



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Luglio 2016

3 | 2016



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 3 / 2016
Luglio

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

Relazione annuale

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

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

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

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

Queste pubblicazioni sono disponibili su internet all'indirizzo www.bancaditalia.it
oppure in formato cartaceo presso la Biblioteca (Via Nazionale 91, 00184 Roma) e presso le Filiali della Banca d'Italia

© Banca d'Italia, 2016

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

Alessandro Secchi e Giovanna Messina (coordinamento), Margherita Bottero, Guido Bulligan, Marta De Philippis, Claire Giordano, Giacomo Oddo, Marco Savegnago, Alessandro Schiavone, Gabriele Zinna

Fabrizio Martello, Silvia Mussolin e Rosanna Visca (aspetti editoriali), Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Guido Bulligan, Rita Cappariello, Massimo Coletta, Pietro Cova, Silvia Fabiani, Stefano Federico, Giuseppe Grande, Elisa Guglielminetti, Stefano Piersanti, Lisa Rodano, Alfonso Rosolia, Raffaele Santioni, Federico M. Signoretti, Filippo Vergara Caffarelli

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'8 luglio 2016, salvo diversa indicazione

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

INDICE

LA SINTESI	5
1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
1.1 Il ciclo internazionale	8
1.2 L'area dell'euro	12
1.3 I mercati finanziari internazionali	17
2 L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	20
2.2 Le imprese	21
2.3 Le famiglie	26
2.4 La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	29
2.5 Il mercato del lavoro	34
2.6 La dinamica dei prezzi	36
2.7 Le banche	38
2.8 Il mercato finanziario	44
2.9 Le prospettive	45
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	51

INDICE DEI RIQUADRI

Le conseguenze del referendum sui rapporti tra Regno Unito e Unione europea	8
Gli effetti delle nuove operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine	15
Gli investimenti delle imprese italiane nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita	22
L'indagine sulle imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi privati non finanziari	24
Le obbligazioni bancarie nel portafoglio delle famiglie italiane	27
I rapporti commerciali e finanziari tra Italia e Regno Unito	30
Il saldo del conto corrente corretto per il ciclo	32
L'offerta e la domanda di credito	40
Le possibili ripercussioni del referendum del Regno Unito sul quadro previsivo	46
Lo scenario macroeconomico pubblicato in giugno	49

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.
-

LA SINTESI

L'esito del referendum nel Regno Unito... *L'esito del referendum consultivo del 23 giugno nel Regno Unito, che ha visto la prevalenza dei voti a favore dell'uscita del paese dall'Unione europea, ha prodotto una situazione mai sperimentata nel processo di integrazione europea, di cui è difficile anticipare tutte le ripercussioni. Il Fondo monetario internazionale ha valutato che l'incertezza che ne scaturisce è un rischio per l'economia globale.*

...si è riflesso sui mercati... *L'impatto sui mercati valutari e finanziari è stato immediato; lo ha contrastato l'azione delle autorità monetarie, che ha favorito il suo parziale riassorbimento nei giorni successivi. La sterlina si è deprezzata; l'euro, pur apprezzandosi nei confronti della valuta britannica, si è indebolito rispetto alle altre principali valute, mantenendosi pressoché invariato in termini effettivi. Non ne hanno risentito i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro, che hanno beneficiato del programma di acquisto dell'Eurosystema; è stata ampia la caduta delle quotazioni azionarie.*

...in particolare sulle azioni bancarie *Sui mercati borsistici l'aumento generalizzato dell'avversione al rischio ha avuto ripercussioni soprattutto sui corsi dei titoli dei settori ritenuti più esposti a un rallentamento dell'economia, in primo luogo su quelli delle banche dell'area dell'euro. La flessione delle quotazioni, dal giorno del referendum all'8 luglio, è stata in questo comparto del 29 per cento in Italia, del 26 in Germania, del 23 nella media dell'area. Il calo dei corsi delle banche italiane è stato accentuato anche dalla presenza di un elevato livello di crediti deteriorati ereditato dalla recessione, nonché dalla preoccupazione che le attuali condizioni dei mercati possano rendere più difficile la cessione di queste esposizioni o la raccolta di capitale.*

Il Consiglio direttivo della BCE, se necessario, agirà con tutti gli strumenti disponibili

La BCE è pronta a intervenire, se necessario, e mantiene stretti contatti con le altre banche centrali, continuando ad assolvere il proprio mandato di assicurare la stabilità dei prezzi e la stabilità finanziaria nell'area dell'euro. Nell'area l'espansione ciclica sarebbe proseguita nel secondo trimestre, anche se a ritmi inferiori al primo, e l'inflazione al consumo è tornata in giugno su valori appena positivi; la crescita e la dinamica dei prezzi dovrebbero essere stimolate dalle misure di politica monetaria già decise. Un ulteriore contributo potrà derivare dall'impatto sull'offerta di credito delle nuove operazioni mirate di rifinanziamento avviate lo scorso giugno, alle quali le banche italiane hanno finora partecipato per circa 139 miliardi (29 al netto dei rimborsi dei fondi ottenuti nella prima serie di operazioni mirate).

In Italia la ripresa prosegue a ritmi più moderati

Nel nostro paese la ripresa continua con gradualità, sospinta dalla domanda interna, nonostante le esportazioni risentano della debolezza dei mercati extra UE. I consumi delle famiglie beneficiano dell'incremento del reddito disponibile e del miglioramento delle condizioni occupazionali; è proseguita la crescita degli investimenti, sostenuti anche dagli incentivi introdotti dall'ultima legge di stabilità. Gli indicatori congiunturali suggeriscono tuttavia che nel secondo trimestre il PIL, come nel complesso dell'area dell'euro, sarebbe aumentato a un tasso inferiore rispetto a quello del periodo precedente.

Le imprese pianificano un aumento degli investimenti

Nelle nostre indagini, condotte prima dell'esito del referendum britannico, le imprese indicano di pro-

grammare nell'anno in corso un aumento degli investimenti (ancora storicamente bassi in rapporto al prodotto), favorito anche dal miglioramento delle condizioni di accesso al credito e dagli incentivi fiscali approvati lo scorso dicembre; il ritmo di accumulazione sarebbe maggiore tra le imprese prevalentemente orientate al mercato interno e tra quelle di maggiore dimensione. Circa il 60 per cento delle imprese industriali programma un aumento della capacità produttiva degli impianti, motivato principalmente dalla percezione di un'evoluzione più favorevole della domanda. Le indagini mostrano però che l'incertezza sul quadro internazionale resta un fattore rilevante nel trattenere le imprese italiane dal procedere con maggiore decisione all'accumulazione di capitale.

Prosegue il miglioramento dell'occupazione

Nonostante un rallentamento rispetto all'anno precedente, quando erano applicati in misura piena gli sgravi contributivi sulle nuove assunzioni, la tendenza all'aumento del numero di occupati è continuata nel primo trimestre dell'anno. Il tasso di disoccupazione complessivo è rimasto stabile, per effetto della maggiore partecipazione al mercato del lavoro; tuttavia è ulteriormente diminuita la disoccupazione tra i giovani.

L'inflazione si mantiene negativa

L'inflazione al consumo è negativa dallo scorso febbraio; il suo andamento risente della contrazione della componente energetica, ma anche di una dinamica molto contenuta di quella di fondo, su cui continuano a pesare gli ancora ampi margini di capacità produttiva inutilizzata. Le famiglie e le imprese si attendono che la crescita dei prezzi rimanga modesta nei prossimi mesi. Secondo le stime degli analisti, l'inflazione al consumo si collocherebbe su valori appena positivi nella media di quest'anno.

La ripresa si trasmette gradualmente alla dinamica e alla qualità del credito

Il credito al settore privato non finanziario cresce a tassi moderati, ma più sostenuti nei comparti dove la ripresa dell'attività economica si è avviata più stabilmente: i prestiti al complesso delle imprese ristagnano, ma sono in deciso aumento quelli alle società manifatturiere. La qualità del credito beneficia gradualmente della

ripresa ciclica: nel primo trimestre del 2016 il flusso dei nuovi crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti è ulteriormente diminuito; per i gruppi bancari la quota di crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti si è contratta rispetto al trimestre precedente (sia al lordo, sia al netto delle rettifiche).

Si valutano provvedimenti per tutelare la stabilità finanziaria

L'incertezza diffusa sui mercati ha indotto il Governo italiano a notificare alla Commissione europea, che l'ha approvata, l'intenzione di concedere, entro quest'anno e solo qualora ve ne sia la necessità, la garanzia dello Stato a passività bancarie di nuova emissione, remunerata a condizioni di mercato e nel rispetto della disciplina sugli aiuti di Stato. La situazione dei mercati può creare rischi sistemici per i singoli Stati membri e per l'area nel suo complesso, che richiedono la predisposizione di un sistema di sostegno finanziario pubblico da attivare in caso di necessità; le norme comunitarie prevedono, con riferimento ai risultati delle prove di stress, la possibilità di interventi pubblici precauzionali di ricapitalizzazione nel settore bancario per evitare gravi perturbazioni dell'economia e per preservare la stabilità finanziaria.

La Brexit si può riflettere sulle prospettive per l'economia...

Le proiezioni della Banca d'Italia, elaborate nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema e pubblicate lo scorso 6 giugno, prefiguravano per l'economia italiana un aumento del prodotto nel triennio 2016-18 trainato dalla domanda interna e una risalita molto graduale del tasso di inflazione. L'esito del referendum sull'uscita del Regno Unito dall'Unione europea ha effetti sul quadro macroeconomico ancora difficili da valutare; sono tuttavia aumentati notevolmente i rischi.

...con effetti diretti limitati...

I possibili effetti della Brexit sul quadro previsivo dipendono dal verificarsi di conseguenze ancora ampiamente ipotetiche. Le ricadute sulle proiezioni dei movimenti nei mercati finanziari, valutari e delle materie prime osservati dopo il referendum britannico sono minime. Conseguenze più significative sull'attività

economica potrebbero materializzarsi nei prossimi mesi in caso di un forte calo dell'attività nel Regno Unito, che potrebbe trasmettersi al nostro paese attraverso l'interscambio commerciale o una revisione dei piani di investimento delle imprese attive sul mercato britannico. Tali canali potrebbero implicare un effetto non trascurabile ma limitato sul prodotto: in questa ipotesi e considerando le informazioni più recenti sul secondo trimestre del 2016, la crescita potrebbe collocarsi poco sotto l'1 per cento quest'anno e attorno all'1 il prossimo.

**...ma con rischi
che vanno contrastati**

L'esperienza degli anni della crisi globale indica tutta-

via che i rischi potrebbero aumentare in modo rapido e considerevole, con effetti rilevanti sull'economia europea e su quella italiana, se si diffondessero tensioni sui mercati finanziari non contrastate da un utilizzo deciso degli strumenti di politica economica disponibili, se emergessero difficoltà del sistema bancario e non si reagisse tempestivamente per tutelare la stabilità finanziaria, se la fiducia delle imprese e delle famiglie dovesse essere significativamente intaccata. Tali rischi possono essere contrastati da una decisa risposta delle politiche monetarie, macroprudenziali e di bilancio e dal successo delle autorità europee nel dissolvere i timori sulla coesione dell'Unione.

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

Si conferma la debolezza dell'economia globale: le previsioni sulla dinamica del commercio mondiale effettuate dalle principali organizzazioni internazionali sono state ancora riviste al ribasso. Dopo l'esito del referendum sull'uscita del Regno Unito dall'Unione europea sono aumentati i rischi; le autorità di politica economica hanno ribadito di essere pronte a contrastare le tensioni e a sostenere la crescita.

L'esito del referendum nel Regno Unito accresce i rischi Il risultato del referendum del 23 giugno, che ha visto la prevalenza dei voti favorevoli all'uscita del Regno Unito dall'Unione europea (cosiddetta Brexit), inciderà profondamente sui rapporti fra queste due aree (cfr. il riquadro: *Le conseguenze del referendum sui rapporti tra Regno Unito e Unione europea*). L'esito della consultazione sulla Brexit ha aumentato la volatilità dei mercati finanziari internazionali e, benché le sue conseguenze siano di difficile valutazione, ha accresciuto i rischi sulle prospettive di crescita globali, che risentono già della debolezza delle economie emergenti. Nel Regno Unito, dopo il referendum, il Governatore della Banca d'Inghilterra valuta che le prospettive economiche si siano deteriorate per effetto dell'aumentata incertezza e di sviluppi finanziari meno favorevoli.

LE CONSEGUENZE DEL REFERENDUM SUI RAPPORTI TRA REGNO UNITO E UNIONE EUROPEA

Nel referendum del 23 giugno scorso l'elettorato britannico ha votato a favore dell'uscita del Regno Unito dall'Unione europea. La decisione avvia una complessa fase di transizione, che interesserà la fitta rete di legami intercorrenti tra il Regno Unito e gli altri Stati membri dell'Unione¹.

I trattati europei contengono regole che consentono di gestire questo processo in modo ordinato. L'articolo 50 del Trattato sull'Unione europea stabilisce la procedura da seguire nel caso in cui uno Stato membro decida di recedere dalla UE. Il primo passo spetta al Regno Unito, che dovrà notificare la decisione al Consiglio europeo; in seguito alla notifica verranno avviate le negoziazioni con l'Unione sull'accordo volto a definire le modalità del recesso². L'uscita si perfezionerà con l'entrata in vigore di tale accordo oppure, in sua assenza, dopo due anni dalla notifica del recesso (termine che potrà essere prolungato dal Consiglio europeo, ma solo con decisione unanime). In ogni caso non ci sarà un vuoto giuridico: fino a quando la procedura per l'uscita dalla UE non sarà completata il Regno Unito rimarrà membro dell'Unione europea, con tutti i diritti e gli obblighi che ne derivano.

¹ Un'immediata conseguenza del risultato referendario è l'annullamento dell'accordo concluso in occasione del Consiglio europeo del 18 e 19 febbraio 2016 per il rafforzamento dello status speciale del Regno Unito nella UE, la cui efficacia era comunque sospesa fino alla notifica da parte del Regno Unito stesso della decisione di rimanere nell'Unione.

² Per la UE le linee guida della negoziazione dovranno essere definite, con decisione unanime, dal Consiglio europeo (cui non parteciperà il Regno Unito). Sulla base di tali linee guida, la Commissione presenterà delle raccomandazioni al Consiglio della UE (senza il Regno Unito) e quest'ultimo formulerà una decisione sull'apertura del negoziato e sulla nomina del negoziatore per l'Unione. L'accordo con il Regno Unito dovrà poi essere approvato dal Consiglio della UE con una maggioranza qualificata del 72 per cento dei restanti 27 Stati membri, rappresentativa del 65 per cento della popolazione; dovrà inoltre essere approvato dal Parlamento europeo a maggioranza semplice.

Le nuove relazioni economiche e commerciali del Regno Unito con la UE saranno oggetto di un negoziato separato. La natura che assumeranno i rapporti commerciali tra le due aree una volta completato il processo di uscita – questione particolarmente rilevante per via del profondo grado di integrazione del paese con il resto dell'Europa – è al momento connotata da ampia incertezza. Alcuni commentatori hanno prospettato la possibilità che vengano negoziati accordi analoghi a quelli attualmente in essere con altri paesi, quali: (a) l'adesione allo Spazio economico europeo (SEE), come nel caso di Norvegia, Islanda e Liechtenstein; (b) un'intesa bilaterale nell'ambito dell'Associazione europea di libero scambio (European Free Trade Association, EFTA), come per la Svizzera; (c) un accordo di libero scambio indipendente, come ad esempio quelli in essere tra UE e Turchia, Messico, Corea del Sud e Canada.

Tali tipologie di accordo si caratterizzano, nell'ordine, per un grado decrescente di integrazione in termini sia di accesso al mercato della UE sia di obblighi di recepimento delle normative comunitarie. Le prime due opzioni prevederebbero inoltre contributi al bilancio comunitario da parte del Tesoro britannico, che invece non sarebbero necessariamente corrisposti nel caso di patto indipendente di libero scambio. In assenza di una qualsiasi nuova intesa, i rapporti commerciali sarebbero regolati dalle norme dell'Organizzazione mondiale del commercio (World Trade Organization, WTO), con l'applicazione della clausola della nazione più favorita³: le esportazioni britanniche verso l'Unione sarebbero quindi assoggettate alle tariffe doganali esterne della UE e anche alle eventuali barriere non tariffarie.

Nel settore dei servizi finanziari l'adesione all'SEE comporterebbe per le imprese britanniche, a fronte della libertà di accesso ai mercati dell'Unione attraverso il mutuo riconoscimento dell'autorizzazione all'operatività data dal paese di origine, l'obbligo di rispettare la normativa europea (incluso, per le banche, il Codice unico europeo⁴) senza tuttavia che il Regno Unito possa più contribuire a definirla. Se invece il Regno Unito concludesse un accordo bilaterale con l'Unione – e ancor più qualora non ne stipulasse alcuno – decadrebbe l'attuale regime di mutuo riconoscimento e verrebbero verosimilmente introdotte limitazioni all'operatività delle istituzioni finanziarie britanniche nell'Unione.

In una dichiarazione congiunta, diffusa poco dopo la comunicazione ufficiale dell'esito del referendum⁵, i Presidenti delle istituzioni europee hanno affermato che l'Unione è pronta ad avviare in tempi rapidi i negoziati con il Regno Unito per definire i termini e le condizioni della sua uscita; hanno auspicato che tale paese possa in futuro essere un partner stretto della UE; hanno sottolineato che ogni accordo che sarà concluso con il Regno Unito quale Stato terzo dovrà tenere conto degli interessi di entrambe le parti ed essere equilibrato in termini di diritti e obblighi. Il dibattito politico interno al Regno Unito ha delineato la possibilità che la decisione di recedere venga notificata fra alcuni mesi. In una riunione informale tenutasi lo scorso 29 giugno i capi di Stato o di governo dei 27 Stati membri della UE (escluso il Regno Unito) hanno tuttavia invitato il paese a procedere quanto prima in tale direzione, precisando che, prima della notifica, non vi sarà alcun tipo di negoziato⁶.

L'incertezza sui possibili effetti negativi dell'uscita dalla UE sull'attività economica nel Regno Unito è molto ampia, come segnalato dalla marcata eterogeneità delle stime che sono state diffuse negli ultimi mesi da organizzazioni internazionali, autorità governative e osservatori privati. Nel breve periodo l'andamento del PIL britannico potrebbe risentire dell'elevata incertezza sulle prospettive

³ La clausola della nazione più favorita impone il divieto di discriminazione tra i partner commerciali nei casi in cui non sia stato concluso un accordo bilaterale: uno Stato si impegna ad accordare a un altro paese trattamenti favorevoli in misura uguale a quelli concessi a uno o più Stati con i quali ugualmente non vi sono in essere accordi commerciali. In applicazione di questa clausola: (a) tutti i partner con i quali non siano state stipulate intese commerciali saranno trattati nella stessa maniera; (b) condizioni migliori potranno essere previste unicamente mediante appositi accordi tra Stati.

⁴ Il Codice unico europeo è l'insieme della regolamentazione bancaria e finanziaria armonizzata a livello europeo.

⁵ Dichiarazione congiunta sull'esito del referendum nel Regno Unito di Martin Schulz, Presidente del Parlamento europeo, Donald Tusk, Presidente del Consiglio europeo, Mark Rutte, Presidente di turno del Consiglio della UE e Jean-Claude Juncker, Presidente della Commissione europea, rilasciata il 24 giugno 2016.

⁶ Dichiarazione congiunta al termine della riunione informale dei 27 capi di Stato o di governo, Bruxelles, 29 giugno 2016.

economiche e finanziarie del paese, della maggiore volatilità sui mercati nonché delle attese di un minore grado di apertura al commercio e agli investimenti dall'estero. Nel lungo periodo la crescita sarà influenzata in misura rilevante dalle caratteristiche dei nuovi accordi economici e commerciali che verranno stipulati tra la UE e il Regno Unito, dalle politiche di immigrazione di quest'ultimo e dalla sua capacità di rimanere un mercato competitivo, efficiente e innovativo.

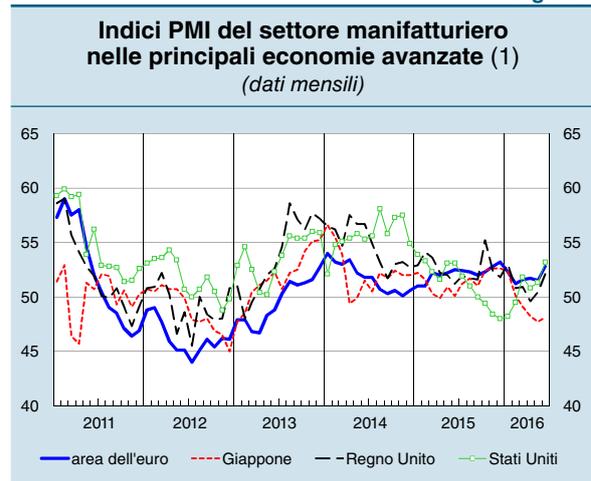
Nelle economie avanzate è proseguita una crescita moderata

Nel primo trimestre del 2016 negli Stati Uniti l'attività economica ha rallentato all'1,1 per cento in ragione d'anno, per effetto della decelerazione dei consumi e della contrazione degli investimenti produttivi. In Giappone, dopo il calo nell'ultima parte del 2015, il PIL ha registrato un'espansione superiore alle attese (1,9 per cento), beneficiando dei contributi positivi dei consumi, delle esportazioni nette e della spesa pubblica. Nel Regno Unito il prodotto è aumentato in misura più contenuta (1,8 per cento). I dati disponibili suggeriscono un'accelerazione della crescita nel secondo trimestre negli Stati Uniti: l'indicatore PMI segnala un'espansione del settore manifatturiero dopo una prolungata fase di stagnazione (fig. 1); i consumi sono cresciuti nei mesi primaverili a ritmi sostenuti e l'occupazione ha accelerato in giugno. In Giappone l'indicatore PMI suggerisce invece un progressivo indebolimento del settore manifatturiero, che ha risentito del terremoto verificatosi lo scorso aprile e del calo degli ordini dall'estero; anche la spesa delle famiglie ha mostrato una flessione.

Nei paesi emergenti il quadro congiunturale rimane debole

In Cina le misure di stimolo adottate dal governo e dalla Banca centrale hanno contrastato il rallentamento dell'attività economica; nel primo trimestre la crescita del PIL è stata pari al 6,7 per cento, sostenuta dagli investimenti pubblici; l'abbondante offerta di credito ha stimolato una ripresa del comparto immobiliare. Nel secondo trimestre è proseguita la crescita delle vendite al dettaglio, mentre l'attività manifatturiera e gli investimenti privati hanno rallentato. In India, dopo un primo trimestre in cui la crescita è stata elevata (8,0 per cento), l'attività economica ha leggermente decelerato. Nei mesi invernali la recessione è proseguita in Brasile (-5,4 per cento), mentre si è attenuata in Russia (-1,2 per cento) grazie anche all'aumento della produzione di petrolio.

Figura 1



Fonte: Markit e Thomson Reuters Datastream.
(1) Indici di diffusione desumibili dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti (PMI) e relativi all'attività economica nel settore manifatturiero.

Tavola 1

Scenari macroeconomici (variazioni e punti percentuali)						
VOCI	Previsioni febbraio 2016		Previsioni giugno 2016		Revisioni giu. 2016 su feb. 2016	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017
PIL						
Mondo	3,0	3,3	3,0	3,3	0,0	0,0
Paesi avanzati						
di cui: area dell'euro	1,4	1,7	1,6	1,7	0,2	0,0
Giappone	0,8	0,6	0,7	0,4	-0,1	-0,2
Regno Unito	2,1	2,0	1,7	2,0	-0,4	0,0
Stati Uniti	2,0	2,2	1,8	2,2	-0,2	0,0
Paesi emergenti						
di cui: Brasile	-4,0	0,0	-4,3	-1,7	-0,3	-1,7
Cina	6,5	6,2	6,5	6,2	0,0	0,0
India	7,4	7,3	7,4	7,5	0,0	0,2
Russia	-0,4	1,7	-1,7	0,5	-1,3	-1,2
Commercio mondiale (1)	3,6	4,8	2,1	3,2	-1,5	-1,6

Fonte: OCSE, *OECD Economic Outlook*, giugno 2016.
(1) Per il commercio mondiale le previsioni si riferiscono a novembre 2015 e a giugno 2016.

Le previsioni di crescita per il biennio 2016-17 sono modeste

Secondo le ultime previsioni dell'OCSE, pubblicate all'inizio di giugno, prima del referendum nel Regno Unito, la crescita del PIL globale nel 2016 si manterrà sui livelli dello scorso anno (3 per cento), in linea con le stime di febbraio (tav. 1). La revisione al ribasso per alcuni dei paesi avanzati risente del rallentamento osservato nel primo trimestre; fra le economie emergenti, le previsioni rimangono invariate per Cina e India, mentre sono peggiorate per Brasile e Russia.

Il commercio globale rallenta ancora

Il commercio mondiale ha ristagnato nei primi tre mesi del 2016, anche per effetto della perdurante debolezza degli scambi con le economie emergenti; i dati preliminari confermano la prosecuzione di questa tendenza nel secondo trimestre. Secondo le previsioni dell'OCSE la crescita del commercio mondiale quest'anno sarà pari al 2,1 per cento, in ribasso rispetto a quanto stimato in novembre (3,6 per cento) e in rallentamento nel confronto con il 2015 (2,6 per cento); al debole contributo delle importazioni cinesi e alla recessione in Brasile e in Russia si aggiunge la frenata degli scambi nelle economie avanzate esterne all'area dell'euro. Negli ultimi cinque anni le previsioni di crescita del commercio mondiale formulate dalle principali organizzazioni internazionali sono state quasi sempre riviste al ribasso.

Le quotazioni petrolifere hanno recuperato dai minimi

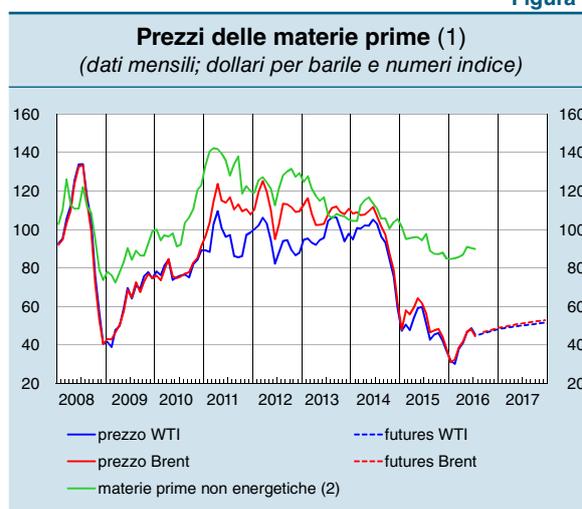
I corsi petroliferi hanno registrato un recupero rispetto ai valori minimi toccati all'inizio dell'anno, collocandosi sopra ai 45 dollari al barile nella prima settimana di luglio (fig. 2). Al rafforzamento delle quotazioni nei mesi primaverili hanno contribuito prevalentemente il calo dell'offerta statunitense e l'interruzione temporanea della produzione in importanti paesi esportatori. Secondo le più recenti stime dell'Agenzia internazionale dell'energia (International Energy Agency, IEA) nel 2016 l'eccesso di offerta si ridurrebbe di circa il 60 per cento, in larga misura a causa del ridimensionamento della produzione dei paesi non OPEC, in presenza di un graduale recupero della domanda. I contratti futures delineano un aumento contenuto dei prezzi del greggio nel prosieguo dell'anno e nel 2017. Anche le quotazioni delle materie prime non energetiche sono risalite rispetto a quelle minime registrate lo scorso febbraio.

Nelle economie avanzate l'inflazione è molto bassa

La dinamica dei prezzi nelle economie avanzate continua a collocarsi ben al di sotto degli obiettivi delle banche centrali (fig. 3), anche a causa della flessione del prezzo del greggio, solo parzialmente riassorbita nei mesi più recenti. Negli Stati Uniti dall'inizio di quest'anno l'inflazione si è attestata intorno all'1 per cento. In Giappone i prezzi al consumo si sono ridotti dello 0,4 per cento in maggio, mentre nel

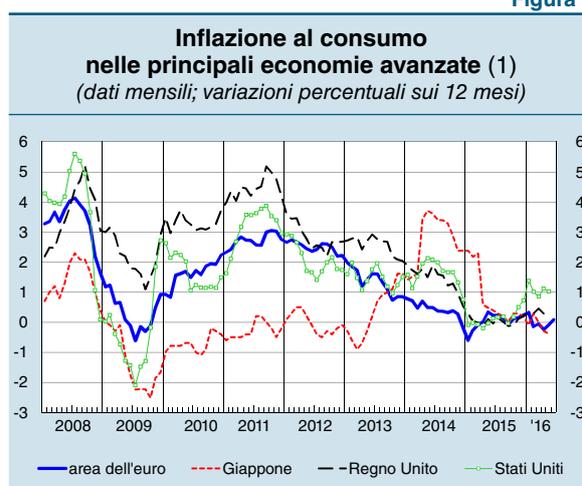
Il commercio mondiale ha ristagnato nei primi tre mesi del 2016, anche per effetto della perdurante debolezza degli scambi con le economie emergenti; i dati preliminari confermano la prosecuzione di questa tendenza nel secondo trimestre. Secondo le previsioni dell'OCSE la crescita del commercio mondiale quest'anno sarà pari al 2,1 per cento, in ribasso rispetto a quanto stimato in novembre (3,6 per cento) e in rallentamento nel confronto con il 2015 (2,6 per cento); al debole contributo delle importazioni cinesi e alla recessione in Brasile e in Russia si aggiunge la frenata degli scambi nelle economie avanzate esterne all'area dell'euro. Negli ultimi cinque anni le previsioni di crescita del commercio mondiale formulate dalle principali organizzazioni internazionali sono state quasi sempre riviste al ribasso.

Figura 2



Fonte: Thomson Reuters Datastream.
(1) Per i prezzi a pronti, dati medi mensili fino a maggio 2016; l'ultimo dato si riferisce all'8 luglio. - (2) Indice Goldman Sachs delle materie prime non energetiche (gennaio 2010=100).

Figura 3



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

Regno Unito sono lievemente aumentati (0,3 per cento). Nelle principali economie emergenti l'inflazione è risultata contenuta in Cina (1,9 per cento a giugno); in linea con l'obiettivo della Banca centrale in India (5,8 per cento); su livelli elevati in Brasile e in Russia (8,8 e 7,5 per cento, rispettivamente).

La Banca d'Inghilterra prefigura un allentamento monetario, la Fed una più graduale normalizzazione

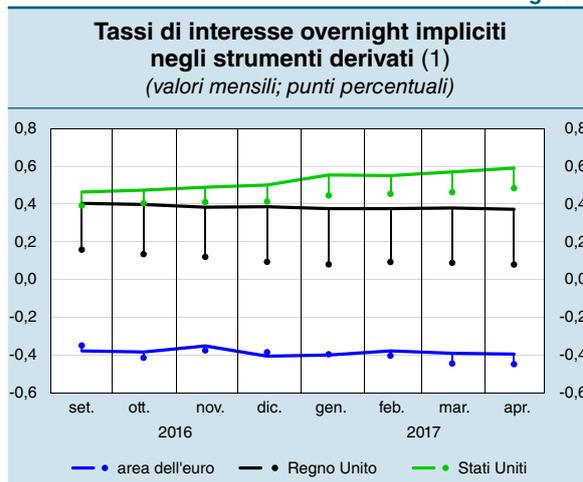
Nelle settimane successive al referendum del 23 giugno si è intensificata la cooperazione fra le principali banche centrali per gestire il rischio di liquidità degli intermediari associato all'elevata volatilità dei mercati finanziari. All'inizio di luglio, tenendo conto del deterioramento delle prospettive economiche nel Regno Unito, la Banca d'Inghilterra ha ridotto i requisiti di capitale in funzione anticiclica; nella riunione del 14 luglio ha mantenuto invariate le condizioni monetarie, ma ne ha prefigurato un allentamento in agosto.

A fronte dei dati meno favorevoli sull'occupazione osservati in maggio negli Stati Uniti e dell'accresciuta incertezza sui mercati internazionali, nella riunione del 14-15 giugno la Riserva federale non aveva modificato l'orientamento monetario. La mediana delle proiezioni dei membri del Federal Open Market Committee (FOMC) prefigurava un aumento dei tassi ufficiali di 50 punti base entro la fine del 2016 (come nelle proiezioni diffuse in marzo) e di ulteriori 150 nei due anni successivi (valore rivisto al ribasso di circa mezzo punto percentuale).

Dopo il referendum nel Regno Unito i tassi di interesse attesi impliciti negli strumenti derivati si sono fortemente ridotti (fig. 4); a metà luglio segnalavano attese di tassi ufficiali invariati negli Stati Uniti sino alla fine dell'anno e di una riduzione di circa 25 punti base nel Regno Unito entro la fine dell'estate.

Nei maggiori paesi emergenti gli orientamenti di politica monetaria rimangono prevalentemente accomodanti: la Banca centrale cinese ha continuato a fornire liquidità addizionale per sostenere l'offerta di credito; in India e in Russia le autorità monetarie hanno mantenuto invariati i tassi di riferimento.

Figura 4



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Thomson Reuters Datastream.
 (1) Tasso di interesse atteso implicito nelle quotazioni degli overnight indexed swap (OIS). Le linee continue indicano i tassi previsti il 4 aprile 2016; i punti segnalano quelli previsti il 14 luglio 2016.

1.2 L'AREA DELL'EURO

Nell'area dell'euro l'espansione ciclica sarebbe proseguita nel secondo trimestre, seppure a ritmi moderati; l'inflazione al consumo è tornata in giugno su valori appena positivi. Uno stimolo alla crescita e alla dinamica dei prezzi dovrebbe provenire dalle misure di politica monetaria della BCE già in essere; un ulteriore contributo potrà derivare dall'impatto sull'offerta di credito delle nuove operazioni di rifinanziamento avviate lo scorso giugno.

Il PIL è sostenuto dalla domanda interna...

Nel primo trimestre del 2016 il PIL dell'area dell'euro ha accelerato (0,6 per cento sul periodo precedente), riportandosi al di sopra del livello registrato prima dell'avvio della crisi finanziaria (fig. 5). La domanda interna si conferma il principale motore della ripresa: al rafforzamento della spesa delle famiglie si è associato l'ulteriore rialzo degli investimenti. L'interscambio con l'estero ha invece

frenato la crescita per il terzo trimestre consecutivo: il modesto incremento delle esportazioni ha riflesso la sola espansione delle vendite di beni nei paesi dell'area, a fronte di un calo di quelle verso il resto del mondo; le importazioni sono cresciute in misura marcata, stimolate dal rialzo della domanda interna.

...in tutti i maggiori paesi dell'area

All'inizio del 2016 il PIL ha accelerato in tutti i maggiori paesi dell'area: è aumentato dello 0,7 per cento in Germania, dello 0,6 in Francia e dello 0,3 in Italia. L'attività economica tedesca, cresciuta al tasso più elevato dell'ultimo biennio, è stata sostenuta in particolare dalla spesa per investimenti, che per la componente delle costruzioni ha beneficiato anche delle miti temperature. L'economia francese ha tratto impulso sia dal recupero dei consumi delle famiglie - dopo il ristagno registrato in autunno, plausibilmente associato anche agli attacchi terroristici di Parigi - sia dall'ulteriore accelerazione degli investimenti al netto delle costruzioni.

L'espansione del PIL è continuata nel secondo trimestre a ritmi più moderati

Nei mesi primaverili l'attività economica dell'area sarebbe aumentata, seppure a un ritmo inferiore a quello del periodo precedente. Segnali di prosecuzione della crescita provengono anche dall'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che stima la dinamica di fondo del prodotto dell'area: in giugno l'indicatore è tornato a salire, a 0,29 (fig. 6). Gli indici PMI confermano la prosecuzione dell'espansione dell'attività economica.

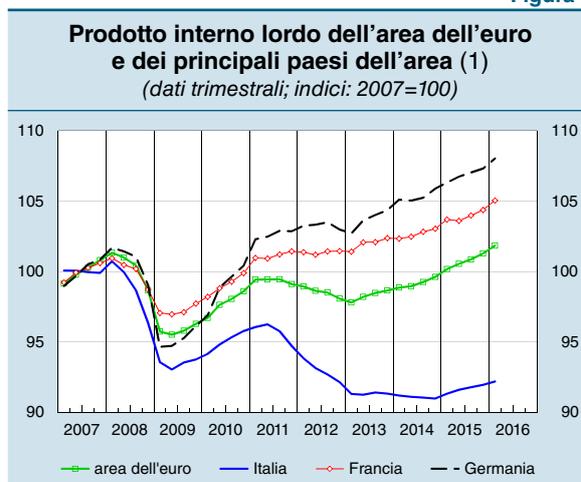
Permangono rischi al ribasso

Il quadro dei rischi nel breve termine è sfavorevole, a causa della perdurante debolezza della domanda proveniente dalle economie emergenti, delle persistenti tensioni geopolitiche e dell'incertezza connessa con l'esito del referendum sulla Brexit.

L'inflazione torna su valori appena positivi...

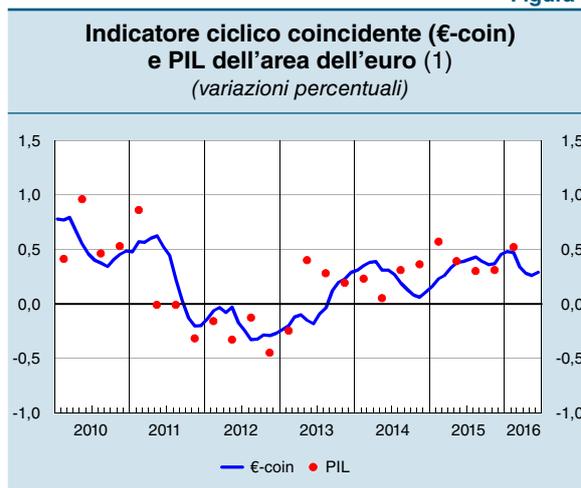
Sulla base dei dati preliminari, dopo due mesi in territorio negativo, in giugno l'inflazione al consumo si è attestata allo 0,1 per cento sui dodici mesi (fig. 7). L'inflazione di fondo è rimasta debole, allo 0,9 per cento, risentendo degli ampi margini di capacità produttiva inutilizzata. In maggio, ultimo mese per il quale sono disponibili informazioni di dettaglio, la quota di voci elementari che hanno riportato variazioni negative dei prezzi è lievemente salita, al 26 per cento (dal 24 in aprile), restando tuttavia dieci punti percentuali al di sotto del livello massimo raggiunto nel gennaio 2015; per le componenti di fondo la quota è aumentata per

Figura 5



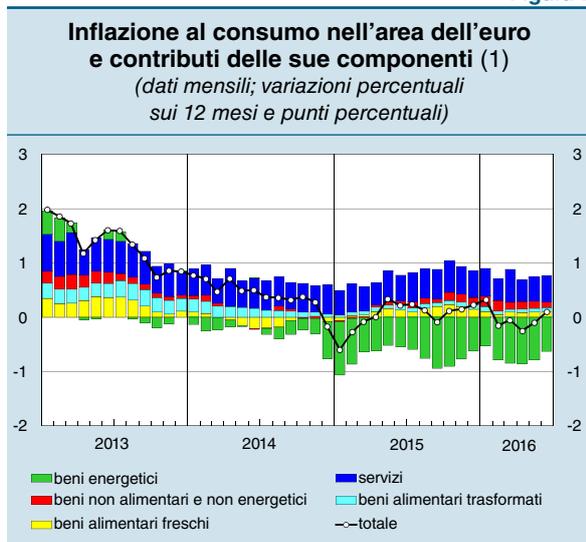
Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali.
(1) A prezzi concatenati.

Figura 6



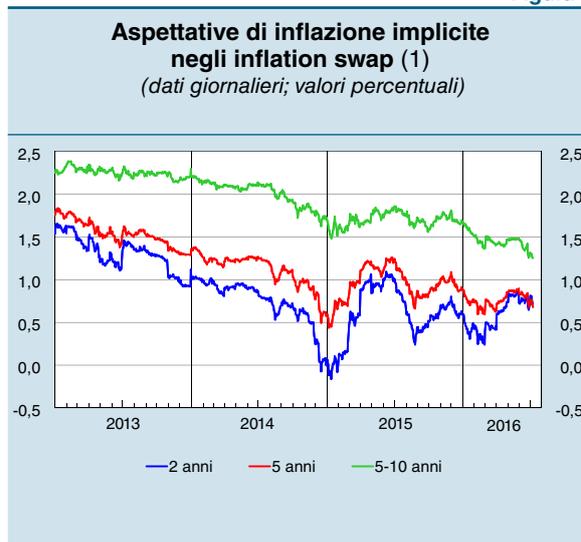
Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.
(1) Per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. il riquadro: €-coin e la congiuntura dell'area dell'euro, in *Bollettino economico*, 57, 2009. Dettagli sull'indicatore sono disponibili sul sito internet: <http://www.bancaditalia.it/media/notizia/indicatore-coin-giugno-2016>. Per il PIL, dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente. Per €-coin, stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche.

Figura 7



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e BCE.
(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo; per giugno stime preliminari.

Figura 8



Fonte: Bloomberg.
(1) Tassi di inflazione attesi impliciti nei contratti di inflation swap con durata a 2 anni, a 5 anni e a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti.

il secondo mese consecutivo, al 23 per cento (dal 18 in aprile), sette punti percentuali al di sotto del valore massimo anch'esso rilevato nel gennaio 2015.

...e in prospettiva si manterrebbe molto contenuta

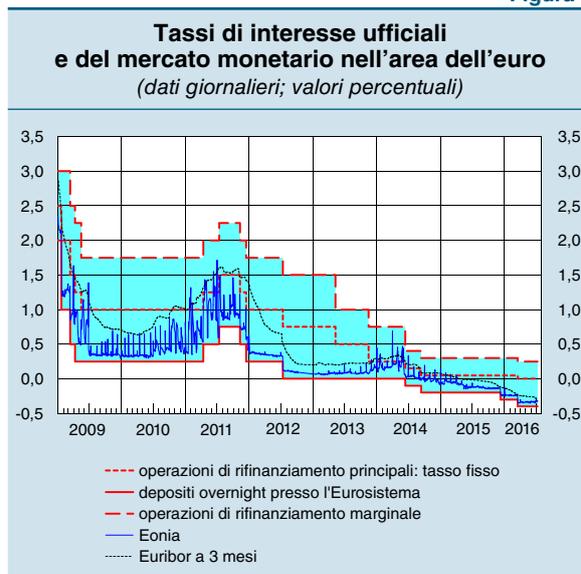
Nelle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema diffuse in giugno, l'inflazione al consumo si porterebbe nella media del 2016 allo 0,2 per cento, in linea con le più recenti previsioni degli analisti censiti da Consensus Economics. Le aspettative di inflazione a breve e a medio termine desunte dai rendimenti degli inflation swap sono rimaste attorno allo 0,7 per cento (fig. 8); quelle tra cinque e dieci anni in avanti hanno segnato un minimo storico (all'1,3 per cento).

La BCE conferma l'orientamento espansivo

Nella riunione del 2 giugno scorso il Consiglio direttivo della BCE ha confermato l'intenzione di mantenere i tassi ufficiali ai livelli correnti o inferiori (fig. 9) per un periodo che si estende ben oltre l'orizzonte del programma di acquisto di titoli (attualmente previsto almeno fino a marzo del 2017); ha inoltre ribadito che, qualora necessario per il conseguimento del suo obiettivo, è pronto a intervenire con tutti gli strumenti a sua disposizione.

Successivamente all'esito del referendum tenutosi nel Regno Unito, la BCE ha annunciato di monitorare con attenzione i mercati finanziari, di mantenere stretti contatti con altre banche centrali e di essere pronta a erogare liquidità aggiuntiva, se necessario, in euro e in altre valute. La BCE continuerà ad assolvere la propria responsabilità di assicurare la stabilità dei prezzi e la stabilità finanziaria nell'area dell'euro.

Figura 9



Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.

Sono iniziati gli acquisti di obbligazioni societarie

Gli acquisti di titoli da parte dell'Eurosistema sono proseguiti con regolarità; dall'8 giugno riguardano anche obbligazioni di imprese denominate in euro (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP; cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate nel marzo 2016*, in *Bollettino economico*, 2, 2016).

All'8 luglio erano stati acquistati titoli pubblici per un importo pari a 895 miliardi di euro, obbligazioni bancarie garantite per 184, asset-backed securities per 20 e obbligazioni societarie per 8,5 miliardi. Alla fine di giugno l'Eurosistema aveva acquistato titoli pubblici italiani per un ammontare di circa 144 miliardi (di cui 132 da parte della Banca d'Italia) e con vita media residua di 9,3 anni.

È stata condotta la prima delle nuove operazioni mirate di rifinanziamento

Il 29 giugno è stata regolata la prima delle quattro nuove operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO2). Vi hanno partecipato 514 intermediari dell'area, che hanno ottenuto fondi per poco meno di 400 miliardi di euro (circa 32 al netto di quelli utilizzati per il rimborso volontario dei finanziamenti ancora in essere

ottenuti nelle operazioni della prima TLTRO); alle controparti della Banca d'Italia sono stati assegnati poco meno di 139 miliardi (circa 29 netti). Queste misure contribuiranno a stimolare l'offerta di credito e a sostenere l'attività economica e gli andamenti dei prezzi attraverso molteplici canali (cfr. il riquadro: *Gli effetti delle nuove operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine*).

GLI EFFETTI DELLE NUOVE OPERAZIONI MIRATE DI RIFINANZIAMENTO A PIÙ LUNGO TERMINE

Lo scorso marzo, nell'ambito di un articolato pacchetto di misure espansive volte a sostenere la ripresa economica e il ritorno dell'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate nel marzo 2016*, in *Bollettino economico*, 2, 2016), il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato quattro nuove operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO2). Tali operazioni, di durata pari a quattro anni, verranno condotte con cadenza trimestrale fino a marzo del 2017.

Il tasso di interesse applicato sarà inizialmente uguale a quello sulle operazioni di rifinanziamento principali in vigore al momento dell'assegnazione (attualmente pari a zero); potrà essere ridotto, in funzione del credito erogato da ciascuna controparte, sino a raggiungere quello, attualmente negativo, sui depositi presso l'Eurosistema (deposit facility). Lo scorso 29 giugno è stata regolata la prima operazione.

Le TLTRO2 sostengono l'offerta di credito attraverso molteplici canali.

In primo luogo queste operazioni, garantendo alle banche certezza sulla disponibilità di fondi a un costo molto contenuto e per un periodo di tempo prolungato, permettono di ridurre l'onere della raccolta in modo diretto, attraverso la sostituzione di passività più costose; il costo della provvista può inoltre beneficiare di un effetto indiretto, qualora la minore offerta di obbligazioni bancarie, a parità di domanda, determini un calo dei loro rendimenti. Nel complesso la diminuzione dei costi favorisce una riduzione dei tassi di interesse applicati ai prestiti erogati dagli intermediari, determinando un miglioramento delle condizioni di indebitamento di famiglie e imprese.

In secondo luogo, la certezza sulla disponibilità della raccolta attenua il possibile impatto negativo sull'offerta di credito all'economia reale di un eventuale incremento della volatilità dei mercati finanziari.

In terzo luogo, poiché il tasso effettivamente applicato alle TLTRO2 si riduce all'aumentare del volume di prestiti concessi al settore privato, queste operazioni forniscono un incentivo a espandere l'offerta di credito.

I termini estremamente favorevoli per la raccolta bancaria potrebbero infine trasmettersi a una più ampia classe di attività finanziarie, migliorando ulteriormente le condizioni di finanziamento dell'economia.

In Italia, ipotizzando che il ricorso delle banche alle TLTRO2 sia di poco superiore ai 200 miliardi per il complesso delle quattro operazioni (poco meno di 100 al netto del rimborso dei finanziamenti ottenuti nell'ambito della prima serie di operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine, TLTRO1) e che la liquidità ottenuta sia utilizzata per sostituire parte delle obbligazioni in scadenza tra la metà di quest'anno e la fine del 2017 (la totalità di quelle detenute dalle famiglie e circa un terzo di quelle all'ingrosso), si può stimare che il costo medio della provvista si riduca di circa 20 punti base entro marzo del 2017, a 0,30 per cento. Nel quadriennio successivo, ossia fino alla data in cui è previsto il rimborso della quarta operazione, il costo si manterrebbe di circa 20 punti base inferiore a quello che si sarebbe registrato in assenza delle TLTRO2.

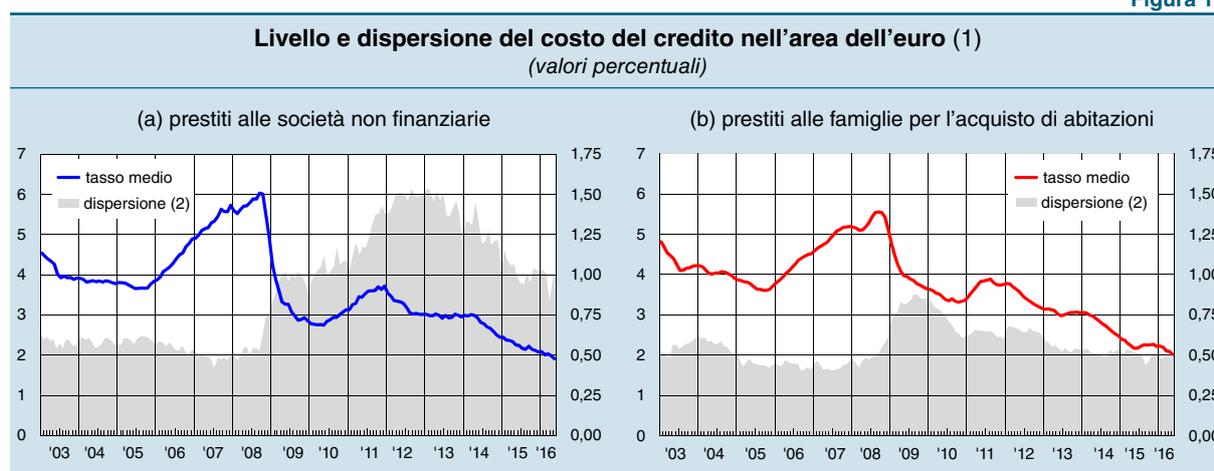
Tenuto conto delle regolarità empiriche, i risparmi ottenuti sul costo della raccolta si potrebbero riflettere in una diminuzione di circa 20 punti base dei tassi di interesse applicati dalle banche ai nuovi prestiti al settore privato.

Esercizi di simulazione condotti con il modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia indicano che il minore costo dei nuovi prestiti bancari avrebbe effetti favorevoli sulla spesa per investimenti e su quella per beni di consumo durevoli, determinando complessivamente, nel triennio 2016-18, un innalzamento del livello del PIL dell'Italia di circa due decimi di punto percentuale. La maggiore domanda aggregata eserciterebbe inoltre una pressione al rialzo sui prezzi al consumo pari a circa un decimo di punto percentuale.

Continua la graduale espansione del credito

Nell'area è proseguita la graduale crescita dei prestiti. Nei tre mesi terminanti in maggio il credito alle imprese dell'area ha leggermente rallentato (1,6 per cento in ragione d'anno; dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni); l'espansione dei finanziamenti alle famiglie si è rafforzata (1,7 per cento). Il costo medio dei nuovi prestiti è rimasto su livelli storicamente molto contenuti, continuando a beneficiare delle misure non convenzionali in atto dal giugno 2014; la dispersione tra i paesi si è mantenuta sui valori minimi registrati dal 2009 (fig. 10).

Figura 10



Fonte: BCE.

(1) Media ponderata dei tassi di interesse sui nuovi prestiti a breve e a medio-lungo termine, con pesi pari alla media mobile a 24 mesi dei flussi di nuove erogazioni; per le società non finanziarie sono inclusi i finanziamenti in conto corrente. – (2) Deviazione standard del tasso medio per 13 paesi dell'area dell'euro. Scala di destra.

1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

L'esito del referendum nel Regno Unito sull'uscita dall'Unione europea ha innescato forti turbolenze sui mercati finanziari, in particolare sulle borse. La sterlina si è deprezzata, portandosi sui livelli minimi degli ultimi trent'anni nei confronti del dollaro. I rendimenti a lungo termine nelle economie avanzate sono però rimasti su valori molto contenuti, per effetto dell'orientamento fortemente espansivo delle banche centrali.

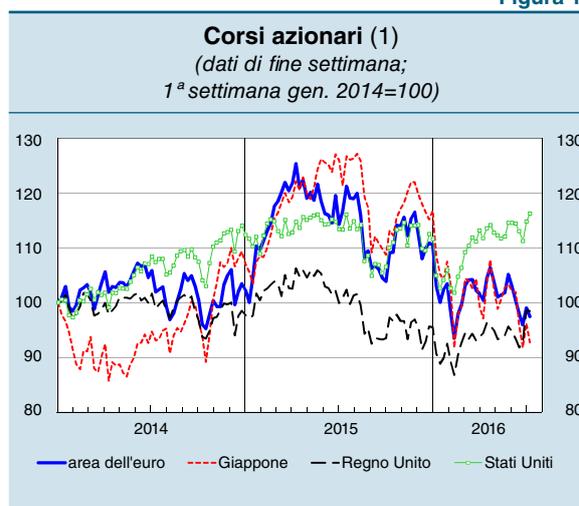
L'esito del referendum sulla Brexit ha penalizzato le borse

In aprile e in maggio gli indici di borsa dei paesi avanzati avevano mostrato variazioni contenute (fig. 11). Il risultato della consultazione referendaria nel Regno Unito, alimentando l'avversione al rischio degli investitori, ha provocato un brusco aumento della volatilità nei mercati finanziari e una marcata flessione delle quotazioni azionarie (fig. 12). L'incertezza sugli effetti politici e istituzionali della Brexit ha penalizzato in particolare le borse dei paesi ritenuti più vulnerabili dell'area dell'euro e il comparto bancario, a causa della preferenza degli investitori per le attività considerate più sicure.

L'aumento degli spread sovrani è stato attenuato dagli acquisti dell'Eurosistema

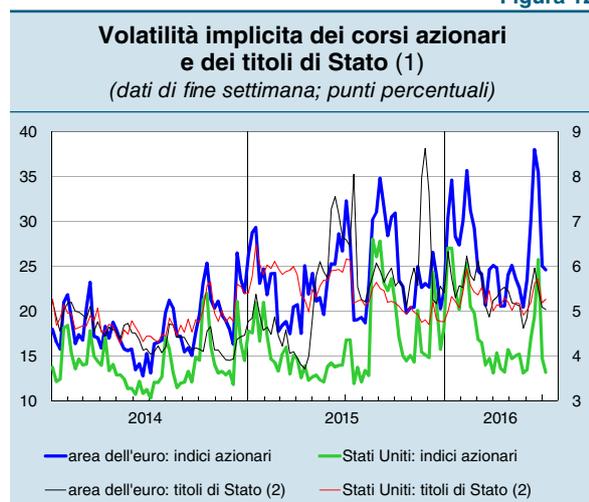
I premi per il rischio sovrano hanno risentito in modo abbastanza contenuto delle tensioni, beneficiando del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema. Dalla fine di marzo i differenziali di rendimento rispetto ai titoli tedeschi sono aumentati sia per i titoli di Stato italiani sia per quelli portoghesi (di

Figura 11



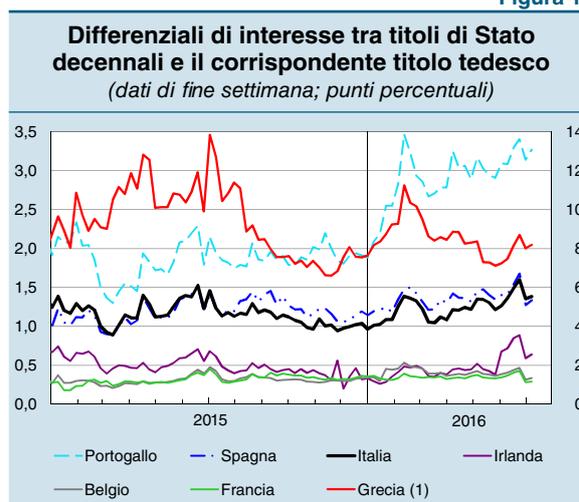
Fonte: Thomson Reuters Datastream.
(1) Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Nikkei 225 per il Giappone, FTSE All Share per il Regno Unito e Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti.

Figura 12



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

Figura 13



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.
(1) Scala di destra.

circa 30 e 50 punti base, rispettivamente), mentre sono rimasti sostanzialmente sui livelli di inizio periodo per quelli irlandesi, spagnoli, belgi e francesi (fig. 13). In Grecia la forte risalita degli spread dopo il referendum britannico ha compensato solo in parte la flessione registrata successivamente all'accordo della fine di maggio con l'Eurogruppo sull'erogazione di nuovi aiuti finanziari e sulla riduzione del debito (attraverso la dilazione dei pagamenti relativi agli interessi).

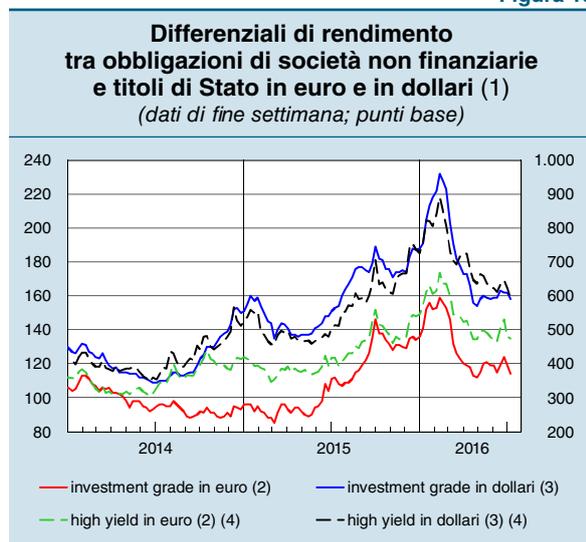
I tassi di interesse sono diminuiti...

I rendimenti dei titoli sovrani a lungo termine delle principali economie avanzate sono rimasti su valori molto contenuti, per effetto dell'orientamento fortemente espansivo delle banche centrali a fronte delle modeste prospettive di crescita e dell'incertezza connessa con il referendum del 23 giugno, che ha rafforzato la preferenza degli investitori per attività finanziarie ritenute maggiormente sicure (fig. 14). Negli Stati Uniti il calo dei tassi sulle obbligazioni pubbliche ha anche riflesso le attese da parte dei mercati di rialzi più gradualisti dei tassi ufficiali. In giugno il rendimento dei titoli di Stato decennali tedeschi si è portato per la prima volta al di sotto dello zero; quello sui corrispondenti titoli giapponesi, sceso sotto lo zero dopo l'introduzione da parte della Banca del Giappone di tassi negativi sulle riserve in eccesso, è ulteriormente diminuito (a circa -0,30 per cento).

...e scendono gli spread sulle obbligazioni high yield delle imprese

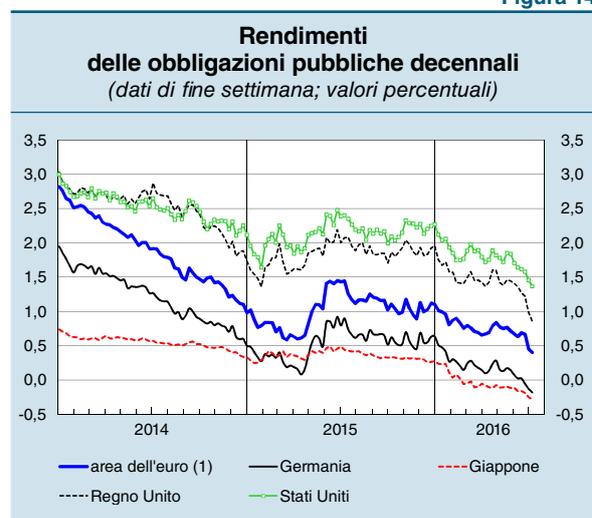
Dopo aver registrato un calo generalizzato dall'inizio di marzo, gli spread sulle obbligazioni delle imprese sono tornati a salire a seguito del referendum sulla

Figura 15



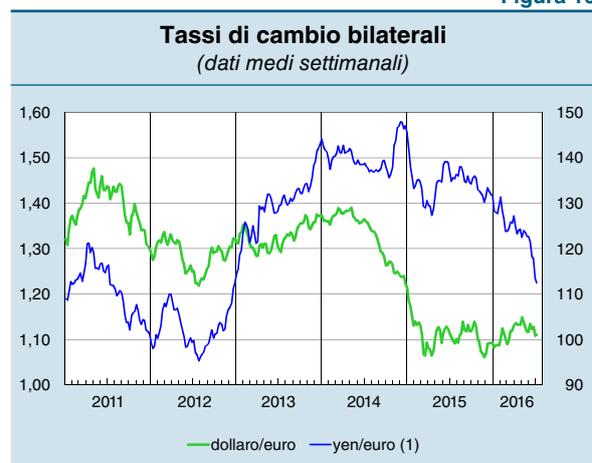
Fonte: Merrill Lynch.
 (1) Le obbligazioni investment grade sono quelle emesse da imprese con elevato merito di credito (rating non inferiore a BBB- o Baa3); le obbligazioni high yield sono quelle emesse da imprese con rating inferiore a BBB- o Baa3. - (2) Obbligazioni a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno, emesse sull'euromercato; i differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato francesi e tedeschi. - (3) Obbligazioni a tasso fisso denominate in dollari e con vita residua non inferiore all'anno emesse sul mercato interno statunitense; i differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato statunitensi. - (4) Scala di destra.

Figura 14



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

Figura 16



Fonte: BCE.
 (1) Scala di destra.

Brexit. Nel secondo trimestre i premi per il rischio nel comparto investment grade in euro e in dollari sono lievemente diminuiti (fig. 15); nel comparto high yield la riduzione è stata più forte, in particolare per i titoli denominati in dollari. I premi per il rischio di credito delle maggiori banche, desumibili dai credit default swap a cinque anni, sono aumentati nell'area dell'euro e, in misura minore, nel Regno Unito, mentre sono scesi negli Stati Uniti.

La sterlina inglese si è fortemente deprezzata La sterlina inglese ha risentito notevolmente dell'esito del referendum, portandosi nei confronti del dollaro sui livelli minimi degli ultimi trent'anni. Dalla fine del primo trimestre l'euro si è apprezzato rispetto alla sterlina (7,4 per cento), ma deprezzato nei confronti della valuta statunitense (3,2 per cento) e, in misura più significativa, rispetto a quella giapponese (fig. 16); il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro è rimasto pressoché invariato.

2 L'ECONOMIA ITALIANA

2.1 LA FASE CICLICA

In Italia l'attività economica ha lievemente accelerato all'inizio del 2016, sospinta dalla spesa delle famiglie e, in misura più contenuta, dagli investimenti; come negli altri maggiori paesi dell'area dell'euro, la crescita è stata invece frenata dall'interscambio con l'estero. Il PIL avrebbe continuato a espandersi nel secondo trimestre, ma a un ritmo più moderato.

La crescita, sostenuta dalla domanda interna,... Nel primo trimestre del 2016 il PIL è salito dello 0,3 per cento rispetto ai mesi autunnali (da 0,2 alla fine del 2015; tav. 2); il prodotto, in aumento per il quinto trimestre consecutivo, si colloca ancora 8,5 punti percentuali al di sotto del picco ciclico raggiunto all'inizio del 2008 (era inferiore di quasi 10 punti alla fine del 2014; fig. 17).

Nei mesi invernali la crescita è stata sostenuta dalla domanda nazionale. Al proseguimento della ripresa dei consumi delle famiglie (0,3 per cento, come nel quarto trimestre del 2015) si è associato un ulteriore aumento degli investimenti (0,2 per cento), che ha riguardato tutte le principali componenti ad esclusione della spesa in costruzioni, tornata a flettere dopo due trimestri di espansione (cfr. il par. 2.2). La variazione delle scorte ha contribuito positivamente alla crescita per 0,2 punti percentuali. Il rafforzamento del PIL è stato frenato dall'interscambio con l'estero: la flessione delle esportazioni (-1,5 per cento), che ha annullato il rialzo segnato nel trimestre precedente, è stata più pronunciata rispetto a quella delle importazioni (-0,9 per cento).

Dopo il temporaneo ristagno osservato alla fine dello scorso anno, il valore aggiunto nell'industria in senso stretto ha registrato l'aumento più accentuato dall'estate del 2010. Anche l'attività

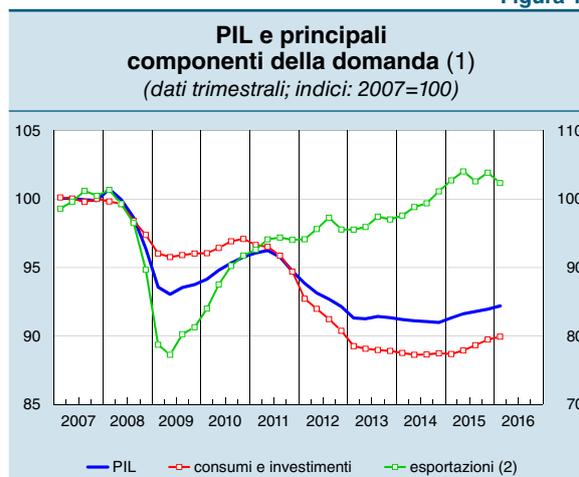
Tavola 2

PIL e principali componenti (1) (variazioni percentuali sul periodo precedente)					
VOCI	2015		2016		2015
	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	
PIL	0,3	0,2	0,2	0,3	0,8
Importazioni totali	1,5	-0,2	0,9	-0,9	6,0
Domanda nazionale (2)	0,3	0,6	0,1	0,5	1,1
Consumi nazionali	0,3	0,4	0,4	0,2	0,5
spesa delle famiglie (3)	0,5	0,5	0,3	0,3	0,9
altre spese (4)	-0,2	0,2	0,6	0,2	-0,7
Investimenti fissi lordi	0,2	0,6	0,8	0,2	0,8
costruzioni	-0,2	0,5	1,0	-0,5	-0,5
altri beni	0,6	0,6	0,6	1,0	2,2
Variaz. delle scorte (5) (6)	0,1	0,1	-0,4	0,2	0,5
Esportazioni totali	1,3	-1,4	1,2	-1,5	4,3
Esportazioni nette (6)	..	-0,4	0,1	-0,2	-0,3

Fonte: Istat.

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

Figura 17



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

nel settore terziario è moderatamente cresciuta, nonostante la perdurante debolezza dei servizi alle imprese. Il valore aggiunto nelle costruzioni, che era salito nella seconda metà del 2015, è invece tornato a diminuire.

...sarebbe proseguita nel secondo trimestre, ma a un ritmo contenuto

Secondo nostre valutazioni – basate sulle informazioni disponibili relative agli indici del clima di fiducia di famiglie e imprese, agli indicatori sul commercio estero e sui consumi, ai flussi di traffico delle merci e ai consumi elettrici – nei mesi primaverili il PIL avrebbe lievemente rallentato. All’impulso derivante dalle costruzioni e dai servizi si sarebbe associata una contenuta flessione della manifattura. Segnali di una moderazione della ripresa provengono anche dall’indicatore Ita-coin elaborato dalla Banca d’Italia, che stima in tempo reale la dinamica di fondo del PIL: l’indicatore è diminuito in giugno (fig. 18), anche per effetto dei forti cali registrati nel mercato azionario a seguito del referendum nel Regno Unito (cfr. il par. 2.8).

L’inflazione al consumo resta negativa

In giugno l’inflazione, misurata dalla variazione sui dodici mesi dell’indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), è risultata negativa per il quinto mese consecutivo (-0,2 per cento). Prosegue il calo su base annua dei prezzi dei prodotti energetici; l’inflazione di fondo si conferma assai contenuta (0,5 per cento).

2.2 LE IMPRESE

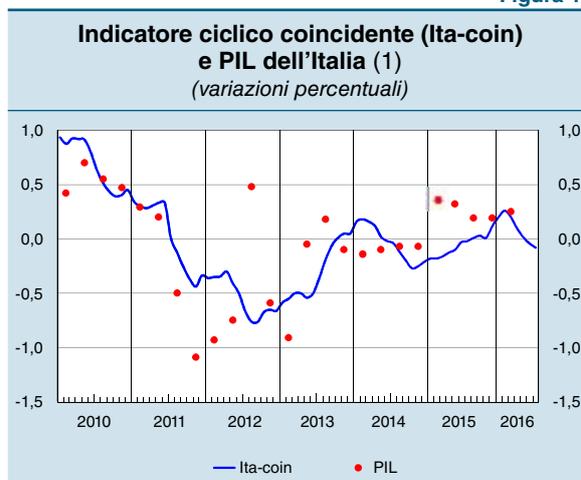
Nel secondo trimestre del 2016 l’attività manifatturiera sarebbe lievemente diminuita, mentre si sarebbe consolidata la ripresa nei servizi e sono emersi segnali di recupero nel settore edile. Gli indicatori di fiducia delle imprese, rilevati prima del referendum sulla Brexit, si sono nel complesso mantenuti elevati; sono migliorate le prospettive della spesa per investimenti. Il debole e incerto andamento della domanda estera e i rischi geopolitici continuano però a frenare l’attività produttiva.

In primavera la produzione industriale sarebbe lievemente diminuita

Nel primo trimestre la produzione industriale è tornata a crescere, anche grazie al venir meno dei fattori statistici sfavorevoli connessi con gli effetti delle festività nell’ultimo bimestre del 2015 (fig. 19). Sulla base di nostre stime, nella media del secondo trimestre la produzione indu-

Nel primo trimestre la produzione industriale è tornata a crescere, anche grazie al venir meno dei fattori statistici sfavorevoli connessi con gli effetti delle festività nell’ultimo bimestre del 2015 (fig. 19). Sulla base di nostre stime, nella media del secondo trimestre la produzione indu-

Figura 18



Fonte: Banca d’Italia e Istat.

(1) Per la metodologia di costruzione dell’indicatore, cfr. il riquadro: Ita-coin: un indicatore coincidente del ciclo economico italiano, in *Bollettino economico*, 2, 2015. Dettagli sull’indicatore sono disponibili sul sito internet: <http://www.bancaditalia.it/statistiche/tematiche/indicatori/indicatore-ciclico-coincidente/index.html>. Per il PIL, dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente. Per Ita-coin, stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche.

Figura 19



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

(1) Scala di destra. Saldo in punti percentuali tra le risposte “migliori” e “peggiori” al quesito sulle condizioni economiche generali nell’indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Giugno 2016, condotta dalla Banca d’Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 35, 2016. – (2) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi; il dato per giugno è stimato. – (3) Indice: 2010=100.

stiale sarebbe scesa moderatamente: l'incremento registrato in aprile è stato più che compensato dalla flessione segnata in maggio (ultimo dato effettivo disponibile) e dal ristagno previsto, secondo gli indicatori disponibili, per il mese di giugno.

La fiducia delle imprese resta elevata

Nei mesi primaverili gli indicatori di fiducia delle imprese, rilevati prima della consultazione referendaria sulla Brexit, si sono mantenuti su livelli elevati, pur mostrando andamenti eterogenei nei principali settori economici: alla stazionarietà nella manifattura si sono contrapposti gli aumenti nel complesso dei servizi di mercato e, in particolare, nel comparto delle costruzioni. Gli indici PMI segnalano una prosecuzione dell'espansione dell'attività. Secondo l'indagine trimestrale condotta in giugno dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* è diminuita la quota di imprese che si attende un incremento della domanda estera per i propri prodotti, anche per effetto delle perduranti tensioni geopolitiche. Nell'indagine, l'incertezza legata a fattori economici e politici si conferma il freno più rilevante per l'attività produttiva, mentre sarebbe venuto meno lo stimolo proveniente dalla flessione dei prezzi del petrolio.

Si protrae la ripresa degli investimenti

Nei mesi invernali è proseguita la crescita degli investimenti (0,2 per cento sul periodo precedente), che si sono portati sui livelli più elevati dell'ultimo biennio. L'impulso principale è provenuto dall'accelerazione della componente degli impianti e macchinari (1,3 per cento), sostenuta anche dalle misure di stimolo agli acquisti di beni strumentali introdotte dalla legge di stabilità per il 2016; la spesa in mezzi di trasporto – che all'inizio di quest'anno costituiva il 16 per cento degli investimenti in impianti e macchinari – è aumentata del 2,5 per cento. Solo gli investimenti in costruzioni sono diminuiti (-0,5 per cento), dopo il rialzo registrato alla fine del 2015.

Sulla base del recente sondaggio Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore* la quota di imprese attive nell'industria in senso stretto e nei servizi che prevede un aumento della spesa per investimenti nel 2016 supera di 21 punti percentuali quella che ne prospetta una riduzione (un valore in lieve rialzo rispetto a marzo; cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese italiane nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*). Indicazioni analoghe provengono dalle aziende intervistate nell'ambito dell'Indagine sulle imprese industriali e dei servizi (Invind) secondo le quali gli investimenti continueranno a crescere nell'anno in corso, anche beneficiando del lieve miglioramento delle condizioni di accesso al credito (cfr. il riquadro: *L'indagine sulle imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi privati non finanziari*).

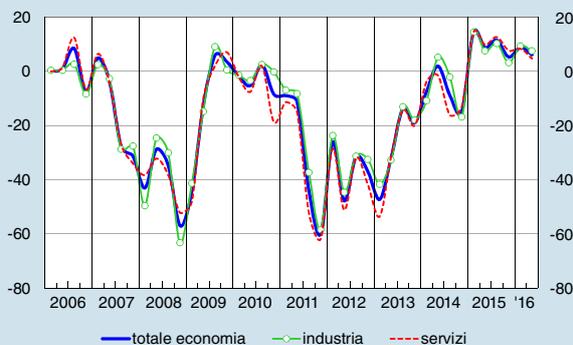
GLI INVESTIMENTI DELLE IMPRESE ITALIANE NELL'INDAGINE SULLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE E CRESCITA

Nella prima metà di giugno è stata condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* l'indagine trimestrale su un campione di imprese dell'industria in senso stretto, dei servizi e delle costruzioni con almeno 50 addetti (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Giugno 2016*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 35, 2016). Rispetto alla precedente indagine condotta in marzo, si è attenuato l'ottimismo delle imprese riguardo alla situazione economica generale e alle proprie condizioni economiche a breve termine. Le attese sull'attività continuano a beneficiare del consolidamento della domanda e dell'allentamento delle condizioni di accesso al credito; si è invece esaurito l'impatto favorevole dei bassi corsi petroliferi e si conferma significativo il freno derivante dall'incertezza di natura economica e politica.

I giudizi sulle condizioni per investire rimangono improntati a un cauto ottimismo (figura A). È moderatamente aumentata la quota di imprese che prefigura nell'anno in corso un aumento della propria spesa per investimenti rispetto al 2015 (tavola), in linea con le attese desumibili dall'Indagine sulle imprese industriali e dei servizi condotta tra febbraio e aprile su aziende con almeno 20 addetti (cfr. il riquadro: *L'indagine sulle imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi privati non finanziari*).

Figura A

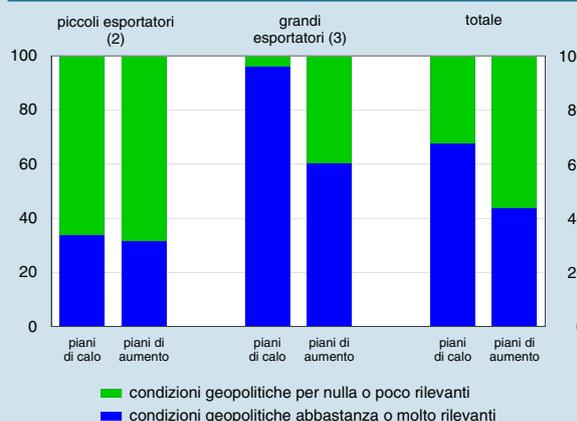
Giudizio sulle condizioni per investire rispetto al trimestre precedente (1)
(dati trimestrali; punti percentuali)



(1) Saldi tra giudizi di miglioramento e giudizi di peggioramento rispetto al trimestre precedente nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Giugno 2016, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* presso le imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 35, 2016.

Figura B

Rilevanza dei fattori geopolitici e piani di investimento (1)
(punti percentuali)



(1) Spesa programmata per investimenti nel 2016 rispetto al 2015 rilevata nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Giugno 2016, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* presso le imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 35, 2016. I dati sono pesati per numero di addetti. – (2) Quota di fatturato derivante da esportazioni minore di un terzo. – (3) Quota di fatturato derivante da esportazioni maggiore di due terzi.

Tavola

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

RISPOSTE	Industria in senso stretto	Servizi	Industria in senso stretto e servizi
Spesa per investimenti programmata per il 2016 rispetto a quella effettuata nel 2015			
Più alta	41,6	31,7	36,8
Praticamente uguale	40,2	54,4	47,1
Più bassa	18,2	13,9	16,1
Spesa per investimenti programmata per il 1° semestre del 2016 rispetto al 2° del 2015			
Più alta	33,8	28,8	31,3
Praticamente uguale	43,7	55,2	49,4
Più bassa	22,4	15,9	19,2

(1) Percentuali ponderate per il numero di imprese nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Giugno 2016, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 35, 2016. Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

La quota di imprese che considera abbastanza o molto rilevanti gli effetti della misura di incentivo agli investimenti in beni strumentali (super ammortamento), introdotta dall'ultima legge di stabilità, è aumentata al 15 per cento (dal 12 per cento rilevato in marzo).

Le tensioni geopolitiche influiscono negativamente sui giudizi e sui programmi di spesa per investimenti; nelle valutazioni delle grandi imprese esportatrici tali fattori sono diventati ancora più rilevanti rispetto a dodici mesi prima. Fra le aziende esportatrici che nel 2016 intendono ridurre la propria spesa per investimenti, il 68 per cento dichiara che le condizioni geopolitiche sono abbastanza o

molto rilevanti; tale percentuale scende al 44 per cento fra coloro che prefigurano un aumento della propria spesa (figura B).

Le imprese di costruzione continuano a esprimere giudizi favorevoli sulle condizioni per investire; diminuiscono tuttavia quelle che programmano un aumento della propria spesa nel 2016.

L'INDAGINE SULLE IMPRESE DELL'INDUSTRIA IN SENSO STRETTO E DEI SERVIZI PRIVATI NON FINANZIARI

Secondo l'indagine condotta annualmente dalla Banca d'Italia sulle imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi privati non finanziari con almeno 20 addetti¹, nel 2015 il volume complessivo delle vendite è aumentato di circa il 4 per cento a prezzi costanti. L'espansione è stata più diffusa rispetto al recente passato: quasi due terzi delle aziende hanno accresciuto il loro fatturato in termini reali, a fronte di circa la metà nel 2014 e non più del 40 per cento nel periodo 2009-2013. La contrazione del numero di occupati in atto dal 2008 si è interrotta.

Il grado di utilizzo della capacità produttiva, rilevato solo per le imprese industriali, è aumentato: nel 2015 le imprese che hanno sfruttato gli impianti per oltre tre quarti del loro potenziale rappresentavano i due terzi della produzione; nell'anno precedente percentuali analoghe di utilizzo degli impianti erano state conseguite da aziende a cui era associata poco più della metà della produzione totale. Circa il 60 per cento delle imprese industriali programma un aumento della capacità produttiva degli impianti nell'anno in corso, motivato principalmente dalla percezione di un'evoluzione più favorevole della domanda. Secondo le attese rilevate dall'indagine, la crescita delle vendite a prezzi costanti proseguirà nel 2016, continuando a interessare una quota sostanzialmente analoga di imprese e accompagnandosi con una ripresa dell'occupazione.

L'aumento del fatturato in termini reali si è associato a un miglioramento dei risultati di esercizio. La percentuale di imprese che ha dichiarato di avere realizzato utili è nuovamente cresciuta, a quasi il 70 per cento (un valore analogo a quelli prevalenti prima dell'avvio della crisi finanziaria globale nel 2008), da poco più del 60 per cento nel 2014.

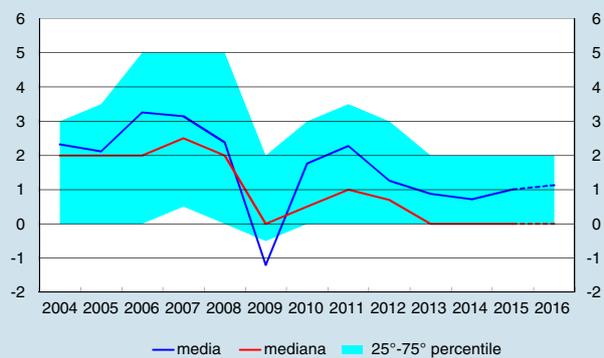
L'accumulazione di capitale produttivo ha ripreso vigore, confermando le attese rilevate nel 2014. La spesa per investimenti a prezzi costanti, dopo essersi contratta quasi ininterrottamente dal 2008, è cresciuta di circa il 6 per cento (un valore più elevato di quello desumibile dalle stime preliminari dei conti nazionali, che includono anche le imprese con meno di 20 addetti).

Circa la metà dell'espansione registrata dall'indagine discende dall'attività di investimento di poche grandi imprese dei servizi privati non finanziari con sede nel Centro e nel Nord Ovest, prevalentemente orientate al mercato interno. L'accumulazione si è tuttavia intensificata in misura apprezzabile anche nel Nord Est e nel Mezzogiorno, riflettendo principalmente l'accresciuta spesa da parte di aziende che, pur avendo continuato a effettuare investimenti negli anni scorsi, ne hanno progressivamente ridotto l'entità. Nelle attese degli operatori l'accumulazione continuerà ad aumentare anche

¹ Per una descrizione più ampia dei risultati dell'indagine, cfr. *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi. Anno di riferimento 2015*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 34, 2016.

Figura

Andamento dei prezzi di vendita, 2004-2016 (1) (variazioni percentuali)



(1) Statistiche ponderate per i pesi di riporto all'universo.

nel 2016, beneficiando dei segnali di consolidamento delle vendite e del lieve miglioramento delle condizioni di accesso al credito; l'espansione degli investimenti sarebbe più intensa tra le imprese prevalentemente orientate al mercato interno e tra quelle di maggiore dimensione.

La crescita dei prezzi di vendita è rimasta nel 2015 sui valori modesti del biennio precedente: la variazione è stata in media pari all'1 per cento; oltre metà delle aziende ha riportato una dinamica nulla o negativa e solo un quarto un incremento superiore al 2 per cento (figura). La crescita media dei prezzi di vendita ponderata per il fatturato è negativa dal 2013, con un calo particolarmente marcato nel 2015. Secondo le imprese la debolezza dei prezzi risente dell'andamento dei costi, connesso sia con l'evoluzione dei corsi delle materie prime, sia con la fiacchezza della domanda.

Nel comparto immobiliare i segnali restano favorevoli

Nel primo trimestre dell'anno il numero di compravendite di abitazioni ha segnato il quarto rialzo consecutivo (4,7 per cento rispetto al periodo precedente), portandosi sui livelli più elevati degli ultimi quattro anni (fig. 20). Nello stesso periodo i prezzi delle abitazioni, che usualmente seguono con ritardo l'inversione ciclica delle transazioni, sono lievemente diminuiti (-0,4 per cento). Nei tre mesi terminanti in aprile la produzione edile è aumentata dello 0,7 per cento.

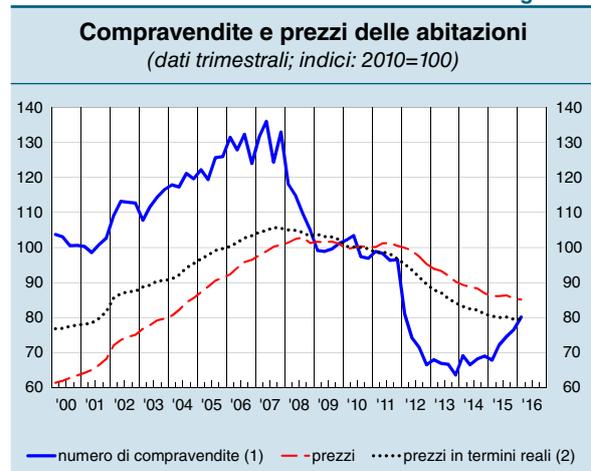
Nella media del secondo trimestre l'indice di fiducia delle imprese di costruzione si è portato sui livelli più elevati dall'estate del 2008, sospinto dalle valutazioni più favorevoli sulla domanda; le imprese edili intervistate in giugno nell'ambito dell'indagine Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore* hanno segnalato un miglioramento delle condizioni per investire e aspettative più favorevoli sulla dinamica dell'occupazione rispetto a marzo, mentre le attese sulla domanda sono rimaste pressoché stabili.

Dall'inizio del 2014 la competitività di prezzo è migliorata

Secondo nostre stime, nei mesi primaverili la competitività di prezzo, valutata sulla base dei prezzi alla produzione dei beni manufatti, sarebbe marginalmente peggiorata rispetto al periodo precedente (fig. 21).

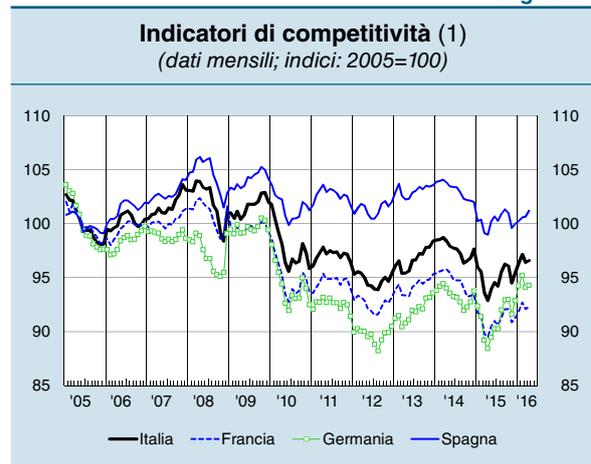
Dall'inizio del 2014 le imprese italiane hanno comunque registrato un guadagno cumulato di circa due punti percentuali, per effetto principalmente del deprezzamento nominale dell'euro, che ha favorito la competitività rispetto ai paesi esterni all'area dell'euro, a fronte della perdita segnata nei confronti dei partner commerciali dell'area. Nello stesso periodo le imprese francesi hanno registrato

Figura 20



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

Figura 21



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

(1) Nei confronti di 61 paesi concorrenti; calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti. Un aumento dell'indice segnala una perdita di competitività; l'ultimo dato disponibile si riferisce al mese di aprile 2016. Per la metodologia di costruzione, cfr. A. Felettigh, C. Giordano, G. Oddo e V. Romano, *Reassessing price-competitiveness indicators of the four largest euro-area countries and of their main trading partners*, Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 280, 2015.

un recupero di competitività (tre punti percentuali), le aziende spagnole hanno segnato un guadagno simile a quello osservato in Italia, mentre in Germania il peggioramento è stato inferiore a mezzo punto percentuale.

Migliorano la redditività e l'autofinanziamento delle imprese

Sulla base dei dati diffusi dall'Istat e di nostre stime, il rapporto tra margine operativo lordo (MOL) e valore aggiunto nei dodici mesi terminanti in marzo è lievemente aumentato. Il miglioramento della capacità di autofinanziamento delle imprese ha portato a una ulteriore riduzione del fabbisogno finanziario; la spesa per investimenti, in rapporto al valore aggiunto, è rimasta sostanzialmente invariata. L'incremento dell'autofinanziamento (calcolato come differenza tra MOL e oneri complessivi) è riconducibile soprattutto a un ulteriore calo degli oneri finanziari netti. Nel primo trimestre del 2016 il debito complessivo delle imprese in percentuale del PIL è diminuito ulteriormente, al 77 per cento del prodotto (dal 78 in dicembre; fig. 22).

Prosegue la crescita dei prestiti alle aziende manifatturiere

In maggio la crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari alle imprese è stata quasi nulla (0,3 per cento): l'espansione dei finanziamenti alle aziende manifatturiere e dei servizi (pari rispettivamente al 2,2 e allo 0,7 per cento) è stata pressoché compensata dalla contrazione di quelli al settore delle costruzioni (cfr. il par. 2.7).

Nel primo trimestre del 2016 la raccolta obbligazionaria netta delle imprese italiane è stata negativa (-9 miliardi di euro; cfr. tav. 7); sulla base di dati preliminari di fonte Dealogic, è tornata positiva nel secondo trimestre. Nei mesi invernali le emissioni lorde di azioni da parte di società non finanziarie residenti in Italia sono aumentate.

2.3 LE FAMIGLIE

Il recupero dei consumi delle famiglie in atto dall'estate del 2013, trainato sia dalla componente dei beni sia da quella dei servizi, riflette il sostegno proveniente dal deciso incremento del reddito disponibile e dal miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro. Le informazioni più recenti sono coerenti con un'ulteriore espansione della spesa nel secondo trimestre; l'indice di fiducia delle famiglie, malgrado la flessione degli ultimi mesi, rimane su livelli elevati.

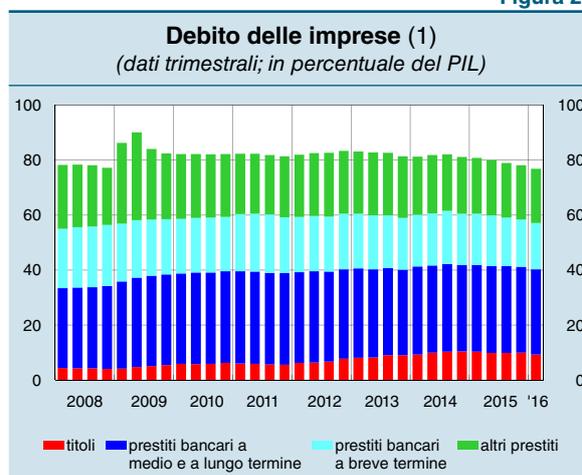
I consumi continuano a crescere moderatamente...

Nel primo trimestre del 2016 i consumi delle famiglie sono saliti dello 0,3 per cento, come in autunno, per effetto dell'incremento sia della componente dei beni sia di quella dei servizi. Nello stesso periodo il reddito disponibile valutato in termini reali è aumentato dell'1,1 per cento rispetto ai mesi autunnali (fig. 23), a seguito delle più favorevoli condizioni occupazionali (cfr. il par. 2.5).

...anche nel secondo trimestre

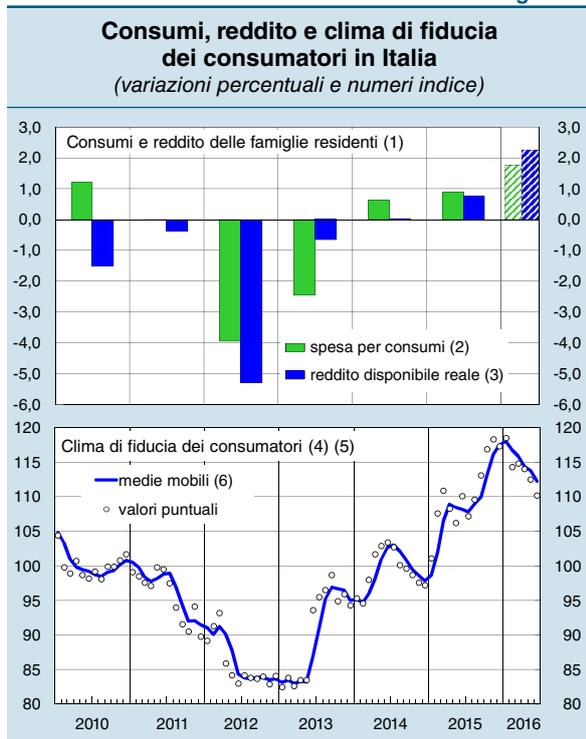
Gli indicatori congiunturali più recenti mostrano che nei mesi primaverili la spesa per consumi sarebbe ancora aumentata a ritmi contenuti. Le immatricolazioni di automobili sono cresciute ulteriormente (1,0 per cento su base congiunturale); le attese sulla produzione delle imprese che forniscono beni di consumo si sono stabilizzate.

Figura 22



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) I dati si riferiscono ai 12 mesi terminanti nel trimestre considerato. Il debito include i prestiti cartolarizzati.

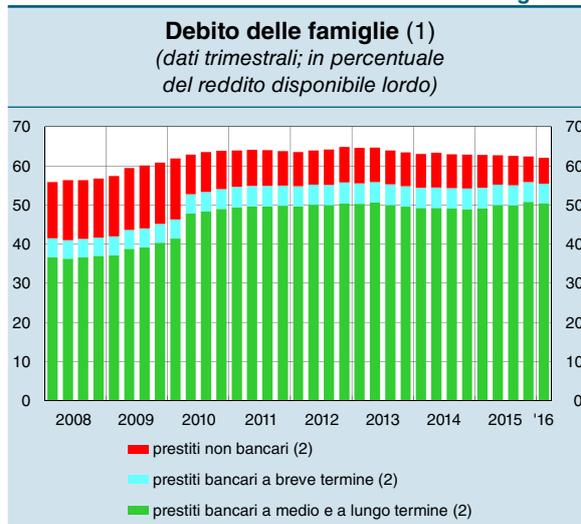
Figura 23



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Variazioni percentuali sull'anno precedente. Fino al 2015 dati annuali; per il 2016 variazioni percentuali dei primi 3 mesi sullo stesso periodo del 2015. – (2) Quantità a prezzi concatenati. – (3) Deflazionato con il deflatore della spesa per consumi delle famiglie (valori concatenati con anno di riferimento 2010). – (4) Dati mensili destagionalizzati. Indici: 2010=100. – (5) A giugno 2013 sono state introdotte innovazioni metodologiche che rendono i dati diffusi a partire da quella data non direttamente confrontabili con quelli precedenti. – (6) Dati mensili; medie mobili nei 3 mesi terminanti in quello di riferimento.

Figura 24



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

(1) Consistenze di fine trimestre e flussi nei 12 mesi terminanti a fine trimestre. I dati dell'ultimo periodo sono provvisori. I debiti includono i prestiti cartolarizzati. – (2) La ripartizione tra prestiti bancari e prestiti non bancari presenta una discontinuità statistica nel 2° trimestre del 2010. Per i riferimenti metodologici, cfr. l'avviso in *Indicatori monetari e finanziari. Conti finanziari*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 58, 2010.

È proseguita la flessione dell'indice del clima di fiducia dei consumatori, che resta nondimeno su un livello nettamente superiore a quello osservato nel giugno del 2013 (quando la metodologia della rilevazione è stata rivista): al deterioramento delle valutazioni sull'andamento generale dell'economia e sull'occupazione si è contrapposta la stabilizzazione della componente relativa ai giudizi sul bilancio familiare.

Il debito delle famiglie è leggermente sceso

Nel primo trimestre del 2016 il debito delle famiglie italiane, in rapporto al reddito disponibile, è sceso al 62,0 per cento (dal 62,4 di dicembre; fig. 24), mantenendosi ben al di sotto di quello medio dell'area dell'euro (95 per cento circa alla fine di dicembre). Nello stesso periodo i tassi di interesse sui nuovi mutui sono ulteriormente diminuiti, proseguendo la tendenza iniziata nei primi mesi del 2012; tale tendenza è confermata dai dati più recenti (cfr. il par. 2.7).

Nei mesi invernali si è protratta la riduzione delle obbligazioni bancarie nel portafoglio delle famiglie, continuando un andamento in atto dal 2012 associata alla forte contrazione delle emissioni da parte degli istituti di credito e al venir meno del trattamento fiscale di favore rispetto ai depositi bancari (cfr. il riquadro: *Le obbligazioni bancarie nel portafoglio delle famiglie italiane*).

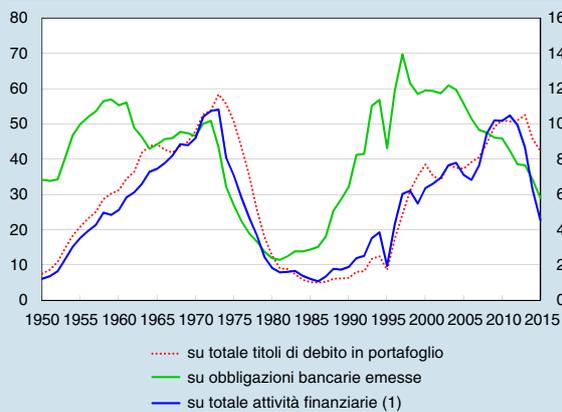
LE OBBLIGAZIONI BANCARIE NEL PORTAFOGLIO DELLE FAMIGLIE ITALIANE

Il possesso diretto di obbligazioni bancarie è un fenomeno tradizionalmente rilevante per le famiglie italiane¹; la quota di tali attività nel portafoglio delle famiglie ha subito ampie fluttuazioni

¹ M. Coletta e R. Santioni, *Le obbligazioni bancarie nel portafoglio delle famiglie italiane*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Figura A

Obbligazioni bancarie detenute dalle famiglie italiane
(valori percentuali)



Fonte: dal 1950 al 1962, F. Cotula e M. Caron, *I conti finanziari dell'Italia. Dimensioni e struttura della ricchezza e del risparmio finanziario dell'economia*, Banca d'Italia, "Bollettino" 6, 1971, pp. 837-919; dal 1963, conti finanziari. (1) Scala di destra.

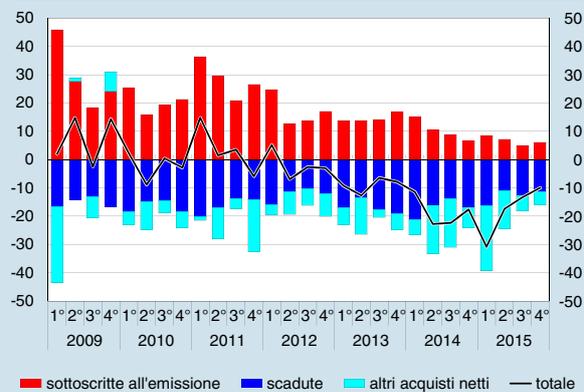
nel tempo, riflettendo tra l'altro le politiche di emissione da parte delle banche e le modifiche nel trattamento fiscale dei titoli, oltre che mutamenti nelle preferenze. Fra gli anni cinquanta e gli anni settanta del secolo scorso il peso delle obbligazioni emesse dagli istituti di credito speciale sulla ricchezza finanziaria delle famiglie è progressivamente cresciuto, fino a toccare un massimo dell'11 per cento nel 1973 (figura A). La quota è successivamente caduta a circa l'1 per cento alla metà degli anni ottanta, per effetto della concorrenza dei titoli di Stato (esenti da tassazione fino al 1986), della diffusione dei certificati di deposito e delle difficoltà di collocamento delle obbligazioni a tasso fisso in presenza di un'elevata inflazione.

L'inasprimento del prelievo fiscale sui certificati di deposito nel 1996 e il riconoscimento a tutti gli istituti di credito della possibilità di emettere obbligazioni hanno poi nuovamente spinto le scelte di investimento delle famiglie verso i titoli bancari. All'inizio degli anni duemila le crisi che hanno coinvolto emittenti sovrani (Argentina) e imprese (Cirio e Parmalat) hanno ulteriormente favorito la domanda di obbligazioni bancarie, il cui peso sulla ricchezza finanziaria delle famiglie italiane è risalito fino all'11 per cento nel 2011.

Negli anni successivi, nella fase di forte contrazione delle emissioni da parte degli istituti di credito, il venir meno del trattamento fiscale di favore rispetto ai depositi bancari (l'aliquota di imposta è au-

Figura B

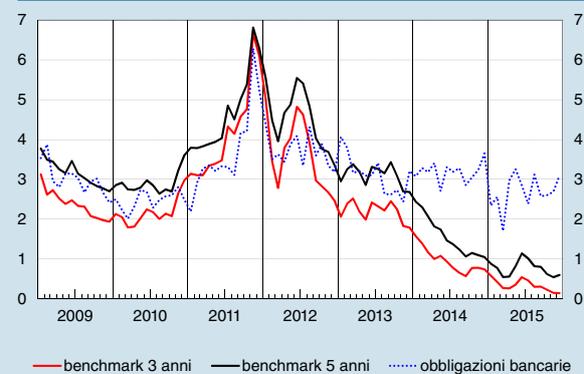
Acquisti netti di obbligazioni bancarie da parte delle famiglie italiane (1)
(miliardi di euro)



Fonte: segnalazioni di vigilanza e conti finanziari. (1) Gli altri acquisti netti sono ottenuti a residuo.

Figura C

Rendimento lordo delle obbligazioni bancarie sottoscritte dalle famiglie italiane e dei BTP benchmark (1) (2)
(valori percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza; CSDB; *Indicatori monetari e finanziari. Mercato finanziario in Supplementi al Bollettino Statistico*.

(1) Il rendimento lordo delle obbligazioni bancarie sottoscritte all'emissione dalle famiglie è calcolato alle condizioni esistenti al momento del collocamento e ipotizzando che il titolo sia detenuto sino a scadenza. Si intendono sottoscritte all'emissione le obbligazioni detenute alla fine del mese in cui sono state emesse. — (2) I BTP benchmark hanno un profilo di rischio-rendimento paragonabile a quello che le obbligazioni bancarie presentano in misura prevalente. In particolare la scelta delle categorie a 3 e 5 anni è motivata dal fatto che le obbligazioni bancarie sottoscritte all'emissione dalle famiglie tra il 2009 e il 2015 presentavano una durata originaria compresa in questo intervallo.

mentata dal 12,5 al 20 per cento nel 2012 e al 26 per cento nel 2014) ha contribuito al progressivo ridimensionamento degli investimenti delle famiglie in obbligazioni delle banche. Nel quadriennio 2012-15 le famiglie hanno effettuato vendite nette per circa 190 miliardi di euro (figura B), che hanno riportato il peso dei titoli bancari sul totale delle attività finanziarie al di sotto del 5 per cento, una quota comunque elevata nel confronto internazionale. Il calo della componente obbligazionaria si è accompagnato a una ricomposizione della ricchezza finanziaria verso i prodotti del risparmio gestito (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2016).

Quasi la metà delle obbligazioni bancarie detenute dalle famiglie alla fine del 2015 scadrà entro il 2017, il 90 per cento entro il 2020. In assenza di nuovi acquisti, la loro quota scenderebbe a meno dell'1 per cento della ricchezza finanziaria del settore.

Secondo i dati del Centralised Securities Database (CSDB) della BCE, il rendimento lordo all'emissione delle obbligazioni bancarie collocate presso le famiglie italiane, dopo l'aumento osservato durante la crisi dei debiti sovrani, si è riportato sui livelli raggiunti negli anni immediatamente precedenti il 2011 (figura C). Il differenziale di rendimento rispetto ai BTP a cinque anni, prevalentemente negativo tra il 2009 e il 2012, è tornato positivo dalla fine del 2013; nel dicembre 2015 era pari a circa 2,5 punti percentuali.

2.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Le esportazioni italiane, in particolare quelle verso le economie emergenti, risentono della debolezza del commercio mondiale. L'incertezza sulle prospettive per le vendite all'estero emerge anche dalle inchieste presso le imprese. L'intensità dei nostri legami commerciali e finanziari con l'economia britannica, più contenuta rispetto a quella di altri paesi, potrebbe limitare l'impatto diretto della Brexit sull'Italia.

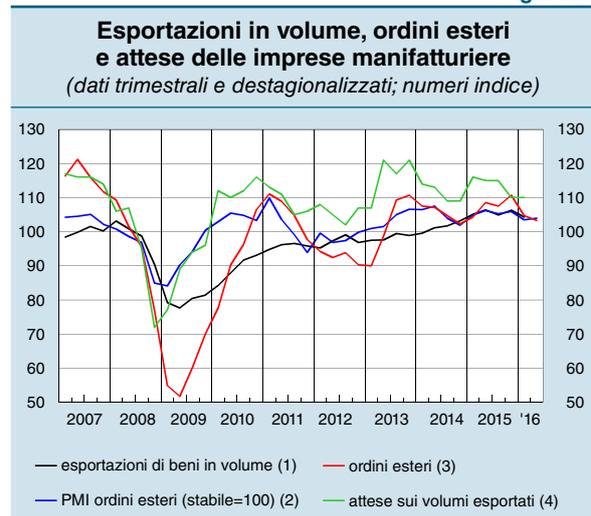
Sono diminuite sia le esportazioni...

Nel primo trimestre di quest'anno le esportazioni di beni e servizi si sono ridotte nel confronto con il periodo precedente (-1,5 per cento in volume). La caduta, più pronunciata nella componente dei beni (-1,8 per cento), ha interessato soprattutto i mercati extra UE. Le vendite all'estero hanno registrato un andamento particolarmente sfavorevole nelle principali economie asiatiche (Cina e Giappone), nei paesi OPEC e in Russia; sono invece aumentate negli Stati Uniti e in Turchia. La contrazione delle esportazioni ha interessato tutti i settori, ad eccezione di quello dei mezzi di trasporto, in cui è proseguita la dinamica favorevole in atto dallo scorso anno.

...sia le importazioni

Anche le importazioni di beni e servizi si sono ridotte, sebbene in misura minore (-0,9 per cento in volume). Gli acquisti di beni dall'estero sono diminuiti nei settori delle materie prime, dell'elettronica e del tessile-abbigliamento, mentre sono aumentati in quelli dei prodotti petroliferi raffinati, dei mezzi di

Figura 25



Fonte: Istat, Markit e Thomson Reuters Datastream.

(1) Indice: 2007=100 (dati di contabilità nazionale). – (2) Media trimestrale dell'indicatore PMI, alla quale viene sommato il valore 50. – (3) Media trimestrale basata sull'inchiesta congiunturale mensile dell'Istat presso le imprese; saldo percentuale delle risposte "in aumento" e "in diminuzione", al quale viene sottratta la media e viene sommato il valore 100. – (4) Inchiesta congiunturale trimestrale dell'Istat presso le imprese, relativa alle attese per i 3 mesi successivi; saldo percentuale delle risposte "favorevole" e "sfavorevole", al quale viene sommato il valore 100.

trasporto e della meccanica; gli acquisti in quest'ultimo comparto sono stati verosimilmente sospinti dalla ripresa degli investimenti fissi lordi.

**Le prospettive
sugli ordini esteri
restano incerte**

Secondo i dati più recenti, le vendite complessive hanno registrato una modesta ripresa in aprile; in maggio si sono invece ridotte sui mercati extra UE, pur restando su livelli superiori alla media del primo trimestre. L'incertezza sull'evoluzione della domanda estera emerge anche dalle inchieste congiunturali presso le imprese: l'indice PMI relativo agli ordini esteri delle aziende manifatturiere è lievemente migliorato, mentre l'indicatore qualitativo dell'Istat ha fornito un segnale opposto, pur mantenendosi su livelli compatibili con un'espansione delle vendite (fig. 25). Sulle prospettive dell'interscambio con l'estero pesano anche le potenziali ripercussioni del referendum sulla Brexit, che sono però per l'Italia più ridotte che per altri paesi (cfr. il riquadro: *I rapporti commerciali e finanziari tra Italia e Regno Unito*).

I RAPPORTI COMMERCIALI E FINANZIARI TRA ITALIA E REGNO UNITO

Nel complesso l'Italia si caratterizza rispetto agli altri principali paesi dell'area dell'euro per una minore intensità dei legami commerciali e finanziari con l'economia britannica (tavola A). Le ripercussioni per l'economia italiana derivanti dall'esito del referendum sull'uscita del Regno Unito dall'Unione europea dovrebbero pertanto essere relativamente contenute nel confronto con i nostri partner.

Tavola A

Rapporti commerciali e finanziari tra i principali paesi dell'area dell'euro e il Regno Unito
(in percentuale del PIL)

PAESI	Interscambio commerciale (1)		Investimenti di portafoglio (2)		Investimenti diretti (3)	
	Esportazioni	Importazioni	Attività	Passività	Attività	Passività
Italia	1,7	1,1	3,9	6,8	1,3	2,2
Francia	2,5	1,9	11,1	12,7	4,9	2,2
Germania	3,4	2,1	6,5	8,8	2,8	0,7
Spagna	2,9	1,8	3,2	7,2	6,0	1,7

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Eurostat e FMI (Coordinated Direct Investment Survey, CDIS, e Coordinated Portfolio Investment Survey, CPIS). (1) Scambi di beni e servizi nel 2014. – (2) Consistenze alla fine del primo semestre 2015; dati basati sulle statistiche riportate dal paese detentore delle attività. – (3) Consistenze alla fine del 2014; dati basati sulle statistiche riportate dall'Italia e, per gli altri paesi dell'area, dal Regno Unito.

Le vendite verso il Regno Unito rappresentano il 5,4 per cento delle esportazioni italiane di beni e l'8,4 per cento di quelle di servizi. L'Italia esporta soprattutto mezzi di trasporto, prodotti meccanici e alimentari, abbigliamento e servizi turistici (tavola B). Il saldo bilaterale dei beni è ampiamente positivo; quello dei servizi è prossimo al pareggio.

In rapporto al PIL nel 2014 le esportazioni e le importazioni italiane di beni e servizi verso e dal Regno Unito erano pari rispettivamente all'1,7 e all'1,1 per cento, percentuali significativamente più contenute nel confronto con quelle di Francia, Spagna e soprattutto Germania (tavola A).

Anche le relazioni finanziarie risultano meno strette rispetto a quelle dei principali paesi europei, sia per gli investimenti di portafoglio sia per quelli diretti. Secondo i dati del CPIS dell'FMI, alla fine del primo semestre del 2015 gli investimenti italiani in titoli di portafoglio emessi dal Regno Unito ammontavano a 62,4 miliardi di euro (3,9 per cento del PIL, a fronte dell'11,1 e del 6,5 per cento

Interscambio commerciale tra Italia e Regno Unito
(miliardi di euro)

VOCI	Esportazioni			Importazioni		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Beni	19,6	20,9	22,5	9,7	10,3	10,6
<i>di cui:</i> prodotti alimentari, bevande e tabacco	2,5	2,7	2,9	0,5	0,6	0,6
prodotti tessili, abbigliamento, pelli e accessori	2,4	2,7	2,9	0,5	0,6	0,6
chimica	1,1	1,2	1,2	1,0	1,0	1,0
farmaceutica	1,2	1,2	1,1	1,2	1,1	1,1
meccanica	2,7	2,9	3,1	1,0	1,0	1,0
mezzi di trasporto	2,6	2,9	3,3	1,6	2,0	2,2
Servizi	6,4	6,9	7,4	6,5	7,3	7,3
<i>di cui:</i> trasporti	0,5	0,5	0,5	0,9	1,0	1,0
viaggi	2,3	2,6	2,9	1,2	1,3	1,4
servizi finanziari	0,9	0,9	0,9	0,5	0,5	0,4
servizi informatici, di informazione e telecomunicazione	0,4	0,7	0,8	0,5	0,6	0,5
altri servizi alle imprese	1,9	1,7	1,7	2,4	3,1	3,0
Beni e servizi	25,9	27,8	29,9	16,2	17,6	17,9
in % del PIL	1,6	1,7	1,8	1,0	1,1	1,1

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

per la Francia e la Germania). Circa la metà dei titoli è detenuta dalle assicurazioni e dagli altri intermediari finanziari e poco meno di un terzo dalle famiglie italiane; la quota attribuibile alle banche è invece inferiore al 10 per cento. Solo un quinto circa delle attività italiane in titoli del Regno Unito è denominato in sterline ed è quindi esposto ai rischi derivanti da variazioni del cambio tra l'euro e la valuta britannica.

Le esposizioni dei sistemi bancari italiano e britannico verso residenti rispettivamente nel Regno Unito e in Italia sono basse: a marzo del 2016 quella delle banche del nostro paese era pari a 35 miliardi di euro (circa l'1 per cento dei prestiti totali); quella delle banche britanniche era 18 miliardi.

Alla fine del 2014 gli investimenti diretti italiani nel Regno Unito erano pari all'1,3 per cento del PIL, contro valori ben più elevati per gli altri maggiori paesi dell'area. Secondo dati Istat relativi al 2013 le imprese italiane presenti nel Regno Unito impiegavano 67.000 addetti e generavano un fatturato di 21 miliardi di euro.

Nel breve periodo un eventuale forte deprezzamento della sterlina o un rallentamento dell'economia britannica avrebbero ripercussioni dirette sfavorevoli, ancorché di entità modesta secondo nostre valutazioni, sulle esportazioni italiane di beni e servizi; l'impatto sulle attività finanziarie detenute da residenti dovrebbe essere ancora più limitato, data la contenuta esposizione al rischio di cambio. Nel medio periodo le conseguenze della Brexit dipenderanno principalmente dall'assetto – difficilmente prevedibile allo stato attuale – che assumerà la regolamentazione sugli scambi commerciali tra Regno Unito e Unione europea (cfr. il riquadro: *Le conseguenze del referendum sui rapporti tra Regno Unito e Unione europea* del capitolo 1).

**L'avanzo
di conto corrente
è ancora aumentato**

Il surplus del conto corrente si è ampliato (9,6 miliardi nei primi quattro mesi del 2016, da 4,1 nello stesso periodo dello scorso anno), proseguendo la tendenza in atto dalla fine del 2010 (cfr. il riquadro: *Il saldo del conto corrente corretto per il ciclo*). Vi ha contribuito soprattutto il miglioramento dell'avanzo commerciale, grazie alla minore spesa per prodotti energetici (tav. 3).

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

VOCI	2014	2015	gen-apr. 2015	gen-apr. 2016
Conto corrente	30,9	36,0	4,1	9,6
Merci	47,9	52,7	13,9	17,7
prodotti non energetici (2)	89,3	84,5	25,4	25,0
prodotti energetici (2)	-41,5	-31,9	-11,5	-7,3
Servizi	-0,8	-1,2	-2,7	-2,9
Redditi primari	-0,3	-0,9	0,9	1,9
Redditi secondari	-15,8	-14,6	-8,1	-7,0
Conto capitale	3,4	2,6	-0,5	-0,4
Conto finanziario	50,3	33,1	-3,6	13,8
Investimenti diretti	2,5	6,6	0,4	-0,7
Investimenti di portafoglio	1,0	89,6	-5,7	52,8
Derivati	-3,6	3,4	0,4	4,0
Altri investimenti	51,3	-67,0	1,6	-40,7
Variazione riserve ufficiali	-1,0	0,5	-0,3	-1,6
Errori e omissioni	16,0	-5,5	-7,2	4,6

(1) Secondo gli standard internazionali pubblicati in FMI, *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6 ed., 2009 (BPM6). Per aprile 2016 dati provvisori. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat.

IL SALDO DEL CONTO CORRENTE CORRETTO PER IL CICLO

Il saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti italiana ha registrato un forte miglioramento nell'ultimo quinquennio, passando da un disavanzo del 3,4 per cento del PIL nel 2010 a un surplus del 2,2 nel 2015. L'aggiustamento dei conti con l'estero ha avuto luogo in una fase di protratta debolezza dell'economia, caratterizzata da una marcata flessione della domanda interna.

Una corretta valutazione della natura di tale riequilibrio richiede che se ne isoli la componente legata alla posizione ciclica relativa dell'economia italiana, destinata a migliorare con il consolidarsi della ripresa. A tal fine è stato sviluppato un modello che consente di stimare il saldo di conto corrente al netto degli effetti ciclici¹. Sulla base di misure dell'output gap e delle elasticità dei flussi commerciali alla domanda, il modello calcola le esportazioni e le importazioni che si osserverebbero qualora il PIL fosse pari al prodotto potenziale in Italia e nei paesi partner.

L'approccio è simile a quello adottato dalla Commissione europea²; a differenza di quest'ultimo si tiene tuttavia conto della diversa intensità con cui le varie componenti della domanda attivano le importazioni, dando quindi rilievo agli effetti di composizione. Correggendo solo per il ciclo economico, la nostra stima non considera l'impatto di altri fattori correlati quali l'andamento dei prezzi delle materie prime o quello dei rendimenti delle attività finanziarie; inoltre non può essere interpretata come una misura del saldo che prevarrebbe nell'equilibrio di medio-lungo periodo, in quanto astrae dalle sue determinanti fondamentali tradizionalmente identificate dalla letteratura, quali le dinamiche demografiche e le prospettive di crescita a medio e a lungo termine.

Nel 2015 il saldo del conto corrente corretto per gli effetti ciclici risulterebbe in avanzo e pari allo 0,5 per cento del PIL (figura, pannello a). Tenendo conto dei risultati di una serie di esercizi di robustezza

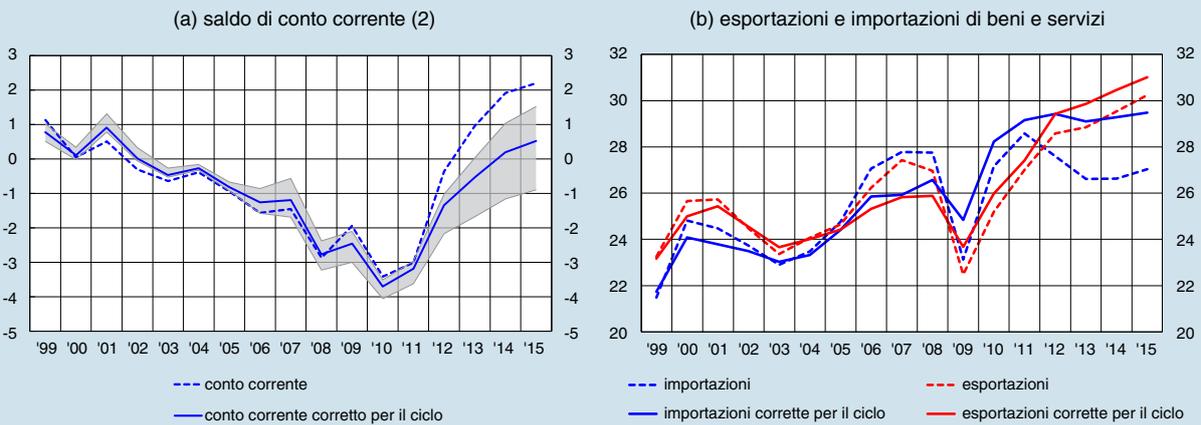
¹ S. Fabiani, S. Federico e A. Felettigh, *Adjusting the external adjustment: cyclical factors and the Italian current account*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

² M. Salto e A. Turrini, *Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment*, Commissione europea, European Economy. Economic Papers, 427, 2010.

basati su ipotesi, calibrazioni e modelli alternativi, tale saldo si collocherebbe in un intervallo compreso tra -0,9 e 1,5 per cento; all'ampiezza di questo intervallo contribuisce soprattutto l'incertezza delle valutazioni sull'output gap. La rilevanza degli effetti ciclici è diventata significativa a partire dal 2012, in relazione all'ampliarsi del divario tra l'output gap italiano e quello dei paesi partner.

Figura

Correzione per il ciclo del saldo di conto corrente e delle sue principali componenti (1)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Commissione europea, FMI, Istat e OCSE.

(1) In percentuale del PIL. – (2) L'area grigia indica l'intervallo dei valori ottenuti sulla base di modelli di stima alternativi.

Dal punto di minimo toccato nel 2010 il saldo al netto degli effetti del ciclo è migliorato, in rapporto al PIL, di 4,2 punti percentuali: solo un quarto dell'aggiustamento nei conti con l'estero registrato nell'ultimo quinquennio sarebbe pertanto attribuibile alla posizione ciclica relativa dell'economia italiana. Sempre correggendo per i fattori ciclici, nello stesso periodo le esportazioni sarebbero aumentate di 5,0 punti di PIL, a fronte di un incremento molto più contenuto delle importazioni (1,3 punti; figura, pannello b). Un contributo significativo è stato fornito dal forte calo dei prezzi delle materie prime, che ha ridotto la bolletta energetica di poco più di un punto percentuale tra il 2010 e il 2015.

L'applicazione del modello agli altri principali paesi dell'area dell'euro indica che, nel complesso e a differenza dell'Italia, i loro squilibri esterni si amplificano se valutati al netto degli effetti ciclici, in misura anche più accentuata rispetto alle stime della Commissione europea e dell'FMI. Il surplus di conto corrente della Germania nel 2015 aumenta dall'8,5 al 9,7 per cento, ben oltre la soglia di allerta prevista dalla Commissione europea nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici; per la Spagna l'avanzo dell'1,4 per cento si trasforma in un deficit pari allo 0,6 per cento, segnalando un riequilibrio ancora incompleto dei conti con l'estero.

Gli investitori esteri hanno acquistato titoli pubblici

Dopo le vendite nette registrate nella seconda metà del 2015, nei primi quattro mesi di quest'anno sono ripresi gli acquisti dall'estero di titoli di Stato italiani (8,8 miliardi). Gli investimenti complessivi dei non residenti in titoli di portafoglio italiani si sono ridotti di 15,9 miliardi; il calo è in larga parte dovuto al rimborso di obbligazioni bancarie (15,3 miliardi) non compensato da nuove emissioni, nell'ambito della complessiva riduzione dei collocamenti obbligazionari all'ingrosso da parte degli istituti di credito italiani in corso dall'inizio del 2016 (cfr. il par. 2.7).

Dal lato delle attività, si sono rafforzati gli investimenti in titoli di portafoglio esteri da parte dei residenti (36,9 miliardi dallo scorso gennaio), per due terzi in obbligazioni e per la restante parte in quote di fondi comuni.

Sono stati effettuati investimenti diretti all'estero per 13,1 miliardi, di cui 3,5 in una sola operazione di acquisizione nel comparto assicurativo.

Il saldo passivo TARGET2 si è ampliato

La posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2 ha continuato ad aumentare, raggiungendo 289 miliardi alla fine di giugno (da 249 miliardi alla fine del 2015). L'incremento tra gennaio e aprile (ultimo mese per il quale è possibile effettuare il confronto con i dati di bilancia dei pagamenti) ha riflesso i disinvestimenti esteri da titoli di portafoglio privati italiani, in particolare obbligazioni, e gli acquisti netti di attività estere da parte dei residenti, solo parzialmente compensati dall'aumento della raccolta netta sui mercati internazionali delle banche residenti (fig. 26).

La posizione patrimoniale netta sull'estero dell'Italia alla fine dello scorso marzo era passiva per 387,4 miliardi, pari al 23,5 per cento del PIL. Il miglioramento rispetto alla fine del 2015, corrispondente a circa mezzo punto di prodotto, è riconducibile per quasi un terzo all'avanzo di conto corrente e per la restante parte al saldo positivo degli aggiustamenti di valutazione.

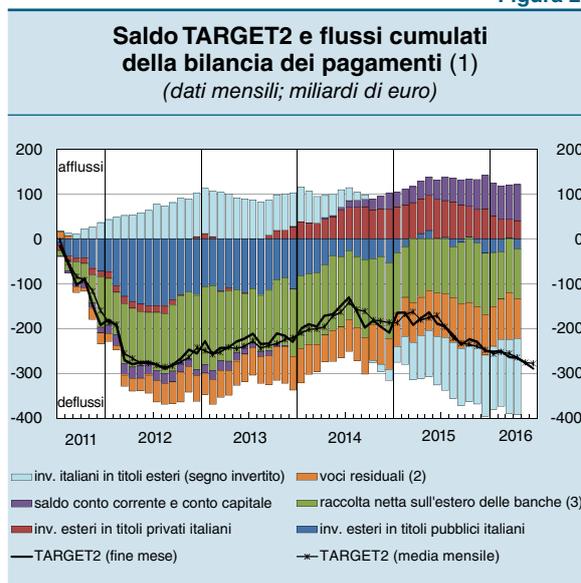
2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Nel primo trimestre del 2016 il numero degli occupati ha continuato a crescere. Il tasso di disoccupazione è rimasto stabile a seguito dell'aumento della partecipazione al mercato del lavoro, in parte associato alla fase ciclica espansiva. Il costo del lavoro si è ridotto rispetto al periodo corrispondente del 2015, per effetto degli sgravi contributivi e del marcato rallentamento delle retribuzioni contrattuali.

Aumenta il numero degli occupati...

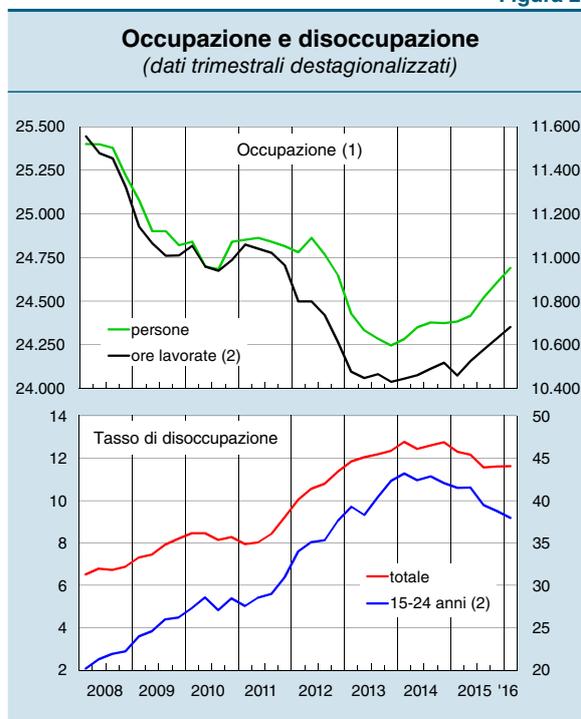
Nei primi tre mesi di quest'anno il numero di persone occupate rilevato dai conti nazionali è aumentato, al netto dei fattori stagionali, dello 0,3 per cento rispetto al periodo precedente (fig. 27; tav. 4). Tale dinamica ha riflesso l'incremento della componente alle dipendenze e la stabilizzazione di quella autonoma, che aveva segnato una marcata flessione nel corso del 2015. L'occupazione ha continuato a crescere nell'indu-

Figura 26



(1) Utilizzando l'identità contabile della bilancia dei pagamenti, un miglioramento del saldo passivo della Banca d'Italia nei confronti della BCE sul sistema dei pagamenti TARGET2 può riflettere investimenti in Italia da parte dei non residenti (maggiori passività), disinvestimenti di attività estere da parte dei residenti (minori attività) o un saldo di conto corrente e conto capitale in attivo. Flussi cumulati a partire da luglio 2011. – (2) Investimenti diretti esteri, derivati, altri investimenti, errori e omissioni. – (3) Inclusa la raccolta intermedia da controparti centrali residenti.

Figura 27



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

Occupazione e ore lavorate

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

VOCI	Consistenze 1° trim. 2016	Variazioni			
		2° trim. 2015	3° trim. 2015	4° trim. 2015	1° trim. 2016
Totale occupati	24.690	0,1	0,4	0,4	0,3
di cui: industria in senso stretto	4.210	0,1	0,3	0,6	0,3
servizi privati (1)	10.661	-0,1	0,9	0,2	0,5
Dipendenti	18.511	0,4	0,6	0,6	0,4
Autonomi	6.179	-0,7	..	-0,5	..
Ore lavorate	10.682	0,6	0,5	0,5	0,5
di cui: industria in senso stretto	1.844	0,4	0,6	0,9	0,7
servizi privati (1)	4.889	0,4	1,0	..	1,3
Dipendenti	7.281	0,7	0,7	0,8	0,1
Autonomi	3.401	0,4	..	-0,2	1,4

Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali*.

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

stria in senso stretto e nei servizi privati mentre si è ancora contratta, sebbene lievemente, nelle costruzioni. Le ore lavorate sono aumentate a un ritmo di poco superiore a quello dell'occupazione (0,5 per cento). Sulla base dei dati preliminari della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, nel bimestre aprile-maggio il numero di occupati è cresciuto rispetto al periodo precedente.

**...e il saldo
tra attivazioni
e cessazioni
di contratti
rimane positivo**

L'aumento dell'occupazione registrato nel primo trimestre deriva in parte dall'elevato numero di assunzioni a tempo indeterminato effettuate dalle imprese nel mese di dicembre 2015, per usufruire dei maggiori sgravi contributivi previsti sino alla fine dello scorso anno. Secondo i dati amministrativi diffusi dall'INPS, nei primi quattro mesi del 2016 il saldo tra attivazioni e cessazioni di rapporti di lavoro dipendente è rimasto positivo nel settore privato non agricolo, pur riducendosi rispetto al corrispondente periodo del 2015 (quando gli sgravi contributivi erano applicati in misura piena); il saldo risulta invece lievemente superiore a quello osservato negli stessi mesi del 2014. Le attivazioni hanno superato le cessazioni per i contratti a tempo determinato e per quelli a tempo indeterminato (per circa 260.000 e 73.000 unità, rispettivamente). La quota di rapporti di lavoro a tempo indeterminato sul totale delle attivazioni nette è diminuita nei primi mesi di quest'anno sia rispetto al 2015 sia, in lieve misura, nel confronto con il 2014.

**Il tasso
di disoccupazione
giovanile è diminuito**

Il tasso di disoccupazione è rimasto stabile all'11,6 per cento nel primo trimestre per effetto della crescita della partecipazione al mercato del lavoro, sulla quale influisce, oltre a una tendenza di lungo termine indotta in larga misura dalle riforme pensionistiche, la ripresa ciclica; il tasso relativo alla classe di età compresa tra i 15 e i 24 anni si è nuovamente ridotto, di 0,8 punti percentuali (al 37,9 per cento; era superiore al 43 per cento nel primo trimestre del 2014; fig. 27). Secondo i dati preliminari del bimestre aprile-maggio, la disoccupazione è rimasta sostanzialmente invariata nel confronto con il periodo precedente, a fronte di un ulteriore aumento della partecipazione.

**Il costo orario
del lavoro è sceso**

Nel primo trimestre il costo orario del lavoro nel settore privato non agricolo è diminuito dello 0,2 per cento rispetto al periodo corrispondente del 2015 (fig. 28), per effetto sia degli sgravi contributivi sulle assunzioni effettuate dall'inizio dello scorso anno, sia del marcato rallentamento delle retribuzioni contrattuali (1,0 per cento, dall'1,7 per cento del trimestre precedente); tale decelerazione è stata particolarmente inten-

sa nell'industria in senso stretto (0,6 per cento, dal 2,6 del trimestre precedente) a causa del mancato rinnovo del contratto collettivo dei metalmeccanici.

Nel settore privato in maggio la quota di dipendenti in attesa di rinnovo contrattuale si attestava a oltre il 50 per cento. In assenza di ulteriori rinnovi la dinamica delle retribuzioni rallenterebbe ulteriormente, portandosi in media d'anno allo 0,7 per cento. Rispetto al primo trimestre del 2015, a fronte di una riduzione della produttività dell'1,3 per cento, il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nel settore privato non agricolo è cresciuto dell'1,1 per cento, in linea con quanto rilevato nel trimestre precedente. Nell'industria in senso stretto, nonostante il calo della produttività, la forte decelerazione del costo del lavoro ha determinato un significativo rallentamento del CLUP (allo 0,2 per cento, dall'1,0 nel trimestre precedente).

Secondo le indagini condotte dall'Istat e dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, le aspettative delle imprese circa il quadro occupazionale a tre mesi sono nel complesso improntate a un cauto ottimismo nell'industria in senso stretto e in lieve peggioramento nel settore dei servizi (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Giugno 2016*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 35, 2016).

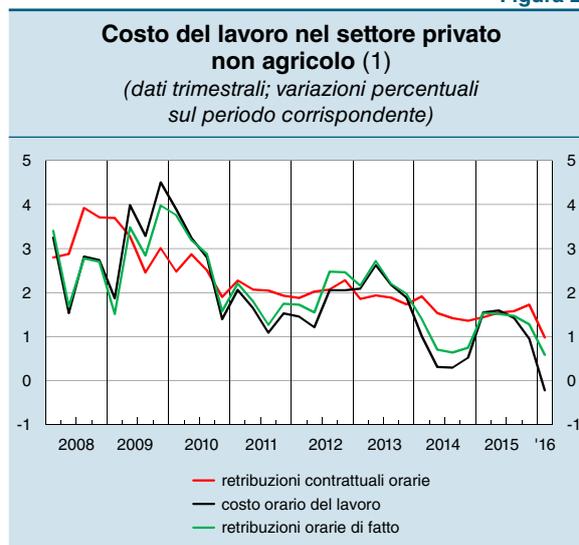
2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

L'inflazione al consumo è tornata negativa dallo scorso febbraio, frenata dalla contrazione dei prezzi dei prodotti energetici e dal permanere della componente di fondo su valori storicamente molto contenuti, in presenza di margini di capacità produttiva inutilizzata ancora ampi. Le famiglie e le imprese si attendono una dinamica dei prezzi modesta anche nei prossimi mesi. Secondo le stime degli analisti, l'inflazione al consumo si collocherebbe su valori appena positivi nella media di quest'anno.

L'inflazione rimane su valori negativi

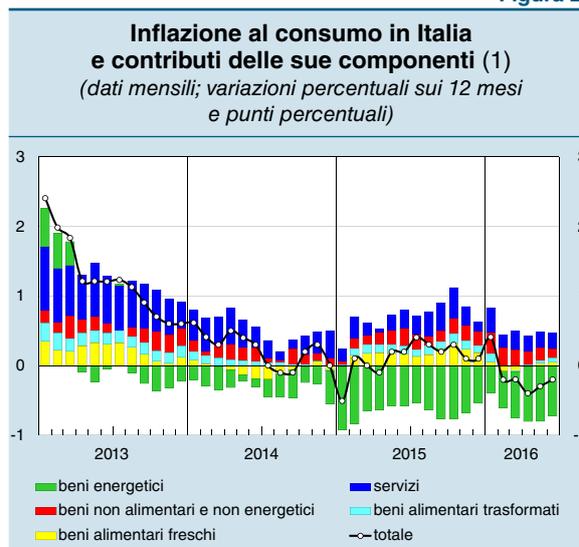
In giugno la variazione su base annuale dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) si è confermata lievemente negativa per il quinto mese consecutivo, attestandosi a -0,2 per cento, da -0,3 in maggio (fig. 29). Alla debolezza dell'inflazione concorrono sia il marcato calo in termini tendenziali dei prezzi dei beni energetici sia la contenuta dinamica della componente di fondo: l'inflazione al netto dei prodotti alimentari ed energetici si colloca allo 0,5

Figura 28



Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali e Indagini sulle retribuzioni contrattuali*. (1) Dati destagionalizzati per il costo orario del lavoro e per le retribuzioni orarie di fatto.

Figura 29



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat. (1) IPCA.

per cento (poco al di sopra del valore minimo dello 0,3 segnato nell'aprile 2015), riflettendo il permanere di ampi margini di capacità produttiva inutilizzata (tav. 5). Sempre in giugno la quota di voci elementari dell'indice generale che hanno riportato una variazione negativa dei prezzi è rimasta stabile al 32 per cento; anche tra le componenti di fondo la quota si è confermata sui livelli di maggio (al 26 per cento).

Tavola 5

Indicatori di inflazione in Italia (variazioni percentuali sui 12 mesi)							
PERIODO	IPCA (1)			IPC (2)		IPP (3)	
	Indice generale	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale a tassazione costante (4)	Indice generale a 1 mese (5)		Al netto di energetici e alimentari	Indice generale
2012	3,3	2,0	2,5	3,0	–	1,7	4,1
2013	1,2	1,2	1,1	1,2	–	1,1	-1,2
2014	0,2	0,7	-0,1	0,2	–	0,7	-1,8
2015	0,1	0,7	0,0	0,0	–	0,5	-3,4
2015 – gen.	-0,5	0,5	-0,6	-0,6	-0,4	0,3	-3,8
feb.	0,1	0,9	0,0	-0,1	0,3	0,5	-3,2
mar.	0,0	0,5	-0,1	-0,1	0,1	0,3	-3,0
apr.	-0,1	0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,3	-3,0
mag.	0,2	0,6	0,1	0,1	0,2	0,6	-2,6
giu.	0,2	0,7	0,1	0,2	0,0	0,6	-3,0
lug.	0,4	1,0	0,3	0,2	0,0	0,7	-3,0
ago.	0,3	1,0	0,2	0,2	-0,1	0,7	-3,5
set.	0,2	0,9	0,1	0,2	0,0	0,8	-3,9
ott.	0,3	1,0	0,2	0,3	0,2	0,9	-3,7
nov.	0,1	0,7	0,1	0,1	-0,1	0,6	-4,1
dic.	0,1	0,5	0,1	0,1	-0,1	0,4	-3,9
2016 – gen.	0,4	0,9	0,4	0,3	-0,2	0,7	-3,0
feb.	-0,2	0,5	-0,2	-0,3	-0,3	0,5	-4,1
mar.	-0,2	0,8	-0,3	-0,2	0,3	0,7	-3,9
apr.	-0,4	0,6	-0,4	-0,5	-0,3	0,5	-4,5
mag.	-0,3	0,6	-0,4	-0,3	0,4	0,5	-4,2
giu.	-0,2	0,5	-0,3	-0,4	-0,1	0,4	....

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.

(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.

Le pressioni all'origine restano deboli

In maggio è proseguita la riduzione dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno (-4,2 per cento sui dodici mesi, da -4,5 in aprile). Vi ha contribuito la nuova, significativa diminuzione della componente energetica a fronte di un lieve aumento dei prezzi dei beni non alimentari destinati al consumo finale.

Imprese e famiglie prevedono un'inflazione contenuta

Secondo le attese di imprese e famiglie la dinamica dei prezzi resterebbe modesta nei prossimi mesi. I listini di vendita delle aziende censite nell'indagine trimestrale condotta in giugno dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* aumenterebbero di quasi un punto percentuale nei prossimi dodici mesi (fig. 30); le imprese attive nel settore terziario si attendono tuttavia un incremento molto più contenuto rispetto a quello prospettato dalle aziende dell'in-

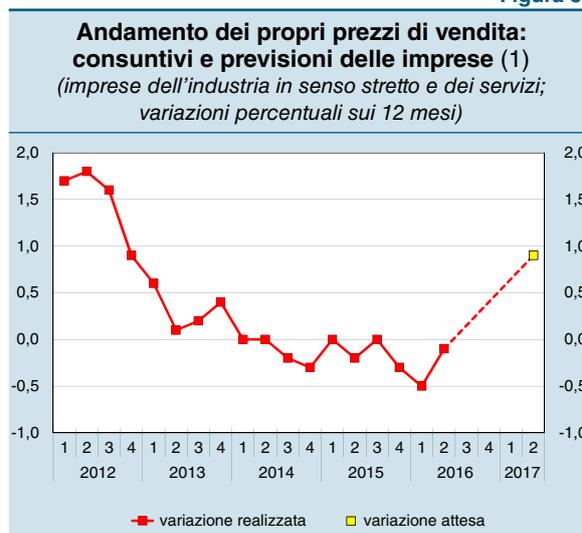
dustria in senso stretto. Tra i fattori che influenzano i prezzi di vendita, un impulso lievemente più forte rispetto a marzo proverrebbe dai prezzi delle materie prime e dai costi degli input intermedi; lo stimolo della domanda resterebbe invece invariato e contenuto. Sulla base delle rilevazioni dell'Istat, nei mesi primaverili la percentuale di consumatori che si attende prezzi invariati o in calo nei prossimi dodici mesi è cresciuta per il quarto trimestre consecutivo (al 59,1 per cento, dal 58,3 all'inizio dell'anno).

Secondo le previsioni degli operatori professionali censiti in giugno da Consensus Economics l'inflazione al consumo si collocherebbe su valori appena positivi (0,1 per cento) nella media del 2016, pressoché in linea con quella attesa per il complesso dell'area dell'euro (cfr. il par. 1.2).

2.7 LE BANCHE

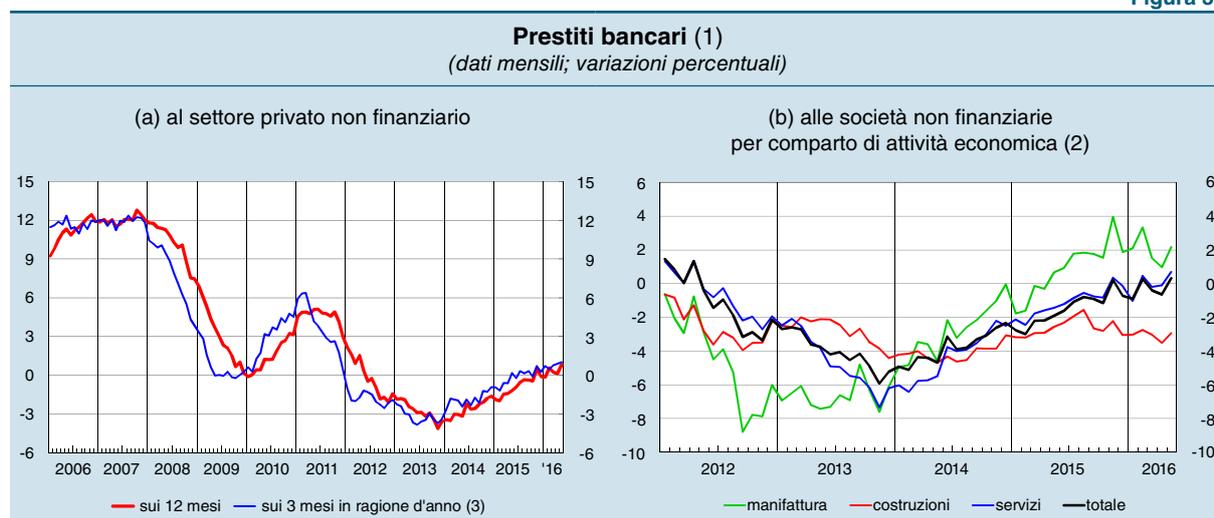
Il credito al settore privato non finanziario cresce a ritmi moderati, ma più sostenuti nei comparti dove la ripresa dell'attività economica si è avviata più stabilmente: i prestiti al complesso delle imprese ristagnano, ma sono in deciso aumento quelli alle società manifatturiere. Prosegue il graduale miglioramento della qualità del credito. Sulle quotazioni azionarie delle banche italiane ha pesato, più che in altri paesi, il timore che la debolezza dei mercati ne riduca la capacità di cedere crediti deteriorati o di raccogliere capitale; è stata avviata la predisposizione di diverse misure per tutelare la stabilità finanziaria.

Figura 30



(1) Media robusta delle risposte al quesito sul tasso di variazione dei propri prezzi rispetto ai 12 mesi precedenti e su quello atteso nei prossimi 12 mesi, nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Giugno 2016, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 35, 2016.

Figura 31



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

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

I prestiti alle famiglie si espandono...

Nei tre mesi terminanti in maggio il credito al settore privato non finanziario è aumentato dell'1 per cento (al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno; fig. 31.a), sostenuto principalmente dall'espansione dei finanziamenti alle famiglie (2,2 per cento). La crescita del reddito disponibile e le più favorevoli condizioni del mercato del lavoro (cfr. il par. 2.3) hanno contribuito a rafforzare l'espansione del credito al consumo, in particolare di quello finalizzato all'acquisto di autoveicoli. I mutui per l'acquisto di abitazioni sono aumentati dell'1,5 per cento, riflettendo il deciso rialzo delle compravendite (cfr. il par. 2.2).

...quelli alle imprese ristagnano, ma non per tutte le aziende

La dinamica dei prestiti alle imprese si è attestata su valori pressoché nulli (0,1 per cento sui tre mesi terminanti in maggio). Persistono però ampie disparità tra settori di attività economica e tra imprese di diversa dimensione (fig. 31.b). Il credito alle aziende manifatturiere è cresciuto (2,2 per cento sui dodici mesi terminanti in maggio); i prestiti alle società operanti nel settore dei servizi sono marginalmente aumentati; quelli alle imprese edili hanno continuato a contrarsi. Permane un marcato divario tra l'andamento dei prestiti alle società con 20 e più addetti e quello relativo alle imprese di minore dimensione (0,5 e -2,4 per cento, rispettivamente).

Tavola 6**Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)**

VOCI	Consistenze di fine mese (2)		Variazioni percentuali sui 12 mesi (3)	
	Febbraio 2016	Maggio 2016	Febbraio 2016	Maggio 2016
Attività				
Prestiti a residenti in Italia (4)	1.818	1.816	0,3	0,0
<i>di cui:</i> a imprese (5)	792	790	0,3	0,3
a famiglie (6)	618	621	1,0	1,5
Attività verso controparti centrali (7)	102	97	1,1	0,7
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (8)	524	529	-5,6	-3,7
<i>di cui:</i> titoli di Amm. pubbliche italiane	415	418	-3,3	-2,0
Attività verso l'Eurosistema (9)	19	19	89,1	29,1
Attività sull'estero (10)	335	345	1,8	1,8
Altre attività (11)	1.180	1.124	-3,8	-5,7
Totale attivo	3.977	3.930	-1,4	-2,0
Passività				
Depositi di residenti in Italia (4) (12) (13)	1.386	1.402	2,9	2,4
Depositi di non residenti (10)	322	328	-2,4	-2,6
Passività verso controparti centrali (7)	176	170	4,6	6,2
Obbligazioni (13)	385	369	-16,0	-16,1
Passività verso l'Eurosistema (9)	152	150	7,2	0,4
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	118	119	-13,3	-9,2
Capitale e riserve	448	442	0,0	1,3
Altre passività (14)	991	949	-1,4	-3,6
Totale passivo	3.977	3.930	-1,4	-2,0

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di maggio 2016 sono provvisori. – (2) Miliardi euro. – (3) Corrette per riclassificazioni, variazioni dovute ad aggiustamenti di valore e a fluttuazioni del cambio. Le variazioni dei prestiti alle imprese e alle famiglie sono corrette per le cartolarizzazioni. – (4) Esclude l'operatività nei confronti delle controparti centrali. – (5) Definizione armonizzata, esclude le famiglie produttrici. – (6) Definizione armonizzata, include le famiglie produttrici, le istituzioni sociali senza scopo di lucro e le unità non classificate. – (7) Include le sole operazioni di pronti contro termine. – (8) Esclude obbligazioni di IFM (istituzioni finanziarie e monetarie, ossia banche e fondi comuni monetari) residenti. – (9) L'aggregato comprende i rapporti con l'Eurosistema per operazioni di politica monetaria; cfr. *Indicatori monetari e finanziari. Moneta e banche*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, tavv. 1.4a e 1.4b. – (10) Nel periodo considerato queste voci includono prevalentemente operazioni di natura interbancaria. – (11) Include: obbligazioni emesse da IFM residenti; prestiti a IFM residenti; partecipazioni e azioni in società residenti; cassa; quote di fondi comuni monetari; derivati; beni mobili e immobili; altre voci di minore entità. – (12) Esclude le passività connesse con operazioni di cessioni di crediti. – (13) L'aggregato non include le passività nei confronti di IFM residenti. – (14) Include: obbligazioni detenute da IFM residenti; depositi da IFM residenti; derivati; altre voci di minore entità.

La raccolta è stabile

Tra febbraio e maggio la raccolta complessiva delle banche è rimasta sostanzialmente stabile (tav. 6); quella al dettaglio ha beneficiato dell'espansione dei depositi da residenti, che ha più che compensato la riduzione delle obbligazioni detenute dalle famiglie. Le obbligazioni collocate presso banche e investitori istituzionali hanno continuato a ridursi, in linea con quanto osservato nei primi mesi dell'anno.

Le condizioni di offerta restano accomodanti...

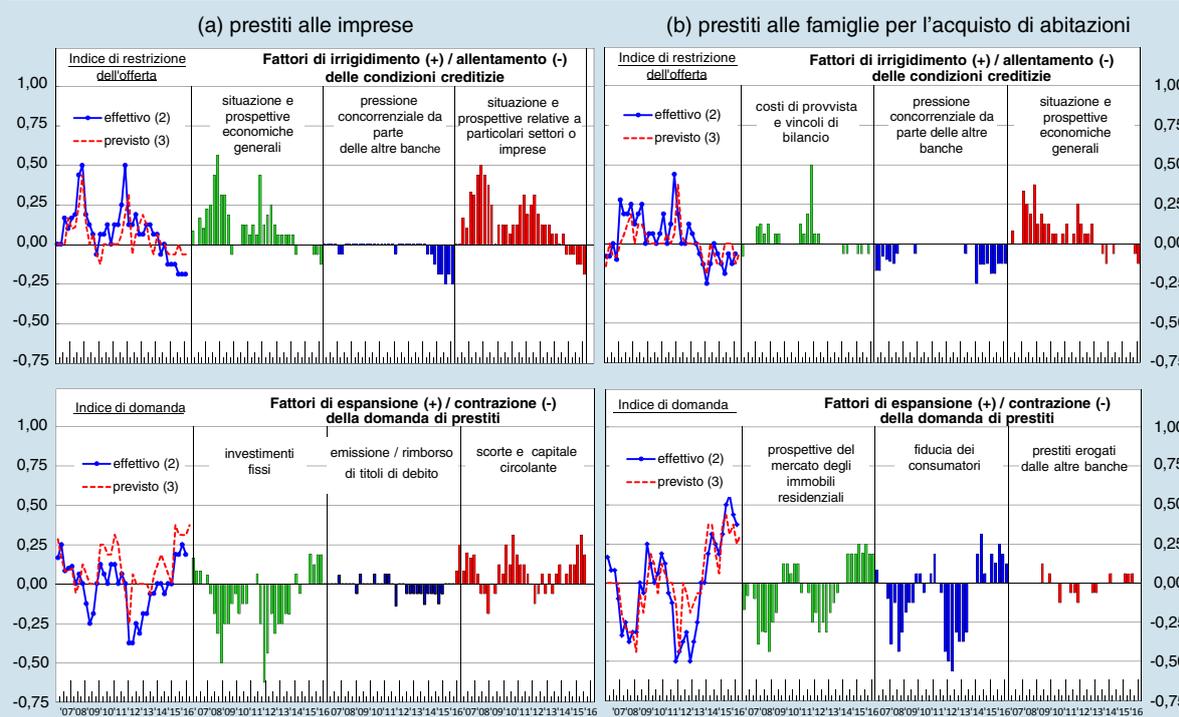
Dall'indagine sul credito bancario (*Bank Lending Survey*) è emerso un ulteriore lieve allentamento delle politiche di offerta nel primo trimestre del 2016 e un incremento della domanda da parte di famiglie e imprese (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*). Le informazioni più recenti desunte dai sondaggi condotti in giugno dall'Istat presso le aziende confermano il miglioramento delle condizioni di finanziamento anche nel secondo trimestre, pur evidenziando andamenti differenti per imprese di diverse categorie.

L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO

Le banche italiane intervistate in marzo nell'ambito dell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*) hanno segnalato per il primo trimestre del 2016 un ulteriore lieve allentamento dei criteri di offerta del credito alle imprese e alle famiglie, ascrivibile in larga parte

Figura A

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



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

(1) Valori positivi indicano una restrizione dell'offerta o un aumento della domanda rispetto al trimestre precedente. Indici di diffusione costruiti sulla base del seguente schema di ponderazione: per l'offerta, 1=notevole irrigidimento, 0,5=moderato irrigidimento, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderato allentamento, -1=notevole allentamento; per la domanda, 1=notevole espansione, 0,5=moderata espansione, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderata contrazione, -1=notevole contrazione. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra -1 e 1. - (2) Riferito al trimestre terminante al momento dell'indagine. - (3) Previsioni formulate nel trimestre precedente.

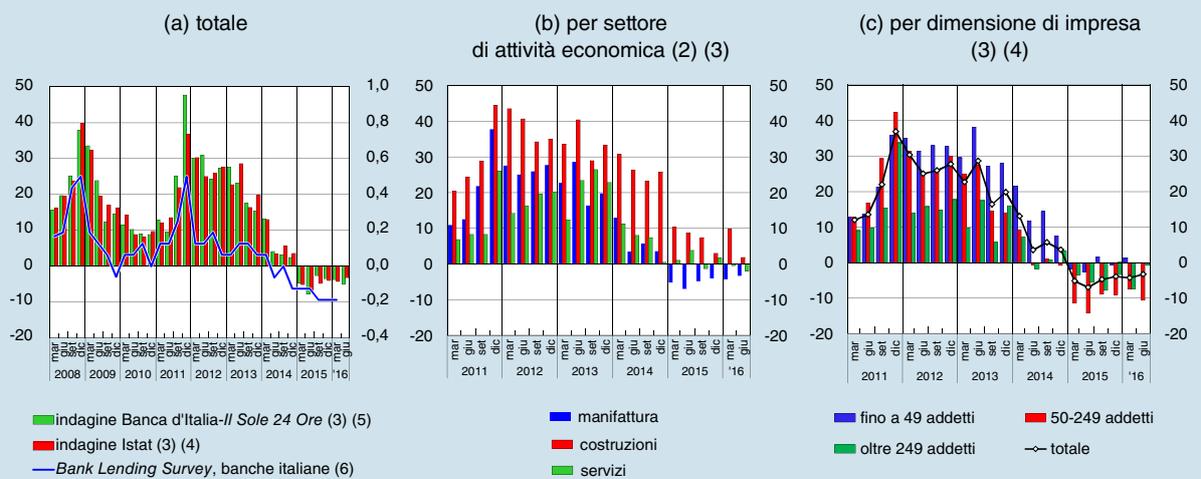
alla maggiore pressione concorrenziale tra gli intermediari (figura A)¹. Al miglioramento avrebbe contribuito anche una riduzione del rischio percepito; tale riduzione è stata indotta da prospettive economiche generali più favorevoli per famiglie e imprese, anche se limitatamente ad alcuni particolari settori. Secondo le banche, i criteri di concessione dei prestiti continuerebbero a migliorare nel trimestre in corso, pur rimanendo ancora moderatamente restrittivi in prospettiva storica². L'allentamento delle condizioni di erogazione del credito si è prevalentemente tradotto in un'ulteriore riduzione dei margini applicati sulla media dei prestiti.

Dall'indagine sul credito bancario emerge che è proseguita l'espansione della domanda di finanziamenti da parte delle imprese, sostenuta dai bassi tassi di interesse e dalle maggiori esigenze connesse con scorte, capitale circolante e investimenti fissi. Anche la domanda di prestiti da parte delle famiglie per l'acquisto di abitazioni e per finalità di consumo si è ulteriormente rafforzata, continuando a beneficiare di tassi di interesse particolarmente contenuti in un contesto di maggiore fiducia dei consumatori e di migliori prospettive del mercato immobiliare.

Gli intermediari intervistati hanno inoltre segnalato che il programma di acquisto di titoli da parte della Banca centrale europea ha contribuito al miglioramento della posizione di liquidità e delle condizioni di finanziamento delle banche, nonché alla realizzazione di plusvalenze derivanti dalla vendita di attività; la liquidità ottenuta è stata inoltre utilizzata per sostenere l'afflusso di credito all'economia. Il tasso negativo sui depositi presso la BCE avrebbe contribuito a una riduzione dei tassi applicati

Figura B

Condizioni di accesso al credito delle imprese (1)



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

¹ All'indagine, terminata il 30 marzo, hanno partecipato otto tra i principali gruppi bancari italiani. I risultati per l'Italia sono consultabili sul sito www.bancaditalia.it, quelli per l'area dell'euro sul sito www.ecb.int; gli esiti della rilevazione relativa al secondo trimestre del 2016 saranno pubblicati il prossimo 19 luglio.

² Secondo le risposte fornite a una domanda ad hoc, i criteri di offerta applicati nel primo trimestre di quest'anno dalla maggior parte degli intermediari per la concessione di prestiti alle imprese e di mutui alle famiglie resterebbero ancora lievemente più restrittivi di quelli praticati in media tra il secondo trimestre del 2010 e la fine del 2015.

ai nuovi prestiti e, meno diffusamente, a un incremento dei volumi erogati; l'impatto sugli interessi attivi netti è stato negativo per la maggior parte delle banche intervistate.

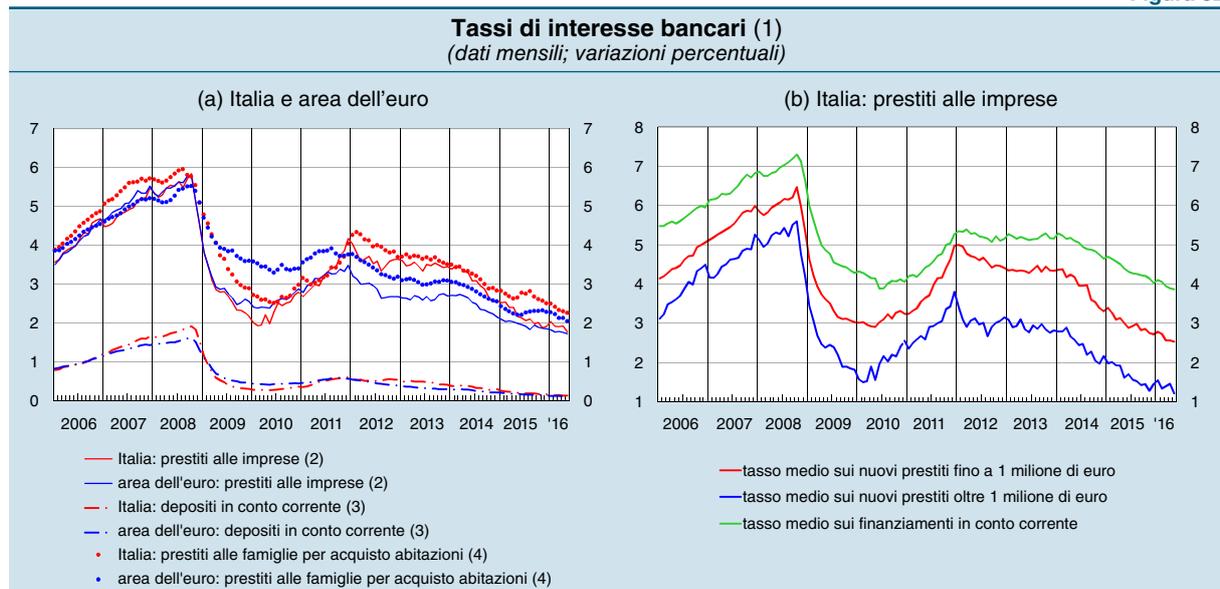
I risultati dei sondaggi condotti in giugno presso le aziende, relativi al secondo trimestre dell'anno, evidenziano un ulteriore lieve allentamento delle condizioni di accesso al credito, pur continuando a mostrare andamenti eterogenei tra categorie di imprese.

Sulla base dell'indagine sul clima di fiducia condotta dall'Istat, il miglioramento avrebbe interessato le aziende manifatturiere, soprattutto quelle di media dimensione (da 50 a 249 addetti), e quelle dei servizi; proseguirebbe invece il peggioramento delle condizioni per le imprese operanti nelle costruzioni, seppure con intensità ridotta rispetto al passato (figura B). Indicazioni analoghe provengono dall'indagine condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* presso un campione di aziende medio-grandi (almeno 50 addetti).

...e il costo medio dei nuovi prestiti è ancora sceso

In maggio il tasso medio sui nuovi prestiti alle imprese è ulteriormente diminuito rispetto a febbraio (di circa 10 punti base, all'1,8 per cento; fig. 32). Il costo dei nuovi mutui si è ridotto di circa 20 punti base per quelli a tasso fisso (al 2,5 per cento) e di 10 per quelli a tasso variabile (all'1,8). Il differenziale del costo del credito con l'area dell'euro si è pressoché annullato per i prestiti alle imprese e rimane contenuto per quelli alle famiglie (a 20 punti base).

Figura 32



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'Eurosystema. - (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.

Prosegue il graduale miglioramento della qualità del credito

Resta elevato il livello dei crediti deteriorati ereditato dalla recessione, ma la qualità del credito continua a beneficiare della graduale ripresa ciclica. Al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, nel primo trimestre del 2016 il flusso dei nuovi crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti, che aveva toccato un picco del 5,9 per cento nel quarto trimestre del 2013, è diminuito al 2,9 per cento, il valore più basso dall'avvio della crisi finanziaria globale (fig. 33). Il calo ha riguardato sia le imprese (a 4,4 per cento, da 4,9 nel trimestre precedente) sia le famiglie (a 1,9, da 2,4). Hanno cominciato a ridursi anche le

Figura 33

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



Fonte: Centrale dei rischi.

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

consistenze: per i gruppi bancari la quota di crediti deteriorati lordi sul totale dei finanziamenti si è lievemente contratta nel confronto con il trimestre precedente (dal 18 al 17,8 per cento), così come la loro quota al netto delle rettifiche (dal 10,7 al 10,5 per cento).

In Italia un credito viene classificato come deteriorato sulla base di criteri armonizzati a livello europeo, pubblicati nel 2013 dall'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA). Per l'intero sistema bancario (gruppi e banche individuali non appartenenti a gruppi) alla fine dello scorso anno i prestiti deteriorati lordi ammontavano a 360 miliardi, di cui 210 erano relativi a debitori insolventi (sofferenze) e 150 a inadempienze probabili o a esposizioni scadute o sconfinanti, categorie per cui il rientro tra le esposizioni in bonis è possibile. Al netto delle svalutazioni già apportate dalle banche, l'ammontare delle sofferenze era di 87 miliardi. Di questi ultimi circa 50 erano assistiti da garanzie reali, il cui valore è stimato in 85 miliardi; il resto era assistito da garanzie personali, per un valore stimato pari a 37 miliardi, o non era garantito. I tassi di recupero delle sofferenze effettivamente osservati, anche nel corso degli ultimi anni, sono in linea con le valutazioni utilizzate nei bilanci delle banche.

Il margine di interesse dei maggiori gruppi bancari rimane stabile

Nel primo trimestre del 2016 la redditività dei cinque maggiori gruppi bancari italiani si è contratta rispetto allo stesso periodo dello scorso anno: il rendimento annualizzato del capitale e delle riserve (ROE) è sceso al 3,5 per cento (dal 6,8 dei primi tre mesi del 2015). A fronte di una sostanziale stabilità del

margine di interesse, sono diminuiti gli altri ricavi (-14,0 per cento), a causa della riduzione dei proventi derivanti dall'attività di negoziazione. Il margine di intermediazione si è ridotto del 7,6 per cento. Il risultato di gestione è sceso di circa un terzo, anche a causa dell'aumento dei costi operativi. Le rettifiche su crediti sono rimaste sostanzialmente invariate.

Nei primi tre mesi dell'anno i coefficienti patrimoniali dei cinque maggiori gruppi bancari sono leggermente diminuiti, per effetto della progressiva entrata a regime delle regole di Basilea 3 sul capitale delle banche, che prevedono per ogni anno fino al 2018 una sua definizione via via più restrittiva a seguito della graduale rimozione dei cosiddetti filtri prudenziali in vigore nella fase di transizione. Alla fine di marzo il capitale di migliore qualità – non comprensivo degli utili trimestrali – si attestava all'11,5 per cento delle attività ponderate, circa 30 punti base in meno rispetto allo scorso dicembre.

È stata avviata la predisposizione di misure per tutelare la stabilità finanziaria

Il calo dei corsi azionari delle banche è stato accentuato dall'elevato livello di crediti deteriorati e dal timore che le attuali condizioni dei mercati possano rendere più difficile la cessione di queste esposizioni o la raccolta di capitale. Il Governo ha notificato alla Commissione europea, che l'ha approvata, l'intenzione di concedere, entro quest'anno e solo qualora ve ne sia la necessità, la garanzia

dello Stato a passività bancarie di nuova emissione, remunerata a condizioni di mercato e nel rispetto della disciplina sugli aiuti di Stato. Si sta anche valutando la possibilità per lo Stato di intervenire nel settore bancario con ricapitalizzazioni, temporaneamente e a scopo precauzionale; tale possibilità è

esplicitamente prevista dalle norme europee con riferimento ai risultati delle prove di stress, quando risponda all'obiettivo di evitare gravi perturbazioni dell'economia e di preservare la stabilità finanziaria.

2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

Il risultato del referendum nel Regno Unito ha prodotto una significativa caduta delle quotazioni azionarie sul mercato italiano, in parte riassorbita nelle settimane successive. Il forte aumento dell'avversione al rischio degli investitori e la ricomposizione dei portafogli verso attività meno rischiose hanno penalizzato soprattutto i corsi azionari delle banche. L'impatto è stato invece contenuto sul mercato dei titoli di Stato, che in tutta l'area dell'euro hanno beneficiato del programma di acquisto di attività dell'Eurosistema.

L'esito del referendum sulla Brexit si è riflesso sulle quotazioni azionarie...

Il risultato della consultazione referendaria ha determinato un forte calo dei corsi azionari e un aumento della loro volatilità attesa. Il rafforzamento della preferenza degli investitori per attività finanziarie ritenute maggiormente sicure (flight to safety) ha penalizzato in misura più accentuata i paesi e i settori ritenuti più vulnerabili dagli investitori stessi. Dalla fine di marzo l'indice di borsa italiano è diminuito di circa l'11 per cento, a fronte di una riduzione del 5 nel complesso dell'area dell'euro (fig. 34).

...soprattutto nel comparto bancario

quelli sulla profittabilità, e di conseguenza sulle condizioni patrimoniali, del sistema bancario italiano ed europeo. Sulle banche del nostro paese ha pesato anche il diffondersi di preoccupazioni che il protrarsi della debolezza dei mercati possa ridurre la loro capacità di cedere crediti deteriorati o raccogliere capitale (cfr. il par. 2.7). Nel complesso del trimestre l'indice del settore bancario italiano ha perso circa il 31 per cento (il 53 dall'inizio dell'anno).

I premi per il rischio sovrano sono saliti solo moderatamente...

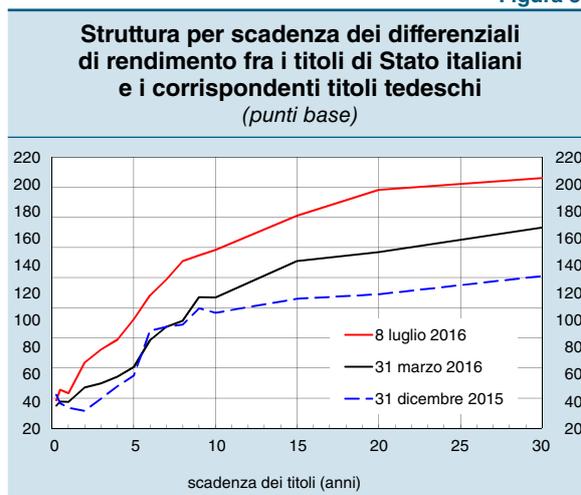
I titoli pubblici italiani non hanno risentito in misura apprezzabile delle tensioni, beneficiando del programma di acquisto dell'Eurosistema; dalla fine di marzo i rendimenti dei titoli di Stato con scadenza tra tre e dieci anni sono rimasti sostanzialmente invariati, mentre sono diminuiti quelli sulle scadenze a più lungo termine. Nello stesso periodo il differenziale di rendimento fra il titolo decennale italiano e quello tedesco si è ampliato di circa 30

Figura 34



Fonte: Thomson Reuters Datastream.
(1) Indice: FTSE MIB per l'Italia, Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti.

Figura 35



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

punti base (fig. 35), anche a seguito della preferenza degli investitori per attività finanziarie ritenute maggiormente sicure (flight to safety).

...così come quelli delle banche

I premi sui credit default swap delle maggiori banche italiane, dopo avere registrato una sensibile riduzione fino all'inizio di maggio anche per effetto dell'avvio del fondo Atlante (cfr. il riquadro: *L'avvio del fondo Atlante*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2016), hanno ripreso a salire dal mese di giugno, innalzandosi in modo marcato dopo l'esito del referendum sulla Brexit; nel complesso del periodo sono cresciuti di 25 punti base (a 290). I premi per il rischio di credito delle società non finanziarie italiane sono rimasti pressoché stabili.

Sono continuati i rimborsi netti di obbligazioni bancarie

Nel primo trimestre del 2016 sono proseguiti i rimborsi netti di obbligazioni da parte delle banche, sia in Italia sia nell'area dell'euro (per 34 e 40 miliardi, rispettivamente; tav. 7). Nei mesi primaverili, sulla base di dati preliminari di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, le banche italiane avrebbero effettuato collocamenti per importi modesti (8 miliardi, contro 9 nel trimestre precedente).

È cresciuta la raccolta netta dei fondi comuni

Secondo dati di fonte Assogestioni, nel primo trimestre del 2016 gli afflussi netti di risparmio verso i fondi comuni aperti di diritto italiano ed estero sono aumentati (a 13 miliardi, da 9 nel periodo precedente). Tale incremento è ascrivibile in larga misura ai fondi monetari; è invece diminuita la raccolta di quelli azionari e di quelli flessibili.

2.9 LE PROSPETTIVE

Le proiezioni per l'economia italiana, predisposte nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema, sono state pubblicate all'inizio dello scorso giugno. Dopo il referendum britannico è aumentata considerevolmente l'incertezza attorno allo scenario previsivo delineato. Gli sviluppi osservati sui mercati finanziari non sono finora tali da modificarlo in modo significativo: gli effetti, diretti e indiretti, di un rallentamento dell'economia del Regno Unito potrebbero essere non trascurabili, ma comunque limitati, e tradursi in una crescita poco al di sotto dell'1 per cento quest'anno e attorno all'1 il prossimo; sono tuttavia notevolmente aumentati i rischi derivanti da un'estensione delle tensioni finanziarie e bancarie o da un calo della fiducia, i cui effetti sul quadro macroeconomico possono essere comunque, più che nel recente passato, attenuati dal pieno utilizzo delle misure di politica monetaria in essere.

Il quadro pubblicato in giugno

Lo scenario per l'economia italiana pubblicato all'inizio di giugno (cfr. il riquadro: *Lo scenario macroeconomico pubblicato in giugno*), coerentemente

Tavola 7

Emissioni nette di obbligazioni (1)				
(miliardi di euro)				
PERIODO	Banche	Altre società finanziarie	Società non finanziarie	Totale
Italia (2)				
2014	-153,0	-17,2	3,9	-166,3
2015	-105,7	-16,3	-1,8	-123,8
2015 – 1° trim.	-42,0	-5,8	0,4	-47,4
2° trim.	-26,4	-5,2	-3,6	-35,1
3° trim.	-26,7	-0,3	1,2	-25,8
4° trim.	-10,6	-5,0	0,1	-15,5
2016 – 1° trim.	-34,2	-4,6	-8,9	-47,7
Area dell'euro				
2014	-395,6	21,5	57,6	-316,5
2015	-282,5	170,4	54,4	-57,6
2015 – 1° trim.	-69,0	63,7	18,0	12,8
2° trim.	-69,1	9,3	0,4	-59,4
3° trim.	-61,1	33,8	15,9	-11,3
4° trim.	-83,3	63,5	20,1	0,2
2016 – 1° trim.	-39,6	-122,0	-0,5	-162,1

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Obbligazioni con durata all'emissione superiore all'anno, valutate al valore nominale, emesse da società residenti in Italia (pannello superiore) o nell'area (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. – (2) I dati sulle emissioni nette di obbligazioni in Italia differiscono da quelli pubblicati fino a ottobre 2014 per effetto dell'adozione dei nuovi standard contabili previsti dal SEC 2010.

con le informazioni sui programmi di accumulazione fornite finora dalle imprese nell'ambito dei nostri sondaggi, è caratterizzato da: investimenti in aumento, sospinti dalla ripresa della domanda, dalle favorevoli condizioni di finanziamento e dalle agevolazioni fiscali (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese italiane nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*), pur se alla fine dell'orizzonte di previsione sarebbero, in rapporto al PIL, ancora inferiori di oltre due punti percentuali alla media del decennio pre-crisi (1998-2007); consumi delle famiglie in crescita, grazie al sostegno fornito dal recupero del reddito disponibile reale e dal miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro; un andamento delle vendite all'estero che riflette soprattutto l'aumento delle esportazioni destinate agli altri paesi dell'area dell'euro; un graduale ma significativo incremento dell'occupazione. L'inflazione risalirebbe solo gradualmente, risentendo del permanere di ampie risorse produttive non utilizzate.

Il mantenimento di condizioni espansive è presupposto della crescita

Nel quadro di inizio giugno il proseguimento della crescita presuppone che: il Consiglio direttivo della BCE continui a utilizzare tutti gli strumenti a sua disposizione per assicurare la stabilità dei prezzi; vengano mantenute condizioni ordinate sui mercati finanziari e non emergano ulteriori tensioni; si consolidi il miglioramento in atto del mercato del credito, in linea con le indicazioni provenienti dagli ultimi sondaggi disponibili (cfr. il par. 2.7); l'orientamento della politica di bilancio resti moderatamente espansivo. A contenere i costi di finanziamento delle imprese contribuiscono le nuove operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine dell'Eurosistema, introdotte dal Consiglio direttivo della BCE lo scorso marzo (cfr. il riquadro: *Gli effetti delle nuove operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine* del capitolo 1).

Gli effetti della Brexit...

Gli effetti della Brexit su questo scenario sono tuttora di difficile valutazione e dipendono dal verificarsi di conseguenze ancora ampiamente ipotetiche. I possibili canali di trasmissione, la cui entità è discussa nel riquadro: *Le possibili ripercussioni del referendum del Regno Unito sul quadro previsivo*, dipendono dai movimenti dei mercati finanziari, dalle conseguenze indotte attraverso i flussi commerciali, dall'evoluzione dell'incertezza delle imprese e dei mercati bancari.

LE POSSIBILI RIPERCUSSIONI DEL REFERENDUM DEL REGNO UNITO SUL QUADRO PREVISIVO

L'esito del referendum sull'uscita del Regno Unito dall'Unione europea ha prodotto una situazione di cui è difficile valutare gli effetti macroeconomici, in particolare di lungo periodo, che risentiranno soprattutto delle scelte di natura politica adottate dalla UE e dai suoi Stati membri. Molto dipenderà da come ne risulterà condizionato il processo di integrazione europea, che potrebbe subire una battuta d'arresto, qualora dovesse prevalere lo scetticismo nei confronti del progetto comune, o che potrebbe invece rafforzarsi, per arginare i rischi di una frammentazione economica e politica.

Il Regno Unito dovrà avviare una fase di negoziazione di nuovi accordi commerciali, verosimilmente di durata prolungata e con esiti incerti (cfr. il riquadro: *Le conseguenze del referendum sui rapporti tra Regno Unito e Unione europea* del capitolo 1), che potrebbe determinare conseguenze rilevanti per l'economia britannica e anche, seppure in misura minore, per l'area dell'euro. Nel breve e medio periodo i contraccolpi di questa transizione si potranno trasmettere all'economia italiana attraverso diversi canali: i legami commerciali con il Regno Unito; un'accresciuta volatilità sui mercati finanziari; il generalizzato aumento dell'incertezza economica; le ripercussioni sul sistema bancario.

Il giorno successivo alla consultazione referendaria si sono osservati: un impatto non trascurabile sui mercati finanziari, con cali significativi soprattutto negli indici di borsa (assai marcati per il settore bancario, le cui prospettive reddituali vengono giudicate particolarmente esposte ai contraccolpi della Brexit) e un forte deprezzamento della sterlina britannica; un incremento molto moderato dei rendi-

menti dei titoli di Stato dei paesi più vulnerabili; una discesa delle quotazioni delle materie prime e un aumento dei prezzi delle attività ritenute più sicure.

L'effetto sui mercati finanziari è stato tuttavia in gran parte riassorbito nelle settimane successive. Rispetto ai valori osservati in media nella settimana precedente il referendum, i dati più recenti (aggiornati all'8 luglio) indicano che in Italia le quotazioni azionarie sono diminuite di circa il 6 per cento; i rendimenti dei titoli di Stato decennali si sono ridotti di 25 punti base; l'euro si è apprezzato di poco più dell'8 per cento rispetto alla sterlina e deprezzato del 2 nei confronti al dollaro (in termini effettivi si è mantenuto pressoché invariato); il prezzo del petrolio è diminuito di circa il 7 per cento.

L'impatto di queste variazioni sul prodotto dell'Italia è sostanzialmente nullo.

Permane nondimeno il rischio che nei prossimi mesi si verifichino ulteriori ripercussioni del referendum britannico, dalle quali potrebbe discendere una contrazione dell'attività economica nel Regno Unito, che avrebbe effetti negativi sugli scambi internazionali e sulle scelte delle imprese.

Gli analisti privati e le organizzazioni internazionali valutano in genere che i costi per il Regno Unito in termini di minore crescita economica – che dipenderanno anche dai tempi e dagli esiti attesi delle trattative sui nuovi accordi commerciali – potrebbero essere significativi, ma difficili da quantificare. La maggior parte degli analisti prefigura una possibile perdita di prodotto nell'economia britannica compresa tra due e cinque punti percentuali, distribuita nell'arco dei prossimi anni. Qualora si registrasse un calo del livello delle importazioni del Regno Unito di dieci punti percentuali (un valore compatibile con i livelli massimi dell'intervallo delle stime dei principali analisti), ne deriverebbe una riduzione della domanda estera rivolta ai prodotti italiani di circa l'1 per cento, in virtù dei legami commerciali diretti dell'Italia con il Regno Unito (cfr. il riquadro: *I rapporti commerciali e finanziari tra Italia e Regno Unito*) e di quelli indiretti con le aree coinvolte in relazioni di scambio con l'economia britannica; ne risulterebbe un impatto negativo sul livello del PIL italiano pari a circa un quarto di punto percentuale, distribuito nel corso del triennio 2016-18. A ciò potrebbe aggiungersi una riduzione degli investimenti delle imprese che esportano verso questi mercati.

Rischi più elevati potrebbero materializzarsi in scenari estremi, caratterizzati da: un irrigidimento delle condizioni dei mercati finanziari; un più ampio diffondersi di aspettative sfavorevoli sul futuro dell'Unione; un aggravarsi delle tensioni sui titoli bancari o dei rischi per la stabilità finanziaria che, se non contrastati dall'azione delle politiche economiche, si potrebbero ripercuotere sull'offerta di credito, a seguito di una minore capacità delle banche di reperire risorse finanziarie sul mercato.

In presenza di un aumento non transitorio del differenziale di rendimento fra i titoli di Stato italiani e tedeschi, analogo ad esempio a quanto osservato durante la fase più intensa delle negoziazioni del governo greco con le autorità europee nell'estate del 2015 (pari a circa 35 punti base per la scadenza decennale), il livello del prodotto dell'Italia al termine del triennio 2016-18 potrebbe risultare più basso di circa due decimi di punto percentuale.

L'entità degli effetti di un peggioramento della fiducia e delle tensioni bancarie, che si è dimostrata assai rilevante nel recente passato, è di difficile valutazione. Un aumento dell'incertezza e un calo della fiducia delle imprese pari a quelli, molto ampi, osservati nel corso della crisi del debito sovrano (in quella occasione l'indice del clima di fiducia delle imprese era diminuito di circa il 19 per cento; l'incertezza desunta dalle loro valutazioni era cresciuta in misura simile), riflettendosi sugli investimenti, implicherebbero una riduzione del livello del PIL dell'Italia nell'ordine di un punto percentuale. Un effetto analogo sarebbe associato a restrizioni quantitative del credito pari a quelle, assai elevate, registrate durante la crisi del debito sovrano (quando l'indice di restrizione del credito ricavato dalla *Bank Lending Survey*, che è attualmente negativo, era aumentato fino al massimo storico di 0,5; cfr. la figura A nel riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*).

L'ampio ventaglio di strumenti di politica monetaria ora disponibile, che include il programma di acquisto di titoli e le operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine, se utilizzato con decisione può contribuire a contrastare sostanzialmente questi rischi, la cui entità dipende però anche dalla risposta delle politiche macroprudenziali e di bilancio e dal successo delle autorità europee nel dissolvere i timori sulla coesione dell'Unione.

...mediante i tassi di interesse e il cambio sono finora trascurabili...

Le implicazioni per le proiezioni dei movimenti dei mercati finanziari finora osservati sono trascurabili: le variazioni dei tassi di interesse, pur in un contesto di elevata volatilità, sono state contenute, grazie all'assetto espansivo delle politiche monetarie; le variazioni del tasso di cambio effettivo, risultato dell'apprezzamento dell'euro rispetto alla sterlina e del deprezzamento nel confronto con le altre valute, sono state anch'esse nel complesso modeste.

...quelli attraverso i flussi commerciali sarebbero sfavorevoli ma limitati...

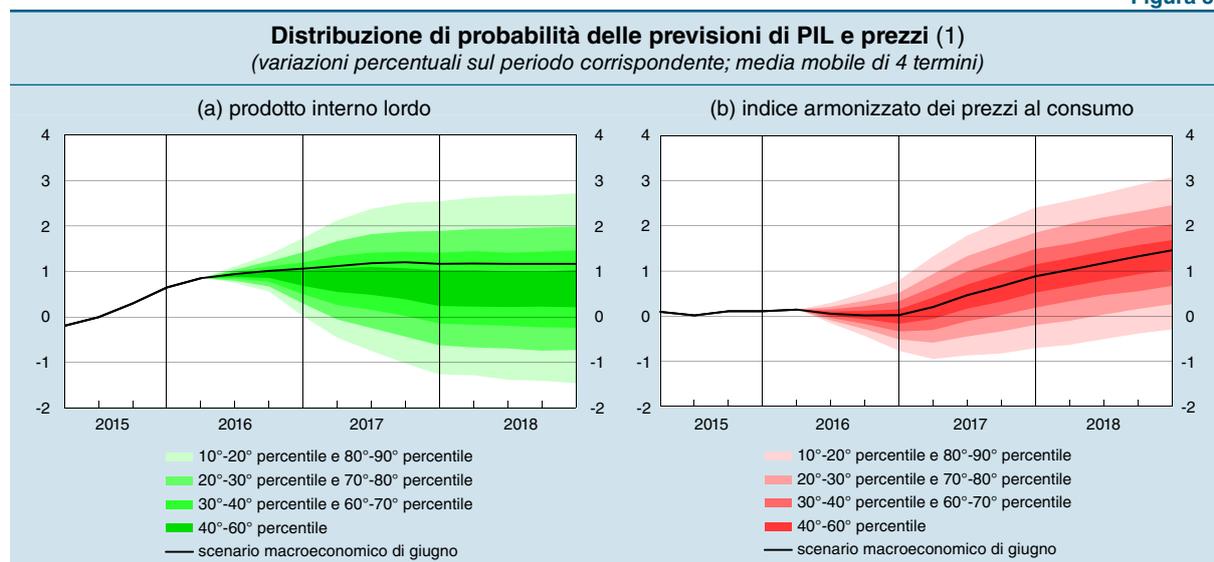
Conseguenze sull'attività economica nell'orizzonte di previsione potrebbero aversi attraverso gli scambi commerciali. Negli scenari che esplorano i possibili effetti, così come oggi valutabili, di una forte caduta dell'attività nel Regno Unito, anche nell'ipotesi più estrema, l'impatto negativo sul livello del prodotto italiano sarebbe di entità relativamente contenuta, nell'ordine di un quarto di punto percentuale;

l'effetto potrebbe essere marginalmente maggiore considerando anche l'aumentata incertezza delle imprese sulle prospettive di questi mercati di sbocco. In tale ipotesi, e tenendo conto inoltre delle informazioni diffuse nelle ultime settimane sul secondo trimestre del 2016 (cfr. il par. 2.1), il prodotto potrebbe crescere poco al di sotto dell'1 per cento quest'anno, attorno all'1 il prossimo anno.

...tuttavia aumentano decisamente i rischi in caso di sviluppi disordinati

Queste stime presuppongono che non si verifichino effetti di contagio sui mercati europei e che non si aggravi l'incertezza; sono però aumentati i rischi per l'economia europea e per quella italiana. Tali rischi potrebbero materializzarsi con: l'emergere di turbolenze sui mercati finanziari, che tuttavia possono essere

Figura 36



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

contrastate dagli strumenti di politica monetaria; un aggravarsi delle tensioni bancarie che dia luogo a una restrizione delle condizioni del credito, nel caso in cui non si facesse fronte ai rischi per la stabilità finanziaria; un calo della fiducia delle imprese, qualora le autorità europee non fossero in grado di dissipare i timori sulla coesione e sulla governance della UE, che potrebbe indebolire i piani di investimento. L'entità di tali effetti si è dimostrata molto rilevante nel recente passato e comporta un deciso aumento dei rischi verso il basso per la crescita, la cui distribuzione è ora fortemente asimmetrica (fig. 36); questi possono essere ridotti da una adeguata risposta delle politiche economiche.

Per l'inflazione il quadro resta bilanciato: i rischi al ribasso provengono dalla possibilità che gli adeguamenti delle retribuzioni nel prossimo biennio risentano in misura maggiore della bassa inflazione e dell'ancora elevata disoccupazione; un nuovo stimolo alla crescita dei prezzi e delle aspettative di inflazione potrebbe però provenire dalle misure di politica monetaria adottate.

LO SCENARIO MACROECONOMICO PUBBLICATO IN GIUGNO

Da quest'anno l'elaborazione del quadro previsionale completo per l'economia italiana è stata anticipata all'inizio di giugno e all'inizio di dicembre, in concomitanza con gli esercizi coordinati dell'Eurosistema e con la pubblicazione dei relativi risultati per l'area dell'euro. Le proiezioni per l'economia italiana pubblicate il 6 giugno scorso, prima dell'esito del referendum britannico, sono riportate nella tavola¹.

Le principali ipotesi alla base di quello scenario macroeconomico erano:

- il tasso di interesse a tre mesi sul mercato interbancario (Euribor) si colloca su valori negativi (-0,3 per cento) nel triennio di previsione;
- il tasso di interesse sui BTP a dieci anni è pari a 1,3 per cento nel 2016 e risale gradualmente nel successivo biennio (2,0 nel 2017 e 2,4 nel 2018), in linea con le aspettative dei mercati;
- gli scambi internazionali aumentano del 2,7 per cento nel 2016, accelerano al 4,0 nel 2017 e al 4,3 nel 2018, espandendosi in misura contenuta rispetto alla crescita registrata in media negli ultimi vent'anni (5,7 per cento all'anno). La domanda estera ponderata per i mercati di destinazione delle nostre esportazioni cresce a tassi analoghi²;

Tavola

Lo scenario macroeconomico pubblicato il 6 giugno (variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)				
VOCI	2015	2016	2017	2018
PIL (1)	0,6	1,1	1,2	1,2
Consumi delle famiglie	0,9	1,5	1,4	1,1
Consumi collettivi	-0,7	0,2	-0,5	-0,4
Investimenti fissi lordi	0,6	2,9	2,7	2,3
di cui: investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto	2,2	4,4	3,9	2,5
Esportazioni totali	4,1	2,3	4,2	4,1
Importazioni totali	5,8	4,1	4,8	3,8
Variazione delle scorte (2)	0,5	0,1	0,0	0,0
Prezzi (IPCA)	0,1	0,0	0,9	1,5
IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici	0,7	0,7	1,0	1,5
Occupazione (unità standard) (3)	0,8	0,7	0,7	0,7
Tasso di disoccupazione (4)	11,9	11,4	11,1	10,8
Competitività all'export (5)	3,5	0,7	0,3	-0,6
Saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti (6)	2,2	2,0	1,5	1,7

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

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

¹ Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana (esercizio coordinato dell'Eurosistema)*, 6 giugno 2016.

² Le valutazioni sull'attività economica globale e sulle prospettive per la domanda estera sono coerenti con quelle sottostanti al quadro previsionale per l'area dell'euro concordato tra le banche centrali dell'Eurosistema e presentato dalla BCE nelle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2016*.

- d) il prezzo del greggio (qualità Brent) è pari a 43,4 dollari al barile nella media di quest'anno, a 49 dollari nel 2017 e a circa 51 nel 2018;
- e) il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro è pari a 1,13 nell'anno in corso e a 1,14 nel successivo biennio³;
- f) lo scenario incorpora le misure contenute nella legge di stabilità per il 2016. In particolare si assume che le clausole di salvaguardia relative all'aumento delle aliquote IVA e delle accise nel biennio 2017-18 vengano disattivate, come indicato nel *Documento di economia e finanza 2016* (DEF) approvato lo scorso aprile. Diversamente dal quadro programmatico riportato nel DEF, non si tiene conto delle misure che compenseranno il venir meno degli inasprimenti delle imposte indirette, poiché tali interventi non sono specificati con un sufficiente grado di dettaglio; questa ipotesi è in linea con la metodologia di proiezione macroeconomica concordata nell'ambito dell'Eurosistema.

³ Le ipotesi tecniche su tassi di interesse, tasso di cambio e prezzo del petrolio sono calcolate sulla base delle quotazioni, a pronti e a termine, osservate sui mercati nelle dieci giornate lavorative precedenti l'11 maggio.

DOCUMENTAZIONE STATISTICA

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

INDICE

A1	Conto economico delle risorse e degli impieghi: area dell'euro	55
A2	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia	56
A3	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	57
A4	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	58
A5	Indici armonizzati dei prezzi al consumo: Italia e altri maggiori paesi dell'area dell'euro	59
A6	Produzione industriale e indicatori congiunturali: Italia	60
A7	Forze di lavoro, occupazione e disoccupazione: Italia	61
A8	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	62
A9	Prestiti bancari in Italia per area geografica e settore di attività economica	63
A10	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche: Italia	64
A11	Debito delle Amministrazioni pubbliche: Italia	65

Conto economico delle risorse e degli impieghi: area dell'euro (1)
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	PIL	Importazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Spesa per consumi delle famiglie residenti (2)	Spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche	Esportazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	Totale			
Quantità a prezzi concatenati									
2011	1,6	4,3	2,3	-0,2	3,6	1,6	..	-0,1	6,5
2012	-0,9	-1,0	-0,9	-4,2	-2,4	-3,3	-1,2	-0,2	2,6
2013	-0,3	1,3	0,1	-3,6	-1,5	-2,6	-0,6	0,2	2,1
2014	0,9	4,5	1,9	-0,5	3,3	1,3	0,8	0,8	4,1
2015	1,7	6,1	2,9	1,0	4,9	2,9	1,7	1,3	5,3
2014 – 1° trim.	0,2	1,1	0,5	0,6	0,1	0,4	..	0,2	0,8
2° trim.	0,1	1,1	0,4	-1,3	0,5	-0,4	0,2	0,2	1,0
3° trim.	0,3	1,5	0,7	-0,1	1,1	0,5	0,4	0,3	1,6
4° trim.	0,4	1,1	0,6	0,2	0,7	0,5	0,6	0,1	1,2
2015 – 1° trim.	0,6	2,3	1,1	1,3	1,8	1,5	0,4	0,5	1,5
2° trim.	0,4	0,9	0,5	-0,9	1,1	0,1	0,3	0,3	1,6
3° trim.	0,3	1,3	0,6	0,2	0,8	0,5	0,5	0,3	0,4
4° trim.	0,4	1,4	0,7	1,3	1,6	1,4	0,3	0,5	0,7
2016 – 1° trim.	0,6	0,7	0,6	0,7	0,9	0,8	0,6	0,4	0,4
Prezzi impliciti									
2011	1,1	5,9	....	....	....	1,6	2,3	0,8	3,6
2012	1,2	2,6	....	....	....	1,2	1,9	0,8	1,9
2013	1,3	-1,3	....	....	....	0,4	1,1	1,2	-0,4
2014	0,9	-1,7	....	....	....	0,5	0,5	0,8	-0,7
2015	1,2	-2,1	....	....	....	0,7	0,2	0,6	0,1
2014 – 1° trim.	0,3	-0,5	....	....	....	..	0,2	0,6	-0,5
2° trim.	0,1	-0,5	....	....	....	-0,1	..	0,1	-0,2
3° trim.	0,2	..	....	....	....	0,3	..	0,3	0,3
4° trim.	0,4	-1,0	....	....	....	0,3	0,1	..	-0,1
2015 – 1° trim.	0,3	-1,1	....	....	....	0,1	-0,3	0,2	-0,2
2° trim.	0,3	1,0	....	....	....	0,1	0,5	0,2	0,8
3° trim.	0,3	-1,2	....	....	....	0,2	..	0,2	-0,3
4° trim.	0,4	-1,0	....	....	....	0,3	0,1	0,1	-0,3
2016 – 1° trim.	0,2	-1,9	....	....	....	0,3	-0,2	0,5	-1,2

Fonte: Eurostat.

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

Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia (1)
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	PIL	Importazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Spesa per consumi delle famiglie residenti (2)	Spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche	Esportazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	Totale			
Quantità a prezzi concatenati									
2011	0,6	0,5	0,6	-3,7	..	-1,9	..	-1,8	5,2
2012	-2,8	-8,1	-4,0	-9,3	-9,2	-9,3	-3,9	-1,4	2,3
2013	-1,7	-2,3	-1,9	-8,0	-5,1	-6,6	-2,5	-0,3	0,6
2014	-0,3	3,2	0,4	-5,0	-1,7	-3,4	0,6	-1,0	3,1
2015	0,8	6,0	1,9	-0,5	2,2	0,8	0,9	-0,7	4,3
2014 – 1° trim.	-0,1	0,4	..	-0,4	-2,9	-1,6	0,3	-0,3	0,6
2° trim.	-0,1	1,3	0,2	-1,5	0,4	-0,6	0,1	-0,8	1,3
3° trim.	-0,1	1,2	0,2	-1,2	0,2	-0,6	0,1	0,4	0,5
4° trim.	-0,1	0,5	0,1	-1,3	0,9	-0,2	0,2	..	1,8
2015 – 1° trim.	0,4	3,2	1,0	0,8	0,4	0,6	..	-0,8	1,6
2° trim.	0,3	1,5	0,6	-0,2	0,6	0,2	0,5	-0,2	1,3
3° trim.	0,2	-0,2	0,1	0,5	0,6	0,6	0,5	0,2	-1,4
4° trim.	0,2	0,9	0,4	1,0	0,6	0,8	0,3	0,6	1,2
2016 – 1° trim.	0,3	-0,9	..	-0,5	1,0	0,2	0,3	0,2	-1,5
Prezzi impliciti									
2011	1,5	6,8	2,6	4,2	0,8	2,6	2,9	-0,2	4,0
2012	1,4	3,5	1,8	1,2	1,6	1,4	2,7	-0,3	1,9
2013	1,2	-1,8	0,6	0,1	..	..	1,2	0,3	-0,3
2014	0,8	-2,5	0,1	..	0,2	0,1	0,2	0,1	-0,3
2015	0,8	-2,7	..	-0,3	0,7	0,2	0,1	-0,1	-0,4
2014 – 1° trim.	0,4	-0,7	0,2	-0,3	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1
2° trim.	-0,2	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2	-0,2	..	-0,3	-0,3
3° trim.	..	-0,3	..	0,3	0,9	0,6	-0,1	0,1	0,3
4° trim.	0,7	-1,2	0,3	0,1	0,5	0,3	..	0,2	-0,2
2015 – 1° trim.	-0,1	-1,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3
2° trim.	..	1,1	0,2	-0,3	0,4	..	0,3	-0,3	0,4
3° trim.	0,5	-1,9	..	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,2	-0,4
4° trim.	0,4	-1,3	..	..	0,3	0,2	0,1	0,1	-0,3
2016 – 1° trim.	0,4	-2,4	-0,1	-0,2	0,7	0,3	-0,3	0,3	-0,8

Fonte: Istat.

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

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

PERIODO	Redditi per ore lavorate	Produttività oraria		Costo del lavoro per unità di prodotto	
		Valore aggiunto (2)	Ore lavorate		
Totale industria al netto delle costruzioni					
2012	3,3	1,2	-1,0	-2,2	2,1
2013	2,8	0,8	-0,6	-1,5	1,9
2014	1,7	0,3	0,6	0,2	1,3
2015	1,2	1,1	1,9	0,8	0,1
2014 – 1° trim.	1,2	0,5	1,0	0,5	0,7
2° trim.	2,1	1,1	0,7	-0,4	1,0
3° trim.	1,6	0,4	0,6	0,1	1,2
4° trim.	1,5	-0,3	0,3	0,6	1,9
2015 – 1° trim.	1,6	0,8	1,2	0,4	0,8
2° trim.	1,4	0,8	1,7	0,9	0,6
3° trim.	0,9	0,8	1,8	1,0	0,1
4° trim.	0,4	0,3	1,4	1,1	0,2
2016 – 1° trim.	1,1	0,6	1,5	0,9	0,5
Servizi					
2012	2,2	0,8	-0,1	-0,9	1,4
2013	2,1	1,1	0,1	-1,0	1,0
2014	1,0	0,2	1,0	0,9	0,9
2015	1,1	0,1	1,5	1,4	1,0
2014 – 1° trim.	1,0	0,4	1,1	0,7	0,6
2° trim.	1,0	0,2	0,9	0,7	0,8
3° trim.	0,8	0,0	1,0	1,0	0,8
4° trim.	1,0	-0,1	1,2	1,2	1,0
2015 – 1° trim.	1,2	0,4	1,4	1,0	0,7
2° trim.	1,2	0,3	1,6	1,2	0,8
3° trim.	1,1	-0,1	1,5	1,6	1,2
4° trim.	1,2	-0,1	1,6	1,7	1,3
2016 – 1° trim.	1,1	-0,2	1,6	1,8	1,3
Totale economia					
2012	2,6	1,0	-0,7	-1,6	1,7
2013	2,3	1,2	-0,2	-1,4	1,1
2014	1,2	0,4	0,9	0,5	0,8
2015	1,0	0,3	1,5	1,3	0,8
2014 – 1° trim.	1,0	0,6	1,2	0,6	0,4
2° trim.	1,2	0,6	0,8	0,2	0,7
3° trim.	1,0	0,3	0,8	0,5	0,7
4° trim.	1,1	-0,1	0,8	0,9	1,1
2015 – 1° trim.	1,2	0,5	1,2	0,8	0,8
2° trim.	1,1	0,3	1,5	1,1	0,8
3° trim.	1,0	0,1	1,5	1,4	0,9
4° trim.	1,0	0,0	1,5	1,5	1,0
2016 – 1° trim.	1,1	0,0	1,5	1,6	1,1

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 2010.

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

PERIODO	Redditi per ora lavorata	Produttività oraria			Costo del lavoro per unità di prodotto
		Valore aggiunto (2)	Ore lavorate		
Totale industria al netto delle costruzioni					
2012	2,8	1,6	-2,6	-4,2	1,1
2013	2,6	0,6	-2,3	-2,8	2,0
2014	1,7	-0,4	-0,7	-0,3	2,2
2015	1,7	1,2	1,3	0,1	0,5
2014 – 1° trim.	2,0	0,4	0,6	0,2	1,6
2° trim.	1,4	0,0	-0,2	-0,2	1,5
3° trim.	1,4	-1,1	-0,9	0,1	2,5
4° trim.	1,1	-0,9	-0,9	0,0	2,0
2015 – 1° trim.	2,6	1,2	-0,1	-1,3	1,4
2° trim.	2,1	0,8	0,6	-0,2	1,3
3° trim.	1,8	1,7	1,4	-0,3	0,1
4° trim.	1,6	0,5	1,2	0,6	1,0
2016 – 1° trim.	-0,6	-0,8	1,9	2,6	0,2
Servizi					
2012	0,2	-0,9	-2,1	-1,1	1,2
2013	1,2	0,7	-1,2	-1,9	0,4
2014	-0,5	-0,4	0,3	0,7	-0,1
2015	0,0	-0,6	0,4	1,0	0,6
2014 – 1° trim.	0,3	0,2	0,2	0,0	0,0
2° trim.	-0,4	-0,3	0,4	0,7	-0,1
3° trim.	-0,6	-0,6	0,3	0,9	0,0
4° trim.	-1,1	-1,1	0,4	1,4	0,0
2015 – 1° trim.	0,0	-0,4	0,2	0,6	0,4
2° trim.	0,3	-0,3	0,4	0,6	0,6
3° trim.	0,1	-0,8	0,4	1,3	1,0
4° trim.	-0,4	-0,6	0,6	1,2	0,2
2016 – 1° trim.	-0,4	-1,3	0,7	2,0	0,9
Totale economia					
2012	1,1	0,1	-2,4	-2,5	1,0
2013	1,6	1,1	-1,5	-2,6	0,5
2014	0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,4
2015	0,4	-0,3	0,6	0,9	0,7
2014 – 1° trim.	0,8	0,4	0,1	-0,3	0,4
2° trim.	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,2
3° trim.	0,0	-0,5	-0,3	0,2	0,4
4° trim.	-0,4	-1,1	-0,3	0,8	0,7
2015 – 1° trim.	0,7	-0,1	0,0	0,1	0,8
2° trim.	0,7	-0,3	0,3	0,6	1,0
3° trim.	0,6	-0,2	0,6	0,8	0,8
4° trim.	0,1	-0,2	0,9	1,1	0,2
2016 – 1° trim.	-0,5	-1,2	0,9	2,1	0,7

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

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

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

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

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

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

PERIODO	Produzione industriale (2)					Indicatori congiunturali (3)				
	Indice generale	Beni di consumo	Beni strumentali	Prodotti intermedi	Energia	Livello degli ordini			Domanda attesa a 3 mesi	Scorte di prodotti finiti (scarto dal normale)
						Interno	Estero	Totale		
2008	115,0	105,4	119,5	122,2	107,4	-27,5	-24,4	-24,6	3,8	5,5
2009	93,5	97,9	89,9	91,7	97,6	-56,3	-59,3	-56,9	-6,1	2,5
2010	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	-29,8	-27,4	-27,0	12,2	-1,5
2011	100,4	97,7	104,1	100,5	97,9	-25,2	-15,2	-19,8	9,2	2,1
2012	94,4	93,5	98,0	91,7	95,4	-43,3	-27,4	-36,9	-3,2	3,3
2013	91,5	91,3	93,4	90,5	90,2	-44,4	-18,4	-32,2	4,1	1,5
2014	90,5	90,6	93,4	90,0	85,4	-33,0	-15,3	-19,3	9,0	2,1
2015	92,1	91,5	97,5	89,8	87,5	-21,7	-13,1	-12,8	12,3	3,1
2008 – 1° trim.	120,3	108,1	126,9	130,3	110,0	-13,7	-11,7	-10,0	14,0	4,0
2° trim.	119,8	106,5	124,8	126,8	109,7	-21,3	-19,0	-17,7	10,3	5,0
3° trim.	112,7	103,5	116,2	121,1	106,9	-30,0	-24,7	-26,0	4,0	6,3
4° trim.	104,5	102,9	106,8	107,0	102,5	-45,0	-42,3	-44,7	-13,0	6,7
2009 – 1° trim.	93,4	97,1	92,1	91,5	97,4	-63,7	-63,3	-61,7	-24,0	6,7
2° trim.	91,4	95,8	86,6	88,2	96,8	-60,7	-66,3	-62,0	-7,3	3,3
3° trim.	92,6	97,8	86,3	89,4	97,7	-54,0	-58,3	-56,3	2,0	1,7
4° trim.	94,9	99,6	90,9	94,5	98,7	-46,7	-49,0	-47,7	5,0	-1,7
2010 – 1° trim.	97,3	99,6	94,5	96,4	101,4	-39,0	-41,7	-38,7	8,3	-3,0
2° trim.	99,2	99,3	98,7	99,4	99,0	-32,7	-29,7	-30,0	11,7	-2,7
3° trim.	100,4	100,0	101,8	99,5	97,1	-25,7	-24,0	-22,3	13,0	-1,3
4° trim.	101,3	98,6	102,2	102,4	102,1	-21,7	-14,3	-17,0	15,7	1,0
2011 – 1° trim.	102,0	98,4	105,0	102,8	100,0	-20,3	-10,0	-14,0	15,0	0,3
2° trim.	102,0	99,7	105,3	102,4	97,6	-20,3	-12,0	-14,7	14,0	0,7
3° trim.	100,6	97,2	105,4	100,9	98,7	-26,7	-16,0	-22,3	7,3	4,0
4° trim.	98,7	96,0	102,2	98,2	95,8	-33,3	-22,7	-28,3	0,3	3,3
2012 – 1° trim.	96,2	93,7	99,8	94,2	98,1	-38,3	-26,0	-32,3	-1,3	3,3
2° trim.	94,9	93,9	97,6	92,9	95,1	-44,3	-27,7	-37,0	-3,0	4,7
3° trim.	94,9	94,3	99,2	91,7	96,6	-45,0	-26,3	-38,0	-4,0	3,7
4° trim.	92,3	91,8	96,7	88,5	91,3	-45,3	-29,7	-40,3	-4,3	1,7
2013 – 1° trim.	91,8	92,0	92,3	89,5	92,8	-46,0	-30,0	-39,3	-1,0	3,0
2° trim.	91,5	90,2	94,5	89,8	90,0	-49,0	-21,7	-38,7	-0,3	2,7
3° trim.	91,5	91,5	93,2	91,5	88,9	-43,3	-11,7	-29,0	7,3	0,7
4° trim.	92,0	91,3	93,5	92,3	89,2	-39,3	-10,3	-21,7	10,3	-0,3
2014 – 1° trim.	91,7	91,4	94,4	91,9	85,1	-36,3	-13,3	-19,7	10,0	-0,7
2° trim.	91,2	91,3	93,1	90,9	87,3	-31,3	-13,7	-17,3	10,3	1,3
3° trim.	90,7	90,8	93,3	90,1	85,4	-33,7	-16,0	-20,0	7,7	4,0
4° trim.	91,0	90,8	95,2	89,5	84,5	-30,7	-18,3	-20,0	8,0	3,7
2015 – 1° trim.	91,4	91,4	95,3	89,6	86,8	-26,3	-16,3	-15,3	11,0	3,3
2° trim.	92,0	91,1	97,7	89,4	87,4	-22,0	-12,3	-12,0	13,0	2,7
3° trim.	92,4	91,2	98,1	89,5	89,6	-20,7	-13,3	-13,0	12,3	3,0
4° trim.	92,3	90,8	97,7	90,2	85,9	-17,7	-10,3	-10,7	13,0	3,3
2016 – 1° trim.	92,8	91,0	101,1	91,0	85,3	-18,7	-16,0	-13,3	10,3	3,7
2° trim.	....	....	....	....	....	-18,3	-17,3	-14,0	10,3	3,3

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) I dati annuali di produzione industriale non sono rettificati per tener conto del numero delle giornate lavorative. – (2) Indici: 2010=100. – (3) Media dei saldi delle risposte all'Indagine sulla fiducia delle imprese manifatturiere.

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

PERIODO	Occupati						Totale	In cerca di occupazione	Forze di lavoro	Tasso di disoccupazione	Tasso di attività 15-64 anni
	Agri-coltura	Industria in senso stretto	Costruzioni	Servizi	Centro e Nord	Sud e Isole					
2010	849	4.556	1.889	15.233	16.364	6.163	22.527	2.056	24.583	8,4	62,0
2011	832	4.602	1.791	15.374	16.419	6.179	22.598	2.061	24.660	8,4	62,1
2012	833	4.524	1.700	15.508	16.410	6.156	22.566	2.691	25.257	10,7	63,5
2013	799	4.449	1.553	15.390	16.289	5.901	22.191	3.069	25.259	12,1	63,4
2014	812	4.509	1.484	15.474	16.423	5.856	22.279	3.236	25.515	12,7	63,9
2015	843	4.507	1.468	15.646	16.514	5.950	22.465	3.033	25.498	11,9	64,0
2010 – 1° trim.	780	4.559	1.908	15.174	16.345	6.076	22.421	2.224	24.644	9,0	62,2
2° trim.	861	4.555	1.908	15.332	16.454	6.203	22.657	2.048	24.705	8,3	62,3
3° trim.	863	4.542	1.869	15.175	16.281	6.169	22.450	1.822	24.272	7,5	61,3
4° trim.	892	4.566	1.871	15.251	16.378	6.202	22.580	2.129	24.709	8,6	62,3
2011 – 1° trim.	790	4.620	1.808	15.319	16.430	6.107	22.536	2.105	24.642	8,5	62,0
2° trim.	820	4.577	1.861	15.455	16.479	6.234	22.713	1.904	24.617	7,7	61,9
3° trim.	873	4.567	1.775	15.357	16.376	6.196	22.572	1.862	24.434	7,6	61,5
4° trim.	844	4.643	1.721	15.363	16.392	6.179	22.571	2.374	24.945	9,5	62,8
2012 – 1° trim.	794	4.580	1.709	15.340	16.342	6.082	22.424	2.729	25.153	10,8	63,3
2° trim.	875	4.467	1.762	15.597	16.473	6.229	22.702	2.651	25.353	10,5	63,8
3° trim.	835	4.503	1.675	15.604	16.441	6.176	22.617	2.439	25.056	9,7	62,9
4° trim.	829	4.548	1.653	15.491	16.383	6.138	22.521	2.945	25.466	11,6	63,9
2013 – 1° trim.	766	4.482	1.535	15.341	16.174	5.951	22.125	3.221	25.346	12,7	63,6
2° trim.	787	4.381	1.552	15.499	16.312	5.906	22.218	3.029	25.248	12,0	63,3
3° trim.	833	4.411	1.563	15.393	16.328	5.872	22.201	2.812	25.012	11,2	62,7
4° trim.	810	4.521	1.563	15.325	16.343	5.876	22.219	3.212	25.431	12,6	63,8
2014 – 1° trim.	727	4.478	1.471	15.350	16.220	5.805	22.026	3.447	25.472	13,5	63,9
2° trim.	799	4.501	1.496	15.520	16.467	5.850	22.317	3.102	25.419	12,2	63,6
3° trim.	855	4.509	1.515	15.519	16.521	5.878	22.398	2.975	25.374	11,7	63,6
4° trim.	867	4.549	1.454	15.505	16.483	5.892	22.375	3.420	25.794	13,3	64,7
2015 – 1° trim.	772	4.436	1.454	15.497	16.306	5.852	22.158	3.302	25.460	13,0	63,9
2° trim.	815	4.504	1.530	15.648	16.526	5.970	22.497	3.101	25.598	12,1	64,2
3° trim.	890	4.550	1.481	15.724	16.631	6.014	22.645	2.677	25.322	10,6	63,6
4° trim.	895	4.539	1.408	15.716	16.594	5.964	22.559	3.053	25.612	11,9	64,5
2016 – 1° trim.	817	4.462	1.402	15.720	16.497	5.904	22.401	3.087	25.488	12,1	64,2

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

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

PERIODO	Conto corrente					Conto capitale		
	Totale	Merci	Servizi	Redditi primari	Redditi secondari	Totale	Attività intangibili	Trasferimenti unilaterali
2012	-5.822	16.829	-123	-3.012	-19.516	3.959	1.835	2.124
2013	15.202	36.063	261	-3.065	-18.056	181	-3.142	3.322
2014	30.893	47.867	-827	-334	-15.812	3.386	-942	4.328
2015	35.964	52.677	-1.161	-925	-14.627	2.638	-1.098	3.736
2014 – 2° trim.	6.174	11.863	872	-3.720	-2.842	281	-158	439
3° trim.	9.808	12.170	1.652	-1.036	-2.978	423	43	381
4° trim.	15.088	15.727	-892	3.475	-3.222	3.269	-311	3.580
2015 – 1° trim.	876	9.574	-2.702	1.058	-7.054	-294	-276	-18
2° trim.	6.649	12.531	1.434	-4.545	-2.771	-349	-587	238
3° trim.	13.232	13.739	2.078	186	-2.772	-13	-211	198
4° trim.	15.208	16.832	-1.971	2.375	-2.029	3.294	-24	3.318
2016 – 1° trim.	4.914	12.019	-2.471	1.267	-5.900	-289	-73	-216
2014 – apr.	2.603	3.941	-144	-211	-982	-13	-76	63
mag.	656	4.084	252	-2.997	-683	-4	-68	64
giu.	2.915	3.839	763	-511	-1.176	298	-14	312
lug.	7.316	7.172	1.103	143	-1.103	195	37	157
ago.	1.494	2.557	-33	-37	-993	157	12	146
set.	999	2.441	581	-1.142	-882	71	-6	77
ott.	5.914	5.753	19	960	-818	1.317	-65	1.382
nov.	3.014	3.841	-603	646	-869	1.168	-58	1.226
dic.	6.160	6.134	-308	1.869	-1.535	784	-188	973
2015 – gen.	-1.689	756	-761	66	-1.749	-17	-29	12
feb.	1.129	4.198	-974	194	-2.290	-23	-27	4
mar.	1.436	4.620	-967	798	-3.015	-254	-220	-35
apr.	3.197	4.341	8	-141	-1.011	-176	-199	24
mag.	1.593	4.706	541	-3.010	-645	-174	-197	23
giu.	1.859	3.484	884	-1.394	-1.115	1	-191	192
lug.	8.881	8.455	1.218	210	-1.002	18	-69	87
ago.	2.192	2.533	423	152	-915	22	-58	80
set.	2.159	2.751	437	-175	-854	-52	-84	31
ott.	5.123	5.324	-277	589	-513	1.303	-4	1.306
nov.	3.929	4.952	-959	459	-522	1.160	6	1.154
dic.	6.156	6.557	-734	1.328	-995	831	-26	858
2016 – gen.	-1.009	892	-634	204	-1.470	-77	45	-122
feb.	2.358	4.851	-908	344	-1.930	7	40	-34
mar.	3.565	6.277	-929	718	-2.501	-219	-159	-60
apr.	(4.655)	(5.655)	(-453)	(593)	(-1.140)	(-87)	(-99)	(12)

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

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

PERIODO	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Imprese				Famiglie consumatrici	Istituzioni sociali senza scopo di lucro e unità non classificabili e non classificate	Totale
			Totale	medio-grandi	piccole (2)				
					di cui: famiglie produttrici (3)				
Centro e Nord									
2013 – dic.	-2,5	-4,9	-5,4	-5,7	-4,2	-3,1	-0,8	-3,6	-3,8
2014 – set.	2,2	-2,8	-3,2	-3,3	-2,8	-2,0	-0,3	-1,3	-1,7
dic.	4,2	-0,4	-2,0	-1,9	-2,5	-1,5	-0,1	-1,6	-0,6
2015 – mar.	1,3	-0,8	-1,9	-1,8	-2,5	-1,4	0,1	-2,2	-0,9
giu.	3,5	-1,6	-1,4	-1,2	-2,5	-1,4	0,5	-0,7	-0,3
set.	2,7	-1,2	-0,8	-0,4	-2,5	-1,4	0,9	-1,8	0,1
dic.	0,5	-2,3	-0,9	-0,4	-2,9	-1,9	1,2	-2,0	-0,3
2016 – mar.	0,7	0,5	-0,7	-0,2	-3,0	-1,7	1,4	-1,0	0,2
apr.	-0,3	3,3	-1,0	-0,4	-3,7	-2,3	1,7	-3,8	0,1
mag.	-0,9	0,5	0,0	0,4	-2,1	-1,5	1,8	-2,8	0,4
Sud e Isole									
2013 – dic.	-5,4	-3,0	-3,1	-3,0	-3,5	-3,0	-1,6	-3,0	-2,7
2014 – set.	-4,3	-4,5	-2,0	-1,8	-2,5	-2,1	-0,7	-3,5	-1,7
dic.	-4,0	-3,1	-1,6	-1,5	-1,8	-1,0	-0,6	-1,7	-1,4
2015 – mar.	-4,1	-5,2	-1,0	-0,7	-1,8	-1,0	-0,5	0,6	-1,1
giu.	-4,1	-4,6	-0,4	0,0	-1,6	-0,7	0,0	-0,7	-0,6
set.	-8,4	-2,2	-0,2	0,1	-1,3	-0,6	0,5	-2,7	-0,7
dic.	-4,3	-2,2	0,2	0,6	-1,0	-0,5	1,2	-3,3	0,2
2016 – mar.	-5,3	-0,1	0,1	0,4	-0,7	0,0	1,7	-3,8	0,3
apr.	-4,4	-4,3	0,4	0,8	-0,8	-0,1	2,0	-2,9	0,6
mag.	-5,5	-0,7	0,8	1,0	0,0	0,4	2,4	-3,3	0,9
Italia									
2013 – dic.	-2,8	-4,9	-5,1	-5,3	-4,0	-3,1	-0,9	-3,5	-3,7
2014 – set.	1,6	-2,9	-3,0	-3,1	-2,8	-2,0	-0,4	-1,6	-1,7
dic.	3,4	-0,5	-2,0	-1,9	-2,3	-1,4	-0,2	-1,6	-0,7
2015 – mar.	0,8	-1,0	-1,8	-1,6	-2,4	-1,3	-0,1	-1,9	-0,9
giu.	2,8	-1,7	-1,3	-1,0	-2,4	-1,2	0,4	-0,7	-0,3
set.	1,7	-1,2	-0,7	-0,4	-2,3	-1,2	0,8	-1,9	0,0
dic.	0,1	-2,3	-0,7	-0,3	-2,5	-1,5	1,2	-2,1	-0,2
2016 – mar.	0,1	0,5	-0,6	-0,1	-2,5	-1,3	1,5	-1,3	0,2
apr.	-0,7	3,0	-0,8	-0,2	-3,1	-1,8	1,8	-3,7	0,2
mag.	-1,3	0,5	0,1	0,5	-1,6	-1,0	2,0	-2,8	0,4

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati dell'ultimo mese sono provvisori. I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. –

(2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo con numero di addetti inferiore a 20, società semplici, società di fatto e imprese individuali con meno di 20 addetti. – (3) Società semplici, società di fatto e imprese individuali fino a 5 addetti.

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

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Altre passività	Transazioni in strumenti di debito	Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro (2)		Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	
		<i>di cui:</i> raccolta postale							<i>di cui:</i> impieghi della liquidità		<i>di cui:</i> connesso con sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)
2013	-1,8	-2,2	-11,0	91,7	-3,6	4,8	80,2	-3,2	-10,0	77,0	13,0
2014	14,7	-1,1	-16,0	82,0	-5,0	-1,2	74,5	-8,8	-28,0	65,8	4,7
2015	5,1	-1,5	-9,5	44,2	1,6	-1,1	40,2	10,7	8,0	50,9	-2,1
2013 – mar.	0,3	-1,4	5,0	42,6	-1,0	0,4	47,3	-11,5	-10,7	35,8	1,1
giu.	-5,1	-0,7	6,6	33,3	0,6	4,2	39,5	-30,4	-8,6	9,1	7,1
set.	0,2	0,2	0,6	-4,5	-2,1	-1,2	-7,0	35,5	7,3	28,4	0,7
dic.	2,8	-0,3	-23,1	20,3	-1,1	1,5	0,5	3,1	2,1	3,6	4,1
2014 – mar.	6,3	-0,5	3,5	46,2	-0,5	-1,3	54,2	-24,3	-6,5	29,9	0,0
giu.	2,4	-0,3	-1,6	50,5	-3,3	1,8	49,7	-43,3	-27,0	6,4	4,3
set.	-3,7	0,3	-4,9	-20,7	-0,1	-2,4	-31,8	53,7	-1,6	21,9	0,4
dic.	9,8	-0,6	-13,0	6,1	-1,1	0,6	2,5	5,2	7,1	7,7	0,0
2015 – mar.	-1,6	-0,9	5,5	49,2	4,2	-2,7	54,5	-32,5	-25,8	22,0	-2,1
giu.	5,1	-0,4	-2,1	15,8	-0,6	0,2	18,4	-22,0	6,8	-3,6	0,0
set.	-3,5	0,5	-4,4	-1,9	-2,3	-0,1	-12,2	36,9	3,2	24,8	0,0
dic.	5,1	-0,8	-8,6	-18,9	0,3	1,5	-20,6	28,3	23,8	7,7	0,0
2016 – mar.	-1,7	-0,1	3,7	58,4	1,2	-0,5	61,0	-34,2	-24,6	26,8	0,0
2015 – gen.	1,3	-0,4	7,3	24,7	-1,1	-0,5	31,7	-36,4	-18,1	-4,7	0,0
feb.	-3,3	-0,8	-0,1	5,9	4,4	-2,4	4,5	3,6	-10,9	8,1	-2,1
mar.	0,4	0,3	-1,7	18,5	0,9	0,2	18,3	0,2	3,2	18,6	0,0
apr.	-0,9	-0,1	-1,0	12,1	1,1	-0,3	10,9	-4,2	6,2	6,8	0,0
mag.	1,7	-0,4	-0,1	20,1	0,6	-0,2	22,1	-17,8	1,2	4,3	0,0
giu.	4,3	0,1	-0,9	-16,4	-2,2	0,6	-14,6	0,0	-0,6	-14,6	0,0
lug.	-3,1	-0,2	0,0	0,3	-1,9	-0,4	-5,1	4,7	-0,2	-0,4	0,0
ago.	0,9	0,5	-2,3	-13,4	-0,2	-0,2	-15,2	22,5	-1,5	7,3	0,0
set.	-1,3	0,3	-2,1	11,2	-0,1	0,6	8,2	9,7	4,9	17,9	0,0
ott.	-0,6	-0,1	-1,4	22,8	-0,2	-0,6	20,0	-17,7	1,1	2,3	0,0
nov.	-0,7	-0,8	-0,4	0,9	4,3	0,3	4,4	7,3	1,7	11,7	0,0
dic.	6,3	0,1	-6,8	-42,6	-3,8	1,8	-45,0	38,7	21,0	-6,2	0,0
2016 – gen.	1,6	0,6	4,5	17,1	-0,3	-0,6	22,3	-27,8	-22,1	-5,5	0,0
feb.	-2,6	-1,0	-1,1	25,0	0,8	-0,3	21,9	-11,2	-0,5	10,7	0,0
mar.	-0,7	0,2	0,2	16,3	0,7	0,4	16,8	4,7	-2,1	21,5	0,0
apr.	-2,0	-0,3	0,2	4,9	0,1	-0,4	2,6	5,2	3,3	7,8	0,0
mag.	0,0	0,1	-0,1	9,5	0,8	-0,1	10,1	-8,0	4,8	2,1	0,0

(1) Per maggiori informazioni cfr. la sezione: Appendice metodologica in *Indicatori monetari e finanziari. Finanza pubblica, fabbisogno e debito*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*. – (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 della UEM erogati sia bilateralmente sia attraverso lo European Financial Stability Facility (EFSF) e il contributo al capitale dello European Stability Mechanism (ESM).

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

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Altre passività	Debito delle Amministrazioni pubbliche	Per memoria:				
	<i>di cui:</i> raccolta postale							disponibilità liquide del Tesoro (2)	<i>di cui:</i> depositi presso IFM residenti al netto delle operazioni di liquidità		sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)	
2013	158,5	18,6	140,6	1.593,9	131,0	45,9	34,1	2.069,8	37,6	10,0	24,7	55,6
2014	173,2	17,5	124,5	1.667,8	126,0	44,6	36,0	2.136,2	46,4	38,0	25,7	60,3
2015	178,3	16,0	115,0	1.707,2	127,6	43,5	33,9	2.171,7	35,7	30,0	26,9	58,2
2013 – mar.	160,6	19,4	156,5	1.544,0	133,6	41,4	28,0	2.036,1	45,9	10,7	24,6	43,7
giu.	155,4	18,7	163,1	1.578,8	134,2	45,6	32,2	2.077,1	76,3	19,4	27,1	50,8
set.	155,6	18,8	163,7	1.573,3	132,1	44,4	32,9	2.069,1	40,8	12,1	26,3	51,5
dic.	158,5	18,6	140,6	1.593,9	131,0	45,9	34,1	2.069,8	37,6	10,0	24,7	55,6
2014 – mar.	164,7	18,1	144,1	1.636,7	130,5	44,6	34,2	2.120,6	61,9	16,5	25,1	55,6
giu.	167,1	17,8	142,5	1.685,7	127,2	46,4	35,6	2.168,8	105,3	43,5	25,8	59,9
set.	163,4	18,2	137,5	1.662,7	127,1	44,0	36,0	2.134,7	51,6	45,1	24,9	60,3
dic.	173,2	17,5	124,5	1.667,8	126,0	44,6	36,0	2.136,2	46,4	38,0	25,7	60,3
2015 – mar.	171,6	16,7	130,0	1.712,0	130,2	41,9	33,9	2.185,8	78,9	63,8	23,2	58,2
giu.	176,7	16,3	128,0	1.728,5	129,6	42,1	33,9	2.205,0	100,9	57,0	25,5	58,2
set.	173,2	16,8	123,6	1.726,2	127,3	42,0	33,9	2.192,4	64,0	53,8	27,3	58,2
dic.	178,3	16,0	115,0	1.707,2	127,6	43,5	33,9	2.171,7	35,7	30,0	26,9	58,2
2016 – mar.	176,6	15,9	118,7	1.761,6	128,8	43,0	33,9	2.228,7	70,0	54,6	27,4	58,2
2015 – gen.	174,5	17,2	131,9	1.691,8	124,9	44,1	36,0	2.167,2	82,8	56,1	21,0	60,3
feb.	171,2	16,4	131,7	1.696,5	129,3	41,7	33,9	2.170,5	79,1	67,0	20,2	58,2
mar.	171,6	16,7	130,0	1.712,0	130,2	41,9	33,9	2.185,8	78,9	63,8	23,2	58,2
apr.	170,7	16,6	129,0	1.723,5	131,3	41,6	33,9	2.196,1	83,1	57,6	23,6	58,2
mag.	172,4	16,2	128,9	1.744,9	131,9	41,5	33,9	2.219,6	100,9	56,4	25,2	58,2
giu.	176,7	16,3	128,0	1.728,5	129,6	42,1	33,9	2.205,0	100,9	57,0	25,5	58,2
lug.	173,6	16,0	128,0	1.729,6	127,7	41,7	33,9	2.200,6	96,2	57,2	26,6	58,2
ago.	174,5	16,5	125,7	1.716,2	127,5	41,5	33,9	2.185,4	73,7	58,7	27,0	58,2
set.	173,2	16,8	123,6	1.726,2	127,3	42,0	33,9	2.192,4	64,0	53,8	27,3	58,2
ott.	172,6	16,7	122,2	1.749,0	127,1	41,4	33,9	2.212,4	81,7	52,7	29,3	58,2
nov.	171,9	15,9	121,8	1.749,5	131,4	41,7	33,9	2.216,3	74,4	51,0	30,2	58,2
dic.	178,3	16,0	115,0	1.707,2	127,6	43,5	33,9	2.171,7	35,7	30,0	26,9	58,2
2016 – gen.	179,8	16,7	119,6	1.723,7	127,3	43,0	33,9	2.193,4	63,5	52,1	26,5	58,2
feb.	177,3	15,7	118,5	1.748,2	128,1	42,7	33,9	2.214,8	74,7	52,6	27,6	58,2
mar.	176,6	15,9	118,7	1.761,6	128,8	43,0	33,9	2.228,7	70,0	54,6	27,4	58,2
apr.	174,5	15,6	118,9	1.766,0	128,9	42,6	33,9	2.230,9	64,7	51,4	27,9	58,2
mag.	174,5	15,6	118,7	1.776,3	129,7	42,5	33,9	2.241,8	72,7	46,6	29,9	58,2

(1) Per maggiori informazioni cfr. la sezione: Appendice metodologica in *Indicatori monetari e finanziari. Finanza pubblica, fabbisogno e debito*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*. – (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 della UEM erogati sia bilateralmente sia attraverso lo European Financial Stability Facility (EFSF) e il contributo al capitale dello European Stability Mechanism (ESM).