BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

aprile 2015

2 | 2015

BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 2 / 2015
Aprile

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

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

Rapporto sulla stabilità finanziaria
Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

Economie regionali
Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)
Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)
Una miscellanea di studi su tematiche di particolare rilevanza per l'attività della Banca d'Italia

Newsletter sulla ricerca economica
Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica
Collana di analisi storica dell'economia italiana

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

© Banca d'Italia, 2015
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
Ivan Faiella e Roberta Zizza (coordinamento), Effrosyni Adamopoulou, Pietro Cova, Virginia Di Nino, Giacomo Oddo, Marianna Riggi, Marco Savegnago, Laura Sigalotti, Federico M. Signoretti

Rita Anselmi, Valentina Memoli e Silvia Mussolin (aspetti editoriali), Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Valentina Aprigliano, Lucia Esposito, Giuseppe Ferrero, Claire Giordano, Concetta Rondinelli

Indirizzo
Via Nazionale 91, 00184 Roma - Italia

Telefono
+39 0647921

Sito internet
http://www.bancaditalia.it

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

ISSN 0393-2400 (stampa)
ISSN 2280-7632 (online)

Aggiornato con i dati disponibili al 10 aprile 2015, 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 11
- 1.3 I mercati finanziari internazionali 14

2 L'ECONOMIA ITALIANA
- 2.1 La fase ciclica 17
- 2.2 Le imprese 21
- 2.3 Le famiglie 25
- 2.4 La domanda estera e la bilancia dei pagamenti 27
- 2.5 Il mercato del lavoro 29
- 2.6 La dinamica dei prezzi 31
- 2.7 Le banche 32
- 2.8 Il mercato finanziario 38
- 2.9 La finanza pubblica 39

DOCUMENTAZIONE STATISTICA 45

INDICE DEI RIQUADRI

Ita-coin: un indicatore coincidente del ciclo economico italiano 18

L'impatto macroeconomico per l'Italia del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema 19

Gli investimenti delle imprese italiane nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita 22

I consumi delle famiglie nelle recenti recessioni 25

L'offerta e la domanda di credito 34

AVVERTENZE

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

Segni convenzionali:

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

LA SINTESI

Il commercio mondiale si rafforza ma il quadro geopolitico resta incerto

L'attività economica si consolida negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Giappone, mentre si indebolisce in alcune economie emergenti. Per il 2015 è attesa una lieve accelerazione del commercio mondiale. Il prezzo del petrolio, pur leggermente risalito dai minimi toccati a metà gennaio, rimane basso anche in prospettiva. L'incertezza riguardo alla situazione della Grecia e ai conflitti in Ucraina, in Libia e in Medio Oriente resta elevata, anche se non si è finora riflessa sulle condizioni dei mercati finanziari internazionali.

Si sono avviati gli acquisti di titoli pubblici da parte dell'Eurosistema…

È stato ampliato ai titoli pubblici il programma di acquisto dell'Eurosistema. Si prevedono complessivamente acquisti per 60 miliardi di euro al mese almeno sino alla fine di settembre del 2016, e comunque fino a quando non si verifichi un aggiustamento duraturo dell'inflazione nell'area coerente con l'obiettivo di stabilità dei prezzi (un tasso di inflazione inferiore ma prossimo al 2 per cento nel medio periodo). Il programma è volto a scongiurare i rischi di un prolungato periodo di bassa inflazione; andrà portato avanti con decisione e pienamente attuato.

…con effetti positivi sui mercati

Il programma ha già avuto effetti significativi sui mercati finanziari e valutari: sulla scadenza decennale i rendimenti dei titoli di Stato hanno raggiunto un nuovo minimo storico (0,6 per cento, nella media dell'area) e l'euro si è deprezzato (del 15 per cento nei confronti del dollaro dal novembre 2014). Le aspettative di inflazione, in continua caduta fino all'inizio di gennaio, si sono stabilizzate e hanno segnato un primo miglioramento.

Sono ancora in corso le trattative sull'aggiustamento macroeconomico in Grecia

L'Eurogruppo si è espresso a favore della richiesta del governo greco di un'ulteriore proroga per completare il programma macroeconomico di aggiustamento, al quale sono condizionate misure di sostegno da parte delle istituzioni europee. Tuttavia le trattative sono in corso da oltre un mese e l'incertezza sul loro esito resta elevata. Il governo greco si è impegnato a completare il processo di riforma, a rispettare gli impegni nei confronti dei creditori e a garantire la sostenibilità del debito pubblico. Un programma dettagliato delle misure da realizzare dovrebbe essere concordato entro aprile; il raggiungimento di un accordo nei tempi stabiliti è nell'interesse comune.

In Italia sono emersi segnali più favorevoli, che devono ancora consolidarsi

In Italia si sono intensificati i segnali congiunturali favorevoli, anche se deve ancora consolidarsi il riavvio del ciclo economico. Nell'ultimo trimestre del 2014, pur a fronte di una stazionarietà del prodotto, i conti nazionali confermano l'espansione dei consumi delle famiglie, l'accelerazione delle esportazioni e segnalano una lieve ripresa dell'accumulazione di capitale, in particolare per macchinari e mezzi di trasporto. Nei primi mesi dell'anno in corso l'andamento dell'attività industriale è ancora incerto, ma si riscontra un netto miglioramento della fiducia di famiglie e imprese.

Le prospettive dell'occupazione sarebbero in lieve miglioramento

Benché nel quarto trimestre il numero degli occupati sia leggermente diminuito, risentendo del calo nelle costruzioni, nel bimestre gennaio-febbraio l'occupazione si è stabilizzata; il tasso di disoccupazione si è lievemente ridotto riflettendo tuttavia la minor partecipazione al mercato del lavoro. Nei più recenti son-

daggi, famiglie e imprese prefigurano per i prossimi mesi un lieve miglioramento delle prospettive occupazionali, a cui potrebbero aver concorso gli sgravi contributivi introdotti in gennaio e la disciplina prevista dal Jobs Act, in vigore da marzo.

La dinamica dei prezzi resta debole

Nei primi mesi del 2015 l'inflazione al consumo è stata pressoché nulla, per effetto soprattutto di una dinamica negativa dei prezzi dei beni energetici e del debole aumento delle componenti di fondo; dalle inchieste svolte presso le imprese è emerso tuttavia qualche primo segnale positivo, connesso a valutazioni di minore debolezza della domanda.

In Italia il programma di acquisto di titoli si è riflesso positivamente sui mercati finanziari…

Nell'ambito del piano di acquisto dell'Eurosistema i titoli di Stato italiani che saranno comprati dalla Banca d'Italia ammonteranno a circa 130 miliardi; includendo le operazioni della BCE, gli acquisti complessivi di titoli pubblici del nostro paese saranno pari a circa 150 miliardi. Le condizioni dei mercati finanziari italiani sono migliorate sensibilmente già dall'annuncio, lo scorso 6 novembre, dell'inizio dei lavori preparatori per il programma. Si sono ridotti i rendimenti dei titoli di Stato, i premi per il rischio sul debito sovrano e privato e quelli sui credit default swap delle maggiori banche. Il rendimento del BTP decennale è sceso di 1,2 punti percentuali, dal 2,5 all'1,3 per cento, tra l'annuncio dei lavori preparatori per il piano e il suo avvio e, in seguito, è rimasto appena al di sotto dell'1,3 per cento. I corsi azionari hanno registrato marcati rialzi; la loro volatilità è diminuita.

…e potrà fornire un impulso all'attività economica

L'ampliamento del programma di acquisto di titoli può imprimere un impulso all'attività economica quantificabile, in base all'impatto sui tassi di interesse e sul cambio, in oltre un punto percentuale di PIL nel biennio 2015-16. Nel complesso, in uno scenario di piena attuazione del piano, la crescita del prodotto in Italia potrebbe essere superiore allo 0,5 per cento quest'anno e attorno all'1,5 il prossimo. A tali effetti se ne possono aggiungere altri, di non facile quantificazione, qualora un aumento generalizzato dei prezzi delle attività, dovuto al riequilibrio dei portafogli, fornisca ulteriori incentivi a consumi e investimenti. Al prodotto contribuisce, per circa mezzo punto nel biennio, anche la riduzione del prezzo del petrolio verificatasi dalla metà dell'anno scorso. Resta però essenziale un consolidamento della fiducia di famiglie e imprese.

Proseguono i segnali di miglioramento delle condizioni del credito

Le banche italiane stanno completando il recepimento nei bilanci dei risultati del comprehensive assessment. *Secondo i sondaggi le condizioni di offerta del credito alle imprese sono ulteriormente migliorate, ma rimangono differenziate per dimensione aziendale e settore di attività economica. I tassi attivi medi sono scesi, benché restino superiori ai corrispondenti valori per l'area dell'euro; è verosimile che si riducano ancora nei prossimi mesi per effetto del calo dei rendimenti di mercato. Prosegue tuttavia la flessione dei finanziamenti alle imprese; si è sostanzialmente arrestata quella dei prestiti alle famiglie. Le banche italiane hanno fatto ampio ricorso alla terza operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine, che può favorire l'espansione del credito all'economia.*

Il Governo ha presentato il DEF

Nel 2014, nonostante la contrazione del prodotto, l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è rimasto pressoché stabile, al 3,0 per cento del PIL. Nei programmi del Governo presentati nel Documento di economia e finanza 2015 *l'indebitamento netto scenderebbe al 2,6 per cento nel 2015 e all'1,8 nel 2016; al netto degli effetti del ciclo economico e delle misure una tantum, diminuirebbe dallo 0,7 allo 0,5 quest'anno, allo 0,4 il prossimo e raggiungerebbe il pareggio nel 2017. Il rapporto tra debito e prodotto inizierebbe a ridursi dal 2016.*

Al sostegno della domanda si devono accompagnare azioni mirate a innalzare il potenziale di crescita

L'uscita dell'Italia dalla lunga recessione richiede misure incisive dal lato sia della domanda sia dell'offerta. L'impulso fornito dalle politiche macroeconomiche si è accentuato significativa-

mente negli ultimi trimestri e ha creato i presupposti per una ripresa della domanda interna, oltre a consolidare i benefici di quella estera. Per sostenere la crescita nel medio termine e conseguire un aumento duraturo dell'occupazione è però indispensabile un rilancio del prodotto potenziale. A tale scopo è essenziale proseguire nell'azione di riforma: il miglioramento del contesto normativo e delle condizioni per investire può incidere sulla capacità delle imprese italiane di rispondere e adattarsi con successo ai cambiamenti strutturali in atto nell'economia mondiale.

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

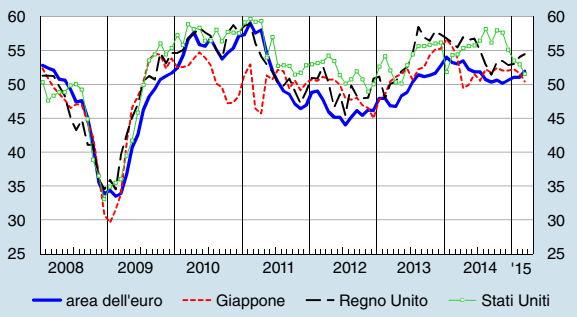
Prosegue la ripresa nei paesi avanzati, ma l'attività economica continua a deteriorarsi in quelli emergenti. Si è accentuata la divergenza negli orientamenti di politica monetaria fra gli Stati Uniti e l'area dell'euro. Le prospettive per il 2015 rimangono moderatamente positive e i rischi appaiono più bilanciati rispetto alla fine dello scorso anno, grazie alla minore incertezza sulla ripresa in Giappone e nell'area dell'euro; restano però rischi al ribasso legati al contesto geopolitico.

Nei paesi avanzati il quadro congiunturale resta positivo…

Nel quarto trimestre del 2014 la crescita del prodotto è proseguita negli Stati Uniti e nel Regno Unito, pur attenuandosi (al 2,2 e 2,0 per cento in ragione d'anno, rispettivamente); il PIL è tornato ad aumentare in Giappone (all'1,5 per cento). In queste tre economie l'indebolimento degli investimenti è stato compensato dal sostegno dei consumi privati.

Figura 1

Indici PMI del settore manifatturiero nelle principali economie avanzate (1)
(dati mensili)



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.

Nei primi mesi del 2015 la congiuntura è rimasta favorevole. Negli Stati Uniti il tasso di disoccupazione è ridisceso sui livelli pre-crisi, sebbene la produzione industriale abbia risentito delle sfavorevoli condizioni climatiche. In Giappone l'espansione dell'attività industriale e delle importazioni indicherebbe un moderato irrobustimento dell'attività. Nel Regno Unito si rafforzano i segnali positivi provenienti dal mercato del lavoro e dagli indici PMI (fig. 1).

…mentre l'attività si indebolisce negli emergenti

In Cina nel quarto trimestre del 2014 il PIL è cresciuto del 7,3 per cento, al di sotto dell'obiettivo annuo del governo (7,5 per cento). Nel primo trimestre di quest'anno il prodotto ha ancora decelerato (7,0 per cento), risentendo del rallentamento della domanda estera e della debolezza degli investimenti in costruzioni; l'obiettivo di crescita per il 2015 è stato ridotto dal governo al 7,0 per cento. In Brasile il prodotto nel quarto trimestre ha continuato a contrarsi (-0,2 per cento), per effetto della dinamica negativa della domanda estera e del calo degli investimenti, scoraggiati anche dalla stretta monetaria; il quadro macroeconomico è peggiorato all'inizio dell'anno. Le forti tensioni politiche emerse a seguito dello scandalo connesso con fenomeni di corruzione che ha colpito Petrobras, la società petrolifera nazionale, stanno mettendo a rischio la capacità del governo di perseguire il piano di consolidamento fiscale. In Russia il quadro congiunturale si è deteriorato rapidamente nel quarto trimestre, in connessione con il crollo degli investimenti e della fiducia; gli indicatori congiunturali segnalano il protrarsi della fase recessiva nei primi mesi di quest'anno. A questi sviluppi avrebbe contribuito principalmente il calo delle quotazioni petrolifere; le sanzioni imposte lo scorso anno dalla UE e dagli Stati Uniti avrebbero invece avuto

un ruolo marginale. In India, dove la revisione dei conti nazionali ha aumentato di circa due punti percentuali la dinamica media del PIL degli ultimi tre anni, la crescita nel quarto trimestre è invece proseguita a ritmi sostenuti (7,5 per cento, da 8,2); per il primo trimestre di quest'anno l'indice PMI conferma il buon andamento dell'attività produttiva.

La crescita globale nel 2015 si rafforzerebbe moderatamente

Le proiezioni diffuse in aprile dal Fondo monetario internazionale confermano un graduale irrobustimento della crescita globale per il 2015 e il 2016. Nel confronto con lo scorso gennaio le previsioni sono state significativamente riviste al ribasso per alcuni paesi emergenti (Brasile e Russia); fra i paesi avanzati la crescita si rafforzerebbe in Giappone e nell'area dell'euro, mentre si sarebbe ridimensionata negli Stati Uniti (tav. 1). Rispetto a gennaio le prospettive trovano sostegno nella minore incertezza sulla ripresa dell'attività economica nell'area dell'euro e in Giappone, conseguente alle nuove misure di politica monetaria, ma restano gravate dai rischi derivanti dai problemi strutturali di alcune economie emergenti e dalle tensioni in Medio Oriente e nel Nord Africa.

Il commercio mondiale continuerebbe a rafforzarsi nel 2015

Nel quarto trimestre del 2014 la dinamica degli scambi internazionali ha rallentato (al 5,2 per cento in ragione d'anno), risentendo del netto indebolimento dei flussi nell'Asia emergente. La crescita del commercio di soli beni ha invece continuato a rafforzarsi (3,1 per cento, dal 2,7 del 2013) pur restando nettamente inferiore alla media del decennio pre-crisi (6,4 per cento). Nel 2015 è attesa una moderata accelerazione, soprattutto per la prevista ripresa degli scambi interni all'area dell'euro.

Il prezzo del greggio resta su livelli modesti

Nei primi mesi del 2015 i corsi petroliferi hanno fluttuato attorno a valori contenuti, depressi dall'aumento dell'offerta globale sostenuta dalla produzione statunitense (fig. 2). Negli Stati Uniti il livello di scorte ha raggiunto valori massimi storici, esercitando una pressione al ribasso sul prezzo del WTI (50,8 dollari al barile). Le quotazioni del Brent (56,2 dollari al barile), qualità di riferimento del mercato europeo, hanno riflesso il riacutizzarsi della crisi in Libia, che ha portato a un ammanco nella produzione OPEC di circa 400.000 barili al giorno rispetto al

Tavola 1

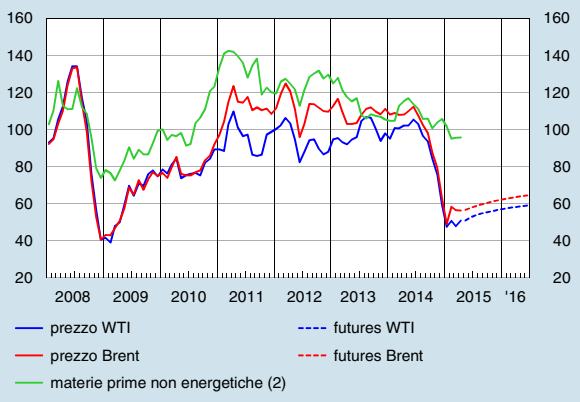
Scenari macroeconomici
(variazioni e punti percentuali)

VOCI	Previsioni gennaio 2015		Previsioni aprile 2015		Revisioni apr. 2015 su gen. 2015	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016
PIL						
Mondo	**3,5**	**3,7**	**3,5**	**3,8**	**0,0**	**0,1**
Paesi avanzati	**2,4**	**2,4**	**2,4**	**2,4**	**0,0**	**0,0**
area dell'euro	*1,2*	*1,4*	*1,5*	*1,6*	*0,3*	*0,2*
Giappone	*0,6*	*0,8*	*1,0*	*1,2*	*0,4*	*0,4*
Regno Unito	*2,7*	*2,4*	*2,7*	*2,3*	*0,0*	*-0,1*
Stati Uniti	*3,6*	*3,3*	*3,1*	*3,1*	*-0,5*	*-0,2*
Paesi emergenti	**4,3**	**4,7**	**4,3**	**4,7**	**0,0**	**0,0**
Brasile	*0,3*	*1,5*	*-1,0*	*1,0*	*-1,3*	*-0,5*
Cina	*6,8*	*6,3*	*6,8*	*6,3*	*0,0*	*0,0*
India	*6,3*	*6,5*	*7,5*	*7,5*	*1,2*	*1,0*
Russia	*-3,0*	*-1,0*	*-3,8*	*-1,1*	*-0,8*	*-0,1*
Commercio mondiale	**3,8**	**5,3**	**3,7**	**4,7**	**-0,1**	**-0,6**

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*.

Figura 2

Prezzi delle materie prime (1)
(dati mensili; dollari per barile e numeri indice)



Fonte: Thomson Reuters Datastream.
(1) Per i prezzi a pronti, dati medi mensili fino a marzo 2015; l'ultimo dato si riferisce al 10 aprile 2015. – (2) Indice Goldman Sachs delle materie prime non energetiche (gennaio 2008=100).

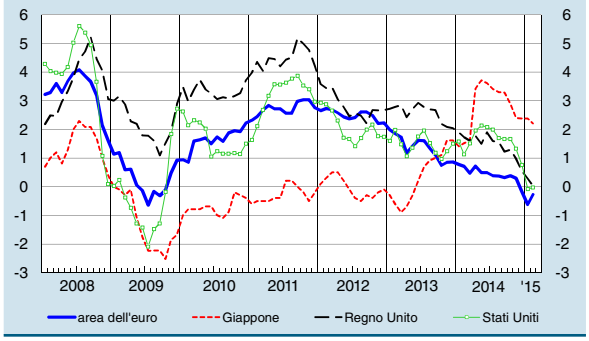
quarto trimestre del 2014, solo in parte compensato dall'Arabia Saudita. I contratti futures seguitano a delineare rincari del petrolio assai moderati nel corso del 2015. Nel primo trimestre hanno ripreso a flettere anche i prezzi delle materie prime non energetiche, presumibilmente per effetto della debolezza della domanda proveniente dalle economie emergenti e dell'apprezzamento del dollaro.

L'inflazione è bassa

L'inflazione globale rimane bassa. Nel 2015 ha continuato a scendere rapidamente nei paesi avanzati: in febbraio si è annullata negli Stati Uniti e nel Regno Unito (da 0,8 e 0,5 per cento in dicembre, rispettivamente), è rimasta negativa nell'area dell'euro (-0,3, da -0,2) ed è scesa in Giappone (2,2 per cento da 2,4; 0,2 per cento al netto dell'effetto dell'aumento dell'imposta sui consumi decisa nell'aprile 2014; fig. 3). Nei principali paesi emergenti la dinamica dei prezzi al consumo si è invece stabilizzata o ha continuato a crescere. In Cina e in India essa è rimasta non lontana dai valori di fine 2014 (1,4 e 5,2 per cento, rispettivamente, in marzo). In Brasile e in Russia i prezzi hanno seguitato ad accelerare, sospinti anche dal deprezzamento del cambio dei mesi passati, raggiungendo l'8,1 e il 16,9 per cento, rispettivamente.

Figura 3

Inflazione al consumo nelle principali economie avanzate (1)
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)



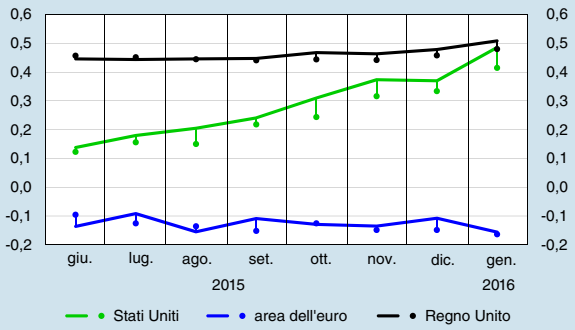
Fonte: Thomson Reuters Datastream.
(1) Per l'area dell'euro e il Regno Unito, prezzi al consumo armonizzati.

L'aumento dei tassi negli Stati Uniti sarebbe più graduale di quanto atteso in precedenza

In marzo la Riserva federale ha lasciato invariato l'intervallo-obiettivo per il tasso sui federal funds (a 0,0-0,25 per cento), confermando di ritenere improbabile un rialzo dei tassi ufficiali in aprile; le nuove proiezioni del Federal Open Market Committee prefigurano una normalizzazione più graduale di quanto anticipato alla fine del 2014. I mercati continuano ad attendersi un primo rialzo nella seconda metà dell'anno (fig. 4). Nel Regno Unito non si prevedono invece aumenti del tasso ufficiale prima del 2016.

Figura 4

Tassi di interesse overnight impliciti negli strumenti derivati (1)
(valori mensili; punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.
(1) Tasso di interesse atteso implicito nelle quotazioni degli overnight indexed swap (OIS). La linea continua indica i tassi previsti il 16 gennaio 2015, i punti segnalano quelli previsti il 10 aprile 2015.

Nei paesi emergenti le politiche monetarie sono divenute più accomodanti

Nei principali paesi emergenti le banche centrali hanno allentato le condizioni monetarie rispetto allo scorso gennaio. La Cina ha abbassato il coefficiente di riserva obbligatoria e i tassi ufficiali su prestiti e depositi bancari di 25 punti base; in India il tasso di riferimento è sceso di 75 punti base. Anche la Banca centrale russa, che lo scorso dicembre aveva attuato una stretta monetaria senza precedenti nel tentativo di attenuare la svalutazione del rublo, ha avviato un percorso di riduzione dei tassi, tagliando quello ufficiale di 100 punti base in marzo (al 14 per cento). Solo in Brasile è proseguita la restrizione monetaria, con l'innalzamento dei tassi al 12,75 per cento (dall'11,75 di metà gennaio), per contrastare il deprezzamento del cambio e riportare l'inflazione all'interno dell'intervallo di riferimento.

1.2 L'AREA DELL'EURO

Nell'area dell'euro si accentuano i segnali di miglioramento ciclico, pur in un quadro ancora soggetto a incertezza. L'inflazione al consumo è rimasta leggermente negativa. L'Eurosistema ha avviato il programma di acquisto di titoli pubblici, la cui dimensione ha superato le aspettative degli operatori: sono stati molto significativi gli effetti sui mercati finanziari e sul cambio; la caduta delle aspettative di inflazione si è arrestata.

Nel quarto trimestre il PIL è aumentato moderatamente…

Nell'ultimo trimestre del 2014 il PIL dell'area ha lievemente accelerato (allo 0,3 per cento rispetto al periodo precedente; fig. 5), sospinto dalla spesa di famiglie e imprese e dall'interscambio con l'estero. Tra le maggiori economie dell'area, l'attività è rimasta stabile in Italia ed è appena aumentata in Francia; in Germania la crescita (0,7 per cento) ha interessato le principali componenti della domanda, con l'eccezione delle scorte.

…e avrebbe continuato a crescere all'inizio del 2015

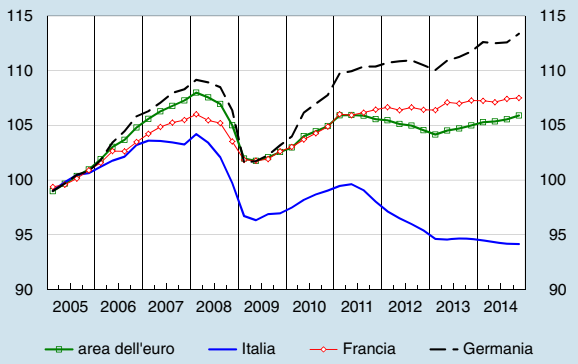
Le informazioni disponibili suggeriscono che l'attività economica segnerebbe una nuova lieve accelerazione anche nel primo trimestre del 2015. In marzo l'indicatore €-coin, che fornisce una stima della dinamica di fondo del PIL dell'area, è aumentato lievemente (fig. 6). Le inchieste presso le imprese avvalorano prospettive favorevoli: in marzo l'indice PMI dell'area si è consolidato al di sopra della soglia compatibile con un'espansione. Nei primi mesi dell'anno è proseguito il recupero dell'attività industriale: nel bimestre gennaio-febbraio la produzione è cresciuta di mezzo punto percentuale rispetto al periodo precedente, così come negli ultimi due mesi del 2014.

L'inflazione è negativa…

Sulla base delle stime preliminari, in marzo l'inflazione al consumo ha di nuovo registrato un valore negativo (-0,1 per cento sui dodici mesi; fig. 7), pur se ridotto rispetto a febbraio. La debolezza del quadro inflazionistico continua a riflettere il calo dei prezzi dei beni energetici (-5,8 per cento), ma anche la persistente moderazione dell'inflazione di fondo (0,6 per cento, al netto dei prodotti energetici e alimentari). In febbraio un terzo delle voci incluse nel paniere ha mostrato una riduzione dei prezzi sui dodici mesi; tra le componenti di fondo, le diminuzioni hanno interessato quasi il 50 per cento dei beni e circa il 15 per cento dei servizi. Le pressioni all'origine restano deboli: nei mesi invernali i prezzi alla produzione hanno continuato a ridursi (-2,8 per cento in febbraio rispetto allo stesso mese del 2014), principalmente per effetto della flessione della componente energeti-

Figura 5

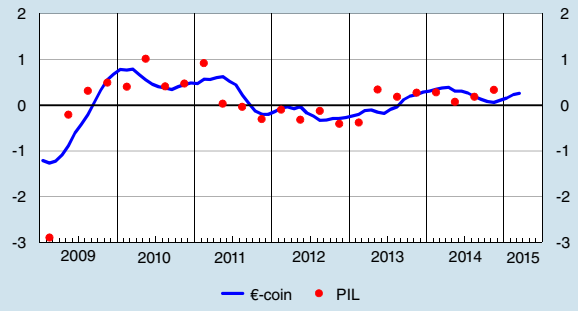
Prodotto interno lordo dell'area dell'euro e dei principali paesi dell'area (1)
(dati trimestrali; indici: 2005=100)



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

Figura 6

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



Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.
(1) Per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. il riquadro: *€-coin e la congiuntura dell'area dell'euro*, in *Bollettino economico*, n. 57, 2009. Dettagli sull'indicatore sono disponibili sul sito internet: http://www.bancaditalia.it/media/notizia/nuovo-incremento-di-coin-in-marzo-2015/. 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.

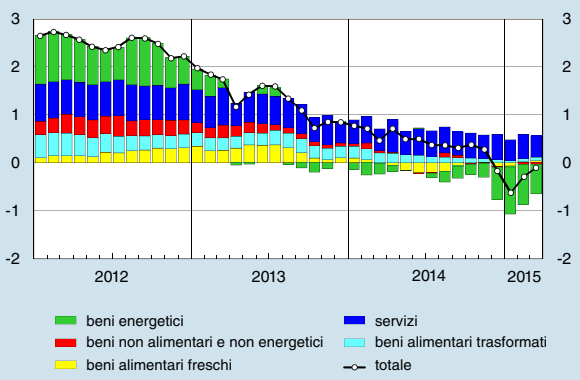
ca; anche la dinamica dei prezzi alla produzione dei beni non alimentari destinati al consumo finale rimane fiacca (-0,1 per cento).

…e resterebbe contenuta nel corso dell'anno

Le inchieste congiunturali e le rilevazioni presso gli operatori professionali prefigurano un'inflazione molto bassa per il 2015. In marzo le attese delle famiglie sull'andamento dei prezzi al consumo e le intenzioni delle imprese circa la variazione dei propri listini di vendita risultavano ancora al di sotto della soglia compatibile con un aumento dei prezzi. Secondo gli analisti censiti nello stesso mese da Consensus Economics l'inflazione nella media del 2015 sarebbe nulla.

Figura 7

Inflazione nell'area dell'euro e contributi delle sue componenti (1)
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi e punti percentuali)



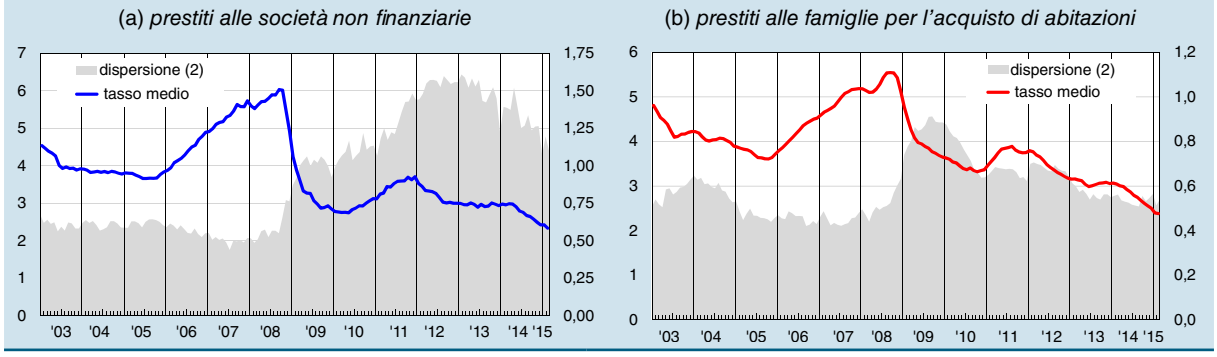
Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e BCE.
(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo; per marzo 2015 stime preliminari.

Si riduce ancora la dispersione fra i tassi bancari

La dinamica dei prestiti alle imprese nell'area dell'euro è tornata positiva, collocandosi all'1,9 per cento in ragione d'anno nei tre mesi terminanti in febbraio (-0,8 in novembre; dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni). L'espansione del credito alle famiglie è rimasta su livelli contenuti (1,3 per cento). Il costo dei finanziamenti bancari è sceso ulteriormente (fig. 8), soprattutto nella componente a medio-lungo termine. Si è ridotta ancora la dispersione fra i tassi attivi bancari nei paesi dell'area, in linea con la minore frammentazione dei mercati finanziari.

Figura 8

Livello e dispersione del costo del credito nell'area dell'euro (1)
(valori percentuali)



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.

Il Consiglio direttivo della BCE ha ampliato il programma di acquisto di titoli…

Lo stimolo generato mediante le misure di politica monetaria adottate tra giugno e settembre dello scorso anno è stato ritenuto insufficiente dal Consiglio direttivo della Banca centrale europea. Al fine di conseguire un'adeguata espansione del bilancio dell'Eurosistema e di contrastare i rischi connessi con un periodo eccessivamente prolungato di bassa crescita dei prezzi, lo scorso 22 gennaio il Consiglio ha deciso di ampliare il programma di acquisto di titoli per finalità di politica monetaria annunciato lo scorso settembre, che in precedenza riguardava asset-backed securities (ABS) e covered bond, includendo i titoli emessi dai paesi membri e da alcune agenzie pubbliche dell'area, nonché da talune istituzioni

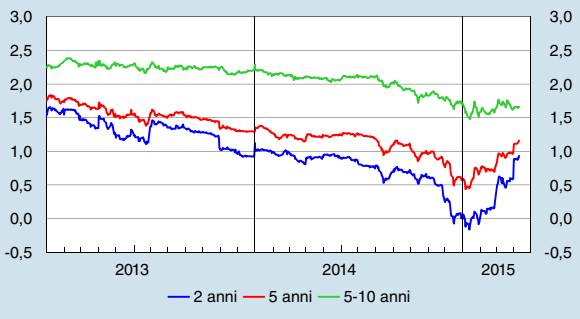
europee. Gli acquisti ammonteranno complessivamente a 60 miliardi di euro al mese; il programma proseguirà almeno fino alla fine di settembre del 2016 e comunque sino a quando l'andamento dell'inflazione nell'area non risulterà coerente con l'obiettivo di politica monetaria (cfr. il riquadro: *L'impatto macroeconomico per l'Italia del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema*). Gli acquisti di titoli pubblici, avviati lo scorso 9 marzo, sono effettuati sul mercato secondario. Al 3 aprile erano stati acquistati 53 miliardi di titoli pubblici, 65 di covered bond e 5 di ABS.

...con effetti significativi sui mercati...

L'ampliamento del programma ha già avuto effetti significativi sui mercati finanziari e valutari. Tra il 5 novembre 2014, giorno precedente l'annuncio dell'avvio dei lavori preparatori di questa misura, e lo scorso 10 aprile, i rendimenti sui titoli di Stato italiani a 10 anni si sono ridotti di 1,2 punti percentuali; l'euro si è deprezzato del 9,8 per cento in termini nominali effettivi e del 15,3 nei confronti del dollaro. Dopo l'annuncio dell'ampliamento del programma si è arrestata la caduta delle aspettative di inflazione a medio termine e si è osservata una inversione di tendenza (fig. 9); anche le aspettative tra 5 e 10 anni sono lievemente aumentate di circa due decimi rispetto ai valori minimi osservati a metà gennaio, collocandosi all'1,7 per cento.

Figura 9

Aspettative di inflazione implicite negli inflation swap (1)
(dati giornalieri; valori percentuali)



Fonte: Bloomberg.
(1) Tassi di inflazione 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.

...e sulle proiezioni macroeconomiche

Le proiezioni dello staff della BCE pubblicate in marzo, che presuppongono la piena attuazione del programma e tengono conto dei suoi effetti sull'economia, hanno rivisto la crescita del prodotto dell'area al rialzo di 0,5 punti percentuali per il 2015 e di 0,4 per il 2016 (all'1,5 e all'1,9 per cento, rispettivamente). La dinamica dell'inflazione è stata invece rivista al ribasso di 0,7 punti per il 2015 (allo 0,0 per cento), riflettendo soprattutto l'andamento del prezzo del petrolio, e al rialzo di 0,2 nel 2016 (all'1,5), in parte per effetto dell'ampliamento del piano di acquisto di titoli.

Proseguono le operazioni mirate di rifinanziamento

In gennaio il Consiglio ha inoltre deciso di eliminare il differenziale di dieci punti base applicato al tasso delle restanti sei operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO) rispetto a quello delle operazioni di rifinanziamento principali. Lo scorso 25 marzo è stata regolata la terza operazione mirata, in cui l'ammontare ottenibile da ciascuna banca era connesso con la quantità di prestiti erogati a famiglie e imprese tra maggio del 2014 e gennaio del 2015 (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate a giugno del 2014*, in *Bollettino economico*, n. 3, 2014). Vi hanno partecipato 143 intermediari dell'area, che hanno ottenuto fondi per 98 miliardi; alle controparti della Banca d'Italia sono stati assegnati 36 miliardi. I tassi del mercato monetario si sono mantenuti prossimi allo zero (fig. 10).

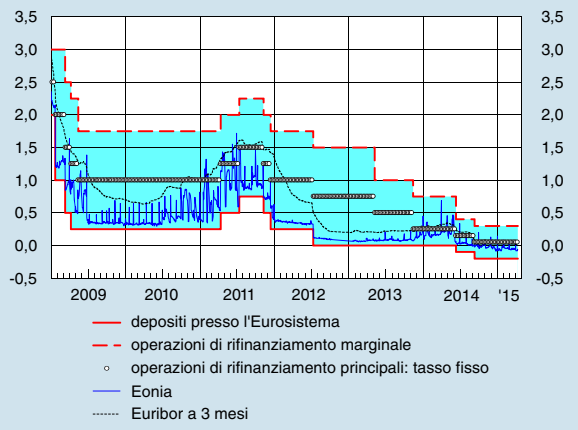
Sono ancora in corso le trattative sulla revisione delle misure di sostegno alla Grecia

Lo scorso 20 febbraio l'Eurogruppo si è espresso a favore della richiesta del governo greco di estendere il termine, al massimo fino al 30 giugno, per il completamento del programma macroeconomico di aggiustamento, al quale sono condizionati l'erogazione dell'ultima tranche di aiuti da parte dello European Financial Stability Facility e il trasferimento dei profitti sui titoli greci realizzati dall'Eurosistema nel 2014 nell'ambito del Securities Markets

Programme. Tuttavia le trattative per la proroga del programma sono in corso da oltre un mese e l'incertezza sul loro esito resta elevata. Il governo greco si è impegnato a realizzare in questo periodo riforme strutturali volte a rafforzare il potenziale di crescita e l'equità sociale, ad assicurare la stabilità del sistema finanziario, a combattere la corruzione e l'evasione, nonché a migliorare l'efficienza del settore pubblico; ha anche dichiarato di voler rispettare gli impegni nei confronti dei creditori e garantire la sostenibilità del debito pubblico. Il programma dettagliato delle riforme dovrebbe essere concordato entro aprile. L'Eurogruppo ha disposto inoltre che i fondi disponibili presso l'Hellenic Financial Stability Fund sotto forma di obbligazioni dello European Financial Stability Facility siano trasferiti a quest'ultimo; fino al completamento del programma tali risorse rimangono utilizzabili dalla Grecia per interventi di ricapitalizzazione o di risoluzione delle crisi bancarie, su richiesta della BCE o del Meccanismo di vigilanza unico.

Figura 10

Tassi di interesse ufficiali e del mercato monetario nell'area dell'euro
(dati giornalieri; valori percentuali)



Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.

1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

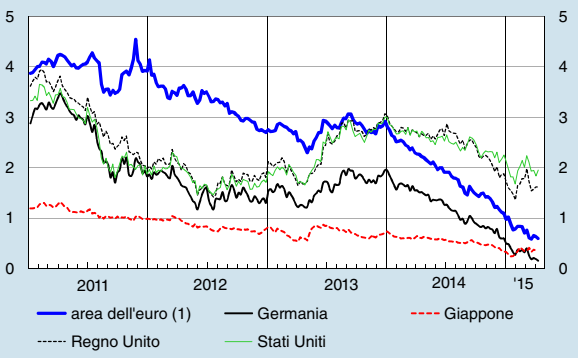
I mercati finanziari internazionali hanno reagito positivamente al nuovo piano di espansione quantitativa deciso dalla BCE e al conseguente ampliamento della liquidità globale. La volatilità si è ridotta e le quotazioni azionarie si sono rafforzate. Nel complesso dell'area dell'euro è proseguita la discesa dei rendimenti dei titoli pubblici; i premi per il rischio sovrano sono aumentati solo in Grecia. Il deprezzamento dell'euro si è significativamente accentuato e il tasso di cambio effettivo nominale è sceso ai minimi dal 2002.

Nell'area dell'euro scendono i tassi di interesse a lungo termine

Nell'area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono scesi ancora significativamente, raggiungendo un nuovo minimo storico (0,6 per cento nella media dell'area), grazie all'avvio del piano di acquisto di titoli pubblici e privati da parte della BCE, che ha superato le attese degli operatori in termini di importo e durata (cfr. il riquadro: *L'impatto macroeconomico per l'Italia del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema*). Nelle altre principali economie avanzate i tassi a lungo termine hanno invece registrato una parziale correzione rispetto ai minimi toccati alla fine di gennaio: a metà aprile erano pari all'1,8 per cento negli Stati Uniti, all'1,6 nel Regno Unito e allo 0,4 in Giappone (fig. 11).

Figura 11

Rendimenti delle obbligazioni pubbliche decennali
(dati di fine settimana; valori percentuali)



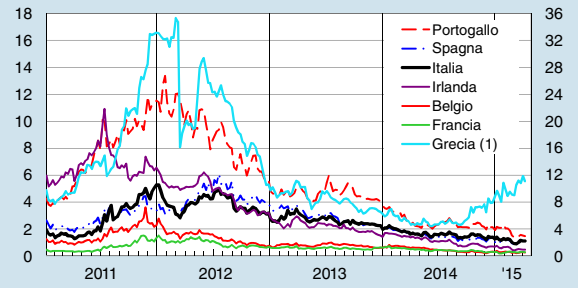
Fonte: Thomson Reuters Datastream.
(1) Rendimenti medi, ponderati con il PIL del 2010 a prezzi concatenati, dei titoli di Stato benchmark decennali dei paesi dell'area dell'euro; il dato esclude Cipro, Estonia, Grecia, Lussemburgo, Malta, Slovacchia, Slovenia, Lituania e Lettonia.

Gli spread sovrani aumentano in Grecia, sono stabili o in riduzione nel resto dell'area

L'effetto positivo delle decisioni della BCE sui premi per il rischio di credito sovrano è stato in parte attenuato dalla forte incertezza generata dalle trattative sulla revisione dei programmi di sostegno finanziario alla Grecia, tuttora in corso. Nei primi mesi del 2015 i differenziali di rendimento fra i titoli di Stato decennali e i corrispondenti titoli tedeschi sono diminuiti in Portogallo, Italia, Irlanda e Belgio (di 69, 24, 16 e 3 punti base, rispettivamente), mentre sono rimasti pressoché invariati in Spagna e Francia; in Grecia lo spread decennale è invece aumentato di 188 punti base (fig. 12).

Figura 12

Differenziali di interesse tra titoli di Stato decennali e il corrispondente titolo tedesco
(dati di fine settimana; punti percentuali)



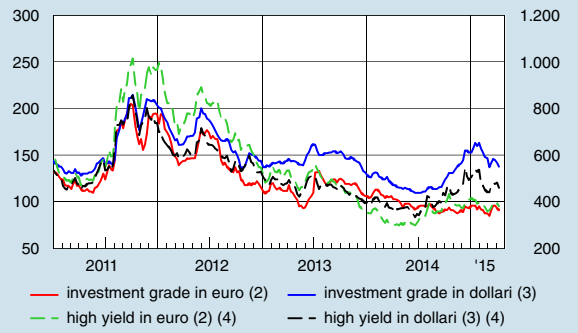
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.
(1) Scala di destra.

I premi per il rischio privato sono rimasti contenuti

Dall'inizio dell'anno i differenziali di rendimento fra le obbligazioni investment grade delle imprese e i titoli di Stato sono diminuiti per quelli denominati in dollari, mentre sono rimasti invariati per le obbligazioni denominate in euro (fig. 13). Nel comparto high yield i premi per il rischio si sono ridotti in misura marcata sia per i titoli denominati in dollari sia per quelli in euro. I premi per il rischio di credito delle banche, desumibili dai credit default swap, sono scesi sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti.

Figura 13

Differenziali di rendimento tra obbligazioni di società non finanziarie e titoli di Stato in euro e in dollari (1)
(dati di fine settimana; punti base)



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.

Nelle economie avanzate le quotazioni azionarie salgono e la volatilità si riduce

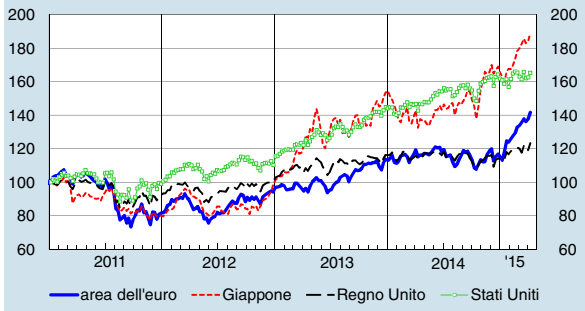
I corsi azionari sono cresciuti quasi ovunque (fig. 14), in un contesto di volatilità in calo (fig. 15). Negli Stati Uniti e nel Regno Unito le quotazioni hanno recuperato la flessione di inizio anno; nell'area dell'euro e in Giappone sono salite rapidamente, traendo sostegno dall'orientamento più espansivo delle politiche monetarie. In Giappone la borsa ha beneficiato anche dei maggiori acquisti da parte della Banca centrale e di alcuni investitori istituzionali, che hanno recentemente rivisto le proprie strategie di portafoglio, favorendo attività con rendimenti più elevati a scapito dei poco redditizi titoli pubblici.

Anche nei paesi emergenti le condizioni finanziarie migliorano

Le condizioni sui mercati finanziari delle economie emergenti sono divenute meno tese. I deflussi di capitali si sono interrotti e vi è stato un parziale ritorno degli investimenti di portafoglio nel comparto obbligazionario. Gli indici azionari hanno registrato diffusi rialzi, più marcati in India, e gli spread sovrani sono diminuiti, tranne che in Brasile. Questi ultimi sono scesi anche in Russia, grazie al recupero delle quotazioni petrolifere e nonostante la riduzione del rating sovrano nei primi mesi del 2015. Nel complesso delle economie emergenti il deprezzamento delle valute rispetto al dollaro si è ar-

Figura 14

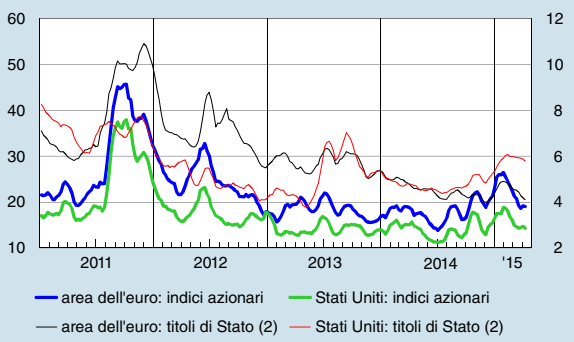
Corsi azionari (1)
(dati di fine settimana; 1ª settimana gen. 2011=100)



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 15

Volatilità implicita dei corsi azionari e dei titoli di Stato (1)
(dati di fine settimana; punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.
(1) Medie mobili a 5 giorni. 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.

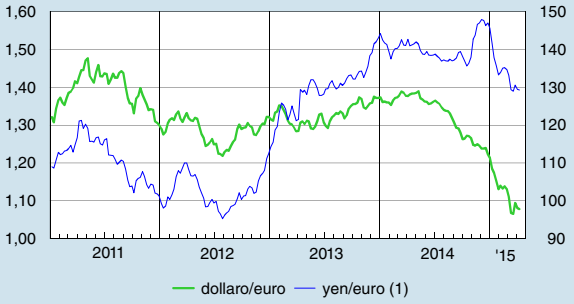
restato nella seconda metà di marzo, dopo l'annuncio della Riserva federale che il tasso di riferimento aumenterà più gradualmente; contestualmente il deprezzamento del real brasiliano, più marcato delle altre valute anche a seguito dello scandalo che ha coinvolto Petrobras, si è attenuato (16 per cento dall'inizio dell'anno). Il rublo ha per contro recuperato dall'inizio di febbraio circa la metà della perdita di valore registrata fra ottobre e gennaio (-60 per cento).

L'euro si è deprezzato, portandosi ai minimi dal 2002

Nei primi mesi del 2015 si è accentuato il deprezzamento dell'euro che, in termini effettivi nominali, si collocava a metà aprile sul valore più basso degli ultimi 13 anni. La moneta comune ha continuato a indebolirsi rispetto al dollaro, proseguendo nella tendenza in atto da quasi un anno, e ha riassorbito rapidamente l'apprezzamento registrato alla fine del 2014 nei confronti dello yen, dopo il rafforzamento del programma di espansione quantitativa in Giappone. Dall'inizio dell'anno l'euro ha perso circa il 13 per cento del proprio valore rispetto a entrambe le valute (fig. 16).

Figura 16

Tassi di cambio bilaterali
(dati medi settimanali)



Fonte: BCE.
(1) Scala di destra.

2 L'ECONOMIA ITALIANA

2.1 LA FASE CICLICA

In Italia sono emersi segnali congiunturali più favorevoli. Nel quarto trimestre del 2014 si è arrestata la caduta del PIL, grazie all'accelerazione delle esportazioni, al proseguimento dell'espansione dei consumi e alla lieve ripresa degli investimenti. Nei primi mesi di quest'anno la fiducia di famiglie e imprese è aumentata in misura marcata. Il riavvio del ciclo industriale deve tuttavia ancora consolidarsi.

Alla fine del 2014 si è stabilizzato il PIL e hanno ripreso a crescere gli investimenti…

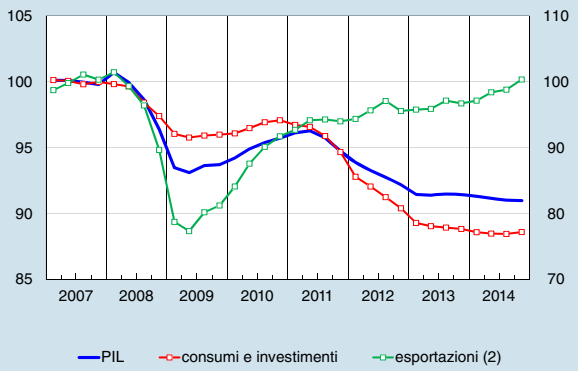
Nel quarto trimestre del 2014 il PIL è rimasto stabile rispetto al periodo precedente (fig. 17). È ripresa l'accumulazione di capitale, sia pure in misura modesta (0,2 per cento; tav. 2), dopo una flessione protrattasi, quasi senza interruzioni, dall'inizio del 2011. Gli investimenti sono stati sostenuti in particolare dalla spesa in mezzi di trasporto, a fronte di un nuovo calo di quella in costruzioni. I consumi delle famiglie hanno continuato a espandersi moderatamente (0,1 per cento). Gli scambi con l'estero hanno fornito il principale sostegno alla dinamica del PIL (0,4 punti percentuali), in presenza di una forte accelerazione delle esportazioni e di un aumento più contenuto delle importazioni. La variazione delle scorte ha fornito un contributo negativo di 0,6 punti percentuali. Il valore aggiunto è aumentato nel settore terziario, mentre si è ridotto in quello delle costruzioni, nell'industria in senso stretto e nell'agricoltura.

…anche se le prospettive sono ancora incerte

Dopo la lieve ripresa della fine del 2014, la produzione industriale sarebbe cresciuta, secondo nostre valutazioni, in misura modesta nei primi mesi dell'anno; sulla base di questi dati, il prodotto nel primo trimestre sarebbe lievemente aumentato. In marzo l'indicatore Ita-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che fornisce una stima della variazione trimestrale del PIL

Figura 17

PIL e principali componenti della domanda (1)
(dati trimestrali; indici: 2007=100)



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

Tavola 2

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

VOCI	2014				2014 (2)
	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
PIL	-0,1	-0,2	-0,1	..	-0,4
Importazioni totali	-0,1	1,1	0,7	0,3	1,8
Domanda nazionale (3)	-0,3	-0,3	-0,1	-0,4	-0,7
Consumi nazionali	..	..	0,2	0,2	..
spesa delle famiglie (4)	*0,1*	*0,2*	*0,2*	*0,1*	*0,3*
altre spese (5)	*-0,4*	*-0,5*	*0,2*	*0,4*	*-0,9*
Investimenti fissi lordi	-1,5	-0,7	-1,0	0,2	-3,3
costruzioni	*-1,5*	*-1,2*	*-0,9*	*-0,6*	*-4,9*
altri beni	*-1,5*	*-0,2*	*-1,0*	*1,0*	*-1,6*
Variaz. delle scorte (6) (7)	..	-0,2	..	-0,6	-0,1
Esportazioni totali	0,4	1,3	0,4	1,6	2,7
Esportazioni nette (7)	0,2	0,1	-0,1	0,4	0,3

Fonte: Istat.
(1) Quantità a prezzi concatenati; dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Dati non corretti per il numero di giornate lavorative. – (3) Include la variazione delle scorte e oggetti di valore. – (4) Include anche le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (5) Spesa delle Amministrazioni pubbliche. – (6) Include gli oggetti di valore. – (7) Contributi alla crescita del PIL sul periodo precedente; punti percentuali.

depurata dalle oscillazioni di breve periodo, è migliorato, ma continua a segnalare una residua debolezza della dinamica di fondo dell'attività economica (cfr. il riquadro: *Ita-coin: un indicatore coincidente del ciclo economico italiano*). Segnali più favorevoli provengono dalle inchieste qualitative, che delineano un quadro di maggior fiducia nei giudizi di imprese e famiglie, soprattutto in termini prospettici. Un impulso alla crescita potrà scaturire dall'ampliamento del programma di acquisto di titoli recentemente varato dal Consiglio direttivo della Banca centrale europea (cfr. il riquadro: *L'impatto macroeconomico per l'Italia del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema*). L'attività economica beneficerebbe inoltre delle basse quotazioni del greggio: la riduzione della spesa energetica libera risorse che famiglie e imprese possono destinare a consumi e investimenti e potrebbe contribuire a un effetto sul prodotto nell'ordine di mezzo punto percentuale in due anni (cfr. *Bollettino economico*, n. 1, 2015).

ITA-COIN: UN INDICATORE COINCIDENTE DEL CICLO ECONOMICO ITALIANO

In base agli accordi comunitari le stime trimestrali del PIL sono usualmente diffuse entro 45 giorni dalla fine del periodo di riferimento; le revisioni apportate in occasione di successivi rilasci di dati, pur inferiori rispetto al passato, rimangono significative.

Per consentire una valutazione della congiuntura economica tempestiva e meno influenzata dalla volatilità di breve periodo, la Banca d'Italia ha di recente avviato la produzione di un indicatore ciclico coincidente dell'economia italiana, Ita-coin (1), che si associa all'analogo indicatore già da tempo elaborato per l'area dell'euro, €-coin (2).

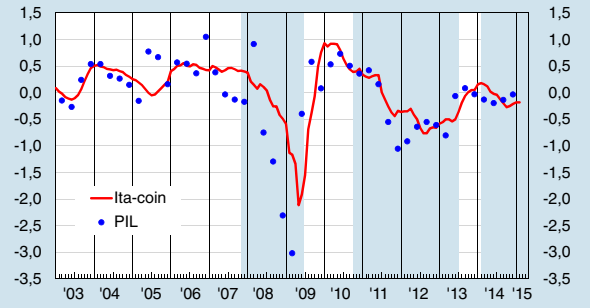
Ita-coin fornisce una stima mensile dell'evoluzione tendenziale dell'attività economica, sfruttando l'informazione proveniente da un ampio insieme di variabili riferite all'economia italiana, di natura sia quantitativa (produzione industriale, inflazione, vendite al dettaglio, flussi di interscambio, indici azionari) sia qualitativa (fiducia di famiglie e imprese, indicatori PMI); vengono inoltre impiegati dati riferiti alla Germania, nostro principale partner commerciale. L'ipotesi alla base del modello è che la correlazione fra tali indicatori sia guidata da un numero contenuto di shock comuni, che spiegano, perciò, la dinamica ciclica dell'economia (3).

Le stime mensili di Ita-coin risentono in misura modesta di revisioni nei dati e tendono a rimanere stabili anche in periodi di forti oscillazioni dell'attività economica. L'indicatore rivela una buona capacità di tracciare le diverse fasi cicliche secondo la datazione ufficiale (figura).

Dall'avvio della crisi del debito sovrano sino alla metà del 2013 Ita-coin ha mostrato una dinamica decisamente negativa, in linea con la tendenza recessiva del PIL. Nei periodi successivi, mentre il calo dell'attività andava riducendosi, l'indicatore è tornato su livelli positivi, per poi ripiegare dalla metà del 2014. Negli ultimi mesi Ita-coin ha registrato un graduale miglioramento, ma si trova ancora su valori negativi, segnalando i progressi, come anche le difficoltà, nell'avvio della ripresa.

Figura

Fasi cicliche dell'economia italiana (1)
(variazioni percentuali)



(1) Ita-coin e tasso di crescita trimestrale del PIL a confronto con la datazione del ciclo economico italiano (le aree ombreggiate indicano le fasi di contrazione. Fino al 2009 la datazione è quella pubblicata dall'Istat; nei periodi successivi è ottenuta con l'algoritmo di Bry e Boschan).

(1) V. Aprigliano e L. Bencivelli, *Ita-coin: a new coincident indicator for the Italian economy*, Banca d'Italia, «Temi di discussione», n. 935, 2013.
(2) F. Altissimo [et al.], "New Eurocoin: Tracking Economic Growth in Real Time", *The Review of Economics and Statistics*, 92, 4, 2010, pp. 1024-1034, pubblicato anche in Banca d'Italia, «Temi di discussione del Servizio Studi», n. 631, 2007.
(3) M. Forni [et al.], "The Generalized Dynamic Factor Model: One-Sided Estimation and Forecasting", *Journal of the American Statistical Association*, 100, 471, 2005, pp. 830-840.

L'inflazione al consumo è sostanzialmente nulla

L'inflazione al consumo (misurata dalla variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo, IPCA) si è collocata su valori pressoché nulli nel bimestre febbraio-marzo. La modesta dinamica dei prezzi continua a riflettere il forte calo della componente energetica, oltre alla persistente moderazione delle componenti di fondo; al netto dei beni energetici e alimentari, l'inflazione si è attestata in marzo allo 0,4 per cento, un valore minimo nel confronto storico (cfr. il par. 2.6).

L'IMPATTO MACROECONOMICO PER L'ITALIA DEL PROGRAMMA DI ACQUISTO DI TITOLI DELL'EUROSISTEMA

Nella riunione del 22 gennaio 2015 il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato l'estensione del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema, che in precedenza aveva riguardato asset-backed securities (ABS) e covered bond, a quelli pubblici (Public Sector Purchase Programme). A partire dal 9 marzo, e sino almeno a settembre del 2016, sono previsti acquisti per 60 miliardi di euro al mese (pari in totale a 1.140 miliardi, circa il 50 per cento dell'attivo di bilancio dell'Eurosistema al momento della decisione e circa l'11 per cento del PIL dell'area nel 2014) (1). Nell'ambito di tale programma, poco più di 130 miliardi di titoli di Stato italiani potranno essere acquistati dalla Banca d'Italia, circa 150 (il 9,1 per cento del PIL nazionale) includendo anche le operazioni della BCE. La durata del programma ampliato di acquisto di attività (Expanded Asset Purchase Programme) potrà essere estesa se il Consiglio direttivo non riscontrerà un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione coerente con l'obiettivo di conseguire tassi di inflazione inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine (2).

Il programma di acquisto di titoli pubblici e privati influenza l'attività economica e l'inflazione attraverso diversi canali: a) comprime i rendimenti dei titoli pubblici, utilizzati come riferimento per i tassi di una vasta gamma di strumenti di finanziamento all'economia privata (3); b) la liquidità ricevuta in cambio dei titoli ceduti all'Eurosistema orienta i portafogli degli operatori economici verso attività finanziarie più redditizie, non direttamente interessate dagli acquisti del programma, trasmettendo così l'impulso di politica monetaria a un più ampio ventaglio di strumenti di finanziamento; c) il calo dei rendimenti dei titoli acquistati si riflette sui costi di finanziamento delle banche, migliorando le condizioni di offerta del credito per famiglie e imprese; d) la riduzione dei rendimenti degli strumenti denominati in euro favorisce, a parità di altre condizioni, un deprezzamento del cambio che, oltre ad accrescere l'inflazione importata e le aspettative di inflazione, stimola le esportazioni; e) la rivalutazione delle attività finanziarie rafforza la situazione patrimoniale del settore privato, aumentandone la capacità di spesa; f) infine, la significativa dimensione e la composizione del programma, segnalando la determinazione dell'Eurosistema al raggiungimento dell'obiettivo di stabilità dei prezzi, contribuiscono a sostenere le aspettative di inflazione e la fiducia del pubblico.

L'importanza relativa dei canali di trasmissione nell'area dell'euro e in Italia, rispetto a quella osservata in passato in altri paesi, può risentire del ruolo preponderante che il sistema bancario riveste nel finanziamento dell'economia. Il rafforzamento delle condizioni patrimoniali delle banche e le misure adottate nel 2014 al fine di migliorare il meccanismo di trasmissione della politica mo-

(1) A titolo di confronto, la Riserva federale, la Banca d'Inghilterra e la Banca del Giappone hanno ampliato, a seguito dei rispettivi programmi, le dimensioni dei propri bilanci in percentuale del PIL del 2014 di circa 22, 21 e 32 punti, rispettivamente.
(2) Maggiori dettagli sul funzionamento del programma sono disponibili all'indirizzo: http://www.bancaditalia.it/media/notizia/il-programma-di-acquisto-di-titoli-pubblici-e-privati-dell-eurosistema-aggiornamento.
(3) Tale effetto è tanto maggiore quanto più la riduzione dei rendimenti sui titoli di Stato si riflette in un riassorbimento dello spread sovrano. Per una descrizione sintetica della trasmissione degli shock dallo spread sovrano ai tassi passivi bancari cfr. il riquadro: *L'impatto del rischio sovrano sulla raccolta delle banche*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 2, 2011.

netaria sostenendo il processo di erogazione del credito all'economia reale, potranno accrescere l'efficacia del programma di acquisto di titoli attraverso il canale bancario (4).

Gli effetti del programma si sono manifestati in misura significativa sui mercati finanziari e valutari già a partire dalla riunione del Consiglio direttivo del 6 novembre 2014 (cfr. il par. 1.2), nella quale è stata espressa l'intenzione di estendere, qualora necessario, il programma di acquisto di ABS e di obbligazioni garantite, avviando da subito i lavori preparatori da parte dell'Eurosistema.

Una valutazione dell'impatto di tale programma sull'economia italiana può essere ottenuta sulla base del modello econometrico della Banca d'Italia (5); essa dipende dalle ipotesi in merito alla reazione dei mercati finanziari. In uno scenario coerente con quanto osservato in analoghi episodi in altri paesi, si può ipotizzare che: a) i rendimenti dei titoli di Stato scendano di circa 85 punti base, favorendo una ricomposizione dei portafogli verso strumenti più redditizi; b) i tassi bancari si riducano di 35 punti base per le famiglie e di 20 per le imprese (6), contribuendo a stimolare la domanda di prestiti; c) il tasso di cambio si deprezzi nei confronti del dollaro dell'11,4 per cento (del 6,5 tenendo anche conto della quota di scambi commerciali dell'Italia con il resto dell'area dell'euro e con gli altri paesi); d) la domanda estera potenziale dell'Italia cresca di quasi lo 0,5 per cento, grazie alla più sostenuta attività economica negli altri paesi dell'area.

Le ipotesi sui tassi di interesse sui titoli pubblici e sul cambio sono nel complesso in linea con le variazioni osservate sui mercati finanziari (tavola). Nel periodo intercorso tra l'annuncio dei lavori preparatori per l'avvio del programma e l'inizio degli acquisti, i rendimenti decennali dei BTP sono scesi di circa 110 punti base e il cambio si è deprezzato dell'8 per cento; una parte degli effetti si è manifestata dopo il 22 gennaio, a seguito dell'annuncio delle caratteristiche del programma, più

Tavola

Andamento di variabili finanziarie e cronologia del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema
(variazioni percentuali, salvo diversa indicazione)

PERIODO DI RIFERIMENTO (1)	5 nov. 2014-21 gen. 2015	21 gen. 2015-6 mar. 2015	6 mar. 2015-10 apr. 2015	5 nov. 2014-10 apr. 2015 (2)
Tasso BTP a 10 anni (3)	-74	-37	-5	-117
CDS banche italiane (3)	29	-51	7	-15
Dollaro/euro (4)	-7	-5	-4	-15
Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (4)	-4	-4	-2	-10
Corsi azionari (5)	3	12	6	23

Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream e Bloomberg.
(1) 5 novembre 2014, giornata lavorativa precedente l'avvio dei lavori preparatori; 21 gennaio 2015, giornata lavorativa precedente l'annuncio del programma; 6 marzo 2015, giornata lavorativa precedente l'avvio del programma. – (2) Eventuali discrepanze sono attribuibili ad arrotondamenti. – (3) Punti base. – (4) Variazioni negative indicano un deprezzamento. Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro è calcolato rispetto alle divise dei 19 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. – (5) Indice FTSE Italia MIB.

(4) Nella riunione del giugno 2014 il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato l'avvio delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine e in quella di settembre l'avvio di un programma di acquisto di obbligazioni bancarie garantite (Covered Bond Purchase Programme 3) e di asset-backed securities emessi a seguito della cartolarizzazione di crediti bancari a imprese e famiglie (Asset-Backed Securities Purchase Programme), con l'obiettivo di favorire l'afflusso di credito verso l'economia e di stimolare la crescita anche attraverso un aumento della dimensione del bilancio dell'Eurosistema.
(5) Cfr. anche P. Cova e G. Ferrero, *L'acquisto di attività finanziarie pubbliche e private per fini di politica monetaria dell'Eurosistema e l'impatto sull'economia italiana*, Banca d'Italia, «Questioni di economia e finanza», di prossima pubblicazione.
(6) La riduzione è più contenuta per le imprese in quanto, nel caso delle famiglie, la quota di prestiti indicizzati ai tassi a lungo termine è più elevata.

ampio di quanto atteso dai mercati. Dall'avvio degli acquisti i rendimenti sono rimasti sostanzialmente invariati, mentre è proseguito l'indebolimento del cambio.

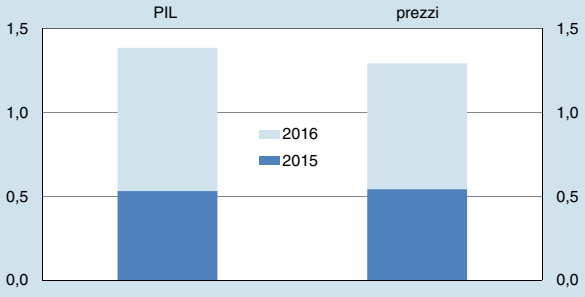
È invece più difficile una quantificazione di altri potenziali canali, quali ad esempio quelli che operano attraverso l'effetto ricchezza, le aspettative di inflazione e il clima di fiducia, che potrebbero avere un impatto macroeconomico rilevante ma non sono stati inclusi nelle stime.

Nel complesso, secondo il modello trimestrale, queste ipotesi si potrebbero tradurre nel biennio 2015-16 in una maggiore crescita cumulata del PIL italiano di 1,4 punti percentuali, e in un innalzamento dell'inflazione di poco oltre 0,5 punti percentuali in ciascuno dei due anni (figura). Il deprezzamento del tasso di cambio contribuirebbe per circa due terzi all'aumento aggiuntivo del PIL e quasi per intero a quello dei prezzi. I minori tassi di interesse concorrerebbero per circa 0,4 punti percentuali alla maggior crescita del prodotto.

Circa la metà di tali effetti era già inclusa nello scenario macroeconomico del *Bollettino economico* dello scorso gennaio, che incorporava la discesa dei tassi di interesse e il deprezzamento del cambio osservati successivamente al Consiglio del 6 novembre 2014. Nel complesso, in uno scenario in cui il programma di acquisto sia realizzato con decisione, la crescita del prodotto potrebbe essere superiore allo 0,5 per cento quest'anno e attorno all'1,5 il prossimo.

Figura

Impatto cumulato del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema (1)
(variazioni percentuali)



(1) Aumento complessivo del livello del PIL e dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) nel biennio 2015-16 e ripartizione in ciascun anno dell'aumento.

2.2 LE IMPRESE

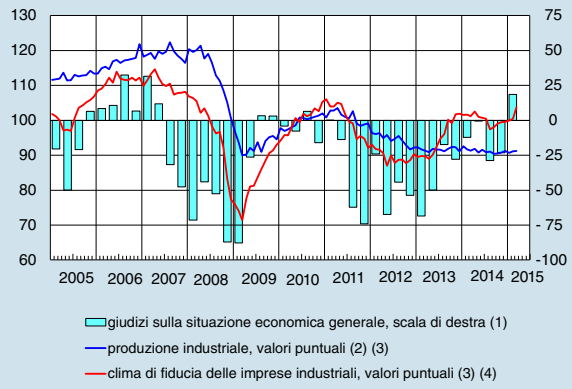
La fiducia delle imprese italiane continua a mostrare segnali di miglioramento; il ciclo industriale stenta tuttavia a superare la prolungata fase di debolezza. Indicazioni favorevoli emergono per gli investimenti, tornati a crescere nell'ultimo trimestre dello scorso anno, dopo essere diminuiti quasi senza interruzioni dall'inizio del 2011; anche le inchieste più recenti prefigurano una ripresa dell'accumulazione nell'anno in corso.

Il riavvio del ciclo industriale è ancora incerto…

Dall'autunno 2014 la produzione industriale ha mostrato segnali di miglioramento, solo parzialmente confermati nei primi mesi dell'anno. Sulla base delle nostre stime per marzo, nel primo trimestre del 2015 la produzione industriale avrebbe registrato un incremento modesto (fig. 18).

Figura 18

Produzione e clima di fiducia delle imprese industriali
(dati mensili)



Fonte: elaborazioni su dati Istat, Terna e Banca d'Italia.
(1) Saldo in punti percentuali tra le risposte "migliori" e "peggiori" al quesito sulle condizioni economiche generali nell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Marzo 2015*, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 18, 2015; dati riferiti alle sole imprese industriali. – (2) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi; il dato per marzo 2015 è stimato. – (3) Indice 2010=100. – (4) A giugno 2013 sono state introdotte innovazioni metodologiche che rendono i dati diffusi a partire da quella data non direttamente confrontabili con quelli precedenti.

...ma la fiducia delle imprese è migliorata

Gli indicatori desunti dalle indagini presso le imprese sono nettamente migliorati e prefigurano un recupero dell'attività produttiva. In marzo la fiducia ha continuato a rafforzarsi in tutti i principali comparti, collocandosi sui livelli osservati quattro anni fa. Le valutazioni delle imprese hanno beneficiato dei giudizi più favorevoli sugli ordini, interni ed esteri, e, in misura minore, sull'andamento atteso della produzione. Indicazioni coerenti provengono dall'indice PMI, che si è confermato al di sopra della soglia compatibile con un'espansione dell'attività sia nel settore manifatturiero sia nel terziario. Anche la rilevazione trimestrale presso le aziende, condotta in marzo in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, delinea un netto miglioramento dei giudizi delle imprese sulla situazione economica generale. Rispetto all'inchiesta precedente è inoltre aumentata la quota delle aziende che pianifica maggiori investimenti nel 2015 (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese italiane nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*).

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

Tra il 2 e il 19 marzo la Banca d'Italia, in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, ha condotto l'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita delle imprese con almeno 50 addetti operanti nell'industria in senso stretto, nei servizi e nelle costruzioni. La rilevazione segnala un diffuso e crescente ottimismo delle aziende intervistate rispetto al trimestre precedente, sebbene continuino a prevalere valutazioni di una sostanziale stabilità del quadro economico (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Marzo 2015*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 18, 2015).

Per la prima volta da quattro anni la quota di imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi che segnala un miglioramento della situazione economica generale è stata superiore alla percentuale di aziende che indica un peggioramento. Gli operatori esprimono giudizi decisamente più favorevoli sull'andamento della domanda dei loro prodotti, corrente e attesa, in particolare per la componente estera. Nel breve termine l'attività delle imprese sarebbe sostenuta dalla domanda e, in misura minore, dall'andamento dei propri listini di vendita e del tasso di cambio; per la prima volta da quando l'informazione è disponibile (marzo 2008) anche le condizioni di accesso al credito fornirebbero uno stimolo positivo, seppur contenuto. Rispetto a dicembre si è anche attenuata l'incertezza circa l'evoluzione del quadro macroeconomico e politico.

Nelle valutazioni delle imprese sono nettamente migliorate le condizioni per investire, sia nell'industria in senso stretto sia nei servizi: i saldi percentuali tra i giudizi di miglioramento e di peggioramento si sono collocati sui livelli più elevati dall'inizio della crisi finanziaria globale (figura A). Per il complesso del 2015 quasi la metà delle aziende si attende una spesa per investimenti invariata in termini nominali rispetto all'anno precedente (tavola); tuttavia la quota di imprese che segnala un aumento degli investimenti prevale sulla percentuale di quelle che ne pianifica una riduzione, soprattutto nel settore terziario. Sulla base delle valutazioni fornite, il processo di accumulazione dovrebbe intensificarsi nella seconda parte dell'anno. Le aziende che esprimono giudizi positivi sulla domanda dei propri prodotti e quelle con migliori condizioni di accesso al credito hanno una maggiore probabilità di ampliare la spesa per investimenti nel corso del 2015 (figura B); nel confronto con la precedente rilevazione si è in particolare rafforzato il

Tavola

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

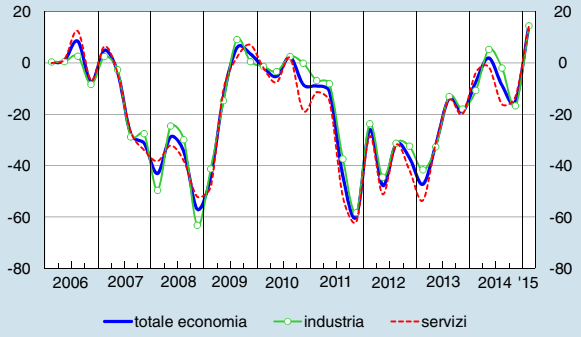
RISPOSTE	Industria in senso stretto	Servizi	Industria in senso stretto e servizi
Spesa per investimenti programmata per il 2015 rispetto a quella effettuata nel 2014			
Più alta	35,9	35,1	35,5
Praticamente uguale	41,5	49,6	45,4
Più bassa	22,6	15,3	19,1
Spesa per investimenti programmata per il primo semestre del 2015 rispetto al secondo del 2014			
Più alta	25,7	29,8	27,7
Praticamente uguale	50,6	49,6	50,1
Più bassa	23,7	20,6	22,2

(1) Percentuali ponderate per il numero di imprese nell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Marzo 2015*, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 18, 2015. Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

Figura A

Giudizio sulle condizioni per investire rispetto al trimestre precedente (1)

(dati trimestrali; punti percentuali)

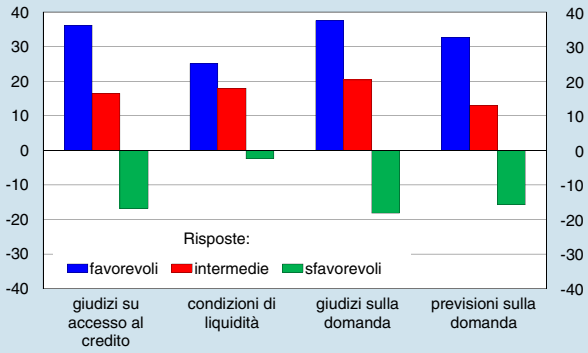


(1) Saldi tra giudizi di miglioramento e giudizi di peggioramento rispetto al trimestre precedente nell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Marzo 2015*, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* presso le imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 18, 2015.

Figura B

Attese delle imprese sugli investimenti nel complesso del 2015 (1)

(punti percentuali)



(1) Saldi tra la percentuale di imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi che si attende una spesa nominale per investimenti superiore nel 2015 rispetto all'anno precedente e la quota di imprese che si aspetta una spesa inferiore, suddivisi secondo le modalità di risposta alle domande sull'accesso al credito, le condizioni attese di liquidità, i giudizi e le prospettive per la domanda di propri prodotti nell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Marzo 2015*, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 18, 2015.

ruolo di stimolo della domanda corrente (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese italiane nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, in *Bollettino economico*, n. 1, 2015).

Anche le valutazioni delle imprese delle costruzioni sono risultate più ottimistiche, sebbene più prudenti di quelle rilevate per gli altri comparti. Le condizioni per l'accumulazione sono migliorate e la quota di aziende che dichiara un'espansione della spesa per investimenti nell'anno in corso prevale in misura non trascurabile su quella che ne segnala una riduzione, con una ripresa che sarebbe concentrata nella seconda parte dell'anno.

L'accumulazione di capitale è tornata su valori positivi

Nello scorcio del 2014 gli investimenti, in flessione pressoché ininterrotta dall'inizio del 2011, sono tornati ad aumentare (0,2 per cento sul trimestre precedente); l'accumulazione di beni strumentali, in calo da oltre un anno, è cresciuta (0,2 per cento) e la spesa in mezzi di trasporto ha registrato un netto recupero (7,7 per cento). La contrazione degli investimenti in costruzioni, in atto dall'estate del 2010, si è attenuata (-0,6 per cento, da -2,3 un anno prima).

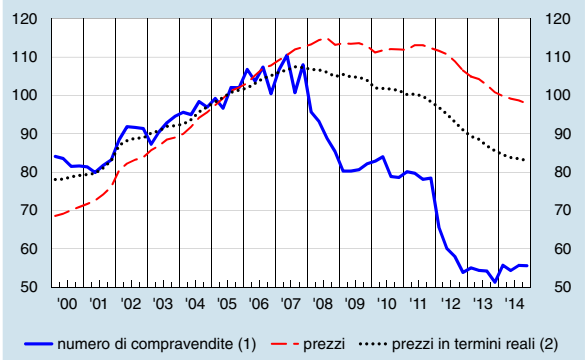
Nel settore edile, dopo la protratta debolezza, sono emersi segnali di stabilizzazione

Nell'ultimo trimestre del 2014 le compravendite di abitazioni sono rimaste sostanzialmente invariate rispetto al periodo precedente; nella media dell'anno sono aumentate del 3,6 per cento. È continuata la flessione dei prezzi delle case, in atto da oltre un triennio, seppur in attenuazione nella media dell'anno (fig. 19). In gennaio è proseguito il mo-

Figura 19

Compravendite e prezzi delle abitazioni

(dati trimestrali; indici: 2005=100)



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.

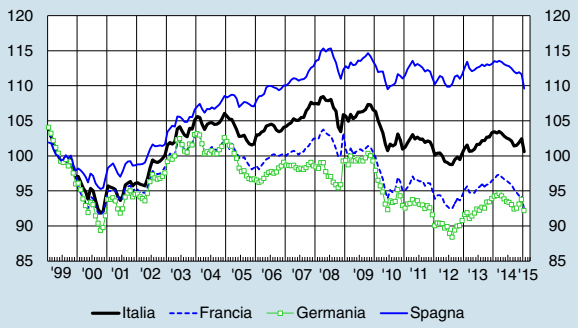
derato recupero della produzione edile, dopo il prolungato calo dell'attività. Nella rilevazione di marzo Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore* i giudizi delle imprese delle costruzioni sulla situazione economica generale e sulle condizioni per investire sono decisamente migliorati rispetto a dicembre.

La competitività continua a migliorare

Valutazioni preliminari per il bimestre febbraio-marzo indicano che la competitività degli esportatori italiani, misurata sulla base dei prezzi alla produzione di beni manufatti, sarebbe nuovamente migliorata (fig. 20). Dalla metà dello scorso anno i guadagni complessivi sarebbero pari a tre punti percentuali. La tendenza positiva, comune ai principali partner nell'area dell'euro, avrebbe riflesso il forte deprezzamento del cambio.

Figura 20

Indicatori di competitività (1)
(dati mensili; indici: 1999=100)



Fonte: elaborazioni su dati FMI, OCSE ed Eurostat.
(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 gennaio 2015.

Alla fine del 2014 la redditività delle imprese è lievemente diminuita

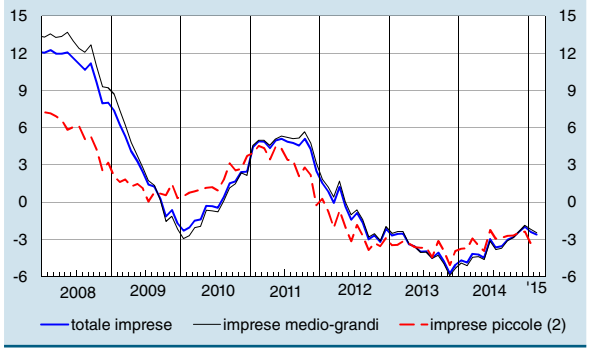
Secondo stime basate sui conti nazionali, nel quarto trimestre del 2014 la redditività operativa delle imprese – calcolata come rapporto tra margine operativo lordo e valore aggiunto nei dodici mesi terminanti in dicembre – è leggermente diminuita, principalmente per effetto di un aumento del costo del lavoro, rimanendo su livelli storicamente bassi. A fronte di una stabilità dell'autofinanziamento, è proseguita la contrazione del fabbisogno finanziario, a causa di un'ulteriore riduzione degli investimenti lordi (in rapporto al valore aggiunto). Gli oneri finanziari sono rimasti invariati.

Prosegue la contrazione dei prestiti bancari

I prestiti bancari alle imprese (incluse le famiglie produttrici) si sono ancora ridotti (del 2,6 per cento nei dodici mesi terminanti in febbraio, da -2,4 nella media del quarto trimestre del 2014; fig. 21). Negli ultimi tre mesi dello scorso anno l'indebitamento delle imprese in percentuale del PIL è sceso di circa due punti percentuali rispetto al periodo precedente, al 76,4 per cento (fig. 22).

Figura 21

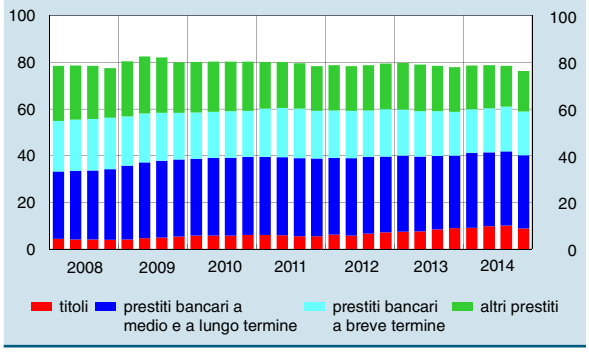
Prestiti bancari per classe dimensionale dell'impresa (1)
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)



(1) Imprese non finanziarie, incluse le famiglie produttrici. Dati corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni e delle riclassificazioni. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con meno di 20 addetti.

Figura 22

Debito delle imprese (1)
(dati trimestrali; in percentuale del PIL)



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.

Nei primi mesi dell'anno la raccolta obbligazionaria netta è tornata positiva

Nel quarto trimestre del 2014 le emissioni nette di obbligazioni delle imprese italiane sono state sostanzialmente nulle (contro i 2,8 miliardi di euro del trimestre precedente; cfr. tav. 7). Nello stesso periodo sono aumentate le emissioni lorde di azioni da parte di società non finanziarie residenti in Italia. Sulla base di dati preliminari di fonte Dealogic, nei primi mesi del 2015 la raccolta obbligazionaria netta sarebbe tornata positiva.

2.3 LE FAMIGLIE

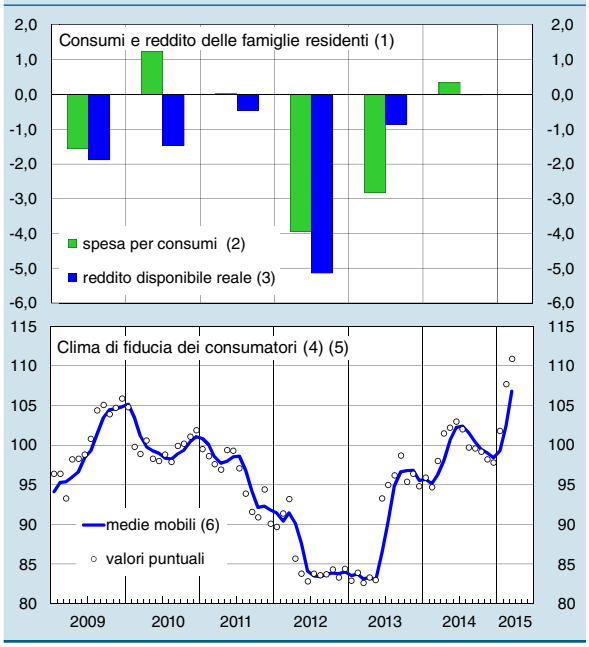
La spesa delle famiglie continua ad aumentare, seppur in misura contenuta, sostenuta prevalentemente dagli acquisti di beni durevoli. Nei primi mesi dell'anno il clima di fiducia ha segnato un deciso miglioramento, guidato soprattutto dalle prospettive sulla situazione generale dell'economia, collocandosi in marzo sui livelli massimi dal giugno 2002.

Prosegue il recupero dei consumi…

Il lento recupero dei consumi privati, in atto dall'estate del 2013, è proseguito nell'ultimo trimestre dello scorso anno (0,1 per cento rispetto al periodo precedente), sostenuto però esclusivamente dall'aumento della spesa per beni durevoli e per servizi (0,3 per cento per entrambe), a fronte della diminuzione degli altri consumi. Il potere d'acquisto delle famiglie, pur diminuendo rispetto al trimestre estivo (-0,5 per cento; fig. 23), si è confermato su livelli più elevati di quelli della prima parte del 2014, beneficiando anche delle misure a favore delle famiglie con reddito medio-basso introdotte nella legge di stabilità. Nella fase più acuta della recessione i consumi, che alla fine del 2014 erano ancora di quasi l'8 per cento al di sotto dei valori pre-crisi, avevano risentito della compressione del reddito disponibile e della ricchezza (cfr. il riquadro: *I consumi delle famiglie nelle recenti recessioni*).

Figura 23

Consumi, reddito e clima di fiducia dei consumatori
(variazioni percentuali e numeri indice)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) Variazioni percentuali sull'anno precedente. – (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.

I CONSUMI DELLE FAMIGLIE NELLE RECENTI RECESSIONI

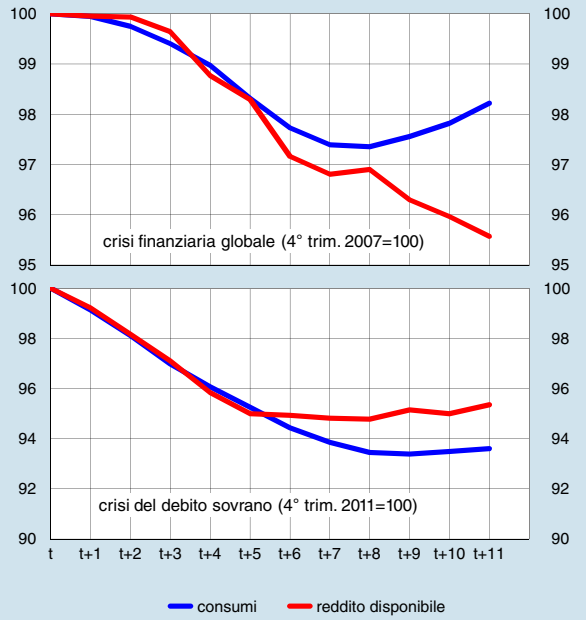
In occasione di recessioni particolarmente severe, come quella dei primi anni novanta e del 2008-09, la contrazione della spesa delle famiglie italiane era stata inferiore a quella del reddito disponibile in termini reali, con una conseguente compressione del saggio di risparmio, nel tentativo di mantenere un livello di consumo stabile nel corso del tempo (*consumption smoothing*) e di preservare il tenore di vita (figura A). Per contro nel corso della crisi del debito sovrano i consumi hanno dapprima registrato una diminuzione analoga a quella del reddito, per poi cadere, a partire dalla primavera del 2013, in misura decisamente maggiore, anche per la contestuale contrazione della ricchezza (1).

(1) L. Rodano e C. Rondinelli, *The Italian household consumption: a comparison among recessions*, in *Gli effetti della crisi sul potenziale produttivo e sulla spesa delle famiglie in Italia*, Banca d'Italia, «Seminari e convegni», 18, 2014, pp. 158-185.

Figura A

Reddito disponibile e consumi reali delle famiglie (1)

(numeri indice)

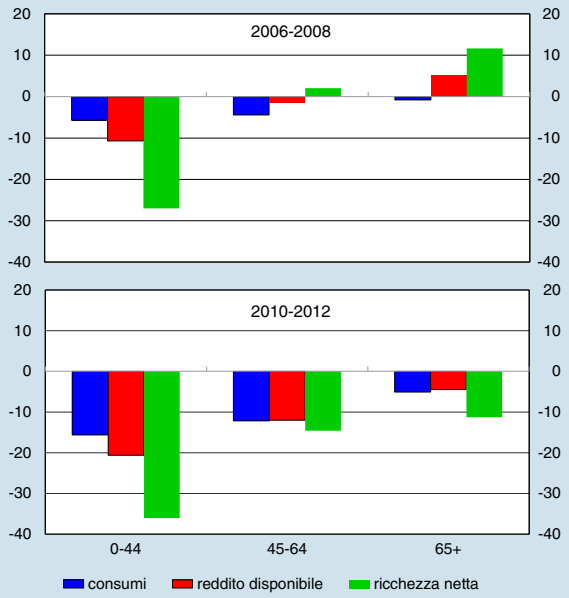


Fonte: elaborazioni su dati trimestrali Istat.
(1) Famiglie consumatrici. Medie mobili di 4 termini; indici=100 nel primo periodo di contrazione del reddito disponibile in termini annuali.

Figura B

Consumi, reddito disponibile e ricchezza netta per classe di età del capofamiglia (1)

(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane.
(1) Per i consumi e il reddito disponibile variazioni della media; per la ricchezza netta variazioni della mediana. Valori in termini reali corretti per tener conto delle economie di scala famigliari.

A tale sviluppo avrebbe contribuito la durata complessiva della "doppia recessione": tra il 2008 e il 2009 la compressione del saggio di risparmio finalizzata a contenere le oscillazioni della spesa avrebbe eroso in misura sensibile la ricchezza delle famiglie, colpita anche da forti shock negativi ai valori finanziari e immobiliari. Secondo i dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane condotta dalla Banca d'Italia, tra il 2010 e il 2012 il valore mediano della ricchezza netta è diminuito del 12,7 per cento, riflettendo principalmente il calo di valore degli immobili, la componente più consistente (2); nell'intento di ricostituire lo stock di ricchezza, riportandolo su livelli adeguati al tenore dei consumi pre-crisi, le famiglie italiane avrebbero pertanto aumentato la quota di reddito risparmiata.

La recessione ha inoltre gravato sui nuclei familiari in maniera diseguale: la riduzione dei consumi è stata più forte per quelli con capifamiglia giovani, colpiti da una contrazione del reddito disponibile e della ricchezza relativamente più pronunciata (figura B). In prospettiva, secondo le valutazioni delle famiglie, l'evoluzione della spesa per consumi dipenderà dalla possibilità che l'ingente flessione di reddito osservata durante la crisi possa essere almeno in parte recuperata.

(2) Per maggiori dettagli cfr. *I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2012*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 5, 2014.

Secondo i più recenti indicatori, nel primo trimestre di quest'anno i consumi avrebbero registrato un nuovo incremento. Gli acquisti delle famiglie sarebbero stati ancora sospinti dalle componenti dei servizi e dei beni durevoli; nel primo trimestre le immatricolazioni di autovetture hanno accelerato, aumentando del 7,3 per cento rispetto al periodo precedente.

…e migliora la fiducia delle famiglie

Nei primi mesi dell'anno l'indice del clima di fiducia dei consumatori è salito decisamente, riportandosi in marzo sui livelli di giugno del 2002. Il rialzo è stato particolarmente marcato per i giudizi relativi al quadro economico generale e alle prospettive del mercato del lavoro; sono invece rimaste ancora caute, seppur in miglioramento, le valutazioni sulla situazione economica personale.

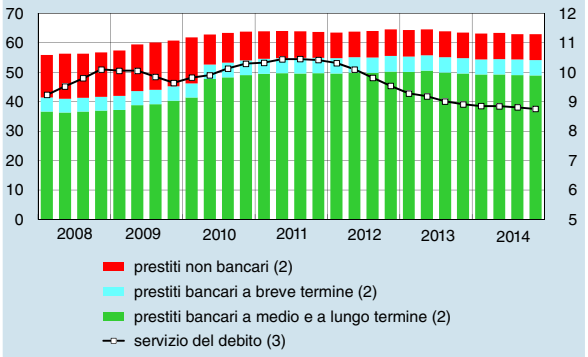
Il debito è rimasto invariato, così come il suo costo

Nel quarto trimestre del 2014 il debito delle famiglie italiane in rapporto al reddito disponibile è rimasto invariato (al 62,9 per cento; fig. 24), mantenendosi ben al di sotto di quello medio dell'area dell'euro (96,0 per cento circa). Nella media del trimestre è proseguito il calo dei tassi sui nuovi prestiti, sia per l'acquisto di abitazioni sia per il credito al consumo; gli oneri sostenuti dalle famiglie per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale), in rapporto al reddito disponibile, sono rimasti stabili all'8,8 per cento.

Figura 24

Debito delle famiglie (1)

(dati trimestrali; in percentuale del reddito disponibile lordo)



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*, n. 58, 2010. – (3) Scala di destra. Stima degli oneri per il servizio del debito (pagamento di interessi più rimborso delle quote di capitale) imputabili alle sole famiglie consumatrici.

2.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nell'ultima parte del 2014 le esportazioni hanno recuperato vigore, soprattutto grazie alla ripresa della domanda proveniente dai paesi dell'Unione europea. Sono positive le attese sugli ordini esteri. Il saldo del conto corrente ha continuato a migliorare; nei mesi più recenti sono aumentati sia gli acquisti esteri di titoli pubblici italiani sia la raccolta delle banche italiane sui mercati internazionali.

Le esportazioni hanno accelerato…

Nel quarto trimestre del 2014 le esportazioni di beni e servizi in volume sono cresciute dell'1,6 per cento rispetto al periodo precedente, facendo segnare l'incremento congiunturale più elevato degli ultimi quattro anni. Le vendite all'estero di beni sono aumentate dell'1,5 per cento, quelle di servizi dell'1,9. I principali mercati di destinazione delle esportazioni italiane sono stati, all'interno della UE, il Regno Unito, la Spagna e la Polonia; tra i mercati extra UE, la Turchia e i paesi OPEC. L'andamento delle esportazioni è stato trainato dal comparto dei prodotti petroliferi raffinati, dai mezzi di trasporto, dai prodotti in pelle, dall'abbigliamento e dalla farmaceutica.

…e le importazioni hanno ristagnato

Le importazioni di beni e servizi sono lievemente aumentate nel quarto trimestre (0,3 per cento in volume): alla forte crescita per i servizi (3,0 per cento) si è contrapposto il calo per i beni (-0,3 per cento), soprattutto per quelli acquistati dai paesi della UE (in particolare Germania, Francia e Spagna). Tra i mercati extra UE si è invece registrata una ripresa degli approvvigionamenti di materie prime energetiche dai paesi OPEC e un sostenuto aumento degli acquisti da Turchia e Svizzera.

Le prospettive sulle vendite estere sono positive

Secondo i dati più recenti, dopo una flessione generalizzata in gennaio, le esportazioni in valore avrebbero registrato in febbraio una netta ripresa soprattutto sui mercati extra UE. Gli indicatori qualitativi segnalano un miglioramento delle at-

tese sull'andamento della domanda estera: l'indice relativo agli ordini esteri delle imprese manifatturiere (PMI) ha continuato a crescere, recuperando il livello toccato nella scorsa estate, ben al di sopra della soglia che indica un'espansione delle vendite (fig. 25).

L'avanzo corrente continua a migliorare

Il saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti ha continuato a migliorare negli ultimi mesi del 2014, raggiungendo nel complesso dell'anno un avanzo di 31,2 miliardi (1,9 per cento del PIL), il doppio di quello registrato nel 2013 (tav. 3). L'incremento del surplus è stato trainato soprattutto dal miglioramento del saldo commerciale.

Nel 2014 gli afflussi netti di capitali privati dall'estero sono stati rilevanti

Nel 2014 gli investimenti netti dall'estero in titoli di portafoglio italiani sono stati pari a 97,7 miliardi, di cui 58,8 in titoli di debito pubblico, in larghissima parte a media e a lunga scadenza. Dopo una temporanea interruzione in dicembre, nei primi due mesi del 2015 si è registrata una consistente ripresa degli acquisti esteri di titoli pubblici (36,4 miliardi).

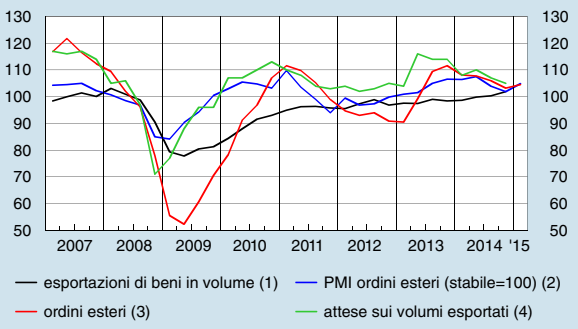
Gli investimenti degli operatori residenti in attività di portafoglio estere sono proseguiti anche nello scorcio del 2014; nell'intero anno hanno raggiunto i 93,2 miliardi, di cui più di due terzi hanno riguardato quote di fondi comuni.

Il saldo TARGET2 è migliorato da dicembre, pur con oscillazioni

Il 10 aprile il saldo debitorio della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti TARGET2 era pari a 185 miliardi, con un miglioramento di 24 miliardi rispetto alla fine di dicembre, sia pur con oscillazioni nel corso del periodo (fig. 26). Tale andamento ha riflesso soprattutto il rinnovato interesse per i titoli di debito pubblico da parte degli investitori non residenti e, nei mesi di gennaio e febbraio, la ripresa della raccolta netta sull'estero delle banche residenti. Un peggioramento del saldo a fine marzo ha invece riflesso il comportamento delle banche italiane che, grazie ai fondi ottenuti dall'Eurosistema soprattutto con la terza TLTRO, hanno ridotto le fonti di finanziamento sui mercati inter-

Figura 25

Esportazioni in volume, ordini esteri e attese delle imprese
(dati trimestrali e destagionalizzati; numeri indice)



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.

Tavola 3

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

VOCI	2013	2014	gen.-feb. 2014	gen.-feb. 2015
Conto corrente	**15,0**	**31,2**	**-0,8**	**3,6**
Merci	36,1	49,5	4,0	7,9
prodotti non energetici (2)	*87,6*	*90,2*	*11,6*	*13,1*
prodotti energetici (2)	*-51,5*	*-40,7*	*-7,6*	*-5,2*
Servizi	1,4	0,6	-1,3	-1,1
Redditi primari	-4,4	-2,3	0,5	0,8
Redditi secondari	-18,1	-16,6	-4,0	-4,0
Conto capitale	**0,2**	**3,4**	**-0,3**	**-0,1**
Conto finanziario	**11,3**	**50,2**	**6,6**	**-5,1**
Investimenti diretti	3,6	9,0	-3,4	2,3
Investimenti di portafoglio	-14,6	-4,5	-40,0	-5,6
Derivati	3,0	-3,6	-1,9	-0,5
Altri investimenti	17,7	50,2	52,2	-1,2
Variazione riserve ufficiali	1,5	-1,0	-0,3	-0,1
Errori e omissioni	**-3,8**	**15,7**	**7,6**	**-8,7**

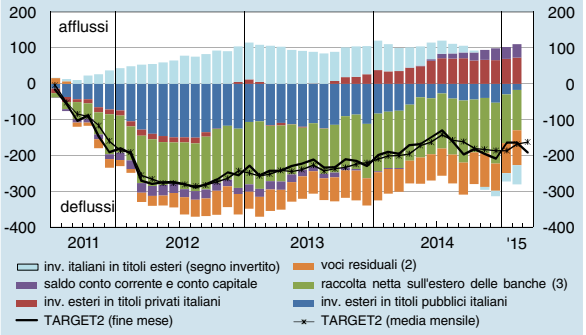
(1) Secondo gli standard internazionali del *Balance of Payments and International Investment Position Manual* dell'FMI (sesta edizione). Per gennaio e febbraio 2015 dati provvisori. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat.

nazionali all'ingrosso più onerose. Inoltre, le oscillazioni del saldo TARGET2 risultano di norma ampie attorno alla fine del mese per il temporaneo rimpatrio di fondi da parte di alcune banche estere; tali movimenti sono solitamente riassorbiti nei giorni successivi, come si è verificato nella prima settimana di aprile. Valutata in termini di media mensile dei dati giornalieri, la posizione debitoria si è ridotta da 187 miliardi in dicembre a 163 in marzo.

Alla fine del quarto trimestre del 2014 la posizione patrimoniale sull'estero dell'Italia risultava passiva per 447,9 miliardi (27,7 per cento del PIL). Il miglioramento rispetto al periodo precedente (pari a 61,4 miliardi) deriva quasi interamente dall'incremento delle attività, dovuto sia ad acquisizioni nette nel conto finanziario, soprattutto azioni e quote di fondi comuni, sia a rivalutazioni di prezzo e di cambio.

Figura 26

Flussi cumulati di bilancia dei pagamenti e saldo TARGET2 (1)
(miliardi di euro)



(1) Flussi mensili cumulati a partire da luglio 2011. Saldo debitorio della Banca d'Italia nei confronti della BCE sul sistema dei pagamenti TARGET2, media mensile e saldo di fine mese. – (2) Investimenti diretti esteri, derivati, altri investimenti, errori e omissioni. – (3) Inclusa la raccolta intermediata da controparti centrali residenti.

2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

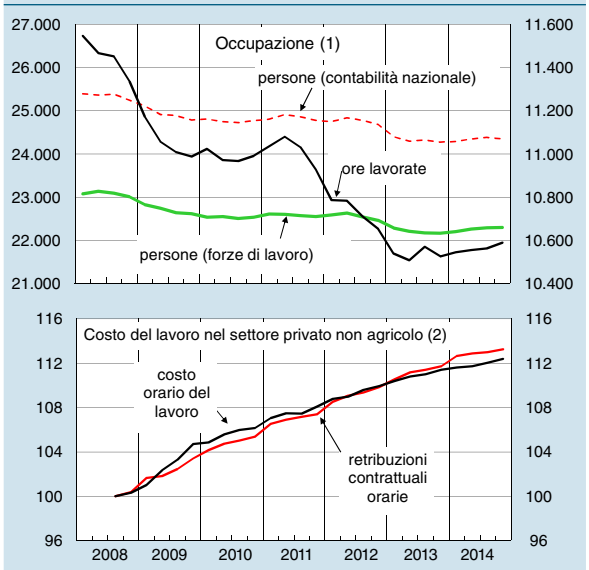
Nel quarto trimestre del 2014 la ripresa delle ore complessivamente lavorate si è accompagnata a un lieve calo del numero degli occupati. Nel bimestre gennaio-febbraio l'occupazione è rimasta stabile e il tasso di disoccupazione è sceso per la minore partecipazione al mercato del lavoro. Le aspettative delle imprese per la primavera indicano un lieve miglioramento delle prospettive occupazionali; a questo potrebbero aver concorso le misure di decontribuzione per i nuovi assunti e le innovazioni previste dal Jobs Act. La dinamica del costo del lavoro resta stabile e inferiore a quella delle retribuzioni contrattuali.

Alla fine del 2014 è proseguita la crescita delle ore lavorate…

Secondo i conti nazionali nel quarto trimestre del 2014, al netto dei fattori stagionali, il numero di persone occupate ha registrato un lieve calo rispetto al periodo precedente (-0,2 per cento; fig. 27). La flessione è riconducibile esclusivamente al comparto edile, a fronte della sostanziale stabilità negli altri settori. Sono proseguiti la crescita delle ore complessivamente lavorate (0,2 per cento; tav. 4), in atto da quattro trimestri, e il recupero del margine intensivo di utilizzo del fattore lavoro (ore per addetto), più marcato nell'industria in senso stretto (0,7 per cento).

Figura 27

Occupazione e costo del lavoro



Fonte: Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*, *Conti economici trimestrali* e *Indagine sulle retribuzioni contrattuali*.
(1) Migliaia di persone (scala di sinistra); milioni di ore (scala di destra); dati trimestrali destagionalizzati. – (2) Numeri indice: 3° trimestre 2008=100; dati trimestrali grezzi per le retribuzioni contrattuali orarie, destagionalizzati per il costo orario del lavoro.

Tavola 4

Occupazione e disoccupazione

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

VOCI	Consistenze	Variazioni			
	4° trim. 2014	1° trim. 2014	2° trim. 2014	3° trim. 2014	4° trim. 2014
Totale occupati	**24.347**	**0,1**	**0,2**	**0,2**	**-0,2**
di cui: *industria in senso stretto*	*4.220*	*0,2*	*0,1*	*-0,4*	*0,1*
servizi privati (1)	*10.469*	*0,2*	*0,1*	*0,4*	*..*
dipendenti	*18.127*	*0,1*	*0,4*	*0,3*	*-0,2*
autonomi	*6.220*	*0,1*	*-0,4*	*-0,2*	*..*
Ore lavorate	**10.589**	**0,2**	**0,1**	**0,1**	**0,2**
di cui: *industria in senso stretto*	*1.846*	*1,0*	*-0,9*	*0,8*	*0,8*
servizi privati (1)	*4.844*	*0,3*	*0,1*	*..*	*0,1*
dipendenti	*7.172*	*0,1*	*0,4*	*0,3*	*0,1*
autonomi	*3.417*	*0,3*	*-0,5*	*-0,4*	*0,6*
Persone in cerca di occupazione	**3.328**	**1,6**	**-0,8**	**3,4**	**1,8**
Forze di lavoro	**25.629**	**0,3**	**0,1**	**0,5**	**0,3**

Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali* (per gli occupati e le ore lavorate) e *Rilevazione sulle forze di lavoro* (per le persone in cerca di occupazione e le forze di lavoro).
(1) Esclusi i servizi alle famiglie e agli individui.

...ed è leggermente diminuita l'occupazione a tempo indeterminato...

A fronte della sostanziale stabilità della componente autonoma, l'occupazione alle dipendenze si è leggermente ridotta (-0,2 per cento); secondo i dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro* vi hanno influito la minor crescita degli occupati a tempo determinato e il lieve calo di quelli a tempo indeterminato. Queste dinamiche potrebbero in parte riflettere la scelta delle imprese di posticipare le assunzioni a tempo indeterminato sia per usufruire degli sgravi contributivi previsti dalla legge di stabilità, sia per far ricadere i nuovi rapporti di lavoro nella disciplina introdotta dal Jobs Act (legge 10 dicembre 2014, n. 183).

...che potrebbe però essere in ripresa nei mesi recenti

I dati provvisori diffusi dal Ministero del Lavoro indicano che, dopo la contrazione registrata nel quarto trimestre, i nuovi rapporti di lavoro a tempo indeterminato avrebbero ripreso a crescere nei primi due mesi dell'anno. A tale aumento può aver concorso la contestuale introduzione degli sgravi contributivi; sulla base dei dati disponibili non è ancora possibile determinare in che misura ciò sia avvenuto e quale sia stato l'effetto complessivo sull'occupazione.

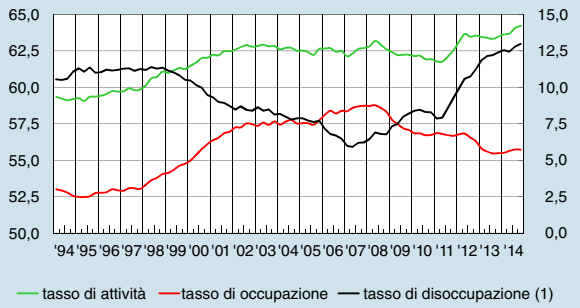
È entrato in vigore il Jobs Act

Il 7 marzo sono entrati in vigore due decreti attuativi del Jobs Act (decreti legislativi 4 marzo 2015, n. 22 e n. 23). Il primo modifica l'assetto dell'assicurazione contro la disoccupazione, ampliando la platea dei potenziali beneficiari; il secondo interviene sulla disciplina dei licenziamenti, limitando l'incertezza sull'esito di eventuali contenziosi. Tali misure mirano a sostenere l'occupazione e possono ridurre il dualismo del mercato del lavoro favorendo una ricomposizione verso forme contrattuali più stabili. I dati relativi al mese di marzo sono ancora parziali e non consentono di valutare l'impatto di queste misure sulla domanda di lavoro, al netto degli effetti della decontribuzione e della fase ciclica.

Figura 28

Tassi di attività, di occupazione e di disoccupazione

(dati trimestrali destagionalizzati; valori percentuali)



Fonte: Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*.
(1) Scala di destra.

Nel bimestre gennaio-febbraio si è arrestato l'aumento del tasso di disoccupazione

Nel quarto trimestre del 2014 il tasso di disoccupazione è salito al 13,0 per cento (12,8 nel periodo precedente; fig. 28), per effetto della crescita del tasso di attività nella popolazione con almeno 45 anni e di quello femminile. Nel bimestre gennaio-febbraio il tasso di disoccupazione è tornato a diminuire (di tre decimi di punto rispetto all'ultimo trimestre del 2014) ed è proseguito il calo fra i più giovani (di quattro decimi, al 41,9 per cento), riflettendo, come alla fine del 2014, la loro minore partecipazione al mercato del lavoro.

La dinamica del costo del lavoro rimane stabile e inferiore a quella delle retribuzioni contrattuali

Negli ultimi tre mesi del 2014, sulla base dei conti nazionali, la dinamica del costo orario del lavoro del settore privato non agricolo è rimasta stabile (0,9 per cento rispetto al periodo corrispondente) e, nel complesso degli ultimi due anni, inferiore a quella delle retribuzioni contrattuali (fig. 27). Prosegue la moderata crescita del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP, all'1,5 per cento sul periodo corrispondente, dall'1,4 nel terzo trimestre) anche per la contrazione della produttività oraria del lavoro (-0,6 per cento rispetto a un anno prima). Dall'avvio della crisi dei debiti sovrani la dinamica del CLUP italiano è stata inferiore a quella registrata in Germania ed è risultata in linea con quella della Francia, risentendo di un andamento complessivamente più contenuto del costo orario che ha compensato quello più sfavorevole della produttività.

In marzo e in aprile sono stati rinnovati i contratti collettivi di lavoro relativi al commercio e al credito. Nel primo comparto l'incremento medio annuo concordato (1,6 per cento) è essenzialmente in linea con l'evoluzione prevista dell'indice dei prezzi preso a riferimento nella contrattazione; nel comparto bancario l'aumento è stato invece inferiore (0,7 per cento).

Migliorano le prospettive occupazionali

Le prospettive occupazionali sarebbero in lieve miglioramento. Le ore autorizzate per la Cassa integrazione guadagni, rimaste sostanzialmente invariate nel quarto trimestre del 2014, sono decisamente diminuite nel primo bimestre di quest'anno. Le indagini presso le imprese condotte dall'Istat e dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* prefigurano un andamento più favorevole dell'occupazione per i mesi primaverili.

2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

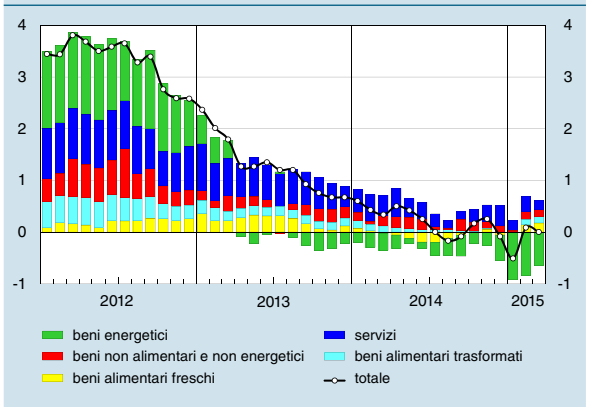
L'inflazione è prossima allo zero; la dinamica delle componenti di fondo rimane assai modesta. Secondo gli analisti l'inflazione resterebbe nulla nella media del 2015; nei primi mesi dell'anno le aspettative dei consumatori sono tuttavia lievemente migliorate.

L'inflazione è pressoché nulla

Il ritmo di crescita sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) si è collocato su valori sostanzialmente nulli nel bimestre febbraio-marzo (fig. 29), risentendo ancora della dinamica negativa dei prezzi dei prodotti energetici (-6,5 per cento in marzo) e della moderazione dell'inflazione di fondo, che ha toccato in marzo il livello minimo dall'avvio dell'Unione monetaria, come già nell'agosto del 2014 (0,4 per cento; tav. 5). La debole dinamica dei prezzi continua a interessare un numero elevato di voci elementari del paniere dell'IPCA.

Figura 29

Inflazione al consumo in Italia e contributi delle sue componenti (1)
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi e punti percentuali)



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

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
2011	2,9	2,0	2,6	2,8	–	1,3	5,1
2012	3,3	2,0	2,5	3,0	–	1,7	4,1
2013	1,3	1,3	1,1	1,2	–	1,1	-1,2
2014	0,2	0,7	-0,1	0,2	–	0,7	-1,8
2014 – gen.	0,6	0,9	0,3	0,7	0,2	0,9	-1,5
feb.	0,4	0,9	0,1	0,5	-0,1	0,9	-1,7
mar.	0,3	0,9	-0,1	0,4	0,0	0,8	-1,9
apr.	0,5	1,1	0,2	0,6	0,0	1,0	-1,7
mag.	0,4	0,8	0,0	0,5	0,0	0,7	-1,7
giu.	0,2	0,7	-0,2	0,3	0,0	0,7	-1,8
lug.	0,0	0,5	-0,3	0,1	-0,1	0,6	-1,9
ago.	-0,2	0,4	-0,6	-0,1	0,1	0,5	-2,1
set.	-0,1	0,5	-0,5	-0,2	0,0	0,4	-2,0
ott.	0,2	0,6	0,2	0,1	0,1	0,5	-1,5
nov.	0,3	0,6	0,3	0,2	0,0	0,5	-1,5
dic.	-0,1	0,7	-0,1	0,0	-0,1	0,7	-2,1
2015 – gen.	-0,5	0,5	-0,5	-0,6	-0,4	0,3	-3,8
feb.	0,1	0,9	0,0	-0,1	0,4	0,5	-3,3
mar.	0,0	0,4	….	-0,1	0,0	0,3	….

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.

Non emergono pressioni all'origine

Nei mesi invernali è proseguito il calo dei prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno (-3,3 per cento in febbraio, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente). Vi ha contribuito, oltre alla discesa delle componenti energetiche e dei beni intermedi, la persistente moderazione dei prezzi dei beni non alimentari destinati al consumo finale (0,5 per cento), dai quali si evincono indicazioni sull'andamento futuro dei corrispettivi prezzi al consumo.

Imprese e famiglie prefigurano un lieve recupero dell'inflazione

I risultati del sondaggio condotto in marzo in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* segnalano per i successivi dodici mesi attese di adeguamenti dei listini superiori all'indagine di dicembre, seppur di entità contenuta, per via di valutazioni di minore debolezza della domanda. Tali indicazioni sono confermate dal PMI, che in marzo ha mostrato un modesto recupero della componente relativa ai prezzi di vendita. Anche secondo le rilevazioni dell'Istat sulle attese delle famiglie, l'inflazione rimarrebbe ancora bassa nei prossimi dodici mesi, ma la quota dei consumatori che prefigura una diminuzione dei prezzi è scesa negli ultimi due mesi, portandosi dal 9,3 per cento in gennaio al 5,9 in marzo. Nelle attese degli operatori professionali censiti nello stesso mese da Consensus Economics l'inflazione sarebbe sostanzialmente nulla nella media del 2015.

2.7 LE BANCHE

Il costo dei prestiti ha segnato un nuovo lieve calo. Prosegue la flessione del credito alle imprese, riflettendo soprattutto la debolezza della domanda. Le condizioni di offerta hanno registrato un moderato

allentamento per le aziende di maggiore dimensione; si è arrestata la restrizione per quelle più piccole. Permangono difficoltà nell'accesso al credito per le imprese delle costruzioni, caratterizzate da una maggiore incidenza di partite deteriorate.

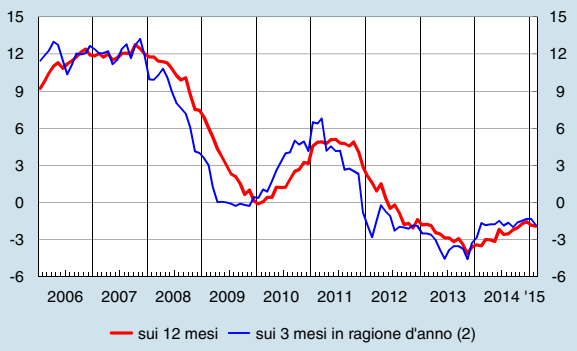
Prosegue la flessione del credito alle imprese

Nei tre mesi terminanti in febbraio la variazione del credito al settore privato non finanziario è rimasta negativa (-1,8 per cento in ragione d'anno e al netto dei fattori stagionali; fig. 30). I prestiti alle società non finanziarie sono diminuiti del 3,0 per cento (da -2,2 in novembre), anche risentendo dell'incerto riavvio dell'attività industriale (cfr. il par. 2.2); la flessione dei prestiti alle famiglie si è pressoché arrestata.

In febbraio la diminuzione sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie è stata più marcata

Figura 30

Prestiti bancari al settore privato non finanziario (1)
(dati mensili; variazioni percentuali)



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

Tavola 6

Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)

VOCI	Consistenze di fine mese (2)		Variazioni percentuali sui 12 mesi (3)	
	Novembre 2014	Febbraio 2015	Novembre 2014	Febbraio 2015
Attività				
Prestiti a residenti in Italia (4)	1.816	1.817	-1,2	-1,7
a imprese (5)	*818*	*806*	*-2,6*	*-3,0*
a famiglie (6)	*596*	*598*	*-0,5*	*-0,4*
Attività verso controparti centrali (7)	95	101	-1,9	48,8
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (8)	548	556	-4,8	-0,8
titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	*422*	*434*	*-1,3*	*3,9*
Attività verso l'Eurosistema (9)	12	10	-25,9	-50,2
Attività sull'estero (10)	305	329	2,2	10,6
Altre attività (11)	1.239	1.235	-5,7	-4,1
Totale attivo	**4.016**	**4.048**	**-3,0**	**-0,8**
Passività				
Depositi di residenti in Italia (4) (12) (13)	1.331	1.347	6,1	7,8
Depositi di non residenti (10)	309	331	-5,4	5,3
Passività verso controparti centrali (7)	130	168	-6,3	40,3
Obbligazioni (13)	466	452	-12,1	-13,4
Passività verso l'Eurosistema (9)	175	141	-23,2	-34,1
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	132	130	-13,1	-11,0
Capitale e riserve	418	438	8,3	8,8
Altre passività (14)	1.054	1.041	-6,2	-6,6
Totale passivo	**4.016**	**4.048**	**-3,0**	**-0,8**

Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) I dati di febbraio 2015 sono provvisori. – (2) Miliardi di euro. – (3) Corrette per riclassificazioni, variazioni dovute ad aggiustamenti di valore e a fluttuazioni del cambio. Le variazioni dei prestiti alle imprese e alle famiglie sono corrette per le cartolarizzazioni. – (4) Esclude l'operatività nei confronti delle controparti centrali. – (5) Definizione armonizzata, esclude le famiglie produttrici. – (6) Definizione armonizzata, include le famiglie produttrici, le istituzioni sociali senza scopo di lucro e le unità non classificate. – (7) Include le sole operazioni di pronti contro termine. – (8) Esclude obbligazioni di IFM (istituzioni finanziarie e monetarie, ossia banche e fondi comuni monetari) residenti. – (9) L'aggregato comprende i rapporti con l'Eurosistema per operazioni di politica monetaria; cfr. *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 le operazioni di cessione 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; quote di fondi comuni monetari; derivati; altre voci di minore entità.

nel settore delle costruzioni (-4,7 per cento), caratterizzato da una dinamica dell'attività ancora particolarmente sfavorevole e da un'elevata incidenza di esposizioni deteriorate; la flessione si è invece stabilizzata su valori di poco superiori al 2 per cento nei servizi e nella manifattura. In tutti i comparti si è accentuato il divario fra la dinamica dei prestiti alle società con almeno 20 addetti (pari, per il complesso di queste imprese, a -2,5 in febbraio, da -2,4 in novembre) e quella delle imprese di minore dimensione (-4,7, da -3,3).

Tra novembre e febbraio la raccolta delle banche italiane è aumentata, per effetto dell'incremento dei depositi di imprese e famiglie residenti, nonché dei depositi di non residenti e delle passività nette in pronti contro termine verso controparti centrali, che rappresentano prevalentemente raccolta interbancaria dall'estero (tav. 6). Nello stesso periodo è proseguita la contrazione della raccolta obbligazionaria e delle passività nei confronti dell'Eurosistema.

Le condizioni di offerta rimangono differenziate per dimensione e settore

Secondo le risposte delle banche italiane partecipanti all'indagine sul credito bancario (*Bank Lending Survey*), nel primo trimestre del 2015 le condizioni di offerta di credito sarebbero state ulteriormente allentate sia per le imprese sia per le famiglie (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*). La domanda di prestiti delle famiglie per l'acquisto di abitazioni avrebbe registrato un nuovo forte incremento, mentre quella delle società non finanziarie sarebbe rimasta invariata. Il più favorevole orientamento degli intermediari nella concessione dei prestiti è confermato dai recenti sondaggi condotti presso le imprese; permangono tuttavia condizioni differenziate per classe dimensionale e per settore di attività economica.

L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO

Secondo le banche intervistate in marzo nell'ambito dell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), nel primo trimestre del 2015 i criteri di offerta dei prestiti alle imprese e dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni avrebbero registrato in Italia un nuovo moderato allentamento (figura A) (1). Con riferimento ai termini e alle condizioni dei finanziamenti, gli intermediari hanno segnalato un'ulteriore diminuzione dei margini applicati alla media dei prestiti e, per le erogazioni alle imprese, un lieve incremento dell'ammontare del prestito concesso e/o delle linee di credito.

La variazione nelle politiche di erogazione del credito, nonché nei termini e nelle condizioni, avrebbe riflesso soprattutto la maggiore pressione concorrenziale tra le banche (di cui avrebbe beneficiato in particolare la clientela di migliore qualità), la riduzione dei costi di provvista e l'allentamento dei vincoli di bilancio degli intermediari.

La domanda di prestiti da parte delle imprese sarebbe rimasta invariata. Secondo il sondaggio, all'aumento del fabbisogno per scorte, capitale circolante e ristrutturazione del debito e allo stimolo derivante dal basso livello dei tassi di interesse si è contrapposto un maggiore ricorso a fonti di finanziamento alternative. È proseguita l'espansione della domanda di mutui, sostenuta principalmente dal basso livello dei tassi e dal miglioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali. Per il trimestre in corso quasi tutti gli intermediari si attendono un rafforzamento della domanda di prestiti da parte di imprese e famiglie per l'acquisto di abitazioni.

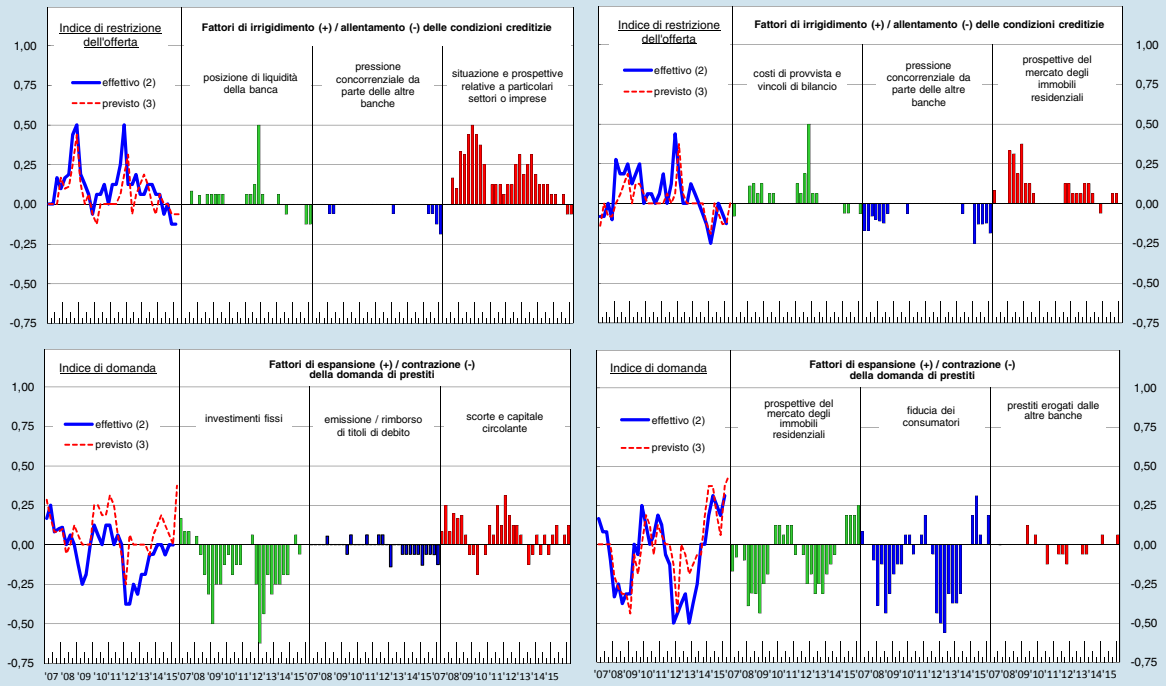
Le risposte ai quesiti specifici sull'accesso alle fonti di finanziamento per le banche segnalano un considerevole miglioramento delle condizioni di raccolta sui mercati all'ingrosso, in particolare nel comparto dei titoli a medio e a lungo termine e in quello delle cartolarizzazioni.

(1) All'indagine, terminata il 23 marzo, hanno partecipato otto tra i principali gruppi bancari italiani. I risultati per l'Italia sono stati pubblicati lo scorso 14 aprile e sono consultabili sul sito www.bancaditalia.it; quelli per l'area dell'euro sul sito www.ecb.int.

Figura A

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

(a) *prestiti alle imprese* (b) *prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni*



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.

Nell'indagine è stato chiesto alle banche di valutare l'impatto del programma ampliato di acquisto di attività annunciato dalla BCE il 22 gennaio scorso (cfr. il riquadro: *L'impatto macroeconomico per l'Italia del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema*). Tale piano avrebbe determinato soprattutto un miglioramento delle condizioni di finanziamento degli intermediari sul mercato; in misura minore avrebbe anche rafforzato la posizione di liquidità e la redditività delle banche. Con riferimento alle politiche di offerta, il programma avrebbe in particolare contribuito all'allentamento dei termini e delle condizioni di erogazione del credito sia alle imprese sia alle famiglie; in prospettiva le banche prevedono che tale impatto positivo si rafforzi nel trimestre in corso.

Indicazioni coerenti con la *Bank Lending Survey* provengono dai sondaggi condotti presso le imprese, secondo cui in marzo l'irrigidimento delle condizioni di accesso al credito si sarebbe interrotto; permane tuttavia una forte eterogeneità fra classi dimensionali e settori di attività economica delle aziende.

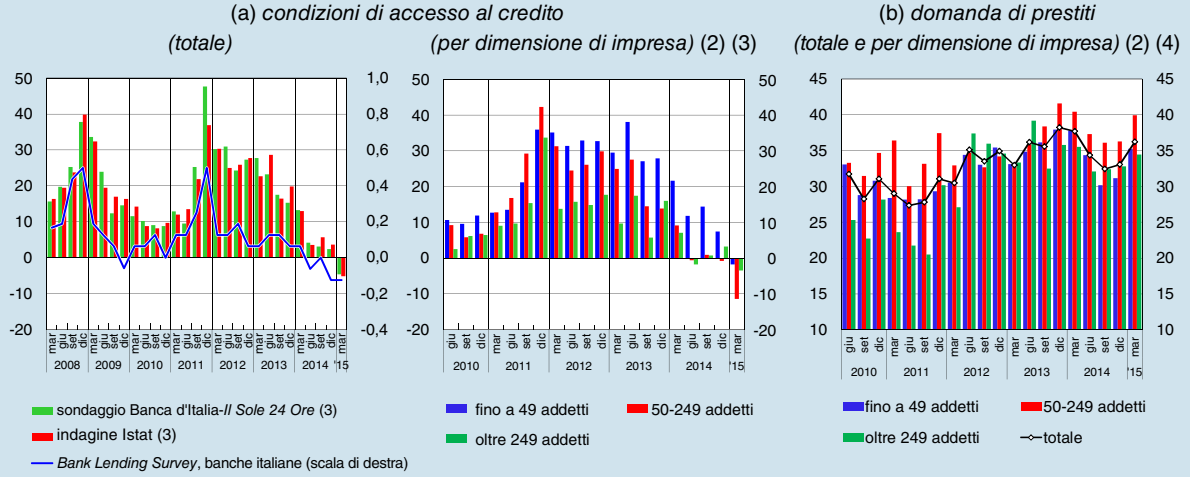
Sulla base dell'indagine mensile dell'Istat sul clima di fiducia delle imprese manifatturiere, la domanda di prestiti ha registrato un incremento nel primo trimestre del 2015, pur rimanendo debole. Le condizioni di accesso al credito hanno mostrato un lieve miglioramento, rispetto alla fine del 2014, per le aziende con oltre 50 addetti; si sarebbe arrestata la restrizione per quelle più piccole (figura B). La quota di imprese che ha dichiarato di non avere ottenuto il finanziamento richiesto

continua a essere maggiore per le aziende di minore dimensione (13,7 per cento, contro 9,5 per quelle più grandi).

Nella rilevazione trimestrale condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* la percentuale netta di imprese che ha segnalato un peggioramento delle condizioni di accesso al credito è divenuta negativa nell'industria in senso stretto e nei servizi; è invece rimasta positiva nel settore delle costruzioni (4,7 per cento).

Figura B

Accesso al credito e domanda di prestiti delle imprese (1)



(1) Il sondaggio Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore* e l'indagine Istat sono condotti su un campione di imprese appartenenti rispettivamente ai settori dell'industria in senso stretto e dei servizi e a quello manifatturiero. Il dato per l'indagine Istat è tratto 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, *Indagine sulla fiducia delle imprese manifatturiere*. – (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) Quota di imprese che ha avuto contatti con le banche ottenendo un finanziamento oppure il rifiuto del prestito richiesto (media trimestrale).

Le banche italiane hanno fatto ampio ricorso alla terza TLTRO

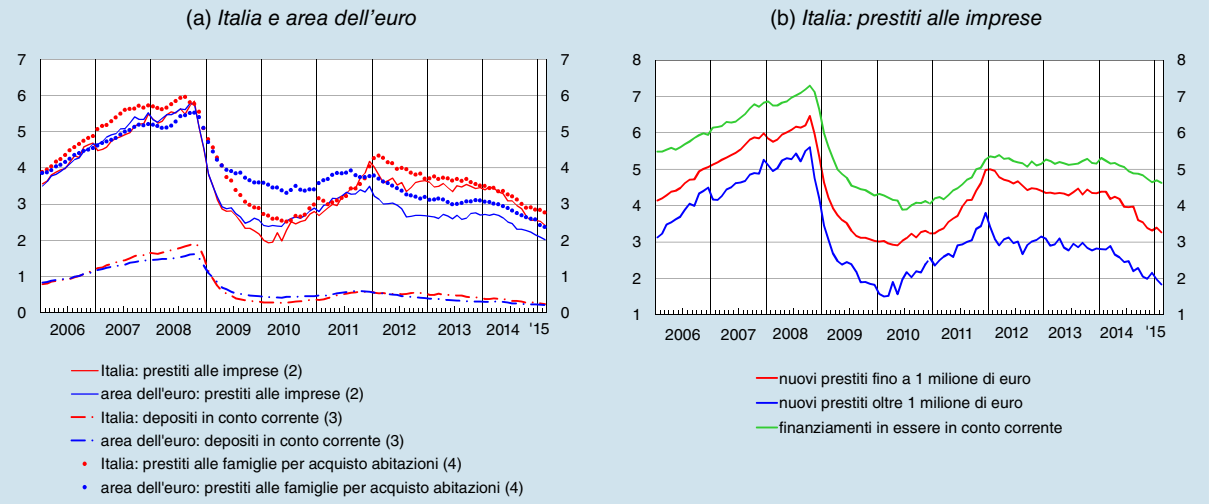
I fondi ottenuti dalle controparti della Banca d'Italia nella terza operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine, regolata lo scorso 25 marzo, sono stati pari a 36 miliardi; in tale operazione l'ammontare di liquidità massimo ottenibile da ciascun intermediario era connesso alla quantità di prestiti erogati al settore privato tra maggio del 2014 e lo scorso gennaio (cfr. il par. 1.2). I finanziamenti si aggiungono ai 57 miliardi già ottenuti nelle prime due operazioni (condotte in settembre e in dicembre) che, nelle intenzioni di alcuni intermediari, sarebbero destinati all'erogazione di nuovo credito a imprese e famiglie.

Il costo dei prestiti si è ridotto

Il costo dei nuovi finanziamenti bancari per famiglie e imprese, in continua riduzione nel corso del 2014, ha registrato tra novembre e febbraio un ulteriore calo di circa 15 punti base che ha interessato in pari misura le piccole aziende e quelle di maggiore dimensione (fig. 31); vi avrebbe contribuito la riduzione dei margini applicati dalle banche, in parte connessa con le recenti misure di politica monetaria (cfr. il par. 1.2). Secondo valutazioni preliminari, alla fine del 2014 la flessione del costo del credito, che aveva in precedenza riguardato soprattutto le imprese esportatrici e quelle con miglior merito di credito, avrebbe cominciato a estendersi anche agli altri prenditori. In febbraio il tasso sui nuovi mutui alle famiglie si collocava al 2,8 per cento, quello sui nuovi prestiti alle imprese al 2,4. Il differenziale rispetto ai corrispettivi tassi medi praticati nell'area dell'euro, dopo aver registrato significative riduzioni nella seconda metà del 2014, è lievemente aumentato sia per le imprese sia per i mutui alle famiglie, a 40 punti base.

Figura 31

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



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

Il rapporto tra nuove sofferenze e prestiti è lievemente aumentato

Nel quarto trimestre del 2014 il flusso di nuove sofferenze rettificate in rapporto ai prestiti, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, è risultato pari al 2,7 per cento, due decimi di punto in più rispetto al secondo e al terzo trimestre. L'indicatore ha registrato un incremento per i prestiti alle imprese di tutti i comparti, più intenso per quelle delle costruzioni; per le famiglie le nuove sofferenze in rapporto ai prestiti sono aumentate di un decimo. Informazioni preliminari indicano che nel bimestre gennaio-febbraio l'esposizione complessiva nei confronti dei debitori segnalati per la prima volta in sofferenza era del 6 per cento al di sotto del corrispondente periodo del 2014; rispetto al bimestre precedente si è tuttavia registrato un lieve aumento, al netto dei fattori di stagionalità.

La redditività dei maggiori gruppi bancari resta debole

Nel 2014 la redditività media dei cinque maggiori gruppi bancari, pur in leggero miglioramento, è rimasta debole. Il rendimento del capitale e delle riserve (ROE), valutato al netto di componenti non ricorrenti quali le svalutazioni sugli avviamenti, è risultato negativo (-1,8 per cento; -2,4 nel 2013). A fronte dell'aumento del margine di interesse (1,5 per cento) e delle commissioni (5,3 per cento), si è registrata una riduzione marcata dei proventi dell'attività di negoziazione; nel complesso il margine di intermediazione è rimasto pressoché invariato. Il risultato di gestione è leggermente aumentato (0,6 per cento), riflettendo il contenimento dei costi operativi (-0,8 per cento). Come nel 2013 le rettifiche di valore su crediti hanno assorbito la totalità del risultato di gestione; vi ha influito il pieno recepimento nei bilanci dei gruppi bancari dei risultati dell'esame della qualità degli attivi (*asset quality review*) svolto nell'ambito dell'esercizio di valutazione approfondita (*comprehensive assessment*).

Nel quarto trimestre dello scorso anno i risultati reddituali negativi hanno determinato una lieve riduzione dei coefficienti patrimoniali. In dicembre il common equity tier 1 ratio, il tier 1 ratio e il total capital ratio medi dei cinque maggiori gruppi si attestavano all'11,4, al 12,0 e al 14,8 per cento, rispettivamente.

2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

Le condizioni dei mercati finanziari italiani sono migliorate sensibilmente, soprattutto in seguito all'avvio del piano di acquisto di attività dell'Eurosistema. Si sono ridotti i rendimenti dei titoli di Stato, così come i premi per il rischio sul debito sovrano e privato; i corsi azionari hanno registrato rialzi marcati e la loro volatilità è diminuita.

I rendimenti dei titoli di Stato sono diminuiti su tutte le scadenze…

Nell'ambito del piano di acquisto di attività dell'Eurosistema, la Banca d'Italia acquisterà circa 130 miliardi di titoli di Stato, 150 includendo le operazioni che saranno effettuate dalla BCE. Gli effetti attesi del programma hanno già determinato una marcata flessione dei rendimenti, che hanno raggiunto nuovi minimi storici su tutte le scadenze (cfr. il riquadro: *L'impatto macroeconomico per l'Italia del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema*). Dalla fine del 2014 il tasso di interesse sul titolo decennale è diminuito di 62 punti base (all'1,27 per cento); lo spread rispetto al corrispondente titolo tedesco è sceso di 24 punti base (a 111 punti; fig. 32).

…e sono scesi i premi per il rischio delle banche

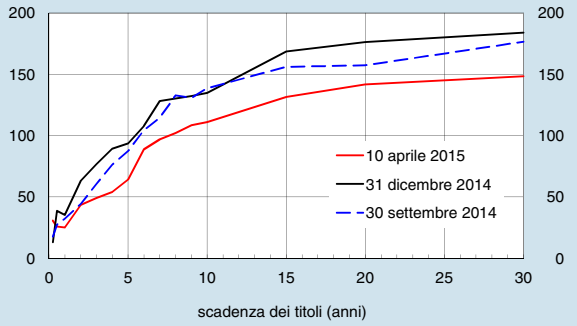
Si sono ridotti anche i premi per il rischio di credito delle banche: quelli sui credit default swap (CDS) delle maggiori banche italiane sono diminuiti di 32 punti base, a 124 punti; sono inoltre scesi i premi sui CDS delle principali banche francesi e tedesche (di 14 e 6 punti base, rispettivamente). I differenziali di rendimento fra le obbligazioni delle società non finanziarie italiane e i titoli di Stato dell'area dell'euro con merito di credito più elevato sono lievemente diminuiti (-5 punti base), a 91 punti; nel complesso dell'area i premi per il rischio delle imprese sono rimasti invariati.

Sono proseguiti i rimborsi netti di obbligazioni bancarie

Nel quarto trimestre del 2014 sono proseguiti i rimborsi netti di obbligazioni da parte delle banche, sia in Italia sia nell'area dell'euro (per 39 e 139 miliardi, rispettivamente; tav. 7). Sulla base di dati preliminari di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, i collocamenti effettuati dalle banche italiane nel primo trimestre del 2015 sarebbero aumentati rispetto al periodo precedente

Figura 32

Struttura per scadenza dei differenziali di rendimento fra i titoli di Stato italiani e i corrispondenti titoli tedeschi
(punti base)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Tavola 7

Emissioni nette di obbligazioni (1)
(miliardi di euro)

PERIODO	Banche	Altre società finanziarie	Società non finanziarie	Totale
		Italia (2)		
2013	-80,3	-17,1	22,8	-74,6
2014	-153,0	-16,7	4,6	-165,1
2013 – 1° trim.	-29,8	-3,2	3,8	-29,2
2° trim.	-14,8	-2,5	3,5	-13,8
3° trim.	-21,5	-3,6	8,6	-16,4
4° trim.	-14,2	-7,9	6,9	-15,2
2014 – 1° trim.	-48,5	-8,6	3,2	-53,8
2° trim.	-28,3	2,0	-1,5	-27,8
3° trim.	-37,6	-6,9	2,8	-41,7
4° trim.	-38,7	-3,2	0,1	-41,8
		Area dell'euro		
2013	-377,0	-56,7	81,7	-352,0
2014	-406,3	53,2	62,2	-291,0
2013 – 1° trim.	-128,9	-27,5	21,7	-134,7
2° trim.	-103,4	10,5	13,0	-79,9
3° trim.	-97,8	-5,9	27,9	-75,8
4° trim.	-46,8	-33,8	19,1	-61,6
2014 – 1° trim.	-116,8	-23,2	19,2	-120,7
2° trim.	-70,4	73,4	18,0	21,0
3° trim.	-80,6	-7,6	13,5	-74,7
4° trim.	-138,6	10,5	11,4	-116,6

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.

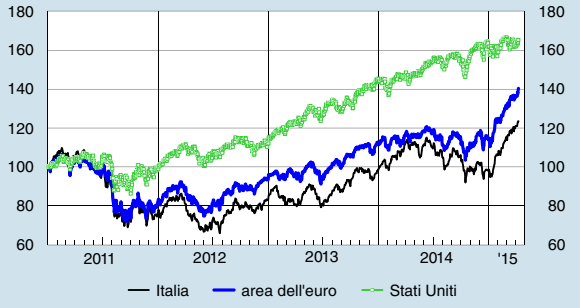
(a 10,8 miliardi, da 4 negli ultimi tre mesi del 2014), pur rimanendo inferiori ai valori registrati nella media del triennio 2012-14 (13 miliardi).

L'indice generale di borsa è aumentato in misura marcata

Anche i mercati azionari hanno beneficiato dell'effetto positivo delle decisioni della BCE. Dall'inizio dell'anno l'indice della borsa italiana è cresciuto del 26 per cento (22 nel complesso dell'area dell'euro; fig. 33). La risalita delle quotazioni è stata determinata dal calo dei tassi di interesse e dalla riduzione del premio per il rischio richiesto dagli investitori, che hanno più che compensato il contributo negativo dovuto al ridimensionamento delle aspettative circa gli utili societari. La volatilità attesa dei corsi azionari, desunta dai prezzi delle opzioni sugli indici di borsa, è sensibilmente diminuita.

Figura 33

Corsi azionari (1)
(dati giornalieri; indici: 3 gennaio 2011=100)



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

Si è ridotta la raccolta netta dei fondi comuni

Secondo i dati di fonte Assogestioni, nel quarto trimestre del 2014 sono diminuiti gli afflussi netti di risparmio verso i fondi comuni aperti di diritto italiano ed estero (a 19 miliardi, da 27 nel trimestre precedente). Nei comparti flessibile, obbligazionario e bilanciato la raccolta netta è stata consistente, mentre nei segmenti azionario e speculativo i riscatti di quote hanno superato le sottoscrizioni.

2.9 LA FINANZA PUBBLICA

Nel 2014 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è rimasto pressoché stabile, al 3,0 per cento del PIL (tav. 8), nonostante il protrarsi della recessione. L'incidenza del debito sul PIL è aumentata di 3,6 punti percentuali, al 132,1 per cento, risentendo anche della sostanziale invarianza del prodotto nominale. Circa un terzo dell'incremento è dovuto agli effetti dei provvedimenti sui debiti pregressi delle Amministrazioni pubbliche e al sostegno finanziario ai paesi della UEM. Nel primo trimestre dell'anno in corso il fabbisogno del settore statale è stato inferiore a quanto osservato nello stesso periodo del 2014, a fronte di una sostanziale stabilità delle entrate tributarie contabilizzate nel bilancio dello Stato.

L'anno scorso l'indebitamento netto è rimasto pressoché stabile, al 3,0 per cento

A consuntivo l'indebitamento netto del 2014 è risultato in linea con la stima contenuta nel *Documento programmatico di bilancio 2015* dello scorso ottobre

Tavola 8

Saldi e debito delle Amministrazioni pubbliche (1)
(miliardi di euro e percentuali del PIL)

VOCI	2011	2012	2013	2014
Indebitamento netto	57,2	48,3	47,5	49,1
in % del PIL	*3,5*	*3,0*	*2,9*	*3,0*
Avanzo primario	19,3	35,8	30,5	26,1
in % del PIL	*1,2*	*2,2*	*1,9*	*1,6*
Spesa per interessi	76,4	84,1	77,9	75,2
in % del PIL	*4,7*	*5,2*	*4,8*	*4,7*
Debito	1.907	1.989	2.069	2.135
in % del PIL	*116,4*	*123,1*	*128,5*	*132,1*
Debito al netto del sostegno ai paesi della UEM (2)	1.894	1.946	2.013	2.075
in % del PIL	*115,6*	*120,5*	*125,1*	*128,4*

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, elaborazioni su dati Istat.
(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) Al netto dei prestiti diretti alla Grecia, della quota di pertinenza dell'Italia dei prestiti erogati dallo European Financial Stability Facility (EFSF) e del contributo al capitale dello European Stability Mechanism (ESM).

Tavola 9

Obiettivi e stime dei conti pubblici del 2014
(miliardi di euro e percentuali del PIL)

VOCI	Amministrazioni pubbliche			*Per memoria:* crescita del PIL
	indebitamento netto	avanzo primario	debito (1)	
Obiettivi				
Aprile 2013 (2) (3)	28,5	61,9	2.094,3	1,3
in % del PIL	*1,8*	*3,8*	*129,0*	
Settembre 2013 (3) (4)	....	....	2.128,8	1,0
in % del PIL	*2,5*	*2,9*	*132,8*	
Settembre 2014 (5)	....	....	2.140,6	-0,3
in % del PIL	*3,0*	*1,7*	*131,6*	
Stime				
Aprile 2014 (3) (6)	41,9	40,7	2.141,5	0,8
in % del PIL	*2,6*	*2,6*	*134,9*	
Settembre 2014 (5)	49,2	27,5	....	-0,3
in % del PIL	*3,0*	*1,7*	*131,7*	
Ottobre 2014 (7)	....	....	....	-0,3
in % del PIL	*3,0*	*1,7*	*131,6*	
Consuntivo (8)	**49,1**	**26,1**	**2134,9**	**-0,4**
in % del PIL	*3,0*	*1,6*	*132,1*	

(1) Le stime e gli obiettivi riportati nei documenti ufficiali sono solo parzialmente coerenti tra loro in quanto includono in maniera non omogenea gli effetti del sostegno finanziario ai paesi in difficoltà e il contributo italiano all'ESM. – (2) *Documento di economia e finanza 2013*. – (3) Dati formulati secondo le regole statistiche del SEC 1995; i documenti programmatici pubblicati a partire da settembre 2014 adottano le regole del SEC 2010. – (4) *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2013*. – (5) *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2014*. – (6) *Documento di economia e finanza 2014*. – (7) *Documento programmatico di bilancio 2015*. – (8) Per indebitamento netto, avanzo primario e crescita del PIL, elaborazioni su dati Istat.

(tav. 9) e, secondo le più recenti previsioni della Commissione europea, con la media dei paesi della UE. L'avanzo primario è stato pari all'1,6 per cento del prodotto (1,9 nel 2013), superiore di due punti alla media dei paesi dell'Unione.

La pressione fiscale è rimasta sostanzialmente invariata

Nel 2014 le entrate delle Amministrazioni pubbliche sono aumentate dello 0,6 per cento (4,7 miliardi; tav. 10): l'incremento delle entrate correnti ha più che compensato la contrazione di quelle in conto capitale (0,9 e -21,3 per cento, rispettivamente), dovuta soprattutto al ridimensionamento del gettito dell'imposta sostitutiva sul riallineamento dei valori di bilancio. Le imposte indirette sono cresciute del 3,5 per cento, per effetto del maggiore gettito dell'IVA e dell'introduzione della Tasi. Le imposte dirette sono diminuite dell'1,4 per cento: la marcata riduzione

Tavola 10

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

VOCI	2013	2014	Variazioni percentuali	
			2013	2014
SPESE				
Spesa per consumi finali	315,7	314,5	-0,0	-0,4
di cui:				
redditi da lavoro	*164,9*	*163,9*	*-0,7*	*-0,6*
consumi intermedi	*89,8*	*90,3*	*3,3*	*0,5*
prestazioni sociali in natura	*43,5*	*43,7*	*0,3*	*0,6*
Prestazioni sociali in denaro	319,7	328,3	2,6	2,7
Interessi passivi	77,9	75,2	-7,3	-3,5
Altre spese correnti	66,1	66,1	4,1	-0,1
Spese correnti	**762,0**	**767,5**	**0,9**	**0,7**
in % del PIL	*47,3*	*47,5*		
Spese correnti al netto degli interessi	**684,0**	**692,3**	**1,9**	**1,2**
in % del PIL	*42,5*	*42,8*		
Investimenti (1)	38,3	36,0	-7,2	-6,0
Contributi agli investimenti	14,5	12,9	-16,7	-10,4
Altre spese in conto capitale	5,2	9,8	-11,7	88,6
Spese in c/capitale	**58,0**	**58,7**	**-10,2**	**1,4**
Totale spese al netto degli interessi	**742,0**	**751,1**	**0,8**	**1,2**
in % del PIL	*46,1*	*46,5*		
TOTALE SPESE	**819,9**	**826,3**	**-0,0**	**0,8**
in % del PIL	*50,9*	*51,1*		
ENTRATE				
Imposte dirette	240,9	237,5	0,5	-1,4
Imposte indirette	238,6	247,0	-3,0	3,5
Contributi sociali	215,3	216,4	-0,3	0,5
Produzione vendibile e per uso proprio	36,4	36,9	7,7	1,5
Altre entrate correnti	32,0	32,1	5,5	0,2
Entrate correnti	**763,2**	**769,9**	**-0,3**	**0,9**
in % del PIL	*47,4*	*47,6*		
Entrate in c/capitale	**9,3**	**7,3**	**56,4**	**-21,3**
di cui:				
imposte	*4,2*	*1,3*	*172,6*	*-68,5*
TOTALE ENTRATE	**772,5**	**777,2**	**0,1**	**0,6**
in % del PIL	*48,0*	*48,1*		
di cui:				
pressione fiscale	*43,4*	*43,5*		
INDEBITAMENTO NETTO	**47,5**	**49,1**		
in % del PIL	*2,9*	*3,0*		
Saldo primario	**30,5**	**26,1**		
in % del PIL	*1,9*	*1,6*		
Per memoria:				
PIL	1.609,5	1.616,0		0,4

Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) In questa voce sono contabilizzati con segno negativo i proventi relativi alle vendite di immobili.

del gettito dell'Ires (connessa anche con l'elevata misura dell'acconto richiesta alla fine del 2013) è stata solo in parte attenuata dall'imposta una tantum sulla rivalutazione delle quote della Banca d'Italia e dall'aumento del gettito delle imposte sostitutive sui redditi da attività finanziarie. La pressione fiscale è stata pari al 43,5 per cento, sostanzialmente invariata dal 2012.

L'aumento della spesa è contenuto; riflette soprattutto il bonus per i redditi medio-bassi

Nel 2014 le spese delle Amministrazioni pubbliche sono aumentate dello 0,8 per cento. Alla crescita delle erogazioni primarie correnti (1,2 per cento) ha contribuito soprattutto l'incremento delle prestazioni sociali in denaro (2,7 per cento), determinato da una dinamica moderata della spesa per pensioni e da un consistente aumento delle altre prestazioni sociali. Su queste ultime ha inciso il credito di imposta per lavoratori dipendenti con redditi medio-bassi (contabilizzato come un aumento di spesa sulla base dei criteri contabili del SEC 2010), introdotto nel maggio 2014. È proseguito il ridimensionamento dei redditi da lavoro dipendente (-0,6 per cento; -5,0 rispetto al 2010), per effetto sia della riduzione del numero di addetti sia del protrarsi del blocco dei rinnovi contrattuali. La spesa per interessi è diminuita del 3,5 per cento, riflettendo l'aumento della fiducia dei mercati. Nonostante il calo degli investimenti fissi lordi (-6,0 per cento), le spese in conto capitale sono aumentate (1,4 per cento) per i maggiori crediti di imposta riconosciuti a fronte di attività per imposte anticipate (inclusi nella voce "altre spese in conto capitale").

Tavola 11

Saldi finanziari e debito delle Amministrazioni pubbliche
(miliardi di euro e percentuali del PIL)

VOCI	2011	2012	2013	2014
Fabbisogno	63,8	65,9	77,0	65,7
in % del PIL	*3,9*	*4,1*	*4,8*	*4,1*
Fabbisogno netto (1)	65,3	73,8	78,9	69,0
in % del PIL	*4,0*	*4,6*	*4,9*	*4,3*
Debito	1.907,5	1.988,9	2.068,7	2.134,9
in % del PIL	*116,4*	*123,1*	*128,5*	*132,1*
Per memoria:				
Dismissioni mobiliari	1,5	7,9	1,9	3,3
in % del PIL	*0,1*	*0,5*	*0,1*	*0,2*

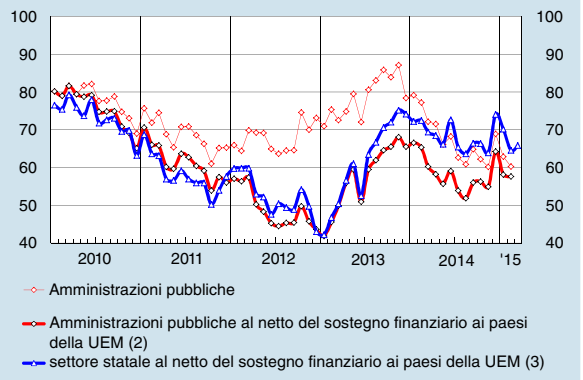
(1) Al netto delle dismissioni mobiliari.

Il fabbisogno è stato inferiore a quello del 2013

L'anno scorso il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni mobiliari è diminuito a 69,0 miliardi (78,9 nel 2013; tav. 11 e fig. 34). La riduzione ha riflesso, tra l'altro, la contrazione delle risorse destinate al sostegno finanziario ai paesi della UEM (4,7 miliardi; 13,0 nel 2013) e al pagamento dei debiti commerciali pregressi e dei rimborsi fiscali (stimati in circa 15 miliardi nel 2014 e 21,6 nel 2013 (1)).

Figura 34

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



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

Il rapporto tra debito e PIL è aumentato

L'incidenza del debito sul prodotto è passata dal 128,5 al 132,1 per cento, riflettendo anche la sostanziale stagnazione del PIL nominale (tav. 11 e fig. 35). L'aumento delle passività è stato di poco superiore al fabbisogno complessivo delle Amministrazioni pubbliche (tav. 12): gli scarti e i premi di emissio-

(1) In queste stime, basate sia sul monitoraggio del Ministero dell'Economia e delle finanze aggiornato alla fine di gennaio 2015 sia sul *Documento di economia e finanza 2015*, si ipotizza che i pagamenti avvenuti nello scorso gennaio siano stati di entità limitata.

Figura 35

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

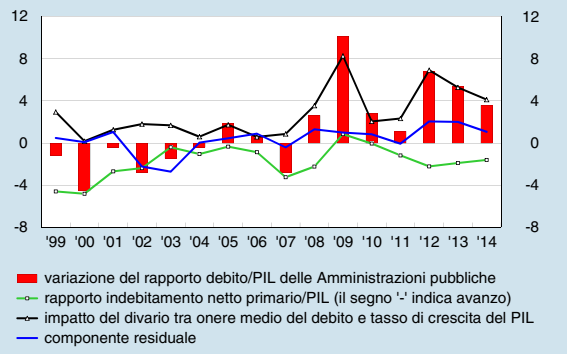


Tavola 12

Variazione del debito delle Amministrazioni pubbliche e sue componenti
(miliardi di euro)

VOCI	2011	2012	2013	2014
Variazione del debito = (a)+(b)+(c)+(d)	**56,3**	**81,4**	**79,8**	**66,2**
(a) Fabbisogno complessivo	63,8	65,9	77,0	65,7
di cui: *sostegno ai paesi UEM*	*9,2*	*29,5*	*13,0*	*4,7*
(b) Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro	-19,0	10,1	3,2	8,8
(c) Scarti e premi di emissione (1)	11,3	5,8	-0,5	-8,7
(d) Controvalore in euro di passività in valuta	0,1	-0,4	0,1	0,5

(1) È inclusa la rivalutazione del capitale dei titoli indicizzati all'inflazione.

ne hanno contenuto il debito per 8,7 miliardi (2), compensando sostanzialmente l'incremento connesso con l'accumulo delle disponibilità liquide del Tesoro (8,8 miliardi, a 46,4) e con le variazioni dei cambi (0,5 miliardi).

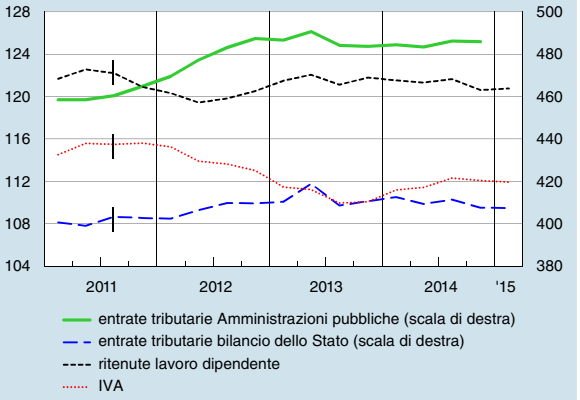
Nel primo trimestre del 2015 migliora il fabbisogno del settore statale

Nel primo trimestre del 2015 il fabbisogno del settore statale è stato pari a 23,5 miliardi, inferiore di 8,8 rispetto al corrispondente periodo del 2014. Circa metà di tale riduzione è riconducibile ad alcuni fattori straordinari, quali il pagamento di debiti pregressi delle Amministrazioni pubbliche e il ripristino in febbraio della scadenza per i versamenti connessi con i premi assicurativi INAIL (nel 2014 spostata a maggio). Alla flessione ha inoltre contribuito la contrazione della spesa per interessi.

Nel primo trimestre le entrate tributarie contabilizzate nel bilancio dello Stato al netto degli incassi di lotto e lotterie sono risultate stabili rispetto a un anno prima (fig. 36); tenendo conto di una disomogeneità contabile che riguarda le accise sugli oli minerali, tali entrate avrebbero una dinamica positiva. Le imposte dirette sono aumentate del 3,5 per cento (1,7 miliardi), soprattutto per effetto dell'incremento delle imposte sostitutive sui redditi da attività finanziarie (39,4 per cento, pari a 1,3 miliardi). Quelle indirette sono diminuite del 4,3 per cento (-1,6 miliardi), riflettendo la citata disomogeneità contabile.

Figura 36

Entrate tributarie: valori cumulati degli ultimi 4 trimestri (1)
(miliardi di euro)



Fonte: Istat, per le entrate tributarie delle Amministrazioni pubbliche; Rendiconto generale dell'Amministrazione dello Stato e bilancio dello Stato, per le altre variabili.
(1) Da settembre del 2011 i dati del bilancio dello Stato non includono il gettito di pertinenza della Regione Trentino-Alto Adige e delle Province autonome di Trento e Bolzano.

(2) I titoli, ad eccezione dei BOT, sono valutati al netto ricavo ai fini del fabbisogno e al valore facciale ai fini del debito. Poiché nel 2014 il collocamento delle nuove emissioni è avvenuto in media a un prezzo sopra la pari, si è determinato un contenimento del debito a parità di fabbisogno.

La Commissione europea ha proposto di non avviare la Procedura per i disavanzi eccessivi

Sulla base delle valutazioni rese note lo scorso 27 febbraio, la Commissione europea ha proposto di non avviare la Procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti dell'Italia per il mancato rispetto della regola sul debito. La Commissione ha tenuto conto dei cosiddetti fattori rilevanti, quali le condizioni macroeconomiche particolarmente avverse (incluso il basso livello dell'inflazione), il contributo di componenti una tantum all'aumento del debito (quali il supporto finanziario ai paesi dell'area dell'euro e il pagamento di debiti commerciali pregressi), il piano di riforme strutturali che il Governo si è impegnato ad attuare. La valutazione ha anche tenuto in considerazione che l'Italia rispetta la parte preventiva del Patto di stabilità e crescita: secondo le più recenti stime della Commissione, il miglioramento del saldo strutturale (ossia al netto degli effetti del ciclo economico e delle misure una tantum) nel 2015 è infatti pari a 0,3 punti percentuali del prodotto, a fronte dello 0,25 richiesto alla luce dell'attuale quadro macroeconomico, secondo i criteri recentemente chiariti dalla Commissione stessa (cfr. il riquadro: *Regole di bilancio europee e obiettivi per i conti pubblici dell'Italia*, in *Bollettino economico*, n. 1, 2015). Anche l'Eurogruppo, nella dichiarazione del 9 marzo, ha rilevato il rispetto delle regole da parte dell'Italia.

Il Governo programma un indebitamento netto del 2,6 per cento del PIL nel 2015 e dell'1,8 nel 2016

Il *Documento di economia e finanza 2015* (DEF) approvato dal Governo il 10 aprile conferma gli obiettivi per il saldo nominale stabiliti lo scorso autunno, nonostante il miglioramento delle previsioni tendenziali dei conti pubblici. Per l'anno in corso, a fronte di un indebitamento netto tendenziale stimato al 2,5 per cento del PIL, si mantiene l'obiettivo del 2,6 (tav. 13). Nel quadro programmatico l'indebitamento netto si riduce all'1,8 per cento nel 2016 (a fronte di un tendenziale dell'1,4) e allo 0,8 nel 2017, fino ad azzerarsi nel 2018.

Nel 2015 viene programmata una riduzione dell'indebitamento netto strutturale di 0,2 punti percentuali del PIL (allo 0,5 per cento), lievemente inferiore a quella definita lo scorso autunno, pari a 0,3 punti. Per il 2016 l'aggiustamento strutturale è di 0,1 punti: il Governo intende avvalersi dei margini di flessibilità previsti dalle regole europee a fronte di riforme strutturali per discostarsi dall'aggiustamento che, dato il contesto congiunturale, la parte preventiva del Patto di stabilità e crescita richiederebbe all'Italia (pari ad almeno mezzo punto di PIL). Nel 2017 verrebbe raggiunto il pareggio di bilancio strutturale, che per l'Italia rappresenta l'obiettivo di medio termine.

Nel DEF si danno alcune prime indicazioni sugli interventi programmati per il 2016: verrebbe evitata l'attivazione delle clausole di salvaguardia previste dalle ultime due leggi di stabilità, che implicherebbe un aumento del prelievo pari a circa 16 miliardi, in gran parte dovuto a un inasprimento delle aliquote IVA. Oltre metà delle risorse necessarie a tal fine deriverebbe da provvedimenti di revisione della spesa da definire nei prossimi mesi; a queste si aggiungerebbero le risorse rese disponibili sia dalla riduzione della spesa per inte-

Tavola 13

Consuntivi e obiettivi ufficiali dei principali aggregati delle Amministrazioni pubbliche (1)
(miliardi di euro e percentuali del PIL)

VOCI	2014	2015	2016	2017
Indebitamento netto	49,1	....	....	....
in % del PIL (2)	*3,0*	*2,6*	*1,8*	*0,8*
Avanzo primario	26,1	....	....	....
in % del PIL	*1,6*	*1,6*	*2,4*	*3,2*
Spesa per interessi	75,2	....	....	....
in % del PIL	*4,7*	*4,2*	*4,2*	*4,0*
Indebitamento netto strutturale	....	....	....	....
in % del PIL	*0,7*	*0,5*	*0,4*	*0,0*
Debito	2.135	2.172	2.201	2.212
in % del PIL	*132,1*	*132,5*	*130,9*	*127,4*
Debito al netto del sostegno finanziario ai paesi UEM (2)	2.075	2.112	2.141	2.152
in % del PIL	*128,4*	*128,9*	*127,3*	*123,9*

Fonte: Istat, per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche per il 2014; *Documento di economia e finanza 2015*, per gli anni 2015-17.
(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti. – (2) Sono escluse le passività connesse con i prestiti in favore di Stati membri della UEM, erogati sia bilateralmente sia attraverso l'EFSF, e con il contributo al capitale dell'ESM.

ressi rispetto alle previsioni dello scorso autunno, sia dall'aumento delle entrate connesso con il miglioramento del quadro macroeconomico.

Il rapporto tra debito e prodotto inizierà a ridursi nel 2016

Secondo il DEF nel 2015 il rapporto tra debito e prodotto aumenterebbe leggermente al 132,5 per cento, per poi ridursi a partire dall'anno successivo raggiungendo il 120,0 nel 2019. Al calo contribuirebbero l'aumento dell'avanzo primario (fino al 4,0 per cento del PIL nel 2019), la crescita del prodotto nominale e i proventi attesi dalle privatizzazioni, ancorché ridotti rispetto ai piani formulati lo scorso autunno. Nelle valutazioni del Governo la regola sul debito verrebbe rispettata con riferimento al triennio 2016-18.

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: Stati Uniti	49
A2	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Giappone	50
A3	Conto economico delle risorse e degli impieghi: area dell'euro	51
A4	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia	52
A5	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	53
A6	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	54
A7	Indici armonizzati dei prezzi al consumo nei maggiori paesi dell'area dell'euro	55
A8	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	56
A9	Prestiti bancari in Italia per area geografica e settore di attività economica	57
A10	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	58
A11	Debito delle Amministrazioni pubbliche	59

Tavola A1

Conto economico delle risorse e degli impieghi: Stati Uniti (1)

(dati destagionalizzati; variazioni percentuali sul periodo precedente e contributi alla crescita, espressi in ragione d'anno)

PERIODO	PIL	Spesa famiglie residenti		Spesa delle AA.PP.		Investimenti		Domanda nazionale (2)		Esportazioni	Importazioni	Esportazioni nette	Scorte
	Variazioni	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Variazioni	Contributo	Contributo
2011	1,6	2,3	1,6	-3,0	-0,7	6,3	0,9	1,6	1,6	6,9	5,5	..	-0,1
2012	2,3	1,8	1,3	-1,4	-0,3	8,3	1,2	2,2	2,3	3,3	2,3	..	0,2
2013	2,2	2,4	1,6	-2,0	-0,4	4,7	0,7	1,9	2,0	3,0	1,1	0,2	0,1
2014	2,4	2,5	1,7	-0,2	..	5,3	0,8	2,5	2,6	3,1	4,0	-0,2	0,1
2012 – 1° trim.	2,3	2,8	1,9	-2,7	-0,6	9,1	1,2	2,3	2,4	1,3	1,7	-0,1	-0,2
2° trim.	1,6	1,3	0,9	-0,4	-0,1	4,4	0,6	1,6	1,6	4,8	4,0	..	0,3
3° trim.	2,5	1,9	1,3	2,7	0,5	3,1	0,5	2,0	2,1	2,1	-0,6	0,4	-0,2
4° trim.	0,1	1,9	1,3	-6,0	-1,2	6,6	1,0	-0,7	-0,7	1,5	-3,5	0,8	-1,8
2013 – 1° trim.	2,7	3,6	2,5	-3,9	-0,8	2,7	0,4	2,7	2,8	-0,8	-0,3	-0,1	0,7
2° trim.	1,8	1,8	1,2	0,2	..	4,9	0,7	2,2	2,3	6,3	8,5	-0,5	0,3
3° trim.	4,5	2,0	1,4	0,2	..	6,6	1,0	3,8	3,9	5,1	0,6	0,6	1,5
4° trim.	3,5	3,7	2,5	-3,8	-0,7	6,3	1,0	2,3	2,4	10,0	1,3	1,1	-0,3
2014 – 1° trim.	-2,1	1,2	0,8	-0,8	-0,2	0,2	..	-0,4	-0,4	-9,2	2,2	-1,7	-1,2
2° trim.	4,6	2,5	1,8	1,7	0,3	9,5	1,5	4,8	4,9	11,1	11,3	-0,3	1,4
3° trim.	5,0	3,2	2,2	4,4	0,8	7,7	1,2	4,1	4,2	4,5	-0,9	0,8	..
4° trim.	2,2	4,2	3,0	-1,8	-0,4	4,5	0,7	3,2	3,4	4,5	10,4	-1,2	0,1

Fonte: statistiche nazionali.
(1) Quantità a prezzi concatenati. Gli investimenti del settore pubblico sono compresi nella spesa delle AA.PP. – (2) Include la variazione delle scorte.

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

(dati destagionalizzati; variazioni percentuali sul periodo precedente e contributi alla crescita, espressi in ragione d'anno)

PERIODO	PIL	Spesa famiglie residenti		Spesa per consumi delle AA.PP.		Investimenti		Domanda nazionale (2)		Esportazioni	Importazioni	Esportazioni nette	Scorte
	Variazioni	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Variazioni	Contributo	Contributo
2011	-0,5	0,3	0,2	1,2	0,2	1,4	0,3	0,4	0,4	-0,4	5,9	-0,9	-0,3
2012	1,8	2,3	1,4	1,7	0,3	3,4	0,7	2,6	2,5	-0,2	5,3	-0,9	0,2
2013	1,6	2,1	1,3	1,9	0,4	3,2	0,7	1,9	1,8	1,5	3,1	-0,3	-0,4
2014	..	-1,2	-0,7	0,3	0,1	2,6	0,6	..	..	8,2	7,2	..	0,1
2011 – 1° trim.	-7,3	-6,7	-4,0	-0,7	-0,1	-1,2	-0,2	-6,2	-6,3	-2,7	5,4	-1,1	-1,8
2° trim.	-2,1	4,5	2,6	2,0	0,4	1,1	0,2	2,3	2,3	-26,5	-1,3	-4,4	-1,0
3° trim.	10,8	6,4	3,9	0,5	0,1	6,7	1,3	6,8	6,7	44,8	13,6	3,9	1,5
4° trim.	0,6	1,7	1,0	1,2	0,2	16,8	3,2	3,6	3,5	-12,4	6,5	-3,0	-0,9
2012 – 1° trim.	4,3	2,4	1,5	4,7	0,9	-2,0	-0,4	4,0	4,0	12,0	8,9	0,3	2,0
2° trim.	-1,4	2,7	1,6	-1,6	-0,3	2,6	0,5	..	..	-1,7	7,4	-1,4	-1,8
3° trim.	-2,2	-1,3	-0,8	1,8	0,4	-4,1	-0,9	-0,3	-0,3	-14,8	-2,9	-1,9	1,1
4° trim.	-0,6	0,2	0,1	2,7	0,6	-0,8	-0,2	-0,3	-0,3	-12,9	-9,2	-0,4	-0,7
2013 – 1° trim.	5,6	5,2	3,2	3,3	0,7	1,8	0,4	3,8	3,9	18,4	5,5	1,6	-0,3
2° trim.	3,3	3,3	2,0	2,5	0,5	9,9	2,0	3,0	3,0	12,8	9,7	0,2	-1,4
3° trim.	1,4	1,3	0,8	-0,3	-0,1	9,3	1,9	2,9	2,9	-2,0	7,2	-1,5	0,3
4° trim.	-1,2	-0,7	-0,4	0,3	0,1	5,4	1,1	1,0	1,0	-0,7	12,5	-2,1	0,2
2014 – 1° trim.	5,1	9,0	5,4	-1,2	-0,3	15,1	3,2	6,2	6,3	28,8	30,3	-1,2	-2,1
2° trim.	-6,4	-18,7	-12,4	1,5	0,3	-16,8	-4,1	-9,9	-10,7	-1,3	-19,7	4,2	5,5
3° trim.	-2,6	1,1	0,7	0,9	0,2	-2,4	-0,5	-2,7	-2,8	6,2	4,2	0,2	-3,1
4° trim.	1,5	2,0	1,2	1,2	0,2	-0,1	..	0,6	0,6	11,5	5,3	0,9	-0,8

Fonte: statistiche nazionali.
(1) Quantità a prezzi concatenati. Eventuali differenze nella somma dei contributi rispetto alla crescita del PIL sono dovute a discrepanze statistiche. – (2) Include la variazione delle scorte.

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

(variazioni percentuali sul periodo precedente)

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	Prodotto interno lordo	Importa-zioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Spesa per consumi delle famiglie residenti (2)	Spesa per consumi delle Amministra-zioni pubbliche	Esporta-zioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	Totale			
				Quantità a prezzi concatenati					
2010	2,0	9,7	4,0	-3,5	3,4	-0,4	0,8	0,8	11,0
2011	1,6	4,3	2,4	0,1	3,3	1,6	0,2	-0,2	6,6
2012	-0,8	-1,1	-0,9	-4,3	-2,9	-3,7	-1,3	-0,1	2,5
2013	-0,5	1,2	..	-3,5	-1,3	-2,5	-0,7	0,3	2,0
2014	0,9	3,8	1,7	-0,3	2,3	1,0	1,0	0,7	3,7
2012 - 4° trim.	-0,4	-0,7	-0,5	-1,0	0,2	-0,4	-0,5	..	-0,9
2013 - 1° trim.	-0,4	0,1	-0,2	-2,5	-1,9	-2,2	-0,2	0,2	0,4
2° trim.	0,3	1,3	0,6	0,2	1,1	0,7	0,1	0,1	1,7
3° trim.	0,2	1,5	0,5	0,8	0,4	0,6	0,2	0,2	0,6
4° trim.	0,3	0,2	0,3	-0,3	1,3	0,5	0,1	..	0,8
2014 - 1° trim.	0,3	0,6	0,4	0,8	0,1	0,4	0,2	0,2	0,4
2° trim.	0,1	1,3	0,4	-1,6	0,5	-0,5	0,2	0,2	1,3
3° trim.	0,2	1,7	0,6	-0,6	0,6	..	0,5	0,2	1,5
4° trim.	0,3	0,4	0,3	0,8	..	0,4	0,4	0,2	0,8
				Prezzi impliciti					
2009	1,0	-6,4	....	....	....	-0,3	-0,7	2,0	-3,2
2010	0,7	5,1	....	....	....	0,9	1,6	0,6	3,1
2011	1,1	5,9	....	....	....	1,5	2,3	0,8	3,6
2012	1,3	2,5	....	....	....	1,4	1,9	0,8	1,9
2013	1,3	-1,3	....	....	....	0,4	1,1	1,3	-0,3
2012 - 4° trim.	0,4	-0,2	....	....	....	0,3	0,6	-0,4	0,1
2013 - 1° trim.	0,3	-0,5	....	....	....	..	0,2	1,1	-0,4
2° trim.	0,3	-0,8	....	....	....	-0,2	0,1	0,2	-0,2
3° trim.	0,1	-0,3	....	....	....	0,2	0,2	0,2	-0,2
4° trim.	0,3	-0,4	....	....	....	0,1	0,2	..	-0,1
2014 - 1° trim.	0,3	-0,5	....	....	....	0,1	0,1	0,4	-0,4
2° trim.	0,2	-0,4	....	....	....	..	0,1	..	..
3° trim.	0,3	-0,2	....	....	....	0,3	..	0,6	0,1
4° trim.	0,2	-0,8	....	....	....	0,3	..	-0,2	-0,2

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					
	Prodotto interno lordo	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					
2010	1,7	12,4	3,7	-3,6	3,1	-0,5	1,2	0,6	11,8
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	-1,2	2,3
2013	-1,7	-2,3	-1,8	-7,2	-4,4	-5,8	-2,8	-0,3	0,5
2014	-0,4	1,8	..	-4,9	-1,6	-3,3	0,3	-0,9	2,7
2012 – 4° trim.	-0,6	-2,7	-1,0	-0,9	-1,6	-1,3	-0,8	-0,9	-1,6
2013 – 1° trim.	-0,8	0,3	-0,6	-3,9	-2,1	-3,1	-1,3	0,7	0,2
2° trim.	-0,1	-1,3	-0,3	-0,2	0,5	0,1	-0,6	0,3	0,1
3° trim.	0,1	2,2	0,5	-0,2	..	-0,1	0,1	-1,0	1,3
4° trim.	..	-0,4	-0,1	-2,3	0,2	-1,1	0,1	..	-0,4
2014 – 1° trim.	-0,1	-0,1	-0,1	-1,5	-1,5	-1,5	0,1	-0,4	0,4
2° trim.	-0,2	1,1	0,1	-1,2	-0,2	-0,7	0,2	-0,5	1,3
3° trim.	-0,1	0,7	..	-0,9	-1,0	-1,0	0,2	0,2	0,4
4° trim.	..	0,3	..	-0,6	1,0	0,2	0,1	0,4	1,6
				Prezzi impliciti					
2010	0,3	6,6	1,6	2,5	2,2	2,4	1,4	0,4	2,3
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	1,4	-1,9	0,7	0,8	0,2	0,5	1,1	0,2	0,1
2014	0,8	-2,5	0,1	-0,1	0,3	0,1	0,2	0,6	-0,3
2012 – 4° trim.	0,2	-0,5	0,1	0,5	0,1	0,3	0,4	-0,6	-0,1
2013 – 1° trim.	0,5	-0,8	0,2	0,2	-0,6	-0,2	0,3	0,7	..
2° trim.	0,4	-0,9	0,1	..	-0,1	-0,1	0,2	-0,5	-0,2
3° trim.	0,4	-0,4	0,2	0,4	-0,2	0,1	0,3	0,4	0,1
4° trim.	0,3	-0,9	0,1	0,4	-1,4	-0,5	-0,1	0,3	-0,1
2014 – 1° trim.	0,2	-0,7	..	-0,7	1,1	0,2	0,1	0,4	-0,2
2° trim.	-0,2	-0,4	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3	..	-0,7	-0,2
3° trim.	0,2	-0,5	0,1	0,5	0,8	0,7	-0,1	0,6	0,3
4° trim.	0,3	-0,7	0,1	0,3	0,7	0,5	0,1	0,3	-0,1

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 ora lavorata	Produttività oraria			Costo del lavoro per unità di prodotto
			di cui:		
			Valore aggiunto (2)	Ore lavorate	
			Totale industria al netto delle costruzioni		
2010	1,8	9,2	8,1	-1,0	-6,8
2011	1,9	2,2	3,0	0,7	-0,3
2012	3,8	1,9	-0,5	-2,4	1,8
2013	2,7	1,2	-0,5	-1,7	1,5
2014	1,5	0,3	0,8	0,5	1,2
2012 – 1° trim.	2,5	0,7	0,0	-0,8	1,7
2° trim.	4,4	2,7	-0,1	-2,7	1,7
3° trim.	4,3	2,9	-0,3	-3,0	1,4
4° trim.	4,0	2,2	-0,9	-3,0	1,8
2013 – 1° trim.	4,8	2,2	-1,6	-3,7	2,5
2° trim.	1,7	0,2	-0,8	-1,0	1,5
3° trim.	2,3	0,0	-1,0	-0,9	2,3
4° trim.	1,7	1,8	1,2	-0,6	-0,1
2014 – 1° trim.	1,0	0,4	1,1	0,7	0,6
2° trim.	2,0	0,9	0,7	-0,2	1,1
3° trim.	1,6	0,4	0,8	0,4	1,1
4° trim.	1,5	-1,0	0,3	1,2	2,5
			Servizi		
2010	1,6	0,8	1,2	0,3	0,8
2011	1,6	1,0	1,8	0,7	0,5
2012	2,4	0,9	-0,3	-1,1	1,5
2013	1,9	0,3	-0,3	-0,7	1,6
2014	1,2	0,0	0,8	0,9	1,2
2012 – 1° trim.	2,6	0,9	0,1	-0,7	1,8
2° trim.	2,6	1,1	-0,2	-1,4	1,5
3° trim.	2,7	0,8	-0,3	-1,1	1,9
4° trim.	1,9	0,9	-0,4	-1,2	1,0
2013 – 1° trim.	2,3	0,9	-0,6	-1,5	1,4
2° trim.	1,9	0,5	-0,2	-0,7	1,3
3° trim.	1,7	0,6	0,1	-0,5	1,2
4° trim.	2,1	0,5	0,4	-0,1	1,6
2014 – 1° trim.	1,2	0,2	1,1	0,8	1,0
2° trim.	1,1	0,1	0,9	0,8	1,0
3° trim.	1,3	0,2	1,0	0,8	1,2
4° trim.	1,0	-0,2	1,1	1,2	1,2
			Totale economia		
2010	1,7	2,5	2,1	-0,4	-0,7
2011	1,8	1,5	1,7	0,3	0,3
2012	2,9	1,2	-0,6	-1,8	1,6
2013	2,1	0,7	-0,5	-1,2	1,4
2014	1,2	0,1	0,8	0,6	1,1
2012 – 1° trim.	2,8	1,1	-0,2	-1,3	1,7
2° trim.	3,2	1,5	-0,5	-2,0	1,6
3° trim.	3,2	1,4	-0,6	-1,9	1,8
4° trim.	2,5	1,3	-0,8	-2,1	1,2
2013 – 1° trim.	2,9	1,4	-1,0	-2,4	1,5
2° trim.	1,9	0,7	-0,5	-1,2	1,2
3° trim.	1,9	0,5	-0,2	-0,8	1,3
4° trim.	2,0	0,9	0,5	-0,4	1,1
2014 – 1° trim.	1,1	0,4	1,1	0,7	0,7
2° trim.	1,3	0,4	0,8	0,4	0,9
3° trim.	1,3	0,3	0,8	0,5	1,0
4° trim.	1,1	-0,3	0,8	1,1	1,4

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat basati su SEC 2010.
(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	di cui: Valore aggiunto (2)	di cui: Ore lavorate	Costo del lavoro per unità di prodotto
		Totale industria al netto delle costruzioni			
2010	3,1	9,0	6,6	-2,2	-5,4
2011	2,6	1,1	1,1	0,0	1,4
2012	2,8	1,7	-2,6	-4,2	1,1
2013	2,1	0,2	-2,8	-3,0	1,9
2014	1,6	-2,0	-1,1	0,9	3,6
2012 – 1° trim.	3,0	0,2	-2,5	-2,6	2,8
2° trim.	2,1	1,1	-3,3	-4,3	1,0
3° trim.	3,0	3,2	-1,9	-5,0	-0,3
4° trim.	2,8	1,6	-3,1	-4,7	1,2
2013 – 1° trim.	1,8	1,0	-3,6	-4,6	0,8
2° trim.	2,3	0,6	-3,3	-3,9	1,7
3° trim.	2,0	-1,4	-3,5	-2,1	3,5
4° trim.	2,2	0,4	-1,0	-1,3	1,8
2014 – 1° trim.	2,0	-1,0	-0,1	0,9	3,0
2° trim.	1,9	-0,9	-0,5	0,4	2,8
3° trim.	1,8	-1,6	-1,1	0,6	3,5
4° trim.	0,9	-3,1	-1,4	1,8	4,2
		Servizi			
2010	2,0	0,9	1,0	0,2	1,1
2011	0,3	0,2	0,9	0,7	0,1
2012	0,2	-0,9	-2,0	-1,1	1,1
2013	0,2	-0,1	-0,8	-0,6	0,3
2014	0,3	-0,1	0,1	0,3	0,5
2012 – 1° trim.	0,3	-0,5	-1,6	-1,1	0,8
2° trim.	0,6	-0,8	-2,4	-1,6	1,4
3° trim.	1,1	-1,4	-2,5	-1,1	2,5
4° trim.	-0,8	-0,8	-1,7	-0,9	-0,1
2013 – 1° trim.	-0,2	-1,0	-1,5	-0,4	0,9
2° trim.	-0,2	0,1	-0,8	-0,9	-0,3
3° trim.	-0,5	0,3	-0,3	-0,6	-0,8
4° trim.	1,5	0,3	-0,3	-0,6	1,2
2014 – 1° trim.	0,9	0,2	0,3	0,1	0,7
2° trim.	0,0	-0,6	0,1	0,7	0,6
3° trim.	0,6	-0,2	0,0	0,2	0,7
4° trim.	0,0	-0,4	0,2	0,5	0,4
		Totale economia			
2010	2,3	2,3	1,8	-0,6	0,0
2011	1,0	0,5	0,6	0,1	0,5
2012	1,1	0,1	-2,4	-2,5	1,0
2013	0,9	0,5	-1,4	-1,8	0,3
2014	0,7	-0,5	-0,3	0,1	1,1
2012 – 1° trim.	1,1	0,2	-2,0	-2,2	0,9
2° trim.	1,2	-0,1	-2,8	-2,7	1,3
3° trim.	1,8	0,2	-2,7	-2,9	1,6
4° trim.	0,4	0,2	-2,3	-2,5	0,2
2013 – 1° trim.	0,6	0,2	-2,1	-2,3	0,5
2° trim.	0,7	1,0	-1,6	-2,6	-0,3
3° trim.	0,3	0,2	-1,1	-1,3	0,0
4° trim.	1,7	0,6	-0,6	-1,2	1,1
2014 – 1° trim.	1,2	0,0	0,0	0,1	1,2
2° trim.	0,4	-0,6	-0,2	0,4	1,1
3° trim.	0,8	-0,4	-0,5	-0,1	1,2
4° trim.	0,3	-1,1	-0,5	0,6	1,3

Fonte: elaborazioni su dati Istat basati su SEC 2010.
(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 nei maggiori paesi dell'area dell'euro

(indici: 2005=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
2010	1,7	1,0	1,2	0,6	1,6	1,7	2,1	0,8	1,6	1,0
2011	2,3	1,1	2,5	1,2	2,9	2,0	3,1	1,2	2,7	1,4
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	1,3	1,3	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
2013 – gen.	1,4	0,9	1,9	1,1	2,4	1,7	2,8	2,1	2,0	1,3
feb.	1,2	0,7	1,8	1,2	2,0	1,4	2,9	2,1	1,8	1,3
mar.	1,1	0,8	1,8	1,8	1,8	1,5	2,6	2,2	1,7	1,5
apr.	0,8	0,5	1,1	0,6	1,3	1,2	1,5	1,8	1,2	1,0
mag.	0,9	0,6	1,6	1,1	1,3	1,4	1,8	2,0	1,4	1,2
giu.	1,0	0,5	1,9	1,2	1,4	1,2	2,2	1,9	1,6	1,2
lug.	1,2	0,7	1,9	1,2	1,2	1,0	1,9	1,5	1,6	1,1
ago.	1,0	0,6	1,6	1,2	1,2	1,2	1,6	1,4	1,3	1,1
set.	1,0	0,8	1,6	1,3	0,9	1,3	0,5	0,5	1,1	1,0
ott.	0,7	0,9	1,2	1,0	0,8	1,2	0,0	-0,1	0,7	0,8
nov.	0,8	1,0	1,6	1,7	0,7	1,1	0,3	0,0	0,9	0,9
dic.	0,8	0,8	1,2	0,7	0,7	0,9	0,3	-0,1	0,8	0,7
2014 – gen.	0,8	0,8	1,2	1,2	0,6	0,9	0,3	-0,1	0,8	0,8
feb.	1,1	1,4	1,0	1,2	0,4	0,9	0,1	0,0	0,7	1,0
mar.	0,7	1,1	0,9	0,9	0,3	0,9	-0,2	-0,3	0,5	0,7
apr.	0,8	1,2	1,1	1,4	0,5	1,1	0,3	0,1	0,7	1,0
mag.	0,8	1,1	0,6	0,7	0,4	0,8	0,2	-0,1	0,5	0,7
giu.	0,6	0,9	1,0	1,1	0,2	0,7	0,0	-0,1	0,5	0,8
lug.	0,6	0,9	0,8	1,2	0,0	0,5	-0,4	-0,1	0,4	0,8
ago.	0,5	1,2	0,8	1,2	-0,2	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	0,7	1,1	0,2	0,6	-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	0,1	1,2	-0,1	0,7	-1,1	-0,1	-0,2	0,7
2015 – gen.	-0,4	0,4	-0,5	0,8	-0,5	0,5	-1,5	0,0	-0,6	0,6
feb.	-0,3	0,3	-0,1	1,0	0,1	0,9	-1,2	0,0	-0,3	0,7
mar.	0,0	0,4	0,1	0,9	0,0	0,4	-0,8	0,0	(-0,1)	(0,6)

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.
(1) Media ponderata degli indici dei paesi appartenenti all'area dell'euro alla data indicata.

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
2011	-50.371	-18.583	-6.157	-6.378	-19.253	1.032	-49	1.081
2012	-6.939	16.829	-130	-4.122	-19.516	3.959	1.835	2.124
2013	14.967	36.103	1.369	-4.448	-18.056	161	-3.142	3.302
2014	31.159	49.513	623	-2.343	-16.634	3.355	-942	4.297
2013 – 1° trim.	-5.101	4.552	-1.943	147	-7.857	-2.401	-2.405	3
2° trim.	4.630	10.995	1.370	-4.662	-3.074	188	-129	317
3° trim.	5.595	9.371	2.469	-1.386	-4.859	73	-98	171
4° trim.	9.843	11.185	-528	1.453	-2.267	2.301	-510	2.811
2014 – 1° trim.	-180	8.341	-2.199	705	-7.027	-587	-515	-72
2° trim.	6.345	12.252	1.310	-4.269	-2.948	281	-158	439
3° trim.	10.593	12.784	2.100	-1.162	-3.129	423	43	381
4° trim.	14.402	16.137	-588	2.383	-3.531	3.238	-311	3.549
2013 – feb.	-982	1.833	-512	222	-2.525	-593	-600	8
mar.	-253	3.807	-740	-128	-3.192	-1.249	-1.234	-16
apr.	969	2.694	81	-765	-1.041	-22	-58	37
mag.	980	4.392	427	-3.130	-709	-19	-55	36
giu.	2.680	3.910	862	-767	-1.324	229	-15	244
lug.	6.039	6.272	1.307	228	-1.768	72	-11	83
ago.	96	1.802	179	-277	-1.608	46	-29	74
set.	-539	1.297	983	-1.337	-1.483	-44	-58	14
ott.	4.093	4.166	129	348	-550	991	-107	1.098
nov.	2.884	3.261	-478	738	-637	874	-100	974
dic.	2.867	3.759	-179	367	-1.080	436	-304	739
2014 – gen.	-1.365	812	-572	146	-1.750	-118	-108	-10
feb.	543	3.155	-714	379	-2.278	-134	-115	-19
mar.	642	4.373	-913	180	-2.999	-335	-292	-43
apr.	2.869	4.213	3	-281	-1.066	-13	-76	63
mag.	859	4.176	392	-3.050	-659	-4	-68	64
giu.	2.617	3.862	915	-937	-1.223	298	-14	312
lug.	7.644	7.434	1.275	115	-1.179	195	37	157
ago.	1.634	2.687	105	-76	-1.082	157	12	146
set.	1.315	2.663	720	-1.200	-868	71	-6	77
ott.	5.995	5.884	116	919	-924	1.317	-65	1.382
nov.	3.179	4.044	-506	601	-960	1.168	-58	1.226
dic.	5.228	6.210	-198	863	-1.647	753	-188	942
2015 – gen.	(45)	(1.921)	(-475)	(407)	(-1.807)	(-64)	(-54)	(-10)
feb.	(3.594)	(5.979)	(-635)	(433)	(-2.184)	(7)	(23)	(-16)

(1) Dati elaborati secondo gli standard internazionali del *Balance of Payments and International Investment Position Manual* dell'FMI (sesta edizione).

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	Ist. sociali senza scopo di lucro e unità non classificabili e non classificate	Totale
			medio-grandi	piccole (2)	famiglie produttrici (3)			
				Centro Nord				
2012 – dic.	4,6	4,4	-2,2	-2,0	-2,9	-2,4	0,2	-1,6	0,0
2013 – giu.	-0,7	-4,2	-4,2	-4,3	-3,8	-2,9	-0,3	-3,1	-2,8
set.	-4,6	-8,6	-4,2	-4,5	-3,1	-2,6	-0,6	-3,7	-3,9
dic.	-2,5	-4,9	-5,4	-5,7	-4,1	-3,1	-0,7	-3,6	-3,8
2014 – mar.	0,3	-5,5	-4,4	-4,8	-3,0	-2,5	-0,5	-3,2	-3,0
giu.	2,4	-3,2	-3,1	-3,3	-2,3	-1,9	-0,4	-2,2	-1,7
set.	2,2	-3,7	-3,2	-3,3	-2,8	-1,9	-0,2	-1,3	-1,7
dic.	4,2	-1,5	-2,0	-1,9	-2,5	-1,5	0,0	-1,6	-0,7
2015 – gen.	3,0	-1,8	-2,5	-2,3	-3,5	-2,1	0,0	-0,6	-1,0
feb.	2,3	-3,2	-2,8	-2,6	-3,4	-2,0	0,0	-2,1	-1,4
				Mezzogiorno				
2012 – dic.	-1,7	-4,5	-2,1	-1,8	-2,9	-3,2	-0,4	-0,8	-1,4
2013 – giu.	-2,8	-0,5	-2,9	-2,7	-3,4	-3,4	-1,1	1,1	-2,1
set.	-2,6	0,3	-3,2	-3,2	-3,2	-3,0	-1,5	-1,4	-2,4
dic.	-5,4	-3,0	-3,0	-2,9	-3,3	-2,8	-1,5	-3,0	-2,6
2014 – mar.	-5,0	-1,4	-2,6	-2,6	-2,6	-2,4	-1,3	-5,0	-2,3
giu.	-5,1	-4,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,1	-1,0	-4,0	-2,0
set.	-4,3	36,1	-2,0	-1,8	-2,4	-2,0	-0,7	-3,5	-1,3
dic.	-4,1	38,0	-1,7	-1,6	-2,1	-1,2	-0,6	-1,7	-1,0
2015 – gen.	-7,1	38,5	-1,9	-1,7	-2,6	-1,7	-0,6	-0,2	-1,4
feb.	-7,4	34,8	-1,9	-1,7	-2,6	-1,6	-0,5	7,0	-1,4
				ITALIA				
2012 – dic.	4,0	4,2	-2,2	-2,0	-2,9	-2,6	0,0	-1,5	-0,2
2013 – giu.	-0,9	-4,1	-4,0	-4,1	-3,7	-3,0	-0,5	-2,7	-2,7
set.	-4,4	-8,4	-4,1	-4,3	-3,1	-2,7	-0,8	-3,5	-3,7
dic.	-2,8	-4,9	-5,1	-5,3	-3,9	-3,0	-0,9	-3,5	-3,6
2014 – mar.	-0,2	-5,5	-4,2	-4,5	-2,9	-2,5	-0,7	-3,4	-2,9
giu.	1,6	-3,2	-3,0	-3,2	-2,2	-1,9	-0,5	-2,4	-1,7
set.	1,6	-2,9	-3,0	-3,1	-2,7	-1,9	-0,3	-1,5	-1,7
dic.	3,4	-0,7	-2,0	-1,9	-2,4	-1,5	-0,2	-1,6	-0,7
2015 – gen.	2,0	-1,0	-2,4	-2,2	-3,3	-2,0	-0,2	-0,6	-1,1
feb.	1,4	-2,4	-2,6	-2,5	-3,2	-1,9	-0,1	-1,1	-1,4

Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) I dati di febbraio 2015 sono provvisori. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto dell'effetto delle cartolarizzazioni, riclassificazioni 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 (1)

(miliardi di euro)

PERIODO	Monete e depositi	di cui: raccolta postale	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)	di cui: impieghi della liquidità	Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	di cui: connesso con sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)
2012	7,0	-1,3	20,4	24,1	0,9	23,7	76,0	-10,1	0,0	65,9	29,5
2013	-1,8	-2,2	-11,0	91,3	-3,0	4,8	80,3	-3,2	-10,0	77,0	13,0
2014	14,7	-1,1	-16,0	81,9	-4,9	-1,2	74,4	-8,8	-28,0	65,7	4,7
2012 – mar.	8,0	-1,2	31,4	0,4	-0,2	7,4	47,0	-10,2	-5,6	36,8	8,0
giu.	-3,9	0,5	-1,5	17,8	1,9	8,5	22,8	-11,7	-2,4	11,1	8,6
set.	4,8	-1,2	5,1	4,2	-0,3	0,2	14,0	0,2	-22,7	14,2	0,5
dic.	-1,9	0,7	-14,6	1,8	-0,6	7,6	-7,8	11,5	30,7	3,7	12,5
2013 – mar.	0,3	-1,4	5,0	42,6	-0,6	0,4	47,6	-11,5	-10,7	36,2	1,1
giu.	-5,1	-0,7	6,6	32,9	0,6	4,2	39,2	-30,4	-8,6	8,8	7,1
set.	0,2	0,2	0,6	-4,5	-2,0	-1,2	-7,0	35,5	7,3	28,4	0,7
dic.	2,8	-0,3	-23,1	20,3	-1,0	1,5	0,5	3,1	2,1	3,6	4,1
2014 – mar.	6,2	-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	49,8	-43,3	-27,0	6,4	4,3
set.	-3,7	0,3	-4,9	-20,8	-0,2	-2,4	-32,1	53,7	-1,6	21,6	0,4
dic.	9,8	-0,6	-13,0	6,0	-0,9	0,6	2,6	5,2	7,1	7,8	0,0
2014 – gen.	4,2	-0,6	6,7	10,2	0,8	-0,3	21,6	-20,2	-4,4	1,3	0,0
feb.	-1,3	-0,1	-2,8	23,4	-1,2	-0,5	17,6	-6,8	0,6	10,8	0,0
mar.	3,3	0,3	-0,4	12,6	-0,1	-0,4	15,0	2,8	-2,7	17,7	0,0
apr.	-1,8	-0,1	-1,5	28,7	0,0	1,6	27,0	-15,5	2,5	11,5	4,3
mag.	1,1	-0,2	0,3	19,3	-0,1	-0,3	20,3	-14,9	-2,8	5,5	0,0
giu.	3,1	0,0	-0,4	2,5	-3,3	0,5	2,5	-13,0	-26,7	-10,5	0,0
lug.	-2,7	0,3	-1,6	7,4	0,1	-2,5	0,6	-4,5	-3,3	-3,8	0,2
ago.	-0,9	0,5	-2,1	-16,7	-0,4	-0,1	-20,2	27,3	-1,6	7,1	0,2
set.	-0,1	-0,4	-1,2	-11,4	0,1	0,2	-12,5	30,9	3,3	18,4	0,0
ott.	-1,5	-0,8	-3,0	30,8	-0,7	-0,3	25,3	-17,8	-1,1	7,5	0,0
nov.	3,1	-0,6	-1,7	0,2	0,2	0,2	2,1	3,2	-9,7	5,2	0,0
dic.	8,1	0,7	-8,2	-25,0	-0,4	0,7	-24,7	19,8	17,9	-4,9	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	8,2	-2,1

(1) Per maggiori informazioni cfr. la sezione: *Appendice metodologica* in Supplemento al Bollettino Statistico, *Finanza pubblica, fabbisogno e debito.* – (2) Depositi del Tesoro presso la Banca d'Italia e operazioni di liquidità presso il sistema bancario. – (3) Include i prestiti in favore di paesi dalla UEM erogati sia bilateralmente sia attraverso l'EFSF (European Financial Stability Facility), e il contributo al capitale dell'ESM (European Stability Mechanism).

Debito delle Amministrazioni pubbliche (1)

(miliardi di euro)

PERIODO	Monete e depositi	di cui: raccolta postale	Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Altre passività	di cui: connesse con i prestiti dell'EFSF	Debito delle Amministrazioni pubbliche	Per memoria: Disponibilità liquide del Tesoro (2)	di cui: impieghi della liquidità	Depositi presso IFM residenti al netto delle operazioni di liquidità	Sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)
2012	160,2	20,8	151,6	1.502,4	133,7	41,1	26,9	1.988,9	34,4	0,0	27,2	42,7
2013	158,4	18,6	140,6	1.593,2	130,6	45,9	34,1	2.068,7	37,6	10,0	24,7	55,6
2014	173,1	17,5	124,5	1.666,8	125,7	44,8	36,0	2.134,9	46,4	38,0	25,7	60,3
2012 – mar.	161,3	20,8	162,6	1.473,8	132,6	24,8	11,1	1.955,1	34,5	5,6	33,6	21,1
giu.	157,3	21,3	161,1	1.496,4	134,5	33,3	19,7	1.982,7	46,1	7,9	26,5	29,7
set.	162,1	20,1	166,2	1.500,1	134,2	33,6	20,2	1.996,2	45,9	30,7	25,4	30,2
dic.	160,2	20,8	151,6	1.502,4	133,7	41,1	26,9	1.988,9	34,4	0,0	27,2	42,7
2013 – mar.	160,5	19,4	156,5	1.543,7	133,0	41,5	28,0	2.035,3	45,9	10,7	24,6	43,7
giu.	155,4	18,7	163,1	1.578,1	133,6	45,7	32,2	2.075,9	76,3	19,4	27,1	50,8
set.	155,6	18,8	163,7	1.572,6	131,6	44,5	32,9	2.067,9	40,8	12,1	26,3	51,5
dic.	158,4	18,6	140,6	1.593,2	130,6	45,9	34,1	2.068,7	37,6	10,0	24,7	55,6
2014 – mar.	164,6	18,1	144,1	1.635,9	130,1	44,7	34,2	2.119,5	61,9	16,5	25,1	55,6
giu.	167,0	17,8	142,5	1.684,9	126,8	46,5	35,6	2.167,7	105,3	43,5	25,8	59,9
set.	163,3	18,2	137,5	1.661,8	126,6	44,1	36,0	2.133,3	51,6	45,1	24,9	60,3
dic.	173,1	17,5	124,5	1.666,8	125,7	44,8	36,0	2.134,9	46,4	38,0	25,7	60,3
2014 – gen.	162,6	18,0	147,3	1.602,1	131,4	45,6	34,1	2.089,0	57,9	14,4	23,7	55,6
feb.	161,3	17,9	144,5	1.625,4	130,2	45,1	34,1	2.106,6	64,7	13,8	22,8	55,6
mar.	164,6	18,1	144,1	1.635,9	130,1	44,7	34,2	2.119,5	61,9	16,5	25,1	55,6
apr.	162,8	18,0	142,6	1.664,3	130,1	46,3	35,6	2.146,0	77,4	14,0	26,8	59,9
mag.	163,9	17,8	142,9	1.683,1	130,1	46,0	35,6	2.166,0	92,3	16,8	24,9	59,9
giu.	167,0	17,8	142,5	1.684,9	126,8	46,5	35,6	2.167,7	105,3	43,5	25,8	59,9
lug.	164,3	18,1	140,8	1.691,7	126,9	44,0	35,8	2.167,7	109,7	46,8	26,2	60,1
ago.	163,4	18,6	138,7	1.674,9	126,4	44,0	36,0	2.147,4	82,4	48,4	24,4	60,3
set.	163,3	18,2	137,5	1.661,8	126,6	44,1	36,0	2.133,3	51,6	45,1	24,9	60,3
ott.	161,8	17,4	134,5	1.691,7	125,9	43,8	36,0	2.157,7	69,4	46,2	24,1	60,3
nov.	165,0	16,8	132,7	1.692,2	126,1	44,0	36,0	2.160,1	66,2	55,9	23,2	60,3
dic.	173,1	17,5	124,5	1.666,8	125,7	44,8	36,0	2.134,9	46,4	38,0	25,7	60,3
2015 – gen.	174,4	17,2	131,9	1.690,8	124,5	44,2	36,0	2.165,9	82,8	56,1	21,0	60,3
feb.	171,1	16,4	131,7	1.695,6	128,9	41,8	33,9	2.169,2	79,1	67,0	20,2	58,2

(1) Per maggiori informazioni cfr. la sezione: *Appendice metodologica* in Supplemento al Bollettino Statistico, *Finanza pubblica, fabbisogno e debito*. – (2) Depositi del Tesoro presso la Banca d'Italia e operazioni di liquidità presso il sistema bancario. – (3) Include i prestiti in favore di Stati Membri della UEM erogati sia bilateralmente sia attraverso l'EFSF (European Financial Stability Facility) e il contributo al capitale dell'ESM (European Stability Mechanism).