stabilizzate attorno all'1,2 per cento, valore molto prossimo al minimo storico e ben al di sotto dell'obiettivo di medio termine della BCE (cfr. il riquadro: *I rischi al ribasso per le aspettative di inflazione nelle analisi della Banca d'Italia*).

Figura 9

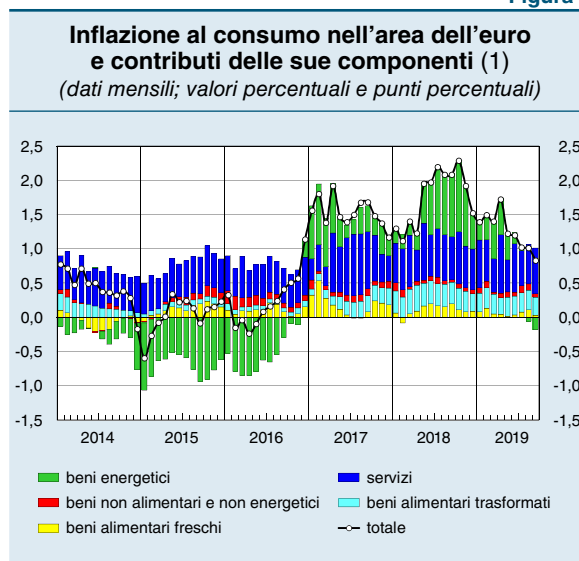
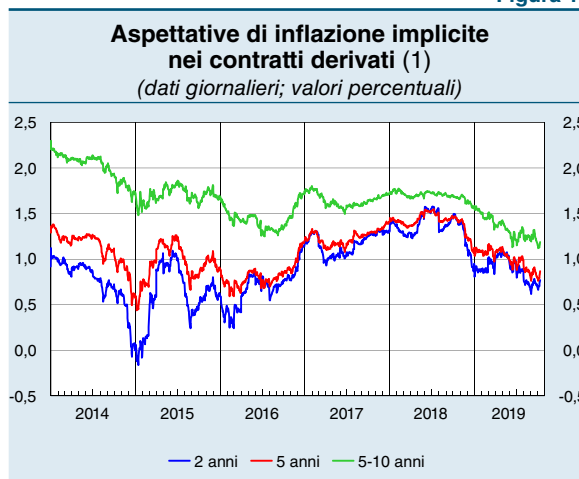


Figura 10



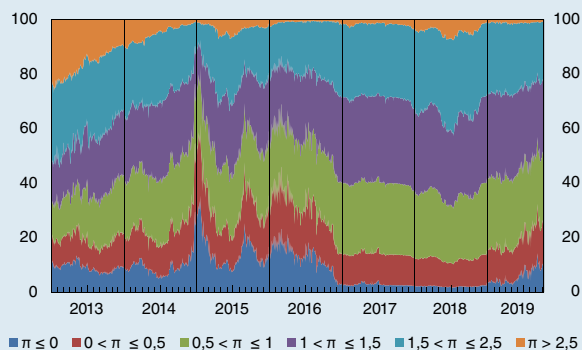
## I RISCHI AL RIBASSO PER LE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE NELLE ANALISI DELLA BANCA D'ITALIA

Le aspettative di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro, che erano risalite a partire dal 2015, nel corso dell'ultimo anno si sono ridotte, secondo quanto si ricava da un'ampia gamma di misure desumibili sia dai mercati finanziari sia dai sondaggi rivolti agli osservatori.

Le attese ricavate dai mercati finanziari, come quelle basate sull'andamento dei prezzi dei derivati – quali gli *inflation-linked swaps* (ILS) e le opzioni sul tasso di inflazione – sono diminuite

Figura A

**Distribuzione delle attese di inflazione a 5 anni implicite nelle opzioni sul tasso di inflazione (1)**  
(dati giornalieri; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg. Ultima elaborazione: stima sui dati riferiti al 10 ottobre 2019.

(1) La distribuzione dell'inflazione attesa ( $\pi$ ) è calcolata a partire dai prezzi delle opzioni zero coupon sul tasso di inflazione dell'area dell'euro su un orizzonte di 5 anni. Il tasso di inflazione sottostante è calcolato sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo dell'area euro al netto dei tabacchi.

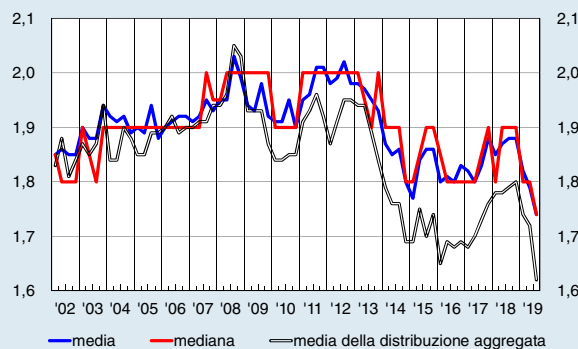
sensibilmente dalla metà del 2018. Alla fine dello scorso agosto le aspettative a cinque anni sull'orizzonte a cinque anni in avanti si collocavano all'1,3 per cento, quattro decimi di punto in meno rispetto a giugno del 2018. Dalla metà dello scorso anno la probabilità che l'inflazione si collochi al di sotto dell'1,5 per cento nella media dei cinque anni successivi, desunta dai prezzi delle opzioni sul tasso di inflazione, è aumentata di 20 punti percentuali (al 78 per cento; figura A).

Analogamente hanno avuto le misure delle aspettative basate sui sondaggi. Ad esempio le attese ricavate dall'indagine della Banca centrale europea (BCE) presso i previsori professionali (*Survey of Professional Forecasters*, SPF) sono scese nei primi nove mesi dell'anno in corso, portandosi all'1,6 per cento sull'orizzonte di cinque anni (figura B), un livello inferiore di uno-due decimi di punto rispetto alla fine del 2018 e di due-tre decimi di punto rispetto all'inizio del 2013, prima della prolungata fase di bassa inflazione.

Tali andamenti hanno nuovamente suscitato attenzione sui rischi di un possibile disancoraggio

Figura B

**Aspettative di inflazione a 5 anni (1)**  
(dati trimestrali; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati SPF. Ultima osservazione: indagine di luglio 2019.

(1) La media e la mediana sono costruite a partire dalle stime puntuali dei singoli intervistati; la media della distribuzione aggregata è la media della distribuzione di probabilità costruita con i dati relativi ai previsori che forniscono l'intera distribuzione delle loro previsioni.

Figura C

**Indicatore di disancoraggio verso il basso delle aspettative di inflazione (1)**  
(dati giornalieri; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg. Ultima elaborazione: stima sui dati riferiti al 10 ottobre 2019.

(1) Indicatore stimato a partire da una regressione logistica in cui: (a) la variabile dipendente è binaria e vale 1 quando le variazioni giornaliere delle aspettative di inflazione, approssimate dall'ILS con durata a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti, sono minori del decimo percentile (coda sinistra o *left-tail*); (b) il regressore è anch'esso una variabile binaria e vale 1 quando le variazioni giornaliere delle attese a breve termine, approssimate dall'ILS con durata a un anno sull'orizzonte a un anno in avanti, ricadono nella coda sinistra. L'indicatore, ottenuto come rapporto di probabilità (*odds ratio*) di tale regressione logistica, assume valori tra zero e infinito: un aumento segnala l'intensificarsi del legame tra forti ribassi delle attese a breve termine e quelli delle attese a lungo termine; valori bassi suggeriscono invece un più forte ancoraggio delle aspettative a lungo termine. Stima effettuata su una finestra mobile di 250 osservazioni.



delle aspettative di inflazione dall'obiettivo. I rischi possono essere quantificati mediante indicatori basati sul comovimento delle attese a breve e a lungo termine. Un indicatore di questo tipo, calcolato a partire dalle attese implicite negli ILS<sup>1</sup>, mostra che il rischio di disancoraggio delle aspettative di inflazione nell'area dell'euro è aumentato a partire dallo scorso novembre (figura C), rispecchiando i segnali di rallentamento dell'economia.

Indicazioni analoghe provengono da uno studio recente sulle aspettative a lungo termine rilevate dalla SPF<sup>2</sup>. I risultati suggeriscono che negli ultimi cinque anni l'intera distribuzione delle aspettative si è spostata su valori significativamente più bassi e che tale tendenza si è rafforzata dalla fine dello scorso anno (figura D). L'analisi segnala inoltre che le attese di inflazione a lungo termine risentono, in misura più accentuata che in passato, delle sorprese negative sul tasso di inflazione corrente, ma non di quelle positive, mostrando anche in questo caso il permanere di rischi di disancoraggio verso il basso<sup>3</sup>.

Gli andamenti descritti indicano, in modo concorde tra le diverse misure, che il deterioramento delle prospettive di crescita in atto dalla fine del 2018, se non contrastato, potrebbe tradursi in una diminuzione permanente delle aspettative di inflazione, su valori non coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE. Il pacchetto di misure adottate dal Consiglio direttivo lo scorso 12 settembre ha l'obiettivo di contrastare questo rischio (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate nel settembre 2019*).

<sup>1</sup> Le aspettative a breve termine sono approssimate dagli ILS a un anno sull'orizzonte a un anno in avanti, mentre quelle a lungo termine dagli ILS a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti (F. Natoli e L. Sigalotti, *An indicator of inflation expectations anchoring*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1103, 2017).

<sup>2</sup> F. Corsello, S. Neri e A. Tagliabracchi, *Anchored or de-anchored? That is the question*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 516, 2019.

<sup>3</sup> Per un risultato analogo con riferimento ai rendimenti sugli ILS, cfr. M. Miccoli e S. Neri, *Inflation surprises and inflation expectations in the euro area*, "Applied Economics", 51, 6, 2019, pp. 651-662.

**Il Consiglio direttivo della BCE ha introdotto misure espansive per contrastare i rischi**

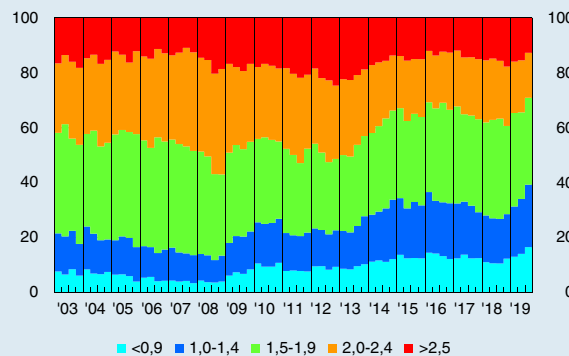
Nella riunione del 12 settembre il Consiglio direttivo della BCE, come preannunciato nelle riunioni precedenti, ha approvato con largo consenso un pacchetto di misure espansive, ritenendole appropriate al fine di contrastare i rischi al ribasso per l'inflazione derivanti dall'indebolimento delle prospettive dell'attività economica.

Il Consiglio ha ridotto di dieci punti base, a -0,50 per cento, il tasso sui depositi presso l'Eurosistema (fig. 11); si attende che i tassi ufficiali rimarranno su valori pari o inferiori a quelli attuali fintanto che le prospettive dell'inflazione non avranno stabilmente raggiunto un livello sufficientemente vicino al 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre deciso di riavviare, dall'inizio di novembre, il programma ampliato di acquisti netti di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP), che proseguirà finché necessario; ha allentato le condizioni delle nuove operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo

Figura D

**Distribuzione delle attese di inflazione a 5 anni**

(dati trimestrali; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati SPF. Ultima osservazione: indagine di luglio 2019.

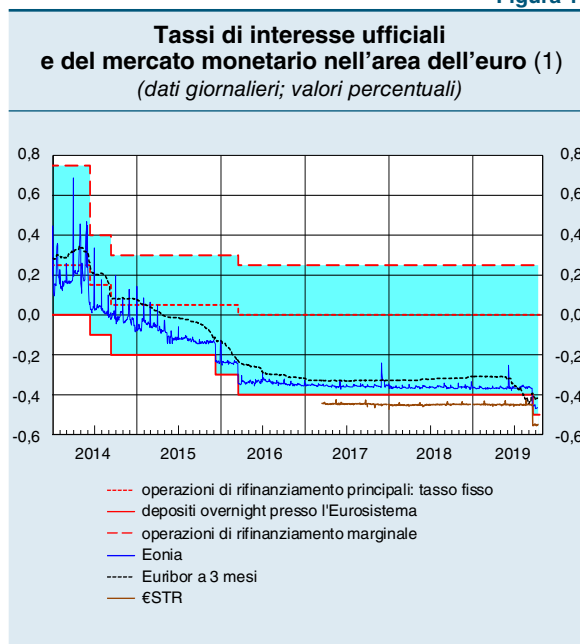


termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3) e ha introdotto un nuovo sistema di remunerazione delle riserve detenute presso l'Eurosistema (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate nel settembre 2019*).

Il ricorso da parte delle banche dell'area dell'euro alla prima delle sette operazioni TLTRO3, regolata il 25 settembre scorso, è stato molto limitato; nel complesso sono stati assegnati 3,4 miliardi a 28 controparti. La bassa domanda di liquidità all'asta ha verosimilmente riflesso la convenienza per gli operatori ad attendere le operazioni di rifinanziamento successive, anche alla luce dell'elevato ammontare di fondi ottenuti con operazioni TLTRO2 non ancora scadute.

Da ottobre il tasso sulla scadenza overnight Euro short-term rate (€STR), calcolato sulla base del costo della raccolta all'ingrosso non garantita per le banche dell'area dell'euro (inclusando le controparti non bancarie), ha affiancato il tasso Eonia come rendimento di riferimento per l'indicizzazione di strumenti e contratti finanziari (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2019).

Figura 11



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

## LE MISURE DI POLITICA MONETARIA ADOTTATE NEL SETTEMBRE 2019

Il 12 settembre il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha adottato un ampio pacchetto di misure: (a) è stato ridotto di dieci punti base il tasso sui depositi presso l'Eurosistema, a -0,50 per cento, ed è stata annunciata l'intenzione di mantenere i tassi di interesse su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché l'inflazione non abbia raggiunto in modo stabile un livello sufficientemente vicino al 2 per cento nell'orizzonte di previsione; (b) saranno ripresi gli acquisti netti mensili nell'ambito del programma ampliato di acquisti netti di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP) a un ritmo di 20 miliardi al mese<sup>1</sup>; (c) è stato ridotto di dieci punti base il costo delle nuove operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3) e la loro durata è stata estesa da due a tre anni<sup>2</sup>; (d) sarà introdotto un sistema a due livelli (*tiering*) per la remunerazione delle riserve, mediante il quale una parte della liquidità in eccesso detenuta dalle banche sarà esente dal pagamento del tasso di interesse negativo sui depositi presso l'Eurosistema e verrà remunerata allo 0,0 per cento<sup>3</sup>.

Il Consiglio ha inoltre confermato che il reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito dell'APP proseguirà per un periodo di tempo prolungato dopo l'avvio del

<sup>1</sup> Per i dettagli riguardanti alcune modifiche operative al programma di acquisto di attività finanziarie, cfr. BCE, *ECB provides additional details on purchases of assets with yields below the deposit facility rate*, comunicato stampa del 12 settembre 2019.

<sup>2</sup> Per i dettagli riguardanti le operazioni TLTRO3 e il loro costo per le banche, cfr. BCE, *ECB announces changes to new targeted longer-term refinancing operations (TLTRO III)*, comunicato stampa del 12 settembre 2019.

<sup>3</sup> Per i dettagli riguardanti le modalità operative del sistema di *tiering*, cfr. BCE, *ECB introduces two-tier system for remunerating excess liquidity holdings*, comunicato stampa del 12 settembre 2019.

rialzo dei tassi di interesse di riferimento della BCE, e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.

Le decisioni del Consiglio direttivo sono state assunte in risposta a un livello di inflazione che continua a essere sensibilmente inferiore all'obiettivo, in un contesto in cui l'economia dell'area resta debole e aumentano i rischi al ribasso per l'inflazione (cfr. il riquadro: *I rischi al ribasso per le aspettative di inflazione nelle analisi della Banca d'Italia*). Il Consiglio aveva già annunciato in luglio di essere determinato ad agire in assenza di miglioramenti nel profilo dell'inflazione.

La possibilità che lo stimolo monetario venisse rafforzato era già stata anticipata dagli operatori di mercato dall'inizio dell'estate e si era riflessa gradualmente nei prezzi delle attività finanziarie. Tra la metà di giugno e la fine della giornata del 12 settembre le aspettative di inflazione a lungo termine (a cinque anni sull'orizzonte a cinque anni in avanti, implicite nei contratti di *inflation swap*) sono aumentate di circa 20 punti base, all'1,3 per cento; i rendimenti sulle attività prive di rischio dell'area dell'euro sono diminuiti: quello sugli *overnight indexed swaps* (OIS) a dieci anni si è ridotto di oltre 30 punti base; l'euro si è deprezzato dell'1,7 per cento rispetto al dollaro. Nei giorni immediatamente successivi alla riunione si è avuto un ulteriore lieve indebolimento della valuta comune nei confronti del dollaro (-0,3 per cento).

Il Consiglio direttivo, coerentemente con l'approccio orientato a valutare in maniera simmetrica gli scostamenti positivi e quelli negativi dall'obiettivo di inflazione – entrambi in contrasto con la definizione di stabilità dei prezzi –, ha confermato la necessità di mantenere un indirizzo di politica monetaria ampiamente accomodante per un prolungato periodo di tempo e ha ribadito che resterà pronto ad adeguare opportunamente tutti gli strumenti disponibili per assicurare che l'inflazione continui ad avvicinarsi stabilmente all'obiettivo.

Il Consiglio ha sottolineato anche che, in considerazione del rallentamento dell'attività economica e degli aumentati rischi al ribasso, la politica di bilancio deve contribuire con maggiore determinazione a sostenere la domanda aggregata; in particolare può svolgere, nell'attuale fase di debolezza ciclica, un'importante funzione di stabilizzazione nei paesi che dispongono di margini di intervento; nei paesi con elevato debito pubblico è opportuno perseguire una ricomposizione delle spese orientata verso quelle più favorevoli alla crescita.

Tutti i membri del Consiglio hanno concordato sulla necessità dell'azione monetaria, in risposta alla persistente debolezza dell'inflazione; vi è stato un ampio consenso sul complesso del pacchetto di misure, pur se con valutazioni diverse su singoli strumenti e su alcune loro caratteristiche<sup>4</sup>. Le analisi prodotte dalla Banca d'Italia confermano che le misure attivate sono necessarie e appropriate per contrastare i rischi ciclici e la debolezza delle prospettive dei prezzi, in piena coerenza con le precedenti decisioni del Consiglio<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> Cfr. sul sito della BCE: *Account of the monetary policy meeting of the Governing Council of the European Central Bank held in Frankfurt am Main on Wednesday and Thursday, 11-12 September 2019*.

<sup>5</sup> *L'economia dell'area dell'euro e le recenti decisioni di politica monetaria*, intervento del Governatore della Banca d'Italia I. Visco, Giornate di economia "Marcello De Cecco", Lanciano, 28 settembre 2019.

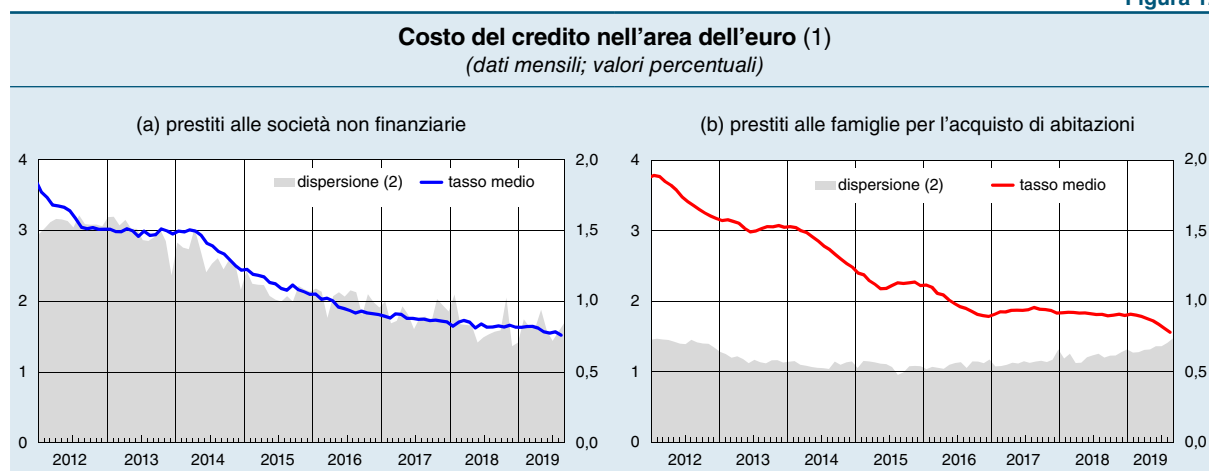
### **Prosegue la crescita del credito**

Sulla base dei dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni, i prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie nell'area dell'euro hanno continuato a espandersi in agosto, rispettivamente del 5,6 e del

3,5 per cento sui tre mesi, in ragione d'anno. La dinamica del credito alle imprese ha continuato a essere sostenuta dalle erogazioni in Francia e in Germania.

Il costo dei finanziamenti e la sua dispersione tra paesi si sono mantenuti su livelli molto bassi (fig. 12). Tra maggio e agosto si sono lievemente ridotti sia il tasso di interesse sui nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, sia quello sui nuovi prestiti alle imprese (all'1,6 e all'1,5 per cento, rispettivamente).

Figura 12



Fonte: BCE.

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

### 1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

I timori sulla crescita e l'orientamento più espansivo delle politiche monetarie si sono tradotti in una diminuzione dei rendimenti a lungo termine; hanno prodotto effetti contrastanti sui corsi azionari, la cui volatilità è aumentata. I mercati finanziari segnalano una leggera prevalenza di rischi di deprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro.

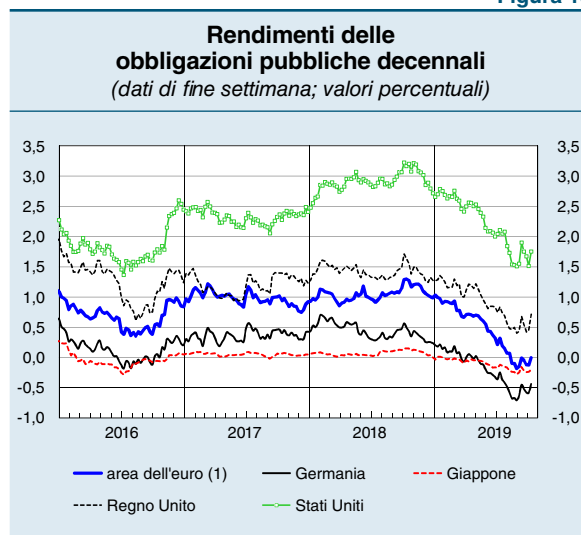
**È proseguito il calo dei rendimenti a lungo termine**

Nel terzo trimestre i tassi a lungo termine sono scesi in tutte le principali economie avanzate (fig. 13),

in concomitanza con l'aumento dei rischi al ribasso per la crescita e con il diffondersi di aspettative di un ulteriore stimolo monetario da parte delle maggiori banche centrali (cfr. i parr. 1.1 e 1.2).

Tra l'inizio di luglio e la metà di ottobre i rendimenti dei titoli di Stato decennali tedeschi sono diminuiti di circa 10 punti base, a -0,45 per cento.

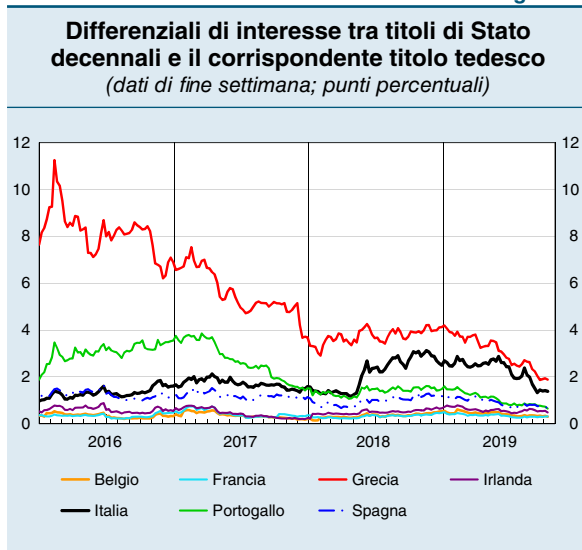
Figura 13



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

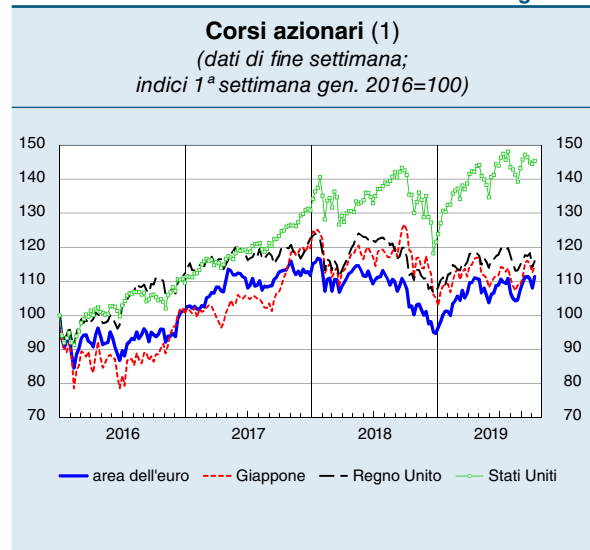
(1) Rendimenti medi dei titoli di Stato benchmark decennali dei paesi dell'area dell'euro, ponderati con il PIL a prezzi concatenati del 2010; il dato esclude Cipro, Estonia, Grecia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Slovacchia e Slovenia.

Figura 14



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Figura 15



Fonte: Refinitiv.

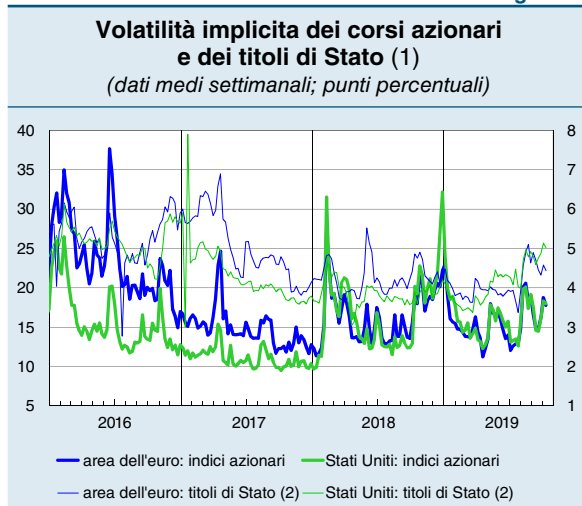
(1) Indici: Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Nikkei 225 per il Giappone, FTSE All Share per il Regno Unito e Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti.

I differenziali di rendimento con i titoli tedeschi si sono ridotti di 73 punti base in Italia (cfr. il par. 2.8), di 15 in Portogallo e in misura minore in Belgio e Spagna; sono invece leggermente cresciuti in Francia e Irlanda (fig. 14).

**I corsi azionari hanno recuperato la flessione di agosto**

I corsi azionari nei principali paesi avanzati ed emergenti hanno subito consistenti ribassi durante il mese di agosto, risentendo dell'introduzione di nuove misure protezionistiche da parte di Stati Uniti e Cina (cfr. il par. 1.1); le quotazioni sono in seguito risalite, riflettendo l'effetto, di segno opposto, dell'attesa di condizioni

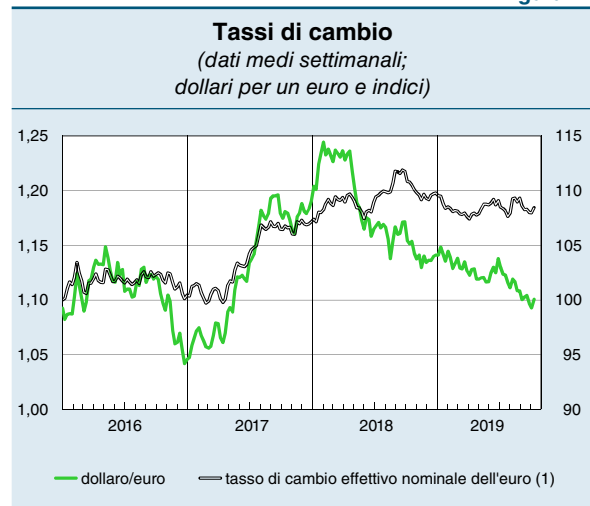
Figura 16



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

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

Figura 17



Fonte: BCE, Bloomberg e Refinitiv.

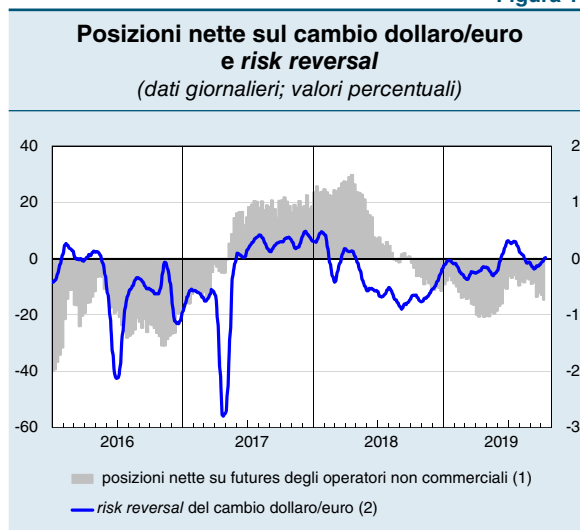
(1) Un incremento del tasso di cambio effettivo nominale indica un apprezzamento dell'euro. Indice: 1ª settimana gen. 2016=100. Scala di destra.

monetarie più accomodanti (fig. 15). Con l'accresciuta incertezza sull'evoluzione delle tensioni commerciali e sulle prospettive della congiuntura internazionale, la volatilità implicita degli indici azionari è aumentata (fig. 16).

**L'euro  
si è deprezzato  
rispetto al dollaro**

Nel terzo trimestre il cambio dell'euro si è deprezzato sul dollaro, mentre è rimasto sostanzialmente invariato in termini effettivi nominali (fig. 17). I mercati dei derivati segnalano che nella percezione degli operatori appare lievemente più marcato il rischio di un ulteriore indebolimento del cambio nei confronti della valuta statunitense; sul mercato dei futures prevalgono infatti le posizioni corte in euro degli operatori non commerciali. Il *risk reversal* a un mese indica invece che il costo di assicurarsi contro un significativo apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro è sostanzialmente analogo a quello di assicurarsi contro un suo forte deprezzamento (fig. 18).

Figura 18



Fonte: BCE, Bloomberg e Refinitiv.

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

# 2 L'ECONOMIA ITALIANA

## 2.1 LA FASE CICLICA

Secondo le indicazioni congiunturali più recenti l'attività economica in Italia, frenata dalla perdurante debolezza del ciclo industriale in tutta l'area dell'euro e moderatamente sostenuta da servizi e costruzioni, potrebbe essere rimasta pressoché stazionaria nel trimestre estivo.

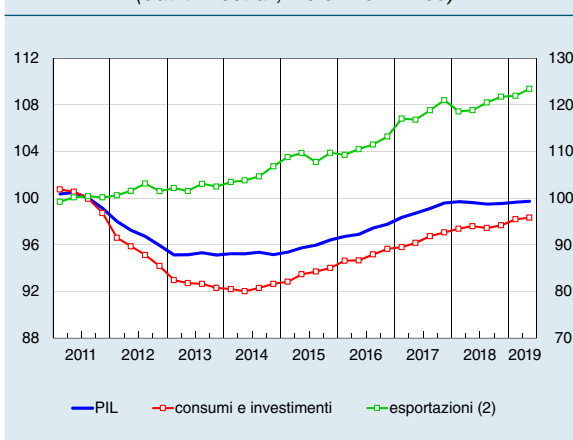
**Il PIL è appena aumentato nel secondo trimestre...**

Nei mesi primaverili il PIL è cresciuto dello 0,1 per cento, come nel trimestre precedente (fig. 19 e

tav. 4). La domanda interna è stata sostenuta dalla spesa delle famiglie e soprattutto dagli investimenti in beni strumentali, che hanno beneficiato anche del rinnovo, da aprile, degli incentivi fiscali (super ammortamento); la spesa in costruzioni si è invece contratta. La variazione delle scorte ha nuovamente fornito un contributo negativo alla crescita. L'apporto della domanda estera netta è

Figura 19

**PIL e principali componenti della domanda (1)**  
(dati trimestrali; indici: 2011=100)



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

Tavola 4

**PIL e principali componenti (1)**

(variazioni percentuali sul periodo precedente e contributi alla crescita)

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

Fonte: Istat.

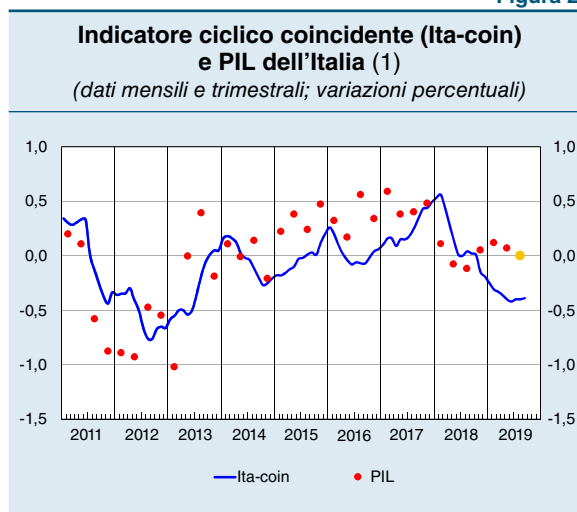
(1) Valori concatenati; i dati trimestrali sono destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Include la voce variazione delle scorte e oggetti di valore. – (3) Include anche le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (4) Includono, oltre alla componente degli investimenti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

stato appena positivo, per effetto di un incremento delle esportazioni maggiore di quello delle importazioni. Il valore aggiunto è aumentato nel settore dei servizi, mentre si è ridotto nell'industria in senso stretto e nelle costruzioni.

**...e probabilmente sarebbe rimasto invariato in estate**

Sulla base delle informazioni disponibili, il PIL sarebbe rimasto pressoché stazionario nel terzo trimestre, ancora frenato dalla debolezza nel settore manifatturiero (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel terzo trimestre del 2019*), che risente dei legami produttivi e commerciali tra la nostra economia e quella tedesca (cfr. il par. 1.2). Anche l'indicatore Ita-coin elaborato dalla Banca d'Italia suggerisce che la dinamica di fondo dell'attività economica sarebbe rimasta debole (fig. 20); negli ultimi trimestri l'indicatore è stato frenato dalla flessione dell'attività manifatturiera e dall'andamento sfavorevole degli indici di fiducia delle imprese, che sono correlati in misura rilevante con le tendenze di fondo dell'economia.

Figura 20



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*. Per Ita-coin, stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche. La stima di Ita-coin e il tasso di crescita del PIL sono calcolati sulla base della versione dei conti economici trimestrali disponibile prima della revisione dei dati Istat del 4 ottobre.

## L'ATTIVITÀ ECONOMICA NEL TERZO TRIMESTRE DEL 2019

Sulla base delle informazioni più recenti, elaborate utilizzando i modelli previsivi della Banca d'Italia<sup>1</sup>, il PIL italiano sarebbe rimasto pressoché stazionario nel terzo trimestre del 2019 (figura A). Il prodotto sarebbe stato frenato ancora dal settore industriale, a fronte di un contributo appena positivo dell'attività nei servizi e di un modesto recupero nel comparto delle costruzioni. Permane la possibilità che la debolezza congiunturale, sinora emersa con maggiore intensità nella manifattura, si trasmetta anche agli altri settori dell'economia in misura più pronunciata rispetto a quanto suggerito dalle informazioni finora disponibili.

Le nostre stime per il mese di settembre comporterebbero una diminuzione della produzione industriale nel terzo trimestre pari allo 0,5 per cento; all'aumento dei consumi elettrici si è contrapposto un forte calo del trasporto di merci (figura B). Gli indicatori della fiducia delle imprese manifatturiere sono scesi (figura C); l'indice dei responsabili degli acquisti delle aziende del settore (*purchasing managers' index*, PMI) è rimasto sotto la soglia di espansione (cfr. fig. 21.b).

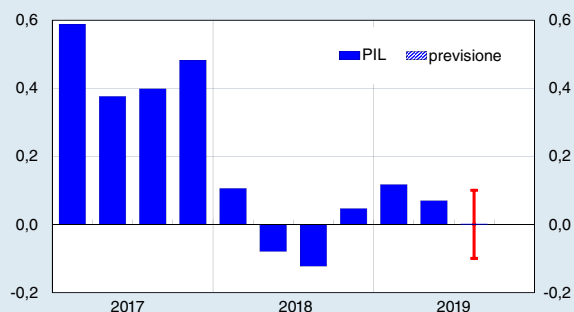
La crescita dell'attività nei servizi sarebbe rimasta molto contenuta. Lo suggeriscono sia il livello dei PMI del comparto, appena sopra la soglia di espansione (circa 51 nella media del terzo trimestre; figura D), sia il saldo tra nascite e cessazioni di imprese, che è rimasto basso.

<sup>1</sup> La valutazione si basa su un'ampia gamma di informazioni parziali di tipo quantitativo (quali i consumi elettrici, il traffico merci, la produzione industriale), su sondaggi presso le imprese e su altre valutazioni di tipo qualitativo, che sono combinate attraverso modelli statistici. Per una panoramica riguardante i modelli di previsione a breve termine, cfr. il riquadro: *L'attività economica nel quarto trimestre del 2016 sulla base degli indicatori congiunturali coincidenti*, in *Bollettino economico*, 1, 2017; cfr. inoltre sul sito della Banca d'Italia: *Modelli macroeconomici*. La stima preliminare del PIL sarà diffusa dall'Istat il prossimo 31 ottobre.



Figura A

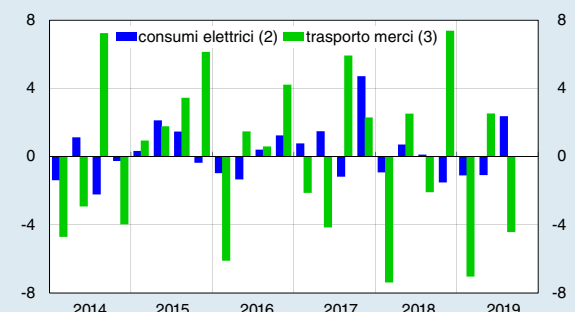
**Andamento del PIL (1)**  
(variazioni percentuali)



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

Figura B

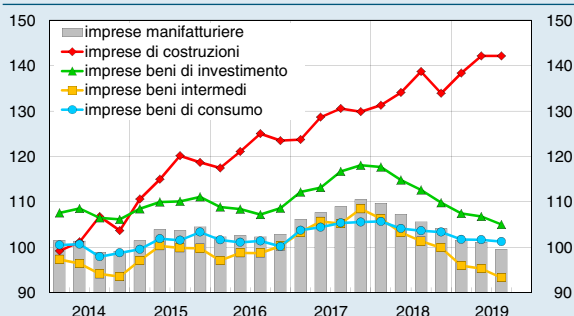
**Indicatori congiunturali (1)**  
(variazioni percentuali destagionalizzate)



Fonte: elaborazioni su dati Autostrade per l'Italia, Ferrovie dello Stato, Istat e Terna.  
(1) Variazione media nel trimestre di riferimento rispetto al trimestre precedente. – (2) Il dato, depurato dall'effetto delle temperature, approssima il consumo di energia elettrica del settore industriale. – (3) Indicatore sintetico estratto dai flussi su strada e da quelli su rotaia forniti rispettivamente da Autostrade per l'Italia e da Ferrovie dello Stato (dati soggetti a revisione). Le due società non sono responsabili delle elaborazioni effettuate e delle indicazioni che ne derivano.

Figura C

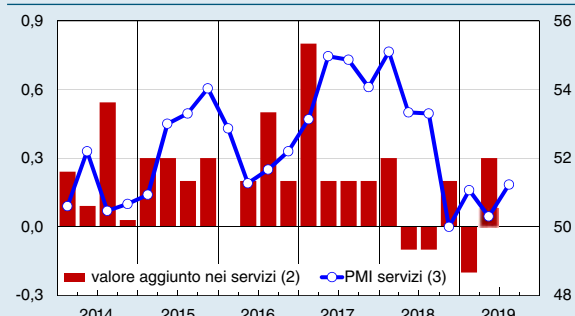
**Indici di fiducia delle imprese industriali (1)**  
(livelli; indici: 2010=100)



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

Figura D

**PMI e valore aggiunto nei servizi (1)**  
(indici di diffusione e variazioni percentuali)



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

Il valore aggiunto nelle costruzioni avrebbe ripreso ad aumentare, seppure in misura modesta, come si deduce dal debole recupero della produzione in luglio rispetto alla media del trimestre primaverile. Segnali favorevoli provengono dall'indice di fiducia delle imprese operanti nel settore, rimasto su valori elevati nel sondaggio condotto dall'Istat (figura C), e dai giudizi sulla situazione economica generale riportati nell'ultima *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* realizzata dalla Banca d'Italia (cfr. il riquadro: *Le prospettive degli investimenti sulla base delle inchieste presso le imprese*).

Alla luce delle informazioni congiunturali più recenti, i principali previsori istituzionali e privati hanno confermato le proiezioni di un'attività economica pressoché stazionaria per il complesso del 2019. Gli analisti censiti da Consensus Economics in settembre prefigurano in media una variazione nulla del PIL in Italia nel 2019, lievemente al di sotto delle valutazioni di giugno.

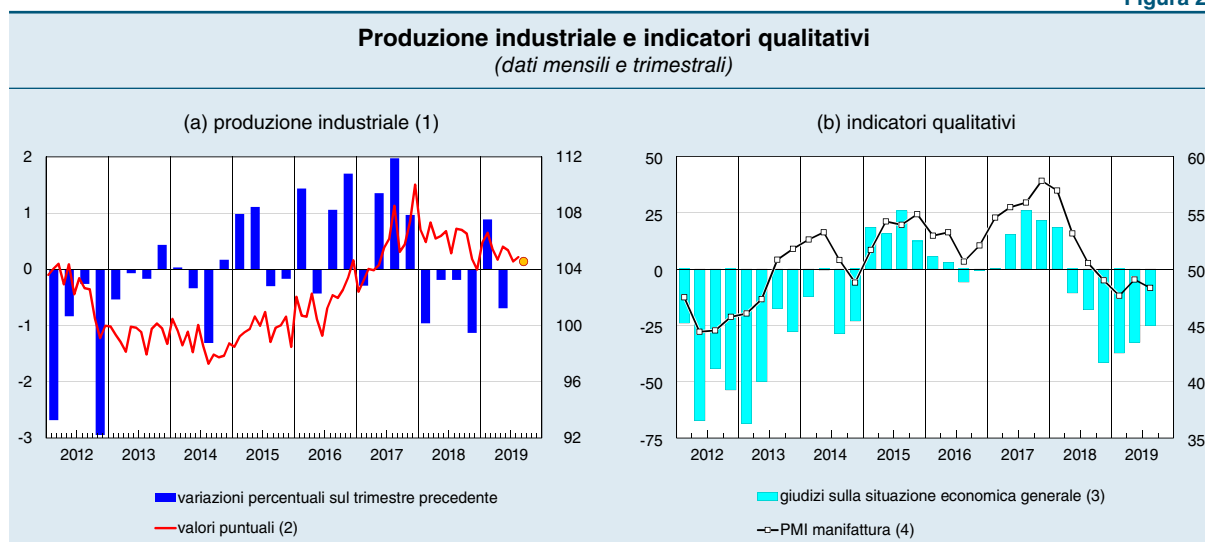
## 2.2 LE IMPRESE

Sulla base degli indicatori congiunturali disponibili si stima che la produzione industriale abbia continuato a diminuire nei mesi estivi, seppure in misura meno intensa rispetto al secondo trimestre. La reintroduzione degli incentivi fiscali a partire dal mese di aprile ha sostenuto la dinamica degli investimenti in beni strumentali. Nelle indagini della Banca d'Italia le imprese indicano piani di accumulazione lievemente più espansivi, con un modesto miglioramento dei giudizi sulle condizioni per investire, sulla situazione economica generale e sull'andamento della domanda per i propri prodotti.

**Si attenua la flessione della produzione industriale**

In agosto l'attività industriale è aumentata dello 0,3 per cento rispetto a luglio, sostenuta dalla produzione di beni strumentali e di consumo (fig. 21.a); sulla base delle nostre stime per settembre, nel complesso del terzo trimestre sarebbe scesa di circa mezzo punto percentuale.

Figura 21



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

(1) Dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Indice: 2015=100; il punto rappresenta la previsione del dato di settembre. Scala di destra. – (3) Saldo in punti percentuali tra le risposte "migliore" e "peggiore" al quesito sulla situazione economica generale dell'Italia (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 14 ottobre 2019). – (4) Indici di diffusione desumibili dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (PMI), relativi all'attività economica nel settore manifatturiero. Scala di destra.

L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) si è mantenuto al di sotto della soglia di espansione nella manifattura (fig. 21.b); nei servizi prefigura invece un aumento moderato dell'attività. I giudizi sulla situazione economica generale espressi dalle aziende intervistate nell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, condotta in settembre dalla Banca d'Italia, sono lievemente più favorevoli che nel sondaggio precedente. Sono migliorate anche le valutazioni delle imprese sull'evoluzione nei prossimi tre mesi della domanda per i propri prodotti, sebbene l'impulso proveniente dalle esportazioni sia previsto in riduzione (cfr. il riquadro: *Le prospettive degli investimenti sulla base delle inchieste presso le imprese*).

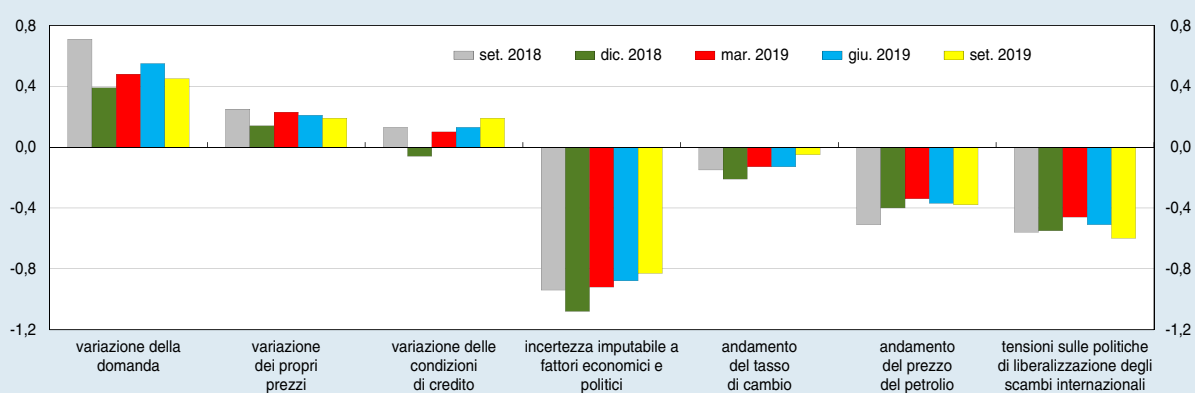
### LE PROSPETTIVE DEGLI INVESTIMENTI SULLA BASE DELLE INCHIESTE PRESSO LE IMPRESE

Tra il 29 agosto e il 19 settembre 2019 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, 14 ottobre 2019).

Nel terzo trimestre il saldo fra i giudizi di miglioramento e quelli di peggioramento circa la situazione economica generale, pur mantenendosi negativo, è cresciuto (cfr. fig. 21.b) grazie alle più favorevoli valutazioni delle imprese dei servizi e delle costruzioni. Le aziende indicano che l'andamento della domanda per i propri prodotti è stato lievemente più sostenuto che nei precedenti tre mesi, anche se si è indebolito nella componente estera, penalizzata in particolare dalla riduzione delle vendite sul mercato tedesco. Per l'ultimo trimestre dell'anno le imprese si attendono un rallentamento delle esportazioni. Tra i principali fattori che freneranno l'attività nel breve termine vengono segnalati in prevalenza l'incertezza economica e politica – sebbene in misura meno pronunciata rispetto alle scorse indagini – e le tensioni relative agli scambi internazionali (figura A).

Figura A

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



(1) Alle imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi è stato richiesto di esprimere un giudizio su come ciascun fattore influenzerà le proprie condizioni di attività nei prossimi 3 mesi. Le risposte in termini di direzione (ribasso o rialzo) e di intensità (forte/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.

Le valutazioni delle imprese sulle condizioni per investire sono leggermente più favorevoli di tre mesi prima, in special modo nel terziario e nelle costruzioni (figura B). Nel complesso dell'economia il saldo tra i giudizi di miglioramento e quelli di peggioramento è risalito sui valori della primavera del 2018, benché in tutti i comparti continui a prevalere la quota di aziende che esprime giudizi negativi. I piani di investimento per l'anno in corso sono più espansivi rispetto alla precedente indagine (figura C), in particolare nel settore delle costruzioni, per il quale i programmi di spesa indicano un aumento sul 2018.

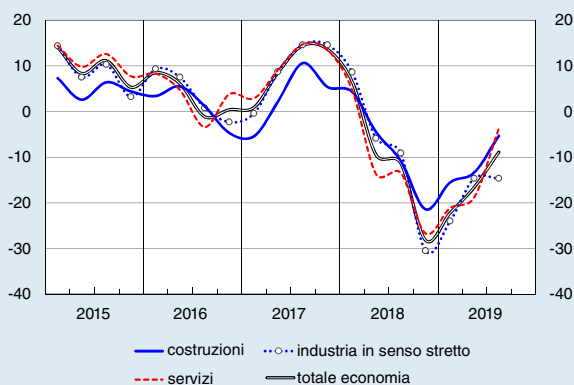
Le valutazioni delle imprese divergono in base ai mercati di destinazione delle vendite; le intenzioni di spesa delle aziende che esportano in Germania si sono ridimensionate, a fronte di una lieve revisione al rialzo dei piani di investimento per quest'anno nel complesso dell'economia (figura D).

Le imprese prevedono nel secondo semestre di quest'anno una spesa per investimenti superiore a quella del primo; i maggiori piani di investimento riflettono probabilmente anche la reintroduzione da aprile degli incentivi fiscali per l'acquisto di beni strumentali.

L'andamento moderatamente positivo degli investimenti nell'anno in corso è confermato dalle valutazioni delle imprese del *Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi* (Banca d'Italia, Statistiche, di prossima pubblicazione), condotto tra settembre e ottobre dalle Filiali della Banca d'Italia su un campione maggiormente rappresentativo delle aziende di piccola dimensione (circa 4.000 imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi con almeno 20 addetti e delle costruzioni con almeno 10 addetti).

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, 14 ottobre 2019).

Oltre due terzi delle imprese ritengono che la spesa per investimenti nell'anno in corso sarà in linea con i programmi lievemente espansivi formulati alla fine del 2018; tra le restanti prevale la quota di quante si attendono un'accumulazione superiore a quella pianificata.

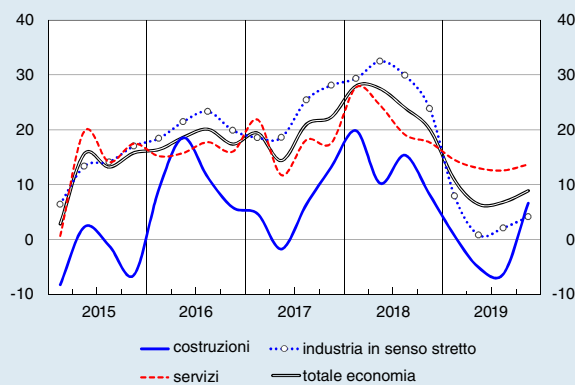
Indicazioni favorevoli per l'accumulazione di capitale provengono anche dall'aumento, nel confronto con l'indagine precedente, delle imprese che hanno accresciuto la domanda di prestiti bancari nel primo semestre principalmente allo scopo di finanziare gli investimenti.

Per il prossimo anno la maggioranza delle imprese pianifica una spesa per investimenti in linea con quella realizzata nell'anno in corso; il 22 per cento prevede di aumentarla e solo il 16 per cento di ridurla. Tra gli elementi che incidono favorevolmente sui piani di accumulazione, le aziende indicano l'attesa di una parziale ripresa della domanda, nonostante il perdurare dell'incertezza imputabile a fattori economici e politici.

Le imprese di costruzione hanno segnalato un incremento della produzione nell'anno in corso rispetto al precedente: sono decisamente migliorati i giudizi delle imprese operanti nel comparto delle opere pubbliche. Nel 2020 le aziende si attendono un'ulteriore crescita della produzione.

Figura C

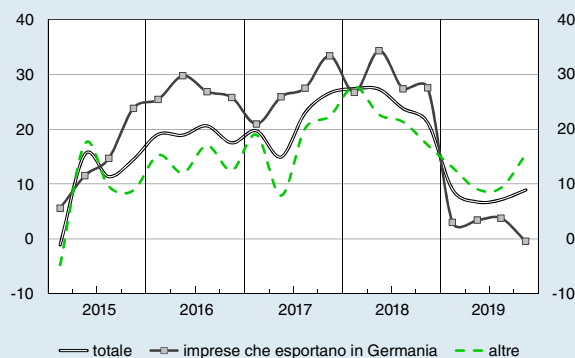
**Andamento degli investimenti per l'anno di riferimento secondo le attese delle imprese (1)**  
(dati trimestrali; punti percentuali)



(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, 14 ottobre 2019); la prima indicazione delle attese sull'anno di riferimento viene rilevata nel quarto trimestre dell'anno precedente.

Figura D

**Andamento degli investimenti per l'anno di riferimento: scomposizione per mercato di destinazione delle vendite (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, 14 ottobre 2019); la prima indicazione delle attese sull'anno di riferimento viene rilevata nel quarto trimestre dell'anno precedente; sono identificate come imprese che esportano in Germania solo quelle che hanno dichiarato vendite in questo mercato sia nella rilevazione di aprile sia in quella di ottobre 2019.

**Gli incentivi fiscali hanno sostenuto gli investimenti**

Nel secondo trimestre l'accumulazione di capitale ha decelerato (allo 0,4 per cento sul periodo precedente, da 2,7) in particolare per effetto della contrazione degli investimenti in costruzioni. È rimasta solida la crescita della componente dei beni strumentali, che ha verosimilmente beneficiato della reintroduzione degli incentivi fiscali da aprile<sup>1</sup>. Secondo l'indagine della Banca d'Italia sulle aspettative di inflazione e crescita, la quota di imprese che prevede di espandere i piani di investimento nell'anno in corso rispetto al 2018 è aumentata, soprattutto nel comparto delle costruzioni (cfr. il riquadro: *Le prospettive degli investimenti sulla base delle inchieste presso le imprese*).

**L'attività nel settore delle costruzioni aumenta moderatamente**

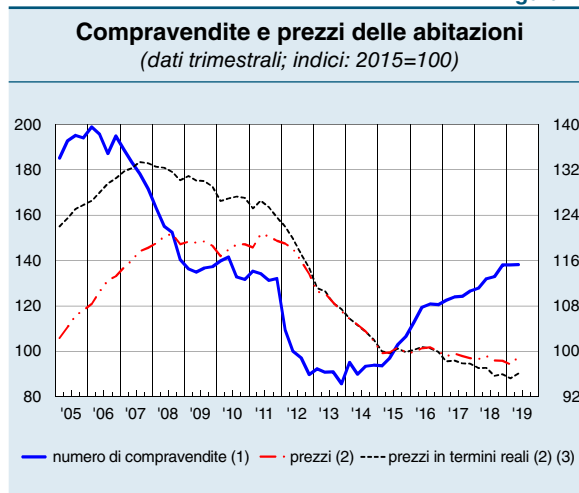
Nei mesi primaverili il numero delle compravendite di abitazioni è rimasto pressoché invariato sui livelli raggiunti a inizio anno; si è attenuata la flessione dei prezzi delle case (fig. 22). In luglio l'attività nel comparto delle costruzioni è appena aumentata rispetto alla media del secondo trimestre (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel terzo trimestre del 2019*); gli indici di fiducia delle imprese del settore restano su valori elevati. Il *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* realizzato in luglio dalla Banca d'Italia segnala che le prospettive degli agenti immobiliari sull'evoluzione del mercato nazionale nel terzo trimestre sono divenute più caute, pur restando positive.

**Il debito delle imprese si è mantenuto stabile**

Sulla base dei dati diffusi dall'Istat, nella media dei quattro trimestri terminanti a giugno del 2019 la quota dei profitti delle imprese (definita dal rapporto tra risultato lordo di gestione e valore aggiunto) è nuovamente diminuita rispetto al periodo precedente, a seguito dell'aumento del costo del lavoro. Anche la capacità di autofinanziamento (rapporto tra risparmio lordo e valore aggiunto) si è ridotta. Nel secondo trimestre dell'anno il debito complessivo delle imprese in percentuale del PIL è stabile al 68,9 per cento (fig. 23), un livello molto al di sotto di quello medio dell'area dell'euro (105,6 per cento).

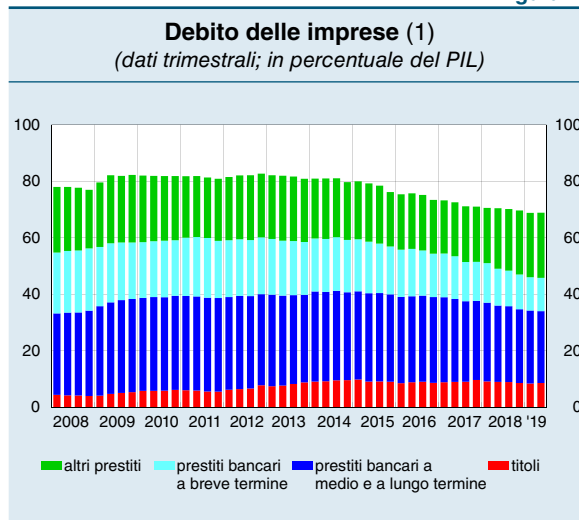
<sup>1</sup> Il DL 34/2019 del 30 aprile (decreto crescita), convertito con modificazioni dalla L. 58/2019 lo scorso 28 giugno, ha reintrodotta il super ammortamento per gli investimenti in beni strumentali. L'agevolazione consente di dedurre il 130 per cento del costo sostenuto per gli acquisti effettuati dal 1° aprile al 31 dicembre 2019.

Figura 22



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

Figura 23



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

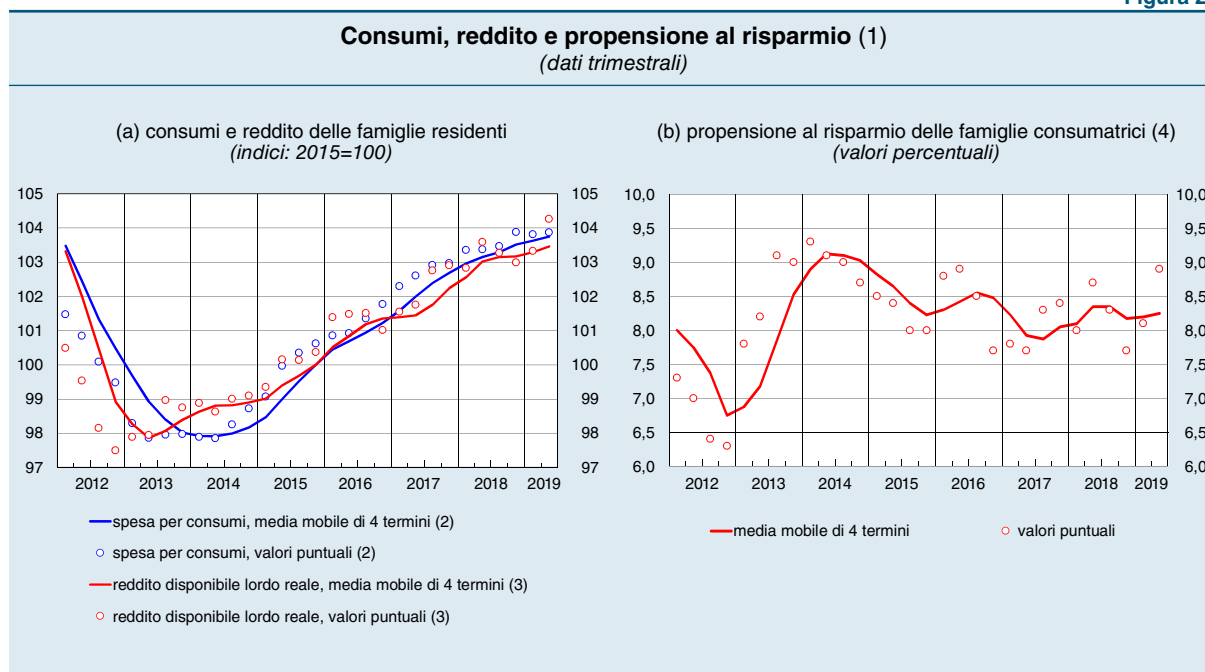
## 2.3 LE FAMIGLIE

In primavera i consumi delle famiglie sono appena cresciuti, a fronte di un incremento più marcato del reddito disponibile; la propensione al risparmio è ancora aumentata, probabilmente a causa della maggiore incertezza sulle prospettive economiche rilevata attraverso i sondaggi. Le informazioni congiunturali più recenti suggeriscono una dinamica della spesa ancora debole nel terzo trimestre.

**I consumi sono appena cresciuti nel secondo trimestre...**

Nel secondo trimestre i consumi delle famiglie sono aumentati dello 0,1 per cento; l'incremento della spesa per servizi e per beni non durevoli è stato parzialmente compensato dalla diminuzione degli acquisti di beni durevoli e semidurevoli. Il reddito disponibile al netto dell'inflazione ha continuato a espandersi (0,9 per cento sul trimestre precedente; fig. 24.a), sostenuto dai redditi da lavoro e dalle prestazioni sociali, che dallo scorso aprile includono anche le erogazioni del Reddito di cittadinanza. La propensione al risparmio è ancora salita (all'8,9 per cento; fig. 24.b). Su questi andamenti ha verosimilmente anche pesato l'accresciuta incertezza sulle prospettive economiche, suggerita dalla maggiore eterogeneità delle attese sulla situazione economica generale e personale rilevate nelle indagini campionarie sul clima di fiducia delle famiglie.

Figura 24



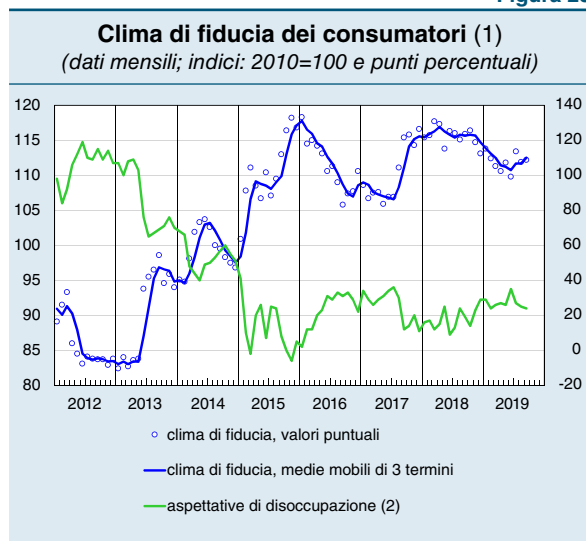
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

**...e sarebbero lievemente aumentati anche in estate**

Secondo nostre stime basate sulle informazioni congiunturali più recenti, in estate i consumi sarebbero cresciuti debolmente, soprattutto per effetto di una maggiore spesa per beni durevoli, coerente con il nuovo incremento delle immatricolazioni di autoveicoli. La sostanziale stabilizzazione del numero di occupati nel bimestre luglio-agosto (cfr. il par. 2.5) si sarebbe riflessa in un rallentamento degli acquisti di beni non durevoli. L'indice di fiducia delle famiglie è rimasto pressoché invariato in settembre; il peggioramento dei giudizi sulla situazione economica corrente è stato compensato da attese sull'occupazione più favorevoli (fig. 25).

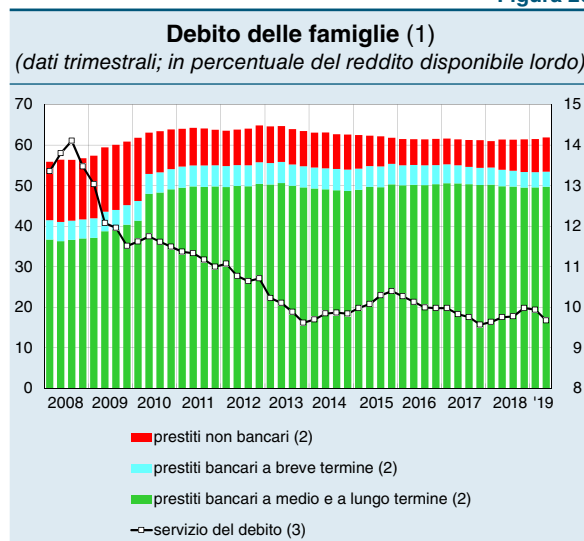
Figura 25



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Figura 26



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

(1) Consistenze di fine trimestre; flussi cumulati su 4 trimestri. I dati dell'ultimo periodo sono provvisori. Il debito include i prestiti cartolarizzati. – (2) La ripartizione tra prestiti bancari e prestiti non bancari presenta una discontinuità statistica nel 2° trimestre del 2010. Per i riferimenti metodologici, cfr. l'avviso in *Indicatori monetari e finanziari. Conti finanziari*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 58, 2010. – (3) Stima degli oneri per il servizio del debito (pagamento di interessi più rimborso delle quote di capitale) imputabili alle sole famiglie consumatrici. Scala di destra.

### Scende l'incidenza del servizio del debito sul reddito disponibile

Nel secondo trimestre del 2019 il debito delle famiglie italiane in rapporto al reddito disponibile è leggermente aumentato (al 61,8 per cento; fig. 26), un livello ben al di sotto di quello medio dell'area dell'euro (94,7 per cento). In rapporto al PIL il debito è salito al 41,3 per cento (58,0 nell'area dell'euro).

L'incidenza sul reddito disponibile degli oneri sostenuti per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale) è scesa al 9,7 per cento (dal 9,9), grazie alla riduzione dell'onere medio per interessi.

Nei mesi estivi il costo medio dei nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si è lievemente ridotto (1,7 per cento in agosto; cfr. il par. 2.7).

## 2.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Gli indicatori più recenti prefigurano un indebolimento delle esportazioni, che nel secondo trimestre avevano accelerato nonostante la flessione degli scambi mondiali; nei primi sette mesi dell'anno è tuttavia aumentato l'avanzo di conto corrente e si è ulteriormente avvicinata al pareggio la posizione estera netta dell'Italia. Tra giugno e agosto sono stati ingenti gli acquisti di titoli pubblici italiani da parte degli investitori esteri; ne ha beneficiato il saldo debitorio della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2, poi ampliatosi in settembre per l'effetto tecnico di consistenti rimborsi netti di titoli di Stato.

### Le esportazioni sono cresciute, nonostante il calo degli scambi mondiali...

Le esportazioni di beni e servizi in volume sono cresciute dell'1,2 per cento nel secondo trimestre (tav. 5), nonostante il calo del commercio mondiale. L'andamento della componente dei beni è stato favorevole soprattutto nei mercati della UE; il principale sostegno alla crescita delle esportazioni



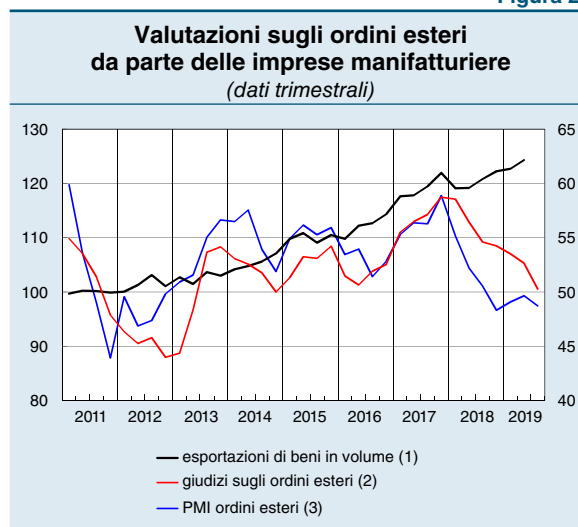
Tavola 5

Esportazioni e importazioni dell'Italia (1) (variazioni percentuali sul trimestre precedente)		
VOCI	2019 1° trim.	2019 2° trim.
<b>Esportazioni</b>	<b>0,2</b>	<b>1,2</b>
Beni	0,5	1,1
intra UE	0,5	1,8
extra UE	0,5	0,2
Servizi	-1,3	1,9
<b>Importazioni</b>	<b>-2,1</b>	<b>0,9</b>
Beni	-2,0	1,1
intra UE	-2,5	2,3
extra UE	-1,4	-0,5
Servizi	-2,5	0,0

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Figura 27



Fonte: Istat, Markit e Refinitiv.

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

complessive è provenuto dai comparti della farmaceutica, dei prodotti petroliferi raffinati e dell'abbigliamento.

Le importazioni di beni e servizi sono aumentate dello 0,9 per cento in volume, trainate dagli acquisti di beni dagli altri paesi della UE.

**...ma gli indicatori più recenti ne prefigurano un indebolimento**

Secondo i dati più recenti, nella media di luglio e agosto le esportazioni di beni, valutate a prezzi correnti e corrette per la stagionalità, sono diminuite dell'1,3 per cento rispetto alla media del secondo trimestre; il calo si è prevalentemente concentrato nelle vendite agli altri paesi della UE. I giudizi sugli ordini esteri delle imprese manifatturiere rilevati dall'Istat sono peggiorati e il PMI sugli ordini dall'estero è lievemente sceso nel terzo trimestre (fig. 27). Le indagini condotte dalla Banca d'Italia in settembre segnalano un deterioramento delle aspettative delle imprese sulla domanda estera nel trimestre in corso (cfr. il riquadro: *Le prospettive degli investimenti sulla base delle inchieste presso le imprese*).

L'amministrazione degli Stati Uniti ha annunciato nuovi dazi su specifiche importazioni dalla UE (cfr. il par. 1.1). Sulla base della lista resa nota dalle autorità statunitensi<sup>2</sup>, per l'Italia l'aumento delle tariffe riguarda solo alcuni prodotti della filiera agroalimentare; potrebbe avere, data l'elevata eterogeneità tra le imprese del settore, un impatto significativo per un numero circoscritto di esportatori che traggono un'ampia percentuale del proprio fatturato dalle vendite di tali prodotti sul mercato statunitense. In termini aggregati l'ammontare di esportazioni italiane direttamente colpite dai nuovi dazi sarebbe pari a quasi 400 milioni di euro, corrispondenti a meno dell'1 per cento del complesso delle nostre vendite di beni negli Stati Uniti. Più rilevanti potrebbero essere tuttavia gli effetti indiretti, trasmessi attraverso l'interscambio con i nostri partner commerciali dell'area o mediante una revisione dei piani delle imprese europee.

<sup>2</sup> Office of the United States, Trade Representative, *Notice of Determination and Action Pursuant to Section 301: Enforcement of U.S. WTO Rights in Large Civil Aircraft Dispute*, "Federal Register", 84, 196, 9 ottobre 2019, pp. 54245-54264.

Tavola 6

Bilancia dei pagamenti dell'Italia (1) (saldi in miliardi di euro)				
VOCI	2017	2018	gen.-ago. 2018	gen.-ago. 2019
<b>Conto corrente</b>	<b>46,5</b>	<b>46,0</b>	<b>29,6</b>	<b>34,2</b>
per memoria: in % del PIL	2,7	2,6		
Merci	56,7	47,3	33,0	39,5
prodotti non energetici (2)	88,1	86,4	57,9	64,1
prodotti energetici (2)	-31,5	-39,1	-24,9	-24,7
Servizi	-4,6	-2,7	-0,3	0,4
Redditi primari	9,2	18,8	7,8	6,6
Redditi secondari	-14,8	-17,4	-10,9	-12,2
<b>Conto capitale</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,9</b>
<b>Conto finanziario</b>	<b>47,6</b>	<b>30,5</b>	<b>17,3</b>	<b>42,8</b>
Investimenti diretti	0,4	-0,2	0,6	2,7
Investimenti di portafoglio	84,1	120,0	92,1	-71,5
Derivati	-7,2	-2,7	-3,0	2,6
Altri investimenti (3)	-32,3	-89,3	-74,2	107,1
Variazione riserve ufficiali	2,7	2,6	1,8	1,9
<b>Errori e omissioni</b>	<b>0,5</b>	<b>-14,9</b>	<b>-11,8</b>	<b>9,5</b>

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

### Si amplia l'avanzo di conto corrente

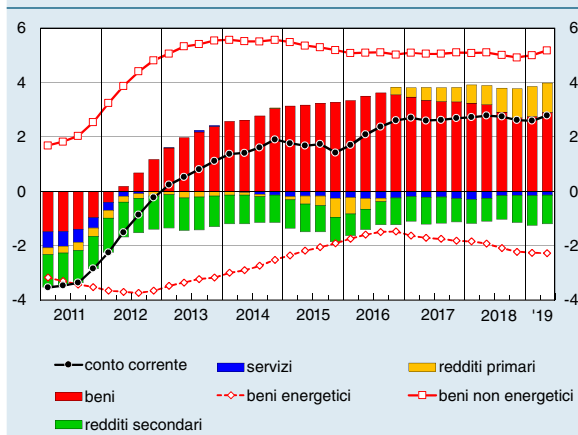
L'avanzo di conto corrente si è ampliato nei primi otto mesi del 2019 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (tav. 6). Il miglioramento del saldo dei beni non energetici ha compensato il lieve aumento del disavanzo dei redditi secondari. Il saldo di conto corrente valutato nella media dei quattro trimestri terminanti in giugno ha raggiunto il 2,8 per cento del prodotto (fig. 28).

### Gli acquisti dall'estero di titoli pubblici italiani sono stati ingenti...

Tra giugno e agosto si è registrato un forte aumento della domanda estera di titoli di debito italiani, principalmente pubblici. A tale andamento hanno contribuito la decisione della Commissione europea di non raccomandare l'avvio di una Procedura di infrazione nei confronti dell'Italia e le prospettive di accomodamento monetario. Nel complesso dei primi otto mesi dell'anno gli investitori esteri hanno effettuato acquisti netti di titoli italiani per 98 miliardi di euro, di cui 81 in titoli pubblici (pari all'ammontare delle emissioni nette del Tesoro nello stesso periodo). Dal lato delle attività, gli investimenti netti in titoli esteri di portafoglio da parte dei residenti sono aumentati di 27 miliardi. La raccolta netta all'estero delle banche italiane è diminuita di 63 miliardi.

Figura 28

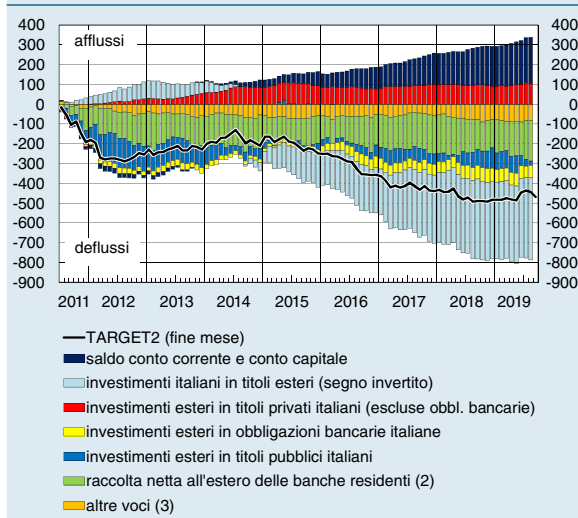
### Saldo del conto corrente e sue componenti (1) (dati trimestrali; in percentuale del PIL)



Fonte: Istat per il PIL; elaborazioni su dati Istat di commercio estero per la disaggregazione fra beni energetici e non energetici.  
(1) Medie mobili di 4 termini.

Figura 29

### Saldo TARGET2 e flussi cumulati della bilancia dei pagamenti (1) (dati mensili; miliardi di euro)



(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 intermedia da controparti centrali residenti). – (3) Investimenti diretti, derivati, altri investimenti, riserve ufficiali, errori e omissioni.

**Variazioni del saldo TARGET2 e relazione con i flussi di bilancia dei pagamenti (1)**  
(miliardi di euro)

PERIODO	Saldo TARGET2 (alla fine del periodo)	Variazione del saldo TARGET2 (rispetto alla fine del periodo precedente) (A) + (B) + (C) + (D) + (E) + (F) - (G)	Investimenti di portafoglio esteri in titoli pubblici italiani (A)	Investimenti di portafoglio esteri in titoli privati italiani (escluse obbligazioni bancarie) (B)	Investimenti di portafoglio esteri in obbligazioni bancarie italiane (C)	Raccolta netta all'estero delle banche residenti		Saldo di conto corrente e conto capitale (E)	Altre voci (2) (F)	Investimenti di portafoglio italiani in titoli esteri (G)
						(D)	di cui: intermediata da controparti centrali residenti			
2018	-482	-43	-51	-11	-12	53	43	45	-21	46
2018 – 1° trim.	-442	-3	31	-1	-2	-1	2	5	-5	30
2° trim.	-481	-38	-48	-8	-11	31	33	11	-12	2
3° trim.	-489	-8	-11	6	-2	16	-4	16	-5	29
4° trim.	-482	7	-24	-8	3	7	12	13	1	-15
2019 – 1° trim.	-475	7	17	2	0	-5	-18	4	-10	1
2° trim.	-448	27	34	8	0	-20	-3	14	-3	7
3° trim.	-468	-20	....	....	....	....	....	....	....	....
2019 – gen.	-482	0	21	1	0	-28	-32	-1	2	-5
feb.	-483	-1	-4	1	-3	16	16	2	-7	6
mar.	-475	8	0	-1	3	7	-3	3	-4	-1
apr.	-481	-7	5	5	1	-29	-19	4	1	-6
mag.	-486	-5	-6	3	0	2	1	4	0	8
giu.	-448	39	35	1	0	7	14	6	-4	5
lug.	-436	12	19	6	5	-29	-25	9	9	7
ago.	-444	-8	11	-5	0	-8	-2	6	-1	11
set.	-468	-24	....	....	....	....	....	....	....	....

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

**...e si sono riflessi favorevolmente sul saldo TARGET2**

Degli afflussi netti di capitale ha beneficiato la posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2 che, dopo una sostanziale stabilità a inizio anno (486 miliardi alla fine di maggio), si è ridotta, attestandosi a 444 miliardi alla fine di agosto. In settembre l'ampliamento del saldo debitorio, portatosi a fine mese a 468 miliardi, ha riflesso soprattutto l'effetto stagionale dei consistenti rimborsi netti di titoli del Tesoro (fig. 29 e tav. 7).

**La posizione debitoria netta sull'estero è scesa**

Alla fine di giugno la posizione debitoria netta sull'estero dell'Italia era di 38,3 miliardi, pari al 2,2 per cento del PIL, 1,2 punti in meno rispetto al trimestre precedente. Il miglioramento è dovuto in larga parte al surplus di conto corrente e conto capitale, in misura minore ad aggiustamenti di valutazione positivi, in particolare per le attività estere di portafoglio.

Le serie storiche delle statistiche sull'estero sono state riviste in seguito all'acquisizione di nuove fonti informative e contestualmente alla revisione generale dei conti economici nazionali pubblicata dall'Istat a fine settembre. Rispetto ai dati diffusi precedentemente, il saldo debitorio della posizione patrimoniale verso l'estero alla fine di marzo del 2019 risulta ora più ampio di 0,8 punti percentuali di PIL<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Revisione delle statistiche sull'estero dell'Italia, settembre 2019. Nota metodologica*, 30 settembre 2019.

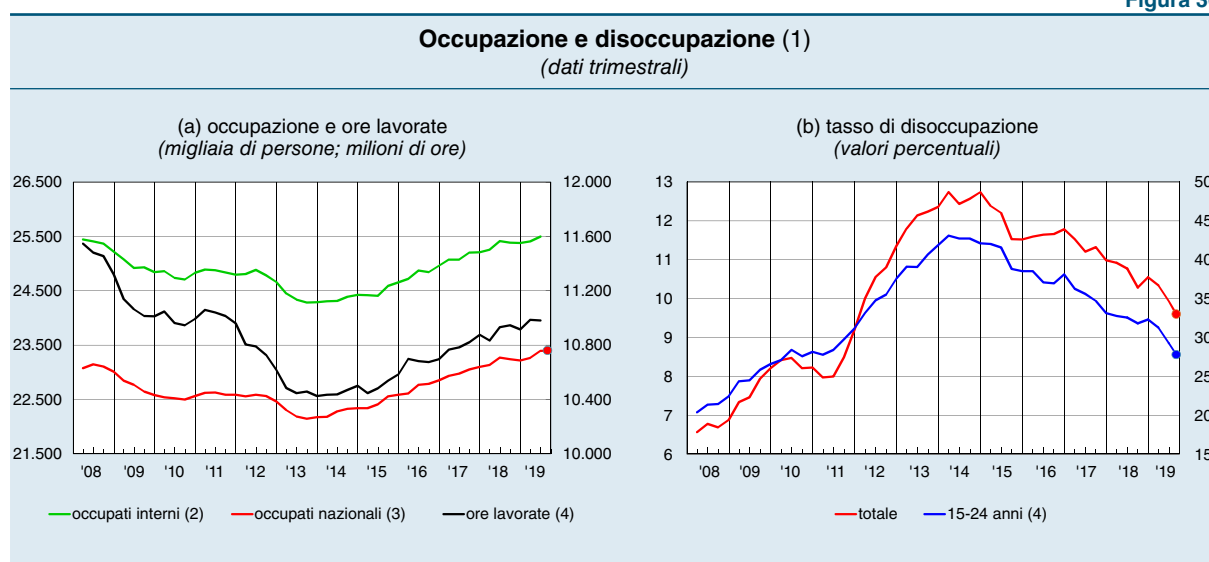
## 2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Nel secondo trimestre del 2019 la crescita dell'occupazione è stata trainata dalle assunzioni nel settore dei servizi; il tasso di disoccupazione si è ridotto. Le ore lavorate sono tuttavia diminuite – in particolare nell'industria dove è aumentato il ricorso alla Cassa integrazione guadagni – e le retribuzioni contrattuali hanno rallentato.

**Le ore lavorate sono diminuite nonostante la crescita dell'occupazione,...**

Nei mesi primaverili l'occupazione è aumentata (fig. 30.a) grazie al contributo dei servizi privati (tav. 8). Nel bimestre luglio-agosto, sulla base dei risultati preliminari della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, il numero degli occupati si sarebbe stabilizzato. Nel secondo trimestre le ore lavorate sono invece diminuite, in particolare nell'industria dove la debolezza ciclica si è riflessa in un maggiore ricorso alla Cassa integrazione guadagni, a fronte di una stabilità del numero di occupati.

Figura 30



Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali* (CET) per l'occupazione e le ore lavorate; *Rilevazione sulle forze di lavoro* (RFL) per l'occupazione e il tasso di disoccupazione. (1) Dati destagionalizzati. Il punto indica il valore medio del bimestre luglio-agosto. – (2) Include tutte le persone che esercitano un'attività di produzione sul territorio economico del paese (fonte: CET). – (3) Include tutte le persone residenti occupate, esclusi i dimoranti in convivenze e i militari (fonte: RFL). – (4) Scala di destra.

**...più marcata nella componente del lavoro dipendente**

L'espansione dell'occupazione registrata nel secondo trimestre è ascrivibile soprattutto al lavoro dipendente. Secondo i dati dell'INPS, la crescita delle posizioni a tempo indeterminato ha continuato a essere sospinta dall'elevato numero di trasformazioni di contratti temporanei. Questi ultimi, pur in forte aumento nel trimestre, hanno rallentato rispetto allo scorso anno; la tendenza è proseguita nella prima parte dell'estate del 2019.

**Il tasso di disoccupazione è sceso**

In primavera, con un tasso di partecipazione stabile (al 65,7 per cento), il tasso di disoccupazione è diminuito di quattro decimi di punto (al 9,9 per cento; fig. 30.b). Ancora più marcato è stato il calo del tasso di disoccupazione giovanile (15-24 anni), sceso di due punti al 29,3 per cento. I dati preliminari della *Rilevazione sulle forze di lavoro* segnalano che nel corso del bimestre luglio-agosto il tasso di disoccupazione ha continuato a ridursi, mentre il tasso di partecipazione è lievemente diminuito, soprattutto tra i più giovani.

## Occupazione e ore lavorate

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

VOCI	Consistenze	Variazioni			
	2° trim. 2019	3° trim. 2018	4° trim. 2018	1° trim. 2019	2° trim. 2019
<b>Totale occupati</b>	<b>25.494</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>
di cui: industria in senso stretto	4.308	0,1	-0,1	0,6	0,0
servizi privati (1)	11.304	-0,3	0,1	0,3	0,7
Dipendenti	19.443	-0,2	0,0	0,2	0,4
Autonomi	6.052	0,3	-0,3	-0,1	0,2
<b>Ore lavorate</b>	<b>10.967</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,1</b>
di cui: industria in senso stretto	1.902	0,9	-0,5	1,5	-0,3
servizi privati (1)	5.089	-0,1	0,1	0,3	0,6
Dipendenti	7.734	0,0	0,2	0,4	0,2
Autonomi	3.233	0,4	-1,0	0,3	-0,7

Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali*.

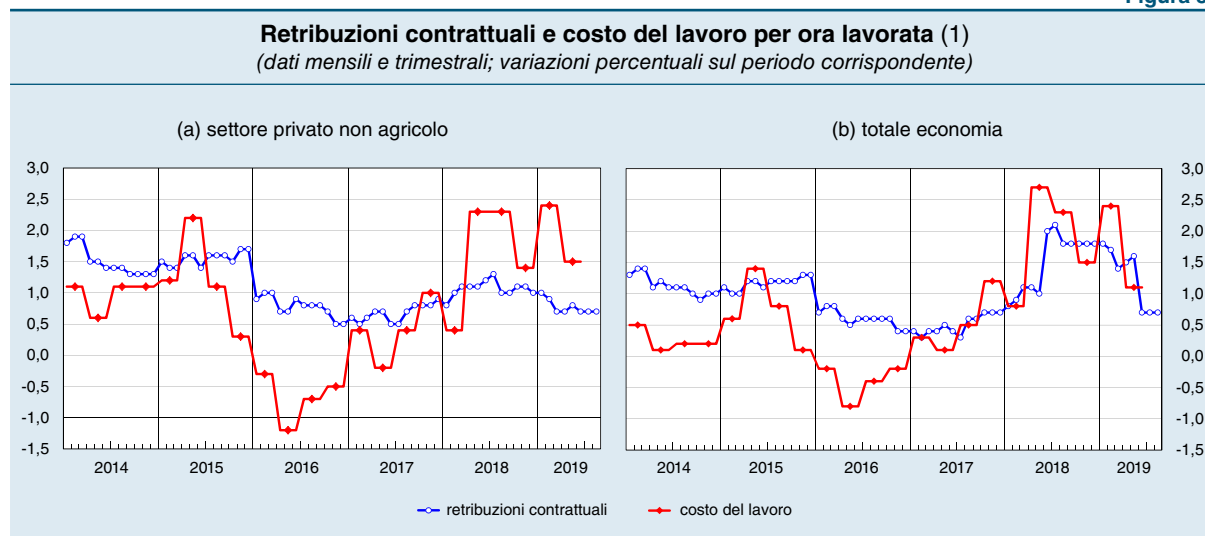
(1) Esclusi i servizi alle famiglie e agli individui (attività artistiche, di intrattenimento e divertimento; lavoro domestico; altri servizi per la persona e la casa).

**È proseguito  
il rallentamento  
delle retribuzioni  
contrattuali**

Nel settore privato non agricolo la crescita sui dodici mesi delle retribuzioni contrattuali è rimasta stabile in agosto allo 0,7 per cento, come nella media del secondo trimestre (fig. 31.a); si è invece quasi dimezzata nel complesso dell'economia (fig. 31.b). La quota di lavoratori con contratti scaduti o prorogati senza incrementi retributivi è aumentata a circa il 48 per cento in agosto.

Nel secondo trimestre il costo del lavoro nel settore privato non agricolo ha decelerato all'1,5 per cento in termini tendenziali; l'andamento resta ancora sostenuto dagli effetti della scadenza, alla fine dello scorso anno, degli sgravi contributivi introdotti nel biennio 2015-16. Il rallentamento è stato più marcato per il complesso dell'economia (all'1,1 per cento), a seguito della flessione del costo del lavoro nel settore pubblico, determinata da una forte riduzione delle componenti transitorie delle retribuzioni, tra cui il pagamento degli arretrati.

Figura 31

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

(1) Dati mensili grezzi per le retribuzioni contrattuali; dati trimestrali destagionalizzati per il costo del lavoro.

## 2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

La debolezza ciclica si è riflessa sull'inflazione effettiva e attesa. I sondaggi più recenti indicano che le aspettative delle imprese sulla dinamica dei prezzi restano ben al di sotto del 2 per cento; rimangono deboli anche le attese delle famiglie. Nei mesi estivi l'inflazione ha risentito del calo dei prezzi dei beni energetici.

**L'inflazione al consumo si indebolisce...**

In settembre la variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) è scesa allo 0,2 per cento (fig. 32); quella sui tre mesi, depurata dai fattori stagionali e in ragione d'anno, è stata del -1,2 per cento (fig. 33).

**...anche nella componente di fondo**

Anche al netto dei beni alimentari ed energetici l'inflazione è lievemente diminuita in settembre, allo 0,5 per cento (tav. 9). Alla perdurante debolezza della componente di fondo hanno contribuito, in un contesto di sostanziale ristagno dell'attività economica, il tenue calo dei prezzi dei beni industriali non energetici e la modesta dinamica di quelli dei servizi.

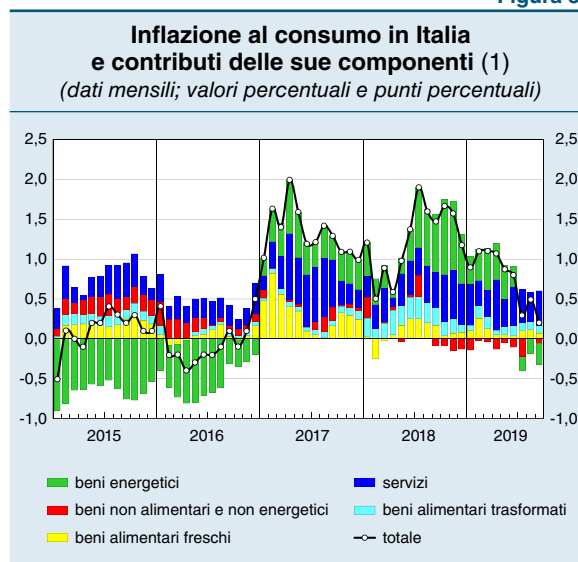
**Le pressioni all'origine sono meno intense**

In agosto i prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno sono scesi del 2,1 per cento sui dodici mesi, per effetto della netta flessione della componente energetica. Nel secondo trimestre l'attenuazione della caduta ciclica della produttività e la decelerazione dei redditi per ora lavorata si sono tradotti, nel complesso dell'economia, in un aumento del costo del lavoro per unità di prodotto dell'1,2 per cento, significativamente inferiore a quello registrato nel trimestre precedente (3,5 per cento). Nella manifattura l'incremento è stato più marcato, ma ha continuato a non trasferirsi sui prezzi; ne è derivata un'ulteriore compressione dei margini di profitto delle aziende del settore.

**Le attese di inflazione di imprese e famiglie restano deboli**

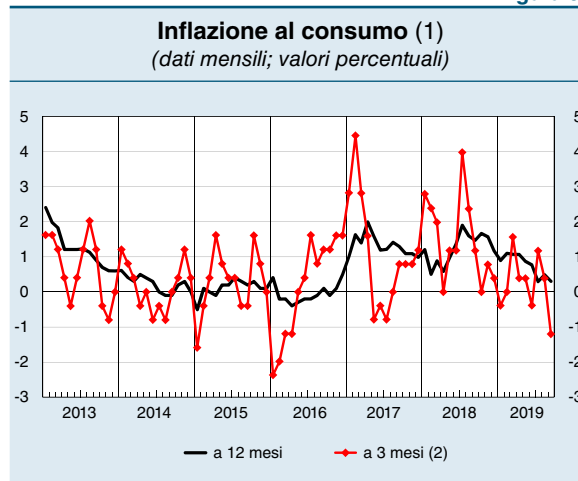
Le imprese intervistate nell'ambito dell'indagine trimestrale condotta in settembre dalla Banca d'Italia prefigurano un modesto incremento (0,8 per cento) dei propri prezzi di vendita nei prossimi dodici mesi e indicano aspettative sull'inflazione al consumo in calo su tutti gli orizzonti, ben al di sotto del 2 per cento (fig. 34). Valutazioni analoghe emergono dalle attese delle famiglie rilevate dall'Istat.

Figura 32



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.  
(1) Variazione percentuale sui 12 mesi dell'IPCA.

Figura 33



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.  
(1) Variazione percentuale dell'IPCA. - (2) 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) Indice generale	Deflatore del PIL	
	Indice generale	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale a tassazione costante (4)	Indice generale a 1 mese (5)				
2013	1,2	1,2	1,1	1,2	–	1,1	-1,2	1,1
2014	0,2	0,7	-0,1	0,2	–	0,7	-1,8	0,9
2015	0,1	0,7	0,0	0,1	–	0,5	-3,4	0,9
2016	-0,1	0,5	-0,1	-0,1	–	0,5	-2,2	1,1
2017	1,3	0,8	1,3	1,2	–	0,7	2,6	0,7
2018	1,2	0,6	1,2	1,2	–	0,5	3,9	0,9
2018 – gen.	1,2	0,7	1,1	0,9	0,3	0,4	1,8	–
feb.	0,5	0,5	0,6	0,5	-0,1	0,5	1,8	–
mar.	0,9	0,7	0,9	0,8	0,2	0,5	2,2	–
apr.	0,6	0,2	0,6	0,5	-0,1	0,2	1,4	–
mag.	1,0	0,6	1,0	1,0	0,3	0,5	2,7	–
giu.	1,4	0,7	1,3	1,3	0,2	0,5	3,2	–
lug.	1,9	0,9	1,9	1,5	0,3	0,5	5,1	–
ago.	1,6	0,6	1,6	1,6	0,1	0,7	5,2	–
set.	1,5	0,5	1,4	1,4	-0,1	0,6	5,6	–
ott.	1,7	0,7	1,7	1,6	0,3	0,7	7,1	–
nov.	1,6	0,7	1,6	1,6	0,0	0,6	5,8	–
dic.	1,2	0,5	1,2	1,1	-0,2	0,5	5,2	–
2019 – gen.	0,9	0,6	0,9	0,9	0,2	0,5	4,4	–
feb.	1,1	0,4	1,0	1,0	0,0	0,3	3,9	–
mar.	1,1	0,3	1,0	1,0	0,2	0,3	3,6	–
apr.	1,1	0,7	1,0	1,1	0,0	0,7	2,8	–
mag.	0,9	0,5	0,8	0,8	0,0	0,4	1,9	–
giu.	0,8	0,4	0,7	0,7	0,1	0,5	1,1	–
lug.	0,3	0,4	0,2	0,4	0,0	0,5	-1,0	–
ago.	0,5	0,6	0,4	0,4	0,1	0,5	-2,1	–
set.	0,2	0,5	0,2	0,3	-0,2	0,5	....	–

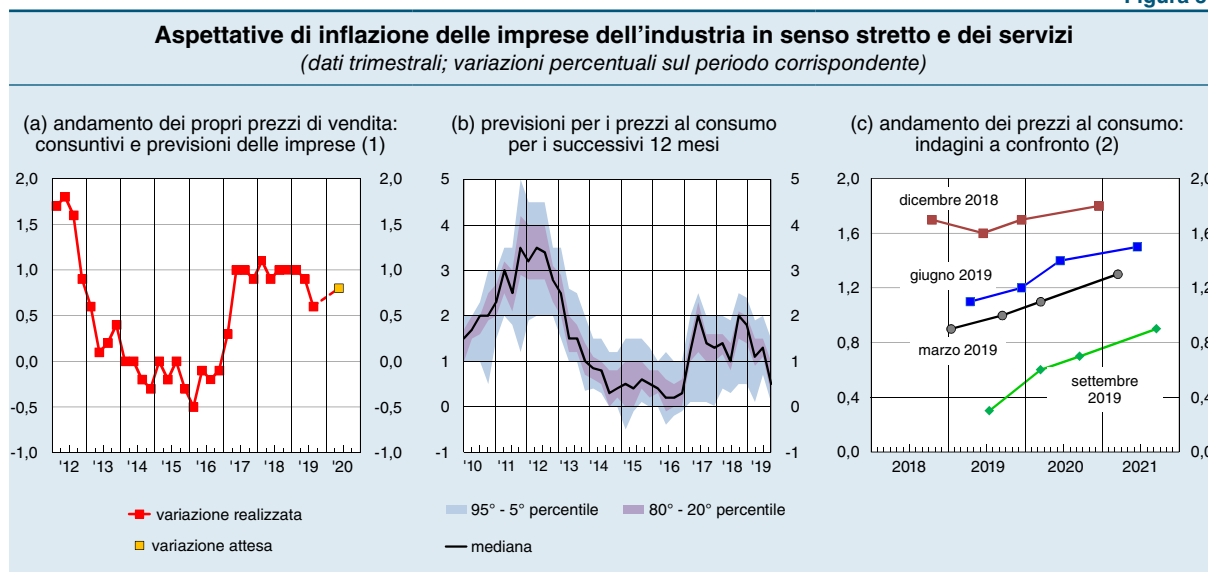
Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat. I numeri tra parentesi indicano stime preliminari.

(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.

Gli operatori professionali censiti in settembre da Consensus Economics hanno rivisto al ribasso le proprie aspettative sull'inflazione al consumo nella media del 2019 allo 0,8 per cento (dallo 0,9 in giugno), mezzo punto percentuale al di sotto di quella prevista per il complesso dell'area dell'euro.

Secondo nostre stime la competitività di prezzo, valutata sulla base dei prezzi alla produzione dei beni manufatti e tenendo conto della struttura degli scambi commerciali dell'Italia, avrebbe segnato un lieve peggioramento in estate rispetto ai concorrenti esterni all'area dell'euro, in





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

(1) Media robusta delle risposte al quesito sul tasso di variazione dei propri prezzi rispetto ai 12 mesi precedenti e su quello atteso nei prossimi 12 mesi. – (2) Il primo punto di ciascuna curva rappresenta il dato definitivo dell'inflazione disponibile al momento della realizzazione dell'indagine, fornito agli intervistati nel questionario come riferimento per la formulazione delle loro aspettative; il secondo punto la media delle previsioni (della variazione dei prezzi a 12 mesi) per i successivi 6 mesi; il terzo punto la media delle previsioni per i successivi 12 mesi; il quarto punto la media delle previsioni per i successivi 24 mesi.

seguito all'apprezzamento del cambio nominale della valuta comune. Sarebbe invece appena migliorata nel confronto con gli altri paesi dell'area, grazie alla minore crescita dei prezzi alla produzione nel settore manifatturiero italiano (fig. 35).

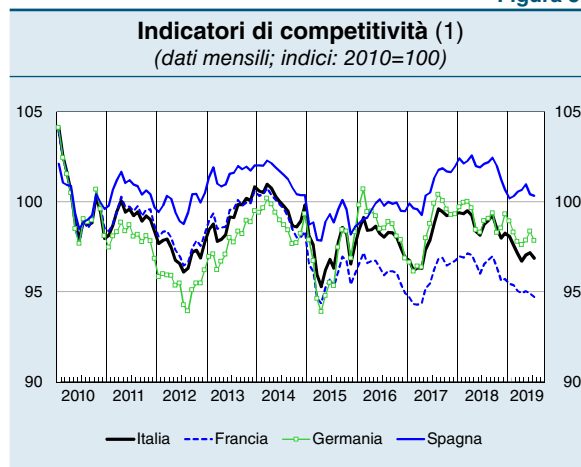
## 2.7 LE BANCHE

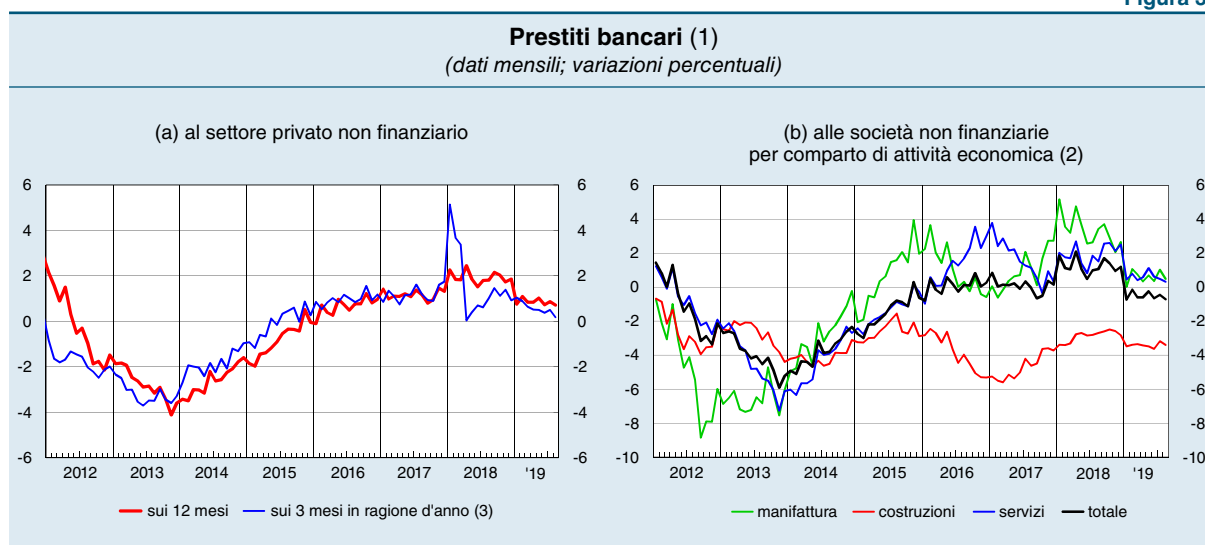
La riduzione dei rendimenti sovrani si è tradotta in un calo significativo del costo della raccolta bancaria all'ingrosso, tornato sui livelli prevalenti all'inizio del 2018; è lievemente sceso il costo del credito. Le condizioni di finanziamento delle imprese si sono mantenute nel complesso favorevoli, sebbene le politiche di offerta abbiano manifestato lievi segnali di irrigidimento connessi con l'aumento del rischio percepito da parte degli intermediari, conseguenza della debole fase ciclica.

### Il credito al settore privato è appena aumentato

In agosto la variazione sui tre mesi del credito al settore privato non finanziario è stata dello 0,2 per cento (correggendo per i fattori stagionali e in ragione d'anno; fig. 36.a e tav. 10). Alla solida espansione dei finanziamenti alle famiglie, sia nel comparto dei mutui sia in quello del credito al consumo, si è contrapposta la flessione del credito alle società non finanziarie.

Figura 35





Fonte: segnalazioni di vigilanza.

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

I prestiti alle imprese sono diminuiti anche sui dodici mesi, in misura più pronunciata per le aziende di piccola dimensione. Il credito ha continuato ad aumentare a ritmi molto moderati nella manifattura e nei servizi (fig. 36.b); è proseguita la marcata contrazione negli altri settori, soprattutto nel comparto delle costruzioni.

**Prosegue l'incremento dei depositi** Tra maggio e agosto la raccolta delle banche italiane è rimasta solida (tav. 11). La forte espansione dei depositi di residenti ha più che compensato la contrazione della provvista netta sull'estero, particolarmente accentuata per le operazioni pronti contro termine effettuate mediante controparti centrali. Le obbligazioni hanno registrato un lieve aumento, ascrivibile alla componente all'ingrosso. Alla fine di giugno la consistenza della raccolta al dettaglio ha di poco superato quella dei prestiti concessi alla clientela; il *funding gap* è stato pertanto lievemente negativo.

**Sono scesi sia il costo della raccolta all'ingrosso sia il costo del credito**

La marcata riduzione dei rendimenti sovrani (cfr. il par. 2.8) si è riflessa su quelli delle obbligazioni bancarie italiane, che sul mercato secondario si sono riportati in prossimità dei livelli di inizio 2018 (1,4 per cento). Il differenziale di rendimento rispetto alla media dell'area dell'euro si collocava attorno agli 80 punti base nei primi giorni di ottobre, circa il doppio rispetto ai valori di

Tavola 10

**Prestiti bancari in agosto 2019 (1)**  
(variazioni percentuali)

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

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.

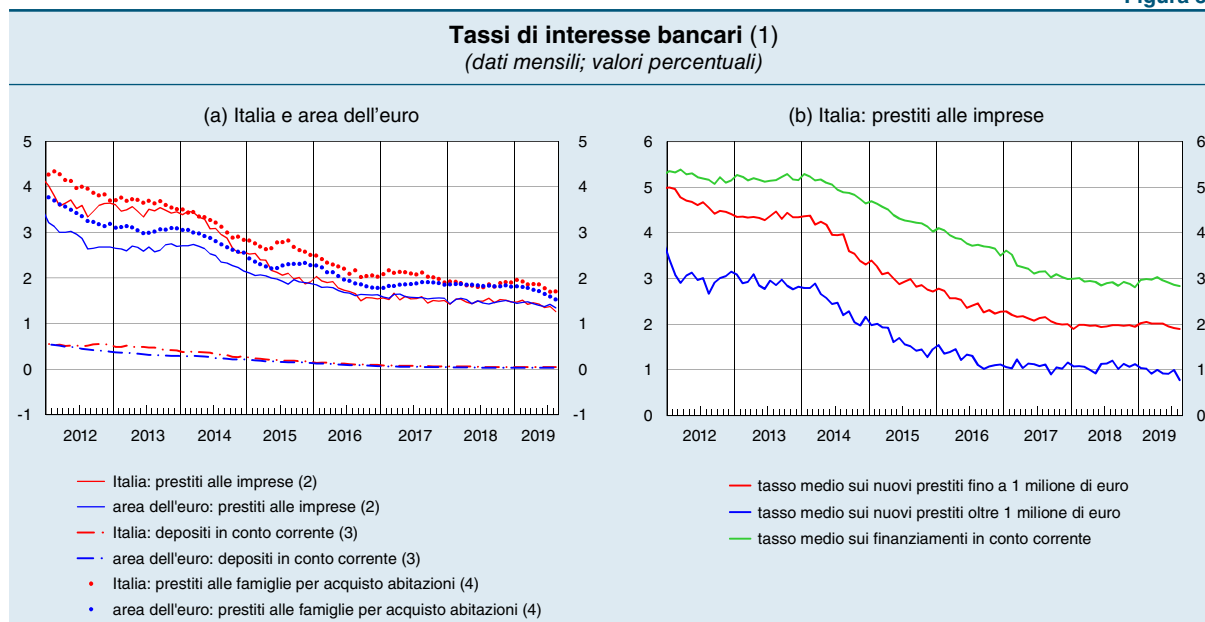
**Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)**  
(miliardi di euro e variazioni percentuali)

VOCI	Consistenze di fine mese		Variazioni percentuali sui 12 mesi (2)	
	Maggio 2019	Agosto 2019	Maggio 2019	Agosto 2019
<b>Attività</b>				
Prestiti a residenti in Italia (3)	1.702	1.690	-2,9	-1,4
<i>di cui:</i> a imprese (4)	667	650	-0,2	-0,7
a famiglie (5)	630	631	2,5	2,4
Attività verso controparti centrali (6)	97	100	21,8	36,8
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (7)	526	536	9,2	1,0
<i>di cui:</i> titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	399	409	9,5	1,8
Attività verso Eurosystema (8)	85	77	-3,8	13,3
Attività sull'estero (9)	412	433	1,2	3,7
Altre attività (10)	922	981	2,3	8,7
<b>Totale attivo</b>	<b>3.745</b>	<b>3.817</b>	<b>0,9</b>	<b>3,0</b>
<b>Passività</b>				
Depositi di residenti in Italia (3) (11) (12)	1.562	1.600	3,8	6,4
Depositi di non residenti (9)	335	330	6,7	3,9
Passività verso controparti centrali (6)	131	121	7,6	-12,3
Obbligazioni (12)	239	242	-6,9	-2,4
Passività verso Eurosystema (8)	243	238	-2,1	-2,6
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	112	112	-3,3	-5,9
Capitale e riserve	373	368	-11,4	-5,8
Altre passività (13)	751	806	2,7	8,3
<b>Totale passivo</b>	<b>3.745</b>	<b>3.817</b>	<b>0,9</b>	<b>3,0</b>

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di agosto 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.

inizio 2018. Se il calo del costo della raccolta all'ingrosso fosse duraturo, verrebbero rafforzate la possibilità di mantenere le condizioni del credito espansive e la capacità delle banche di erogare finanziamenti alla clientela. Tra maggio e agosto il costo medio dei nuovi prestiti bancari al settore privato è lievemente diminuito (tav. 12 e fig. 37), rispecchiando la riduzione dei tassi di mercato.



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.

### Un lieve irrigidimento dei criteri di offerta è legato al deterioramento ciclico

Le banche italiane intervistate tra giugno e luglio nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*) hanno segnalato, per il secondo trimestre, un lieve inasprimento dei criteri di offerta sui prestiti alle imprese, ascrivibile all'aumento del rischio connesso con il peggioramento del quadro economico; nelle previsioni delle banche tale irrigidimento si sarebbe annullato nel trimestre successivo (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*). Sulla base delle indagini condotte presso le imprese dall'Istat e dalla Banca d'Italia in settembre, le condizioni di accesso al credito nel terzo trimestre hanno subito un leggero deterioramento per le aziende manifatturiere di piccola dimensione e per quelle operanti nel settore delle costruzioni.

Tavola 12

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

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

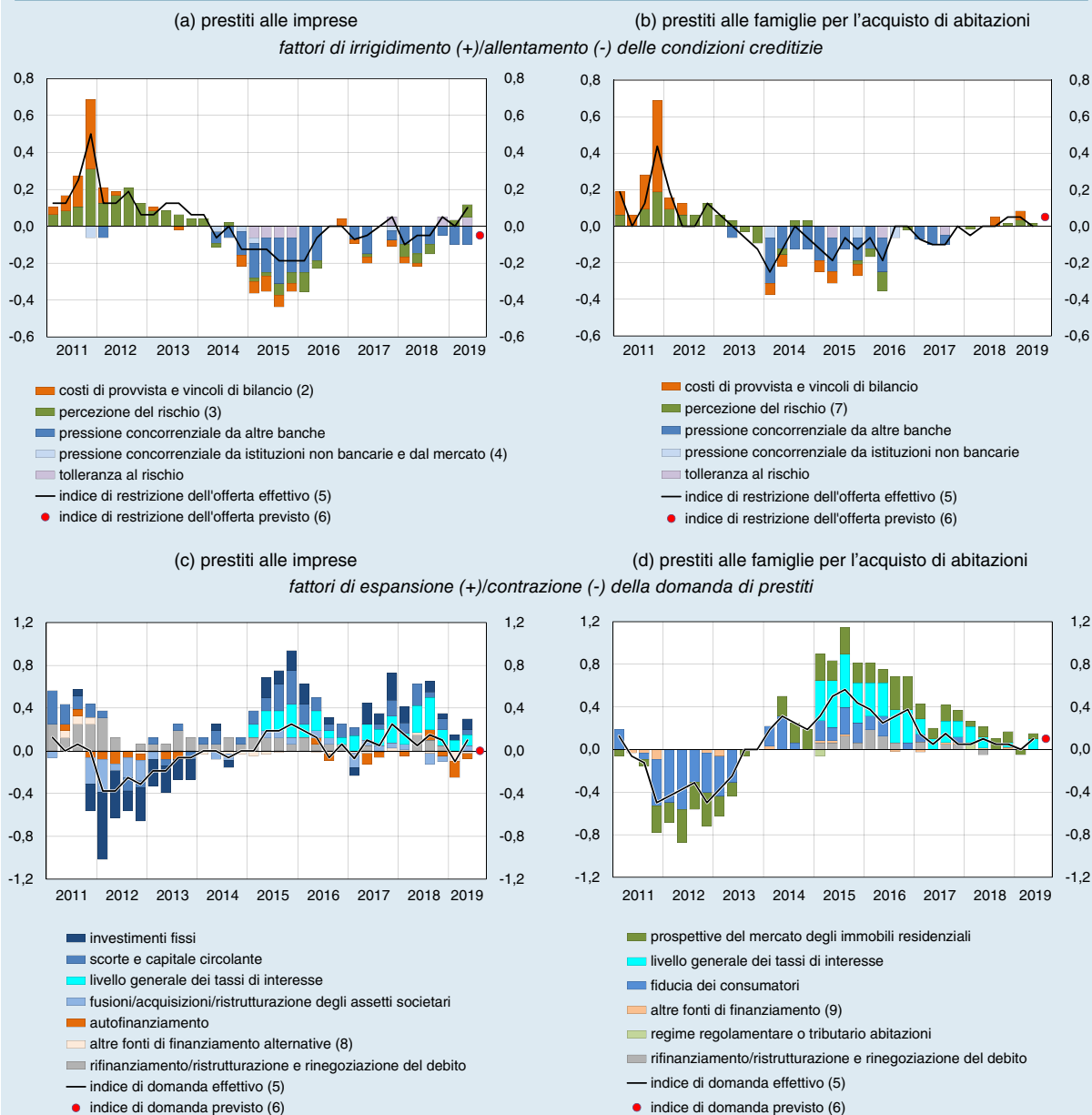
(1) Valori medi. Tassi sui nuovi prestiti, riferiti a operazioni in euro. I dati sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. – (2) Con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a un anno. – (3) Con periodo di determinazione iniziale del tasso inferiore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

## 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*)<sup>1</sup>, nel secondo trimestre i criteri di offerta applicati ai nuovi prestiti alle imprese

<sup>1</sup> All'indagine, conclusa il 2 luglio 2019, hanno partecipato dieci tra i principali gruppi bancari italiani. Per i risultati relativi all'Italia, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Indagine sul credito bancario (BLS)*; per quelli relativi all'area dell'euro, cfr. sul sito della BCE: *Results of the July 2019 euro area Bank Lending Survey*.

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



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

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

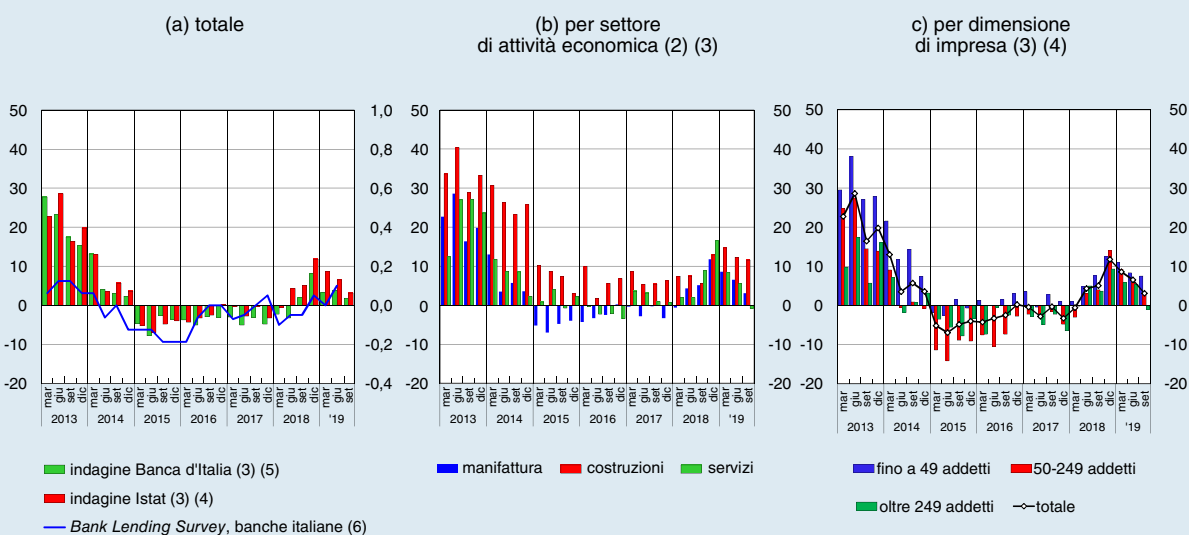
sono lievemente peggiorati: il maggiore rischio percepito da parte delle banche, in connessione con la debolezza dell'attività economica, e la diminuzione della loro propensione a tollerarlo sono stati solo in parte compensati da una più elevata competizione tra gli intermediari (figura A, pannello a). I criteri di offerta applicati ai prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni non hanno invece subito variazioni (figura A, pannello b).

Dopo essere stati resi più rigidi per tre trimestri consecutivi, i termini e le condizioni applicati ai finanziamenti erogati sono rimasti sostanzialmente invariati, sia per i prestiti alle imprese sia per i mutui alle famiglie.

Sulla base dei giudizi degli intermediari, la domanda di credito ha registrato un moderato incremento, beneficiando principalmente del basso livello dei tassi di interesse e delle maggiori esigenze di finanziamento degli investimenti fissi da parte delle aziende (figura A, pannelli c e d).

Figura B

Condizioni di accesso al credito delle imprese (1)



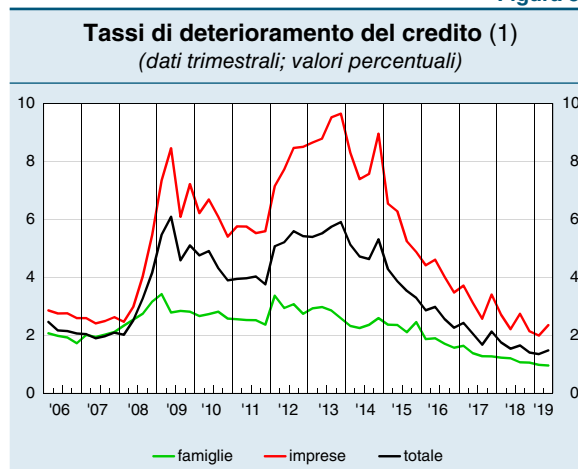
(1) L'indagine Banca d'Italia (in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* fino a ottobre 2018) è condotta trimestralmente su un campione di imprese medio-grandi (con almeno 50 addetti) appartenenti ai settori dell'industria in senso stretto e dei servizi; le indagini Istat sulla fiducia delle imprese sono 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, Statistiche. – (6) Scala di destra.

Dalle indagini presso le imprese è emerso che le condizioni di accesso al credito nel terzo trimestre hanno nel complesso subito un lieve peggioramento, attribuibile alle aziende manifatturiere di piccola dimensione e a quelle operanti nelle costruzioni (figura B); le condizioni sarebbero invece migliorate per le imprese manifatturiere più grandi e per quelle operanti nel settore dei servizi, riflettendo in larga parte i minori tassi di interesse sui finanziamenti.

**Il flusso di nuovi crediti deteriorati è rimasto contenuto**

Nel secondo trimestre il flusso dei nuovi crediti deteriorati in rapporto al totale dei finanziamenti, in lieve aumento al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, è rimasto contenuto (1,5 per cento; fig. 38). Per i prestiti concessi alle imprese il rapporto è risalito di tre decimi di punto, al 2,3 per cento, in seguito all'incremento rilevato per il settore dei servizi. Sia per il complesso dell'economia sia per le imprese il rapporto rimane peraltro inferiore ai livelli registrati nel periodo precedente la crisi finanziaria globale. In prospettiva la dinamica dei prestiti deteriorati potrebbe risentire di un protrarsi della fase di debolezza ciclica, sebbene verosimilmente in misura minore che in passato (cfr. il paragrafo: *Le banche del capitolo 2 nel Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2019).

**Figura 38**



Fonte: Centrale dei rischi.

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

**Tavola 13**

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

VOCI	Marzo 2019	Giugno 2019
<b>Crediti deteriorati (2)</b>		
Incidenza lorda sul totale dei finanziamenti	8,4	8,0
Incidenza netta sul totale dei finanziamenti	4,1	4,0
Tasso di copertura (3)	53,1	53,0
<b>Patrimonio di vigilanza</b>		
Common equity tier1 (CET1) ratio	13,0	13,3
VOCI	1° sem. 2018	1° sem. 2019
<b>Redditività (4)</b>		
Return on equity (ROE) (5)	7,6	8,3
Margine di interesse (6)	3,5	-4,8
Margine di intermediazione (6)	2,2	-6,0
Costi operativi (6)	-2,8	-3,7
Risultato di gestione (6)	12,6	-10,0
Rettifiche di valore su crediti (6)	-58,4	11,1

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate.

(1) Dati provvisori. Le banche significative sono quelle vigilate direttamente dalla BCE. Il loro perimetro è cambiato a partire dal 1° trimestre 2019, a seguito di una rilevante variazione del perimetro del gruppo ICCREA e dell'inclusione del gruppo Cassa Centrale Banca fra i gruppi significativi. – (2) Dati di fine mese. I crediti includono i finanziamenti verso clientela, intermediari creditizi e banche centrali. L'incidenza dei prestiti deteriorati sul totale dei finanziamenti è riportata al lordo e al netto delle relative rettifiche di valore. – (3) Ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. – (4) Al fine di confrontare i dati della redditività riferiti al primo semestre 2019 con quelli relativi al primo semestre 2018, sono stati esclusi i gruppi cooperativi ICCREA e Cassa Centrale Banca; i dati si riferiscono pertanto a un campione di banche significative omogeneo nel tempo (cfr. *Bollettino economico*, 3, 2019). – (5) Al netto degli avviamenti negativi (*badwill*), delle svalutazioni per avviamenti e del sostegno dello Stato connesso con operazioni di liquidazione. – (6) Variazioni percentuali rispetto al corrispondente semestre dell'anno precedente.



Per i gruppi bancari significativi l'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti è ulteriormente scesa, sia al lordo sia al netto delle rettifiche, in linea con i piani presentati dalle banche alla BCE e alla Banca d'Italia; il tasso di copertura è rimasto stabile (tav. 13).

#### Prosegue il calo dei costi operativi

Nel primo semestre il rendimento del capitale (*return on equity*, ROE) dei gruppi bancari significativi è aumentato rispetto al corrispondente periodo del 2018, all'8,3 per cento, per effetto della vendita di FinecoBank spa da parte del gruppo UniCredit; al netto di quest'ultima il ROE è stato del 6,9 per cento, di poco inferiore rispetto al primo semestre dello scorso anno. Il margine di intermediazione è diminuito, a seguito della flessione sia del margine di interesse sia delle commissioni nette. È proseguito il calo dei costi operativi; le rettifiche di valore su crediti sono lievemente cresciute, ma il costo del rischio (ovvero il rapporto tra il flusso di rettifiche e la consistenza dei prestiti) è rimasto su valori bassi nel confronto storico.

Tra marzo e giugno di quest'anno il livello medio di patrimonializzazione è migliorato, beneficiando prevalentemente del contributo della redditività nel periodo; inoltre nostre stime indicano che nel terzo trimestre il patrimonio avrebbe beneficiato degli aumenti dei corsi dei titoli di Stato valutati al *fair value* nei portafogli delle banche.

## 2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

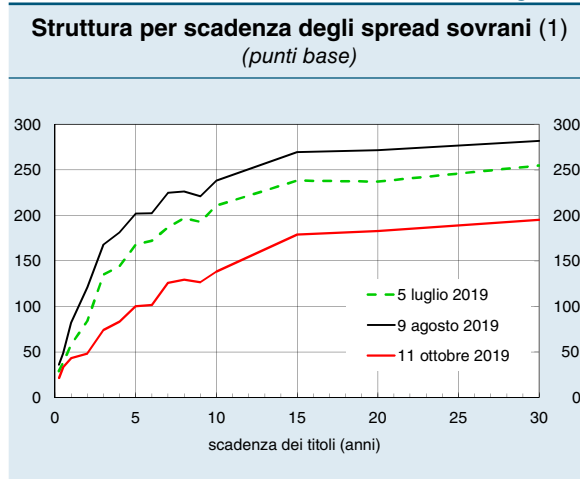
I rendimenti dei titoli di Stato e gli spread sovrani sono diminuiti in misura cospicua; vi hanno contribuito la significativa riduzione dell'incertezza sugli intendimenti della politica di bilancio e le condizioni monetarie più accomodanti. Le quotazioni azionarie hanno rispecchiato gli andamenti globali, risentendo da un lato dei timori per la crescita sollevati dalla guerra commerciale, dall'altro del sostegno proveniente dall'intonazione decisamente più espansiva della politica monetaria.

#### I premi per il rischio sovrano sono diminuiti in misura marcata

I premi per il rischio sovrano dell'Italia, che alla fine della prima decade di agosto avevano raggiunto sulla scadenza decennale i 240 punti base nei confronti della Germania (fig. 39), sono diminuiti in misura considerevole, per effetto sia di una significativa riduzione dell'incertezza percepita sugli orientamenti delle politiche di bilancio, sia delle misure espansive adottate dal Consiglio direttivo della BCE (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate nel settembre 2019* del capitolo 1). Alla metà di ottobre i rendimenti sulla scadenza decennale si collocavano allo 0,94 per cento e il differenziale rispetto ai titoli tedeschi a 138 punti base.

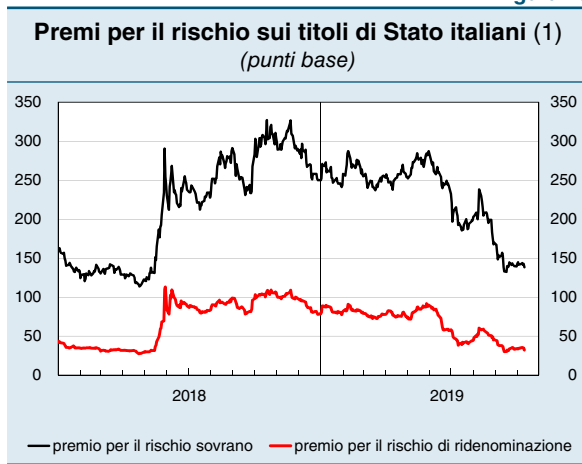
Alla riduzione del premio per il rischio sovrano ha contribuito il calo della componente attribuibile al rischio di ridenominazione del debito percepito dagli investitori (fig. 40), già scesa significativamente tra giugno e luglio in seguito al venir meno dei timori che la Commissione europea raccomandasse l'avvio di una Procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti dell'Italia (cfr. *Bollettino economico*, 3, 2019). A metà ottobre tale componente era

Figura 39



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

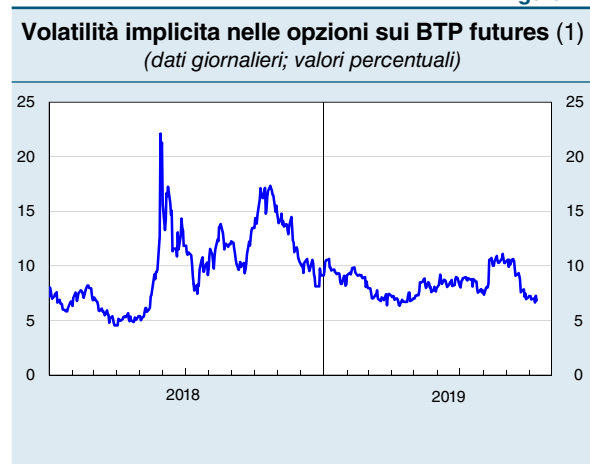
Figura 40



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Refinitiv.

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

Figura 41



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) Volatilità implicita nelle opzioni *at the money* con scadenza a un mese sul contratto futures sul titolo di Stato decennale italiano scambiato all'Eurex.

pari a circa 32 punti base, un livello prossimo a quello prevalente all'inizio del 2018. La volatilità implicita nei contratti derivati sul titolo decennale italiano, dopo essere aumentata in agosto, è tornata a scendere (fig. 41).

**I corsi azionari hanno subito ampie oscillazioni**

Durante il mese di agosto le quotazioni azionarie hanno subito un forte calo, riconducibile agli andamenti globali e in particolare all'inasprimento delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina (fig. 42.a); l'accresciuta incertezza ha determinato un innalzamento della volatilità degli indici di borsa (fig. 42.b).

In seguito i corsi azionari hanno recuperato, beneficiando anche delle nuove misure di accomodamento monetario adottate dalla BCE.

L'aumento delle quotazioni azionarie è stato particolarmente marcato nel comparto bancario. Inoltre i premi sui credit default swap (CDS) delle maggiori banche italiane sono diminuiti, in media di 22 punti base rispetto all'inizio di luglio.

**I collocamenti obbligazionari netti sono stati positivi**

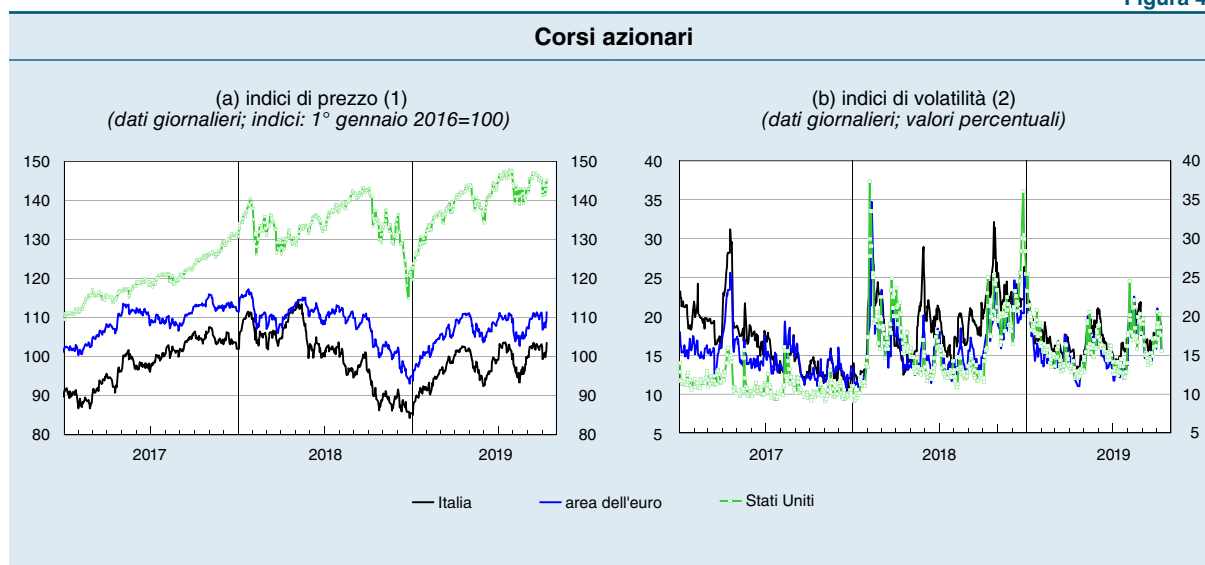
Le società non finanziarie e le banche italiane nel secondo trimestre hanno effettuato collocamenti obbligazionari netti pari a 2,1 e 1,4 miliardi di euro, rispettivamente (cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A8). In estate, sulla base di dati preliminari di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, i

collocamenti sarebbero rimasti invariati per le società non finanziarie (a circa 8 miliardi) mentre sarebbero diminuiti per le banche (a 8,2 miliardi, da 9,4 nel trimestre precedente). Sono scesi i rendimenti medi delle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie e dalle banche italiane, rispettivamente di 17 e 26 punti base dall'inizio di luglio.

**Il deflusso netto di risparmio dai fondi comuni è aumentato**

Nel secondo trimestre è proseguita la ricomposizione dei portafogli degli investitori italiani a favore di attività meno rischiose. I fondi comuni aperti collocati in Italia hanno registrato nel complesso un deflusso netto di risparmio, più consistente che nel primo trimestre. I riscatti netti di quote si sono concentrati

nei comparti azionario e flessibile e sono stati compensati solo in parte dalla raccolta netta nei comparti obbligazionario e monetario.



Fonte: Refinitiv.

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

## 2.9 LA FINANZA PUBBLICA

Il Governo ha rivisto le stime tendenziali per i conti pubblici e gli obiettivi di bilancio per il prossimo triennio. Nel 2019 l'indebitamento netto in rapporto al prodotto rimarrebbe al livello dello scorso anno: il calo dell'avanzo primario sarebbe compensato da una minore spesa per interessi. Per il 2020 il Governo programma un indebitamento netto superiore rispetto a quello tendenziale, prevedendo tra l'altro la disattivazione delle clausole di salvaguardia; il disavanzo si manterrebbe invariato rispetto all'anno in corso. Il rapporto tra il debito e il prodotto aumenterebbe nel 2019 in misura maggiore rispetto alle stime precedenti, anche per l'assenza delle privatizzazioni previste, per poi ridursi nel successivo triennio.

**Il Governo stima l'indebitamento netto per l'anno in corso al 2,2 per cento del PIL**

Nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2019*<sup>4</sup> l'Esecutivo stima per l'anno in corso un indebitamento netto pari al 2,2 per cento del PIL (tav. 14), in linea con il risultato del 2018 (tav. 15). Il calo dell'avanzo primario (3,4 miliardi), che riflette il forte aumento delle spese correnti in connessione con l'introduzione del Reddito di cittadinanza e con la

revisione dei requisiti per il pensionamento, sarebbe compensato dalla riduzione della spesa per interessi.

L'andamento dei conti è meno favorevole rispetto a quanto stimato a luglio (cfr. il riquadro: *I recenti provvedimenti di bilancio e le valutazioni della Commissione europea*, in *Bollettino economico*, 3, 2019), soprattutto a causa di una revisione al ribasso della dinamica delle entrate. L'indebitamento netto strutturale – che esclude gli effetti del ciclo economico e delle misure una tantum – scenderebbe di 0,3 punti percentuali, all'1,2 per cento del prodotto.

<sup>4</sup> Per commenti dettagliati cfr. *Audizione preliminare all'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2019*, testimonianza del Vice Direttore generale della Banca d'Italia L.F. Signorini, Senato della Repubblica, Roma, 8 ottobre 2019.

**Obiettivi e stime dei conti pubblici per il 2019**  
(percentuali del PIL)

VOCI	Amministrazioni pubbliche				Per memoria:	
	Indebitamento netto	Indebitamento netto strutturale	Avanzo primario	Variazione del debito (1)	crescita del PIL reale	crescita del PIL nominale
<b>Obiettivi</b>						
Settembre 2018 (2)	2,4	1,7	1,3	-0,9	1,5	3,1
Dicembre 2018 (3)	2,0	1,3	1,7	-1,0	1,0	2,3
Aprile 2019 (4)	2,4	1,5	1,2	0,4	0,2	1,2
Settembre 2019 (5)	2,2	1,2	1,3	0,9	0,1	1,0
<b>Stime tendenziali</b>						
Aprile 2019 (4)	2,4	1,6	1,2	0,6	0,1	1,2
Settembre 2019 (5)	2,2	1,2	1,3	0,9	0,1	1,0

(1) Variazione del rapporto tra il debito e il PIL rispetto all'anno precedente. – (2) Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2018. – (3) Aggiornamento del quadro macroeconomico e di finanza pubblica 2018. – (4) Documento di economia e finanza 2019. – (5) Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2019.

Secondo la Nota, nel 2019 l'incidenza del debito sul PIL aumenterebbe dal 134,8 al 135,7 per cento<sup>5</sup>. L'incremento è più marcato di quello stimato in aprile nel *Documento di economia e finanza 2019* (DEF) di quasi mezzo punto percentuale, nonostante la previsione per l'indebitamento netto sia più bassa rispetto a quanto atteso allora (2,4 per cento), a causa soprattutto dell'assenza di proventi delle privatizzazioni programmate dal Governo (pari all'1,0 per cento del PIL nel DEF).

**I dati di cassa disponibili sono compatibili con le previsioni della Nota**

Nei primi otto mesi del 2019 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni è stato pari a 28,1 miliardi, superiore rispetto

al corrispondente periodo dello scorso anno (23,2); nei 12 mesi terminanti ad agosto 2019 si è collocato a 43,9 miliardi (fig. 43). Tenendo conto dei principali fattori di raccordo tra il fabbisogno

Tavola 15

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

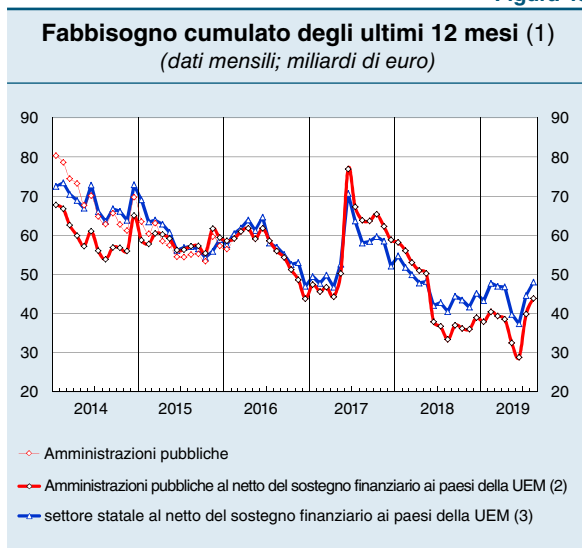
VOCI	2018	2019	2020	2021	2022
Indebitamento netto	2,2	2,2	2,2	1,8	1,4
Avanzo primario	1,5	1,3	1,1	1,3	1,6
Spesa per interessi	3,7	3,4	3,3	3,1	2,9
Indebitamento netto strutturale	1,5	1,2	1,4	1,2	1,0
Debito (2)	134,8	135,7	135,2	133,4	131,4

Fonte: Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2019.

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

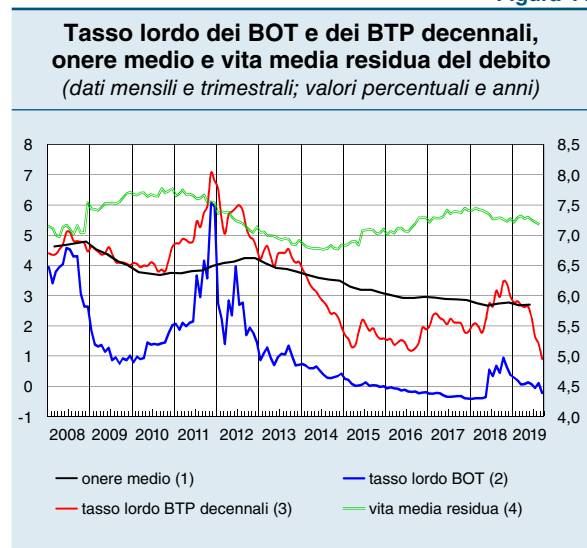
<sup>5</sup> Lo scorso settembre la Banca d'Italia ha aggiornato le stime del debito delle Amministrazioni pubbliche per il periodo 2015-18 a seguito delle modifiche metodologiche concordate a livello europeo (cfr. Banca d'Italia, *Revisione delle stime del debito delle Amministrazioni pubbliche alla luce del nuovo Manuale dell'Eurostat (MGDD)*, comunicato stampa del 23 settembre 2019). La revisione, che non ha alcun impatto sulla valutazione della sostenibilità delle finanze pubbliche, ha determinato un'incidenza del debito sul PIL più elevata, ma una dinamica del rapporto complessivamente più favorevole. Poiché le stime della spesa per interessi non sono variate, ne è conseguita inoltre una revisione al ribasso dell'onere medio del debito pubblico per interessi.

Figura 43



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

Figura 44



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

e l'indebitamento netto, la dinamica osservata in corso d'anno segnala una riduzione di questo saldo nel periodo; tale miglioramento potrebbe tuttavia riassorbirsi almeno in parte nei prossimi mesi, per effetto principalmente delle erogazioni relative al Reddito di cittadinanza e alle nuove norme in materia previdenziale.

Sempre nei primi otto mesi del 2019 il debito delle Amministrazioni pubbliche è cresciuto di 82,3 miliardi, soprattutto per effetto dell'aumento delle disponibilità liquide del Tesoro (salite di 54,4 miliardi, a 89,5) e del fabbisogno. Negli ultimi mesi, grazie principalmente al calo dello spread (cfr. il par. 2.8), i tassi all'emissione si sono significativamente ridotti; l'onere medio del debito è sceso al 2,7 per cento alla fine di giugno, dal 2,8 al termine del 2018 (fig. 44). La vita media residua del debito si è lievemente accorciata a 7,2 anni in agosto, da 7,3 alla fine dello scorso anno.

Le entrate tributarie contabilizzate nel bilancio dello Stato, al netto di lotto e lotterie, sono diminuite di oltre 3,5 miliardi nei primi nove mesi del 2019 rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Il calo dipende quasi interamente dalle imposte sui redditi, che nei mesi estivi hanno risentito della proroga all'autunno delle scadenze per i versamenti in autoliquidazione dei contribuenti soggetti agli Indici sintetici di affidabilità fiscale.

**Il Governo programma nel 2020 un indebitamento netto più elevato rispetto a quello tendenziale**

Nelle più recenti valutazioni ufficiali l'andamento tendenziale dei conti per il triennio 2020-22 è significativamente più favorevole rispetto a quanto atteso ad aprile (l'indebitamento netto è in media inferiore di 0,8 punti percentuali), per effetto principalmente di una minore spesa per interessi.

In ciascun anno l'obiettivo fissato dal Governo per l'indebitamento netto è superiore a quanto previsto nel quadro tendenziale. In particolare, per il 2020 l'Esecutivo programma un obiettivo per l'indebitamento netto al 2,2 per cento, più alto rispetto al quadro tendenziale di

quasi un punto percentuale del PIL<sup>6</sup>; successivamente il disavanzo diminuirebbe fino all'1,4 per cento nel 2022. Il quadro programmatico sconta l'eliminazione nel 2020 degli inasprimenti della tassazione indiretta previsti dalle clausole di salvaguardia (pari all'1,3 per cento del PIL) e la loro riduzione nel biennio successivo.

Nel complesso, l'orientamento della politica di bilancio, misurato dalla variazione del saldo primario corretto per il ciclo, risulterebbe lievemente espansivo nel 2020 e sostanzialmente neutrale negli anni successivi. L'indebitamento netto strutturale, in leggero aumento l'anno prossimo, toccherebbe l'1,4 per cento del prodotto; si ridurrebbe di 0,2 punti percentuali del PIL all'anno nel biennio 2021-22 per effetto del calo della spesa per interessi.

**Il rapporto debito/PIL inizierebbe a ridursi dal 2020**

Nei programmi del Governo il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto scenderebbe di mezzo punto percentuale nel 2020 e di poco meno di due punti all'anno in media nel biennio successivo, anche grazie all'effetto delle clausole di salvaguardia (pur ridotte rispetto a quanto previsto nella legislazione vigente). Il maggiore indebitamento netto previsto nel triennio sarebbe in parte compensato dai proventi da privatizzazioni<sup>7</sup> e dalla più sostenuta dinamica del prodotto nominale.

Il 16 ottobre il Governo ha inviato alla Commissione europea il *Documento programmatico di bilancio 2020*, nel quale ha prefigurato le misure che intende includere nella manovra di bilancio. Oltre agli interventi relativi alle clausole di salvaguardia, l'Esecutivo programma di destinare risorse principalmente alla riduzione del cuneo fiscale sul lavoro e all'aumento degli investimenti pubblici e privati. A copertura di tali misure espansive il Governo prevede di reperire risorse per circa 0,8 punti percentuali del prodotto nel 2020, anche mediante misure di contrasto all'evasione e alle frodi fiscali.

Nelle valutazioni ufficiali l'impatto della manovra di bilancio sulla crescita sarebbe di 0,2 punti percentuali del PIL in ciascun anno del biennio 2020-21 e nullo nel 2022.

<sup>6</sup> Nel *Documento programmatico di bilancio 2020* pubblicato a metà ottobre la differenza fra l'obiettivo e la stima tendenziale del disavanzo è pari allo 0,9 per cento del PIL, contro lo 0,8 indicato nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2019*. A parità di obiettivo, il Governo ha rivisto al ribasso la stima tendenziale del disavanzo alla luce di entrate tributarie più favorevoli di quanto atteso a settembre.

<sup>7</sup> Il Governo programma proventi da privatizzazioni pari a 0,2 punti all'anno nel triennio 2020-22, non previsti nel quadro tendenziale.

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



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

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

(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, 30 settembre 2019. Eventuali differenze tra i dati mensili, trimestrali e annuali dipendono da arrotondamenti.

continua

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

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

(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, 30 settembre 2019. Eventuali differenze tra i dati mensili, trimestrali e annuali dipendono da arrotondamenti.

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

PERIODO	Redditi per ora lavorata	Produttività oraria			Costo del lavoro per unità di prodotto
		Valore aggiunto (2)	Ore lavorate		
<b>Totale industria al netto delle costruzioni</b>					
2016	-0,4	1,5	3,2	1,7	-1,9
2017	1,3	2,8	3,9	1,1	-1,5
2018	1,6	0,5	2,0	1,4	1,1
2017 – 1° trim.	1,2	2,1	2,9	0,9	-0,8
2° trim.	1,0	3,1	4,5	1,4	-2,1
3° trim.	1,9	2,7	4,9	2,1	-0,8
4° trim.	1,3	3,1	4,5	1,4	-1,8
2018 – 1° trim.	0,9	2,9	3,9	1,0	-2,0
2° trim.	2,6	1,2	2,5	1,3	1,3
3° trim.	1,3	-1,1	0,5	1,6	2,5
4° trim.	1,4	-1,9	-1,2	0,7	3,4
2019 – 1° trim.	1,8	-3,1	-0,5	2,7	5,0
2° trim.	0,8	-2,5	-0,9	1,6	3,4
<b>Servizi</b>					
2016	-0,3	-0,6	1,0	1,6	0,3
2017	0,2	0,3	1,6	1,4	-0,1
2018	2,0	-0,5	0,6	1,1	2,6
2017 – 1° trim.	0,2	0,3	1,8	1,4	-0,1
2° trim.	-0,5	0,7	1,8	1,1	-1,2
3° trim.	0,0	-0,4	1,5	1,9	0,4
4° trim.	1,3	0,3	1,5	1,2	1,0
2018 – 1° trim.	0,6	-0,2	1,0	1,2	0,8
2° trim.	2,9	-0,9	0,6	1,5	3,8
3° trim.	2,6	-0,5	0,3	0,8	3,1
4° trim.	1,7	-0,5	0,3	0,8	2,3
2019 – 1° trim.	2,3	-0,9	-0,3	0,6	3,2
2° trim.	0,5	-0,4	0,2	0,6	0,9
<b>Totale economia</b>					
2016	-0,4	-0,2	1,4	1,6	-0,2
2017	0,5	0,8	1,9	1,0	-0,4
2018	1,9	-0,2	0,9	1,1	2,0
2017 – 1° trim.	0,3	0,7	1,8	1,1	-0,4
2° trim.	0,1	1,2	2,1	0,8	-1,1
3° trim.	0,5	0,4	1,9	1,5	0,1
4° trim.	1,2	0,9	2,0	1,1	0,3
2018 – 1° trim.	0,8	0,8	1,6	0,8	0,0
2° trim.	2,7	-0,3	1,1	1,4	3,0
3° trim.	2,3	-0,6	0,5	1,1	2,9
4° trim.	1,5	-0,7	0,0	0,7	2,2
2019 – 1° trim.	2,4	-1,1	0,0	1,0	3,5
2° trim.	1,1	-0,2	0,1	0,2	1,2

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. – (2) Valore aggiunto a prezzi base, valori concatenati. Anno di riferimento 2015.

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

PERIODO	Redditi per ora lavorata	Produttività oraria		Costo del lavoro per unità di prodotto	
		Valore aggiunto (2)	Ore lavorate		
<b>Totale industria al netto delle costruzioni</b>					
2016	1,2	2,0	3,0	1,0	-0,8
2017	1,5	2,4	3,4	1,0	-0,9
2018	2,0	0,6	1,9	1,2	1,4
2017 – 1° trim.	1,1	1,5	2,5	1,0	-0,5
2° trim.	1,2	2,3	3,5	1,2	-1,1
3° trim.	1,0	3,1	4,8	1,6	-2,1
4° trim.	1,3	2,4	4,1	1,7	-1,1
2018 – 1° trim.	1,7	2,5	3,8	1,2	-0,8
2° trim.	2,1	1,4	3,0	1,6	0,7
3° trim.	2,2	0,2	1,3	1,1	2,1
4° trim.	1,7	-1,7	-0,6	1,2	3,5
2019 – 1° trim.	1,9	-1,7	-0,3	1,4	3,7
2° trim.	1,8	-1,9	-1,3	0,6	3,8
<b>Servizi</b>					
2016	1,0	-0,1	1,6	1,7	1,2
2017	2,0	1,0	2,3	1,3	1,0
2018	2,1	0,4	1,9	1,5	1,7
2017 – 1° trim.	1,7	0,8	2,1	1,2	0,8
2° trim.	1,9	0,9	2,3	1,4	1,0
3° trim.	1,7	0,9	2,6	1,7	0,9
4° trim.	1,9	1,0	2,7	1,7	0,8
2018 – 1° trim.	2,1	0,9	2,3	1,4	1,2
2° trim.	1,7	0,2	2,0	1,8	1,5
3° trim.	2,2	0,1	1,7	1,6	2,1
4° trim.	2,0	0,0	1,6	1,5	1,9
2019 – 1° trim.	1,9	0,1	1,6	1,6	1,8
2° trim.	2,3	0,5	1,6	1,1	1,8
<b>Totale economia</b>					
2016	1,1	0,4	1,8	1,4	0,7
2017	1,9	1,4	2,5	1,2	0,5
2018	2,0	0,5	2,0	1,5	1,5
2017 – 1° trim.	1,5	1,0	2,1	1,1	0,5
2° trim.	1,8	1,2	2,5	1,3	0,5
3° trim.	1,5	1,4	3,0	1,6	0,1
4° trim.	1,7	1,3	3,0	1,7	0,4
2018 – 1° trim.	1,9	1,3	2,7	1,3	0,6
2° trim.	1,7	0,5	2,3	1,8	1,2
3° trim.	2,1	0,0	1,7	1,6	2,1
4° trim.	1,8	-0,3	1,2	1,5	2,2
2019 – 1° trim.	1,8	-0,3	1,4	1,7	2,1
2° trim.	2,2	0,1	1,1	1,0	2,1

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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



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

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

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

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)	Flussi del conto finanziario (c)
		Totale	Azioni e fondi comuni	Titoli di debito								
<b>Attività</b>												
2014	510	1.057	608	449	128	508	117	2.320	143,0	220	87	133
2015	530	1.177	705	472	100	508	120	2.435	147,4	115	-7	123
2016	544	1.265	758	507	92	504	129	2.534	149,9	99	23	76
2017	558	1.391	864	527	76	523	126	2.675	154,8	141	-7	148
2018	594	1.354	821	533	76	551	133	2.707	154,1	33	-71	104
2018 – 1° trim.	564	1.395	860	536	73	534	125	2.691	155,0	17	-33	49
2° trim.	578	1.400	863	536	75	552	127	2.732	156,5	41	14	27
3° trim.	583	1.431	885	546	73	556	124	2.767	158,0	35	-1	36
4° trim.	594	1.354	821	533	76	551	133	2.707	154,1	-60	-52	-9
2019 – 1° trim.	594	1.421	872	549	81	557	138	2.791	158,6	84	66	18
2° trim.	596	1.448	887	561	85	566	145	2.842	161,3	50	32	18
<b>Passività</b>												
2014	407	1.331	204	1.127	182	742	-	2.661	164,1	187	108	78
2015	423	1.394	254	1.140	141	797	-	2.755	166,8	94	10	84
2016	445	1.269	217	1.052	136	886	-	2.736	161,9	-19	-62	43
2017	456	1.308	263	1.045	107	938	-	2.808	162,6	72	-28	101
2018	482	1.146	216	930	107	1.055	-	2.790	158,8	-18	-92	73
2018 – 1° trim.	456	1.347	270	1.076	102	954	-	2.859	164,6	50	2	49
2° trim.	464	1.225	255	970	105	1.039	-	2.832	162,2	-27	-49	22
3° trim.	470	1.201	254	947	100	1.057	-	2.828	161,5	-4	-23	19
4° trim.	482	1.146	216	930	107	1.055	-	2.790	158,8	-38	-21	-16
2019 – 1° trim.	482	1.207	249	958	119	1.043	-	2.851	162,0	61	49	12
2° trim.	486	1.260	247	1.013	130	1.004	-	2.880	163,5	29	26	3
<b>Posizione netta</b>												
2014	103	-274	403	-678	-54	-233	117	-342	-21,1	34	-21	55
2015	107	-217	451	-668	-41	-288	120	-320	-19,4	22	-17	39
2016	98	-4	541	-545	-44	-381	129	-202	-12,0	118	85	33
2017	102	83	601	-518	-31	-415	126	-134	-7,7	68	21	48
2018	112	207	605	-398	-31	-504	133	-83	-4,7	51	20	31
2018 – 1° trim.	108	49	590	-541	-30	-419	125	-168	-9,7	-34	-34	1
2° trim.	114	175	608	-434	-29	-486	127	-100	-5,7	68	63	5
3° trim.	113	230	631	-400	-27	-501	124	-60	-3,4	39	23	17
4° trim.	112	207	605	-398	-31	-504	133	-83	-4,7	-23	-30	8
2019 – 1° trim.	112	214	624	-409	-38	-486	138	-60	-3,4	23	17	6
2° trim.	111	188	640	-452	-45	-437	145	-38	-2,2	22	6	15

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

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

PERIODO	Conto corrente					Conto capitale		
	Totale	Merci	Servizi	Redditi primari	Redditi secondari	Totale	Attività intangibili	Trasferimenti unilaterali
2013	17.879	38.091	710	-2.842	-18.081	-667	-3.142	2.474
2014	30.904	49.346	-2.282	265	-16.425	2.830	-942	3.771
2015	23.529	54.144	-4.245	-11.413	-14.956	6.110	-1.183	7.294
2016	43.997	59.963	-4.082	4.794	-16.678	-2.645	-1.973	-673
2017	46.490	56.684	-4.637	9.201	-14.758	684	-1.188	1.872
2018	45.972	47.291	-2.711	18.802	-17.411	-604	-1.482	878
2018 – 1° trim.	5.094	9.907	-3.386	3.727	-5.153	-359	-363	4
2° trim.	11.433	13.640	744	57	-3.007	-177	-372	196
3° trim.	16.169	11.359	3.097	6.020	-4.307	2	-324	326
4° trim.	13.275	12.386	-3.165	8.998	-4.943	-71	-423	352
2019 – 1° trim.	4.791	10.874	-3.583	4.524	-7.025	-330	-361	30
2° trim.	14.861	16.459	1.303	-466	-2.436	-783	-469	-314
2018 – gen.	-908	615	-991	711	-1.243	-101	-123	23
feb.	2.524	3.860	-1.081	1.446	-1.701	-101	-113	13
mar.	3.479	5.431	-1.315	1.571	-2.208	-158	-126	-32
apr.	3.418	3.803	-183	781	-983	-123	-116	-7
mag.	2.152	4.011	197	-1.355	-701	-144	-132	-12
giu.	5.863	5.825	729	631	-1.322	90	-124	215
lug.	7.490	6.170	1.096	1.524	-1.301	20	-112	132
ago.	5.563	3.277	1.281	2.457	-1.452	33	-90	123
set.	3.116	1.911	719	2.040	-1.554	-51	-123	71
ott.	5.610	4.512	-690	3.127	-1.340	35	-150	186
nov.	4.006	4.476	-1.614	2.524	-1.379	5	-141	147
dic.	3.659	3.398	-861	3.346	-2.224	-111	-131	20
2019 – gen.	-843	1.157	-1.158	869	-1.712	-109	-139	30
feb.	2.476	4.164	-1.190	1.822	-2.320	-87	-109	22
mar.	3.158	5.553	-1.235	1.833	-2.993	-134	-113	-21
apr.	4.095	3.889	16	1.037	-847	-261	-154	-107
mag.	4.477	6.134	528	-1.739	-446	-282	-166	-117
giu.	6.289	6.436	759	236	-1.143	-240	-150	-90
lug.	(8.537)	(7.455)	(1.639)	(758)	(-1.316)	(116)	(49)	(66)
ago.	(6.037)	(4.663)	(1.039)	(1.764)	(-1.428)	(85)	(26)	(59)

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

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

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

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

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

PERIODO	Banche	Altre società finanziarie	Società non finanziarie	Totale
<b>Italia</b>				
2017	-64,9	15,8	21,6	-27,6
2018	-29,5	10,6	-4,2	-23,1
2018 – 1° trim.	-15,8	-5,6	-2,9	-24,3
2° trim.	-16,9	1,2	-0,2	-15,8
3° trim.	1,1	3,6	2,3	7,0
4° trim.	2,0	11,5	-3,4	10,1
2019 – 1° trim.	-4,9	-0,3	-1,1	-6,3
2° trim.	1,4	-0,9	2,1	2,6
<b>Area dell'euro</b>				
2017	-47,2	2,6	63,4	18,7
2018	85,4	80,1	43,7	209,2
2018 – 1° trim.	30,9	17,6	22,9	71,4
2° trim.	-18,4	32,8	3,2	17,6
3° trim.	47,0	8,5	16,9	72,4
4° trim.	26,0	21,2	0,7	47,9
2019 – 1° trim.	59,5	23,1	16,6	99,2
2° trim.	16,5	17,5	17,5	51,5

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

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

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

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Altre passività	Transazioni in strumenti di debito	Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro (2)		Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	
		<i>di cui:</i> raccolta postale							<i>di cui:</i> impieghi della liquidità		<i>di cui:</i> connesso con sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)
2013	-3,1	-3,3	-11,1	91,9	-3,4	5,5	79,8	-3,2	-10,0	76,5	13,0
2014	14,3	-1,4	-16,0	82,3	-4,1	-1,3	75,2	-8,8	-28,0	66,4	4,7
2015	5,6	-1,1	-9,5	43,6	1,5	-1,1	40,1	10,7	8,0	50,7	-2,1
2016	-5,1	0,2	-8,0	63,3	0,5	-0,3	50,3	-7,4	-3,0	42,9	0,0
2017	-0,6	-2,4	-0,5	41,1	3,4	1,5	45,0	13,8	10,5	58,8	0,0
2018	5,2	-2,1	0,8	42,3	-4,5	0,8	44,7	-5,8	19,5	38,9	0,0
2017 – gen.	2,1	-2,1	7,3	24,0	-1,4	0,2	32,3	-34,3	-2,9	-2,1	0,0
feb.	-1,8	0,4	0,2	-10,9	1,1	-0,2	-11,7	20,7	-0,1	9,0	0,0
mar.	2,4	0,3	-0,2	18,5	1,0	-0,1	21,6	2,2	-0,2	23,7	0,0
apr.	1,2	0,1	0,5	7,4	0,2	0,2	9,5	-3,9	0,8	5,6	0,0
mag.	1,5	0,6	0,7	5,8	-0,3	0,7	8,3	-0,5	5,0	7,8	0,0
giu.	3,8	-0,9	0,2	-0,5	5,3	0,7	9,6	6,3	-5,8	15,9	0,0
lug.	0,1	0,2	0,3	21,5	-2,1	0,1	19,8	-32,9	0,3	-13,1	0,0
ago.	2,0	0,1	-0,1	-22,9	0,3	0,1	-20,5	22,2	-0,2	1,6	0,0
set.	2,2	-0,3	-0,8	3,3	0,8	-0,2	5,3	11,3	0,0	16,6	0,0
ott.	-0,6	0,4	-0,9	9,2	-1,8	-0,7	5,3	-1,3	0,8	4,0	0,0
nov.	-0,8	-0,7	-1,0	-13,4	0,6	-0,1	-14,7	20,2	17,4	5,5	0,0
dic.	-12,6	-0,5	-6,8	-0,9	-0,3	0,9	-19,7	3,8	-4,6	-15,9	0,0
2018 – gen.	5,7	-0,8	6,3	12,6	-2,1	0,0	22,5	-25,2	-9,1	-2,7	0,0
feb.	-1,1	-0,5	0,0	1,6	0,5	-0,4	0,6	6,2	16,0	6,8	0,0
mar.	2,4	-0,2	0,0	15,2	-0,2	-0,1	17,2	3,5	5,5	20,7	0,0
apr.	-2,3	-0,1	0,0	12,4	0,7	0,1	10,9	-7,3	2,0	3,6	0,0
mag.	-0,8	-0,5	-0,1	13,3	0,1	0,1	12,6	-5,4	0,0	7,1	0,0
giu.	-2,3	0,3	0,7	-5,7	0,8	0,8	-5,6	9,2	-4,8	3,6	0,0
lug.	5,6	-0,2	-0,2	17,0	-3,8	-1,3	17,3	-31,6	-2,5	-14,3	0,0
ago.	-2,3	0,4	-0,6	-13,8	0,1	0,0	-16,6	14,9	-1,0	-1,7	0,0
set.	-1,1	-0,6	0,2	5,5	0,3	-0,1	4,8	15,4	-5,6	20,2	0,0
ott.	-1,2	0,2	0,0	4,6	-0,4	-0,7	2,2	1,0	-1,4	3,2	0,0
nov.	-0,1	-0,8	0,4	6,4	0,8	1,0	8,6	-3,3	2,1	5,3	0,0
dic.	2,7	0,7	-5,9	-26,6	-1,2	1,2	-29,8	16,9	18,4	-13,0	0,0
2019 – gen.	4,0	-1,1	8,0	29,4	-0,5	-0,6	40,3	-44,0	-14,0	-3,7	0,0
feb.	-3,9	-0,4	-0,1	4,0	-0,3	-0,1	-0,4	9,8	-2,0	9,4	0,0
mar.	0,2	-2,1	0,6	-3,2	-0,2	-0,1	-2,7	22,4	1,4	19,6	0,0
apr.	0,9	1,3	0,7	12,7	-0,2	0,3	14,3	-11,6	-1,4	2,8	0,0
mag.	-1,0	-0,6	0,3	-10,1	1,0	-0,5	-10,3	11,3	3,0	1,0	0,0
giu.	-1,8	-1,1	-0,4	23,1	-0,6	0,1	20,4	-20,5	-3,0	-0,1	0,0
lug.	5,8	1,6	-0,1	19,1	-2,3	1,3	23,9	-27,1	3,0	-3,2	0,0
ago.	-0,1	-1,3	1,8	-4,5	0,0	-0,2	-3,0	5,3	-3,0	2,3	0,0

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

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

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Altre passività	Debito delle Amministrazioni pubbliche	Per memoria:				
	<i>di cui:</i> raccolta postale							disponibilità liquide del Tesoro (2)	depositi presso IFM	sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)	<i>di cui:</i> impieghi della liquidità	residenti al netto delle operazioni di liquidità
2013	218,2	79,2	140,6	1.594,9	134,2	48,0	34,1	2.135,8	37,6	10,0	24,7	55,6
2014	232,5	77,8	124,5	1.668,9	130,2	46,7	36,0	2.202,8	46,4	38,0	25,7	60,3
2015	238,1	76,7	115,0	1.708,5	132,2	45,6	33,9	2.239,3	35,7	30,0	26,9	58,2
2016	233,0	76,9	107,0	1.767,2	132,8	45,2	33,9	2.285,3	43,1	33,0	29,9	58,2
2017	232,4	74,4	106,6	1.806,7	136,3	46,8	33,9	2.328,7	29,3	22,5	32,2	58,2
2018	237,6	72,3	107,4	1.855,9	131,9	47,6	33,9	2.380,3	35,1	3,0	31,4	58,2
2017 – gen.	235,1	74,8	114,3	1.790,9	131,5	45,4	33,9	2.317,2	77,4	35,9	29,9	58,2
feb.	233,2	75,2	114,5	1.781,0	132,6	45,2	33,9	2.306,5	56,8	36,0	31,4	58,2
mar.	235,6	75,4	114,3	1.798,3	133,6	45,1	33,9	2.326,9	54,6	36,2	32,6	58,2
apr.	236,8	75,5	114,8	1.806,8	133,8	45,3	33,9	2.337,5	58,5	35,4	33,9	58,2
mag.	238,2	76,2	115,5	1.813,4	133,5	46,0	33,9	2.346,7	58,9	30,3	35,3	58,2
giu.	242,1	75,3	115,7	1.813,0	138,8	46,7	33,9	2.356,3	52,6	36,2	35,3	58,2
lug.	242,2	75,5	116,0	1.833,4	136,7	46,8	33,9	2.375,1	85,6	35,9	37,0	58,2
ago.	244,2	75,6	115,9	1.810,4	137,0	46,9	33,9	2.354,5	63,4	36,1	36,7	58,2
set.	246,4	75,2	115,2	1.813,0	137,8	46,7	33,9	2.359,0	52,1	36,1	35,2	58,2
ott.	245,7	75,7	114,3	1.822,1	136,0	46,0	33,9	2.364,2	53,3	35,3	34,7	58,2
nov.	245,0	74,9	113,3	1.808,3	136,6	45,9	33,9	2.349,0	33,1	17,9	35,3	58,2
dic.	232,4	74,4	106,6	1.806,7	136,3	46,8	33,9	2.328,7	29,3	22,5	32,2	58,2
2018 – gen.	238,1	73,7	112,9	1.819,1	134,3	46,8	33,9	2.351,1	54,5	31,6	33,5	58,2
feb.	237,0	73,2	112,8	1.821,1	134,8	46,5	33,9	2.352,1	48,3	15,6	34,4	58,2
mar.	239,4	72,9	112,8	1.835,0	134,5	46,3	33,9	2.368,0	44,8	10,1	33,2	58,2
apr.	237,1	72,8	112,8	1.847,0	135,3	46,4	33,9	2.378,6	52,1	8,1	34,8	58,2
mag.	236,3	72,3	112,7	1.861,9	135,3	46,5	33,9	2.392,7	57,6	8,1	35,9	58,2
giu.	234,0	72,6	113,4	1.857,5	136,1	47,3	33,9	2.388,4	48,4	12,9	33,8	58,2
lug.	239,6	72,4	113,2	1.876,4	132,3	46,1	33,9	2.407,6	80,0	15,4	35,1	58,2
ago.	237,3	72,9	112,6	1.863,3	132,4	46,1	33,9	2.391,7	65,1	16,4	34,8	58,2
set.	236,2	72,3	112,8	1.868,9	132,7	46,0	33,9	2.396,7	49,6	22,0	33,6	58,2
ott.	235,0	72,5	112,8	1.874,4	132,3	45,3	33,9	2.399,8	48,7	23,4	33,7	58,2
nov.	234,9	71,7	113,2	1.881,9	133,1	46,3	33,9	2.409,6	51,9	21,4	33,1	58,2
dic.	237,6	72,3	107,4	1.855,9	131,9	47,6	33,9	2.380,3	35,1	3,0	31,4	58,2
2019 – gen.	241,6	71,3	115,4	1.885,0	131,4	47,0	33,9	2.420,4	79,1	17,0	32,7	58,2
feb.	237,7	70,9	115,3	1.888,9	131,1	46,8	33,9	2.419,8	69,3	19,0	33,6	58,2
mar.	237,8	68,8	115,9	1.883,4	130,9	46,8	33,9	2.414,8	46,9	17,6	32,2	58,2
apr.	238,7	70,1	116,6	1.896,4	130,8	47,1	33,9	2.429,5	58,5	19,0	32,3	58,2
mag.	237,7	69,4	116,9	1.887,9	131,7	46,5	33,9	2.420,8	47,2	16,0	34,3	58,2
giu.	235,9	68,3	116,5	1.912,0	131,1	46,7	33,9	2.442,2	67,7	19,0	34,5	58,2
lug.	241,8	69,9	116,4	1.930,9	128,9	48,0	33,9	2.465,9	94,8	16,0	35,5	58,2
ago.	241,7	68,6	118,2	1.926,1	128,9	47,8	33,9	2.462,6	89,5	19,0	35,8	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).



