



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Bollettino Economico

Iuglio 2014

3 | 2014



**BANCA D'ITALIA**  
EUROSISTEMA

# **Bollettino Economico**

**Numero 3 / 2014**  
**Luglio**

---

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

**Relazione annuale**

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

**Rapporto sulla stabilità finanziaria**

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

**Economie regionali**

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

**Temi di discussione (Working Papers)**

Collana di studi economici, empirici e teorici

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

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

**Newsletter sulla ricerca economica**

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

**Quaderni di storia economica**

Collana di analisi storica dell'economia italiana

---

Queste pubblicazioni sono disponibili su internet all'indirizzo [www.bancaditalia.it](http://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, 2014**

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**

Giovanni Veronese (coordinamento), Francesco Caprioli, Davide Fantino, Alberto Felettigh, Michele Loberto, Francesco Manaresi, Libero Monteforte, Tiziano Ropele, Riccardo Settimo, Andrea Silvestrini

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

Riquadri: Ginette Eramo, Marcello Miccoli, Giordano Zevi

**Indirizzo**

Via Nazionale 91, 00184 Roma - Italia

**Telefono**

+39 0647921

**Sito internet**

<http://www.bancaditalia.it>

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

ISSN 0393-2400 (stampa)

ISSN 2280-7632 (online)

Aggiornato con i dati disponibili al 15 luglio 2014, salvo diversa indicazione

*Stampato presso la Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia*

# INDICE

LA SINTESI	<b>5</b>
<b>1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE</b>	
1.1 Il ciclo internazionale	<b>8</b>
1.2 L'area dell'euro	<b>10</b>
1.3 I mercati finanziari internazionali	<b>14</b>
<b>2 L'ECONOMIA ITALIANA</b>	
2.1 La fase ciclica	<b>17</b>
2.2 Le imprese	<b>18</b>
2.3 Le famiglie	<b>22</b>
2.4 La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	<b>23</b>
2.5 Il mercato del lavoro	<b>24</b>
2.6 La dinamica dei prezzi	<b>26</b>
2.7 Le banche	<b>28</b>
2.8 Il mercato finanziario	<b>31</b>
2.9 Le prospettive	<b>33</b>
<b>DOCUMENTAZIONE STATISTICA</b>	<b>39</b>

---

## INDICE DEI RIQUADRI

Le misure di politica monetaria adottate a giugno del 2014	<b>13</b>
Le prospettive degli investimenti sulla base delle recenti inchieste presso le imprese	<b>19</b>
L'offerta e la domanda di credito	<b>29</b>
Le ipotesi tecniche e il contesto internazionale	<b>34</b>
L'impatto delle recenti misure di politica monetaria	<b>35</b>

---

---

## **AVVERTENZE**

---

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

Segni convenzionali:

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

## LA SINTESI

### **L'economia globale cresce, ma pesano i rischi derivanti dalle tensioni in diverse aree del mondo**

*L'espansione dell'attività economica globale, dopo una battuta d'arresto nel primo trimestre, sembra aver recuperato vigore, in particolare negli Stati Uniti, dove è ripresa la crescita, e in Cina, dove si è interrotto il rallentamento. Sono aumentati tuttavia i rischi connessi con le tensioni geopolitiche in alcuni paesi produttori di petrolio; un loro eventuale inasprimento avrebbe ripercussioni sull'offerta e sul prezzo dei prodotti energetici, sull'attività e sugli scambi mondiali.*

### **Sono migliorati i mercati finanziari**

*Le condizioni nei mercati finanziari internazionali sono migliorate negli ultimi tre mesi, ma con oscillazioni e maggiore incertezza nelle scorse settimane. Al buon andamento dei corsi azionari e obbligazionari ha contribuito soprattutto la riduzione dei premi per il rischio, in un contesto di volatilità eccezionalmente contenuta. Sono ripresi i flussi di capitali verso le economie emergenti.*

### **Nell'area dell'euro la crescita è moderata, l'inflazione è scesa ancora**

*Nell'area dell'euro la crescita rimane contenuta, discontinua e diseguale tra paesi. L'inflazione ha continuato a flettere più di quanto atteso, anche al netto delle componenti più volatili come energia e alimentari. Secondo le ultime proiezioni dello staff dell'Eurosistema, l'inflazione si manterrebbe bassa anche nel prossimo biennio, su un livello non coerente con la definizione di stabilità dei prezzi.*

### **Il Consiglio della BCE ha introdotto un tasso negativo sulla deposit facility e operazioni di rifinanziamento mirate**

*Il Consiglio direttivo della BCE è intervenuto per allentare ulteriormente le condizioni monetarie e sostenere l'erogazione del credito. Per la prima volta il*

*tasso di interesse applicato sui depositi delle banche presso l'Eurosistema è diventato negativo, per incentivare la circolazione della liquidità e contrastare l'apprezzamento del cambio. Le banche potranno accedere a nuove operazioni di rifinanziamento a lungo termine, erogate a condizioni vantaggiose, ma subordinate all'espansione del credito a famiglie e imprese. Il Consiglio ha ribadito di essere pronto a varare ulteriori misure di stimolo, come un programma di acquisto di titoli, qualora le prospettive per l'inflazione nel medio periodo lo rendano necessario.*

### **Le misure monetarie hanno avuto effetti sui mercati**

*Le misure di politica monetaria hanno avuto un impatto immediato: i tassi di interesse sono scesi, il cambio si è deprezzato e gli afflussi di capitali verso molti paesi dell'area, tra cui l'Italia, si sono intensificati. Dal progressivo ricorso delle banche alle nuove operazioni di rifinanziamento potrà derivare un ulteriore contributo espansivo.*

### **In Italia il quadro è ancora fragile...**

*In Italia stenta a riavviarsi la crescita. L'attività economica nei mesi invernali ha risentito del calo della produzione di energia, in parte legato a fattori climatici, e della persistente debolezza nell'edilizia. In maggio la produzione industriale ha subito una flessione inattesa, comune all'area dell'euro, in parte attribuibile a effetti di calendario; le informazioni disponibili suggeriscono un sostanziale ristagno dell'attività anche nel secondo trimestre.*

### **...nonostante alcuni segnali favorevoli**

*L'andamento ancora stagnante dell'attività contrasta con gli indicatori congiunturali relativi alla fiducia di imprese e famiglie, di nuovo in miglioramento dalla primavera. Alcuni segnali favorevoli sono emersi nell'avvio dell'anno per la domanda nazionale.*

*I consumi delle famiglie sono cresciuti per la prima volta dall'inizio del 2011, anche se marginalmente. Sono aumentati anche gli investimenti in macchinari e attrezzature, che rispondono rapidamente al mutare delle prospettive della domanda. Le rilevazioni qualitative degli ultimi mesi registrano un miglioramento dei piani di investimento, più marcato nell'industria.*

**Si è stabilizzata l'occupazione**

*Il calo dell'occupazione, in atto dalla seconda metà del 2012, si è pressoché arrestato nello scorso inverno. Resta però bassa l'intensità d'uso della manodopera, che frena nel breve termine la ripresa della domanda di lavoro. Il tasso di disoccupazione è nuovamente aumentato, per effetto dell'incremento della partecipazione al mercato del lavoro.*

**L'inflazione è prossima allo zero**

*Anche in Italia l'inflazione è nuovamente scesa, raggiungendo in giugno lo 0,2 per cento (in base all'indice armonizzato). Alla flessione dei prezzi dei beni energetici e alimentari si è accompagnata la decelerazione di quelli delle componenti di fondo, che continuano a risentire degli ampi margini di capacità inutilizzata.*

**Sono ancora lenti i miglioramenti del credito**

*La progressiva riduzione della frammentazione sui mercati bancari è confermata dalla diminuzione del costo della raccolta all'ingrosso e dei premi sui CDS per le banche italiane. Vi sono segnali di miglioramento delle condizioni del credito, ma ancora marginali e incerti. I sondaggi più recenti presso le imprese indicano un'attenuazione delle difficoltà di accesso ai finanziamenti bancari; i prestiti al settore privato continuano però a ridursi, risentendo anche del debole quadro congiunturale. Il costo del credito per le società non finanziarie è in calo, ma resta superiore a quello dell'area dell'euro di circa 70 punti base.*

**Le nostre proiezioni indicano una crescita incerta...**

*Le proiezioni per l'economia italiana nel biennio 2014-15 presentate in questo Bollettino prospettano*

*una ripresa moderata, non esente da significative incertezze. Il PIL crescerebbe attorno allo 0,2 per cento nella media dell'anno in corso, con rischi al ribasso; aumenterebbe dell'1,3 nella media del 2015. L'inflazione sarebbe pari allo 0,4 per cento nel 2014 e risalirebbe allo 0,8 l'anno prossimo.*

**...che dipende dal rafforzamento della domanda interna**

*Il graduale ritorno alla crescita presuppone un andamento favorevole degli scambi internazionali e un rafforzamento della domanda interna, in particolare degli investimenti, cui contribuirebbero l'affievolirsi degli effetti restrittivi dell'aggiustamento di bilancio degli anni precedenti, il diradarsi dell'incertezza, l'ulteriore attenuazione delle tensioni finanziarie. La domanda interna beneficerebbe anche dei provvedimenti di sostegno ai redditi da lavoro più bassi e dei pagamenti dei debiti commerciali della Pubblica amministrazione.*

**I conti con l'estero continuano a migliorare**

*L'accelerazione delle importazioni non impedirebbe un ulteriore miglioramento dei conti con l'estero dell'Italia: l'avanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti si amplierebbe fino a quasi il 2 per cento del PIL, grazie alla costante espansione delle esportazioni.*

**La politica monetaria sosterrrebbe l'attività**

*Al sostegno dell'attività economica contribuirebbe l'orientamento espansivo della politica monetaria. Le variazioni dei tassi di interesse e del cambio già osservate forniscono un apporto positivo al livello del prodotto, valutabile in circa mezzo punto percentuale sino alla fine del 2016. Dalle operazioni di rifinanziamento mirate deriverebbero ulteriori effetti positivi sul PIL.*

**Il quadro presuppone politiche nazionali ed europee a supporto della crescita**

*Il quadro prospettico qui delineato presuppone la coerente attuazione delle misure nazionali di politica economica volte a sostenere la crescita e supportare la fiducia di famiglie e imprese; presuppone altresì il consolidarsi della ripresa nell'intera area dell'euro.*

*Non vanno sottovalutati i rischi che potrebbero derivare da una crescita meno robusta nelle economie emergenti, anche a seguito delle tensioni internazionali, e dalla possibilità che si rivelino transitorie le condizioni eccezional-*

*mente favorevoli sui mercati finanziari. Resta essenziale, in questo contesto, preservare nel medio periodo il mantenimento della stabilità delle aspettative di inflazione sottostanti alla formazione dei prezzi e dei salari.*

# 1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

## 1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

Dopo la netta decelerazione nell'avvio dell'anno, l'attività economica mondiale sarebbe tornata a crescere, anche se in misura modesta e con intensità difforme tra le principali regioni. Gli scambi commerciali hanno recuperato in parte la flessione del primo trimestre, ma la loro dinamica rimarrebbe moderata; la ripresa resta incerta e gravata da tensioni geopolitiche. L'orientamento delle banche centrali delle maggiori economie avanzate è ancora accomodante; il disallineamento ciclico tra le diverse aree economiche prefigura tempi e velocità di normalizzazione delle politiche monetarie differenziati.

**La crescita rimane difforme nelle economie avanzate...**

Nel primo trimestre il prodotto degli Stati Uniti ha segnato la prima contrazione dal 2010 (-2,9 per cento in ragione d'anno), per effetto di fattori temporanei che hanno determinato un contributo delle scorte fortemente negativo e una riduzione delle esportazioni. Secondo gli indicatori congiunturali più recenti (fig. 1), l'attività economica avrebbe però ripreso a espandersi nel secondo trimestre, beneficiando anche del recupero delle esportazioni in aprile e in maggio. L'occupazione ha continuato a crescere a ritmi sostenuti e in giugno il tasso di disoccupazione è sceso al 6,1 per cento, il livello più basso da settembre del 2008. In Giappone il PIL ha segnato una forte espansione nel primo trimestre (6,7 per cento), per l'anticipo delle decisioni di spesa in vista dell'incremento delle imposte indirette in aprile; si sarebbe poi contratto nel secondo.

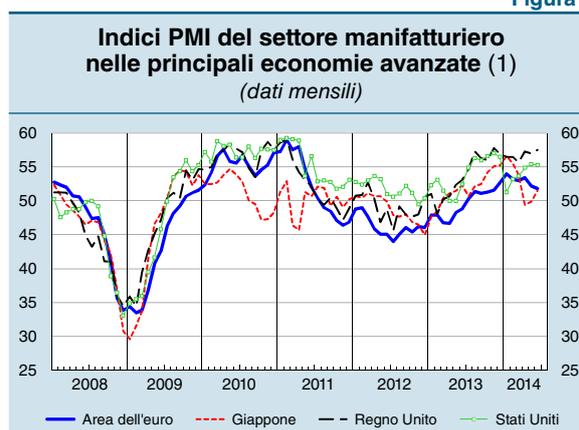
**...e si è stabilizzata nei paesi emergenti**

Nel secondo trimestre il PIL della Cina, dopo aver rallentato ulteriormente nei primi tre mesi dell'anno, è cresciuto del 7,5 per cento sul periodo corrispondente (7,4 per cento nel primo), sostenuto da misure di stimolo degli investimenti in infrastrutture e nel settore immobiliare e dal rafforzamento della domanda proveniente dalle economie avanzate. In Russia la caduta del clima di fiducia e i deflussi di capitali seguiti all'inasprimento della crisi con l'Ucraina hanno comportato una diminuzione degli investimenti e una netta decelerazione del PIL nel primo trimestre (0,7 per cento sul periodo corrispondente); il rallentamento del prodotto proseguirebbe nel secondo.

**Il commercio internazionale si è contratto, ma vi sono segnali di ripresa**

Nei primi tre mesi dell'anno il commercio mondiale si è contratto (-2,8 per cento in ragione d'anno, dopo una crescita del 6,5 per cento nel trimestre precedente), per effetto del calo delle esportazioni degli Stati Uniti e dei paesi emergenti dell'Asia. Nei mesi più recenti l'andamento positivo degli ordinativi esteri e della

Figura 1



Fonte: Markit e Thomson Reuters Datastream.

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

produzione nelle maggiori economie prefigura una ripresa degli scambi commerciali, la cui dinamica rimarrebbe tuttavia moderata.

**Il prezzo del petrolio è stato condizionato dalle tensioni geopolitiche**

Sui corsi petroliferi nel trimestre appena concluso ha inciso l'instabilità politica nei paesi produttori. Le quotazioni di greggio di qualità Brent, salite in maggio a 115 dollari al barile per i timori circa la produzione irachena, sono successivamente diminuite (107 il 14 luglio; fig. 2) con il rafforzarsi di aspettative di una ripresa delle esportazioni dalla Libia. Per la seconda parte dell'anno l'International Energy Agency prevede un rialzo della domanda, per il consolidarsi della ripresa economica e per una diffusa ricostituzione delle scorte. Le prospettive dell'offerta rimangono incerte nel breve termine, in relazione alle persistenti tensioni geopolitiche. Tra marzo e metà luglio le quotazioni dei contratti futures sull'orizzonte di metà 2015 sono aumentate di quasi 5 dollari al barile. I corsi delle materie prime non energetiche, saliti durante il primo trimestre, hanno ripreso a flettere negli ultimi mesi, principalmente per il calo dei prezzi dei beni agricoli.

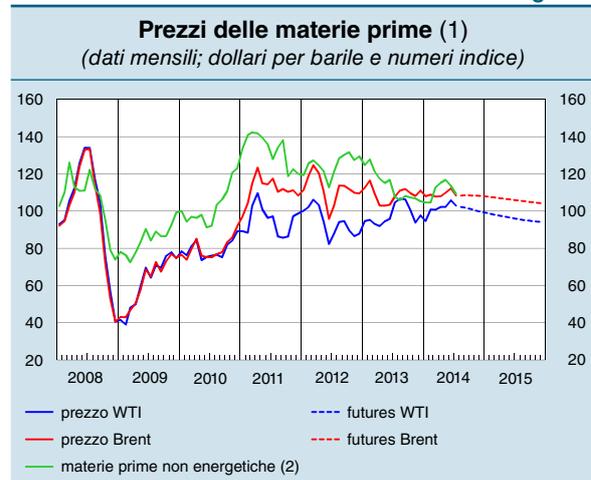
**L'inflazione rimane moderata nei paesi avanzati**

Negli Stati Uniti l'inflazione al consumo è salita in maggio al 2,1 per cento sul periodo corrispondente; quella di riferimento per la Riserva federale, misurata dal deflatore dei consumi al netto dei prodotti energetici e alimentari, si è collocata all'1,5 per cento. In Giappone l'inflazione ha raggiunto il 3,7 per cento in maggio (1,6 in marzo), per il rialzo delle imposte indirette. Nel Regno Unito la dinamica dei prezzi è aumentata all'1,9 per cento (1,6 in marzo; fig. 3). Tra i paesi emergenti l'inflazione è moderata in Cina (2,3 per cento in giugno), mentre rimane elevata in India e in Brasile.

**La Riserva federale ha proseguito il tapering, ma nelle economie avanzate le politiche monetarie rimangono accomodanti**

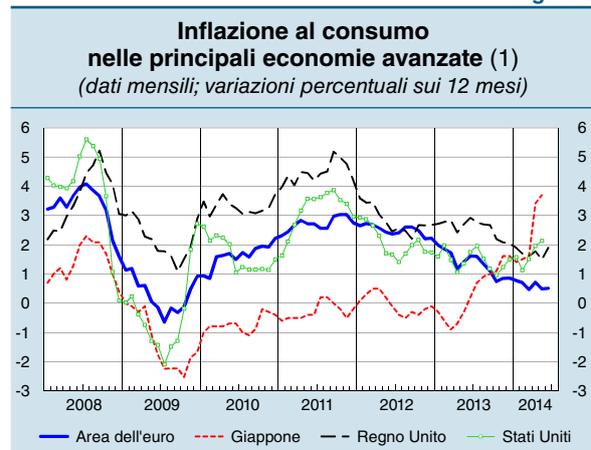
La Riserva federale ha proseguito il *tapering* e, nelle riunioni di aprile e giugno, ha ridotto per complessivi 20 miliardi di dollari gli acquisti mensili di *mortgage-backed securities* (MBS) e di obbligazioni del Tesoro a lungo termine. Dall'avvio della rimozione dello stimolo monetario, in gennaio, gli acquisti mensili di titoli sono diminuiti da 85 a 35 miliardi; il Federal Open Market Committee continua a giudicare probabile che l'intervallo-obiettivo dei tassi sui federal funds rimanga invariato ancora per diverso tempo dopo la conclusione del *tapering*, attualmente prevista per novembre. In assenza di pressioni sui prezzi al consumo, il Monetary Policy Committee (MPC) della Banca d'Inghilterra ha lasciato invariati il tasso di riferimento (0,5

**Figura 2**



Fonte: Thomson Reuters Datastream.  
(1) Per i prezzi a pronti, dati medi mensili fino a giugno 2014. - (2) Indice Goldman Sachs delle materie prime non energetiche (gennaio 2008=100).

**Figura 3**



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

per cento) e la quantità di attività finanziarie acquisite a seguito dell'attuazione dell'Asset Purchase Programme (375 miliardi di sterline). Sulla base delle valutazioni più recenti dell'MPC, i risultati migliori delle attese sui versanti della crescita e dell'occupazione starebbero favorendo il riassorbimento della capacità produttiva inutilizzata; il Financial Policy Committee ha raccomandato l'adozione di nuove misure macroprudenziali per prevenire un deterioramento della qualità del credito nel settore immobiliare. La Banca del Giappone ha mantenuto invariato il programma di espansione della base monetaria (60.000-70.000 miliardi di yen l'anno), a fronte principalmente dell'acquisto di obbligazioni pubbliche a lunga scadenza.

#### I tassi di riferimento sono rimasti invariati in Cina e in India

Nel secondo trimestre del 2014 le banche centrali di Cina e India hanno lasciato invariati i tassi di interesse di riferimento, introducendo nel contempo alcune limitate misure di allentamento monetario. La Banca centrale cinese ha ridotto la riserva obbligatoria per alcune categorie di intermediari e ha invitato le banche commerciali ad allentare i criteri per la concessione di mutui per l'acquisto della prima casa. In giugno le autorità monetarie indiane hanno ridotto di 50 punti base lo statutory liquidity ratio (al 22,5 per cento) che impone alle banche di detenere una quota minima di attività in titoli governativi. In aprile la Banca centrale brasiliana ha invece innalzato di 25 punti base il tasso di riferimento (SELIC), portandolo all'11 per cento; in un anno sono stati effettuati nove rialzi consecutivi, pari nel complesso a 375 punti base.

#### La crescita mondiale dovrebbe rafforzarsi nel 2014...

Secondo le ultime stime dell'OCSE, che non incorporano la forte contrazione del PIL statunitense nel primo trimestre, la crescita del prodotto mondiale accelererebbe al 3,4 per cento nel 2014 e al 3,9 nel 2015 (tav. 1). Tra marzo e giugno gli operatori professionali privati hanno progressivamente rivisto al ribasso le previsioni di crescita per l'anno in corso per gli Stati Uniti (-0,6 punti percentuali), il Brasile (-0,3) e la Russia (-1,1).

#### ...ma i rischi restano al ribasso

I rischi per l'economia mondiale restano orientati al ribasso. Il recente rallentamento dell'attività nelle economie emergenti potrebbe rivelarsi più protratto del previsto. Pesano inoltre gli incerti sviluppi delle crisi in Libia e in Iraq, che si aggiungono alle tensioni in corso tra Russia e Ucraina. Nel medio periodo il protrarsi di condizioni monetarie fortemente espansive nei paesi avanzati potrebbe favorire l'accumulo di nuovi squilibri nei mercati finanziari e immobiliari.

Tavola 1

Scenari macroeconomici (variazioni percentuali sull'anno precedente)					
VOCI	OCSE			Consensus Economics	
	2013	2014	2015	2014	2015
<b>PIL</b>					
<b>Mondo</b>	<b>2,8</b>	<b>3,4</b>	<b>3,9</b>	-	-
<b>Paesi avanzati</b>					
Area dell'euro	-0,4	1,2	1,7	1,1	1,5
Giappone	1,5	1,2	1,2	1,5	1,2
Regno Unito	1,7	3,2	2,7	3,0	2,6
Stati Uniti	1,9	2,6	3,5	2,2	3,1
<b>Paesi emergenti</b>					
Brasile	2,3	1,8	2,2	1,5	1,8
Cina	7,7	7,4	7,3	7,3	7,1
India (1)	4,4	5,4	5,7	5,4	6,2
Russia	1,3	0,5	1,8	0,2	1,6
<b>Commercio mondiale (2)</b>	<b>3,0</b>	<b>4,4</b>	<b>6,1</b>	-	-

Fonte: OCSE, *Economic Outlook*, n. 95, maggio 2014; Consensus Economics, giugno 2014.

(1) Le previsioni di Consensus Economics si riferiscono all'anno fiscale, con inizio nell'aprile dell'anno indicato. - (2) Beni e servizi.

## 1.2 L'AREA DELL'EURO

Nell'area dell'euro la ripresa è proseguita, seppur modesta e diseguale, accompagnata da inflazione molto bassa e credito alle imprese in flessione. In giugno il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha reso ancora più accomodante la politica monetaria, attraverso una combinazione di

interventi sui tassi ufficiali e di nuove misure non convenzionali, indirizzate in particolare a favorire l'afflusso di credito all'economia.

**La crescita è modesta e diseguale**

Nel primo trimestre del 2014 il PIL dell'area dell'euro ha continuato a crescere (0,2 per cento sul periodo precedente; fig. 4), in misura modesta e diseguale tra paesi. L'attività economica è aumentata marcatamente in Germania, beneficiando del forte rialzo dei consumi e dell'accumulazione di capitale; su quest'ultima hanno influito anche le favorevoli condizioni climatiche. In Francia il PIL ha ristagnato, frenato dal contributo negativo della domanda estera netta e di tutte le componenti di quella interna, con l'eccezione delle scorte; in Italia il prodotto è diminuito lievemente.

**Nel secondo trimestre il PIL avrebbe ristagnato**

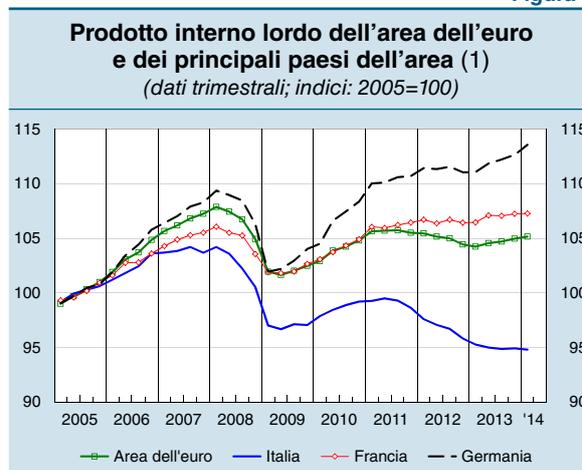
Sulla base delle informazioni disponibili, nel secondo trimestre l'attività economica dell'area sarebbe rimasta pressoché stabile. In giugno l'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia (che fornisce una stima della dinamica di fondo del PIL dell'area) è rimasto invariato rispetto al mese precedente, su valori moderatamente positivi (fig. 5). Nella media del bimestre aprile-maggio la produzione industriale dell'area si è mantenuta su livelli sostanzialmente analoghi a quelli del periodo precedente. L'indice composito dei responsabili degli acquisti (PMI) delle imprese dell'area, pur rimanendo al di sopra della soglia coerente con l'espansione dell'attività, è ancora diminuito in giugno. Gli indicatori hanno continuato a segnalare prospettive favorevoli in Germania, sia nell'industria sia nei servizi, seppur in peggioramento; in Francia sono scesi al di sotto della soglia coerente con la stabilità dell'attività economica.

Le proiezioni dello staff dell'Eurosistema, diffuse in giugno, prefigurano una crescita dell'1,0 per cento nel 2014 e un'accelerazione all'1,7 nel 2015. Le valutazioni degli operatori professionali non si discostano significativamente (1,1 per cento nel 2014, 1,5 nel 2015).

**L'inflazione resta bassa**

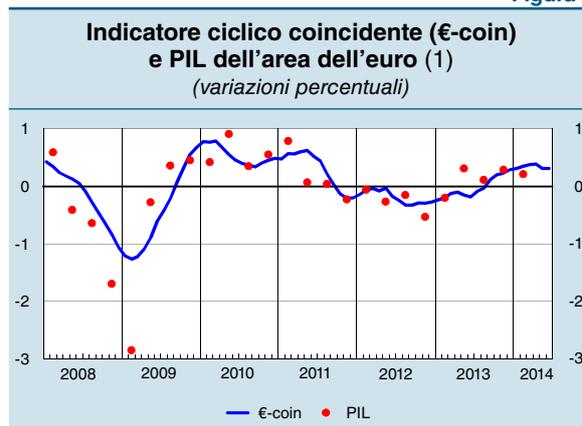
L'inflazione al consumo sui dodici mesi, sistematicamente inferiore all'1 per cento dallo scorso ottobre, si è attestata allo 0,5 per cento in giugno (fig. 6). Anche al netto delle componenti più volatili, l'inflazione è scesa a valori minimi nel confronto storico (0,8 per cento), risentendo della debolezza della ripresa ciclica in presenza di margini ancora ampi di capacità produttiva inutilizzata. I rialzi dei prezzi risultano piuttosto contenuti per un vasto numero di componenti dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo, con-

Figura 4



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

Figura 5



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

fermando che le pressioni al ribasso sono generalizzate. In maggio metà delle voci del paniere mostravano variazioni di prezzo inferiori all'1 per cento sui dodici mesi (27 per cento nella media del periodo 2001-2013); la quota delle voci con variazioni negative era pari a circa un terzo del totale.

**Si riducono i prezzi alla produzione...**

Le pressioni provenienti dai prezzi alla produzione sono ancora al ribasso.

In maggio la loro crescita sui dodici mesi è rimasta negativa (-1,0 per cento), per la flessione dei prezzi dei beni energetici e di quelli intermedi, su cui incide il calo delle quotazioni delle materie prime in euro. Il costo del lavoro per unità di prodotto nel totale dell'economia ha rallentato nel primo trimestre, allo 0,4 per cento sul periodo corrispondente, per effetto della decelerazione dei redditi orari.

**...e le attese di inflazione**

Nei mesi più recenti gli operatori professionali censiti da Consensus Economics hanno progressivamente rivisto al ribasso le attese sull'inflazione nell'area, che si sono attestate in giugno allo 0,7 per cento per l'anno in corso e all'1,2 per il 2015. Tali proiezioni sono in linea con quelle più recenti diffuse dagli esperti dell'Eurosistema, secondo le quali l'inflazione si manterrebbe bassa ancora nel 2016 (1,4 per cento). Anche le intenzioni delle imprese circa la variazione dei propri listini di vendita prefigurano il permanere dell'inflazione su livelli contenuti.

**La moneta rallenta e prosegue il calo del credito alle imprese**

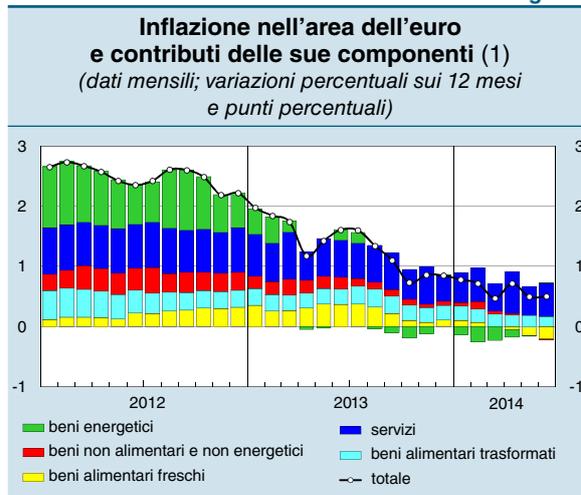
La crescita della moneta M3 dell'area è ulteriormente diminuita, all'1,0 per cento sui dodici mesi terminanti in maggio, risentendo della debolezza dell'attività economica e del processo di ricomposizione di portafoglio verso strumenti finanziari caratterizzati da rendimenti più remunerativi, al di fuori dell'aggregato monetario. Nello stesso periodo i prestiti alle imprese si sono ridotti dell'1,0 per cento rispetto a tre mesi prima e in ragione d'anno (dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni); quelli alle famiglie hanno ristagnato (0,6 per cento). Negli ultimi dodici mesi, il credito alle imprese è diminuito in tutti i principali paesi dell'area, ad eccezione della Francia.

**Il Consiglio direttivo ha introdotto un tasso negativo sui depositi e operazioni di rifinanziamento mirate**

Nella riunione di inizio giugno il Consiglio direttivo è intervenuto per rendere l'orientamento di politica monetaria ancora più accomodante e sostenere il processo di erogazione del credito all'economia. Ha ridotto i tassi ufficiali, portando quello sulle operazioni di rifinanziamento principali allo 0,15 per cento e quello sui depositi overnight presso l'Eurosistema per la prima volta a un livello negativo (-0,10 per cento). Per sostenere l'offerta di credito a imprese

e famiglie il Consiglio direttivo ha anche introdotto, a partire dal prossimo settembre, operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine a condizioni estremamente vantaggiose per le banche che espandono il credito (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate a giugno del 2014*). Il Consiglio ha ribadito che, se dovesse permanere il rischio di un'inflazione troppo bassa per un periodo eccessivamente prolungato, l'azione di politica monetaria proseguirà con ulteriori misure, tra cui eventualmente un programma di acquisto di titoli.

Figura 6



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

Nella riunione di inizio giugno il Consiglio direttivo della BCE ha adottato una serie di misure tra cui: (a) la riduzione dei tassi ufficiali, che ha portato il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali da 25 a 15 punti base e quello sui depositi overnight presso l'Eurosistema per la prima volta a un valore negativo (-0,10 per cento); (b) l'attuazione di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a settembre del 2018; (c) il prolungamento fino a quando necessario e, in ogni caso, almeno fino a dicembre del 2016 della procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti nelle operazioni di rifinanziamento; (d) la sospensione delle operazioni di riassorbimento della liquidità immessa attraverso il Securities Markets Programme (SMP); (e) l'intensificazione dei lavori preparatori per l'acquisto definitivo di attività cartolarizzate.

Il tasso di interesse negativo sui depositi overnight detenuti dalle banche presso l'Eurosistema si applicherà anche alla quota in eccesso della riserva obbligatoria. Oltre a contribuire alla riduzione dei tassi di mercato e a contrastare le pressioni all'apprezzamento dell'euro, il tasso penalizzante potrebbe incentivare la circolazione della liquidità, riducendo la frammentazione tra i sistemi finanziari nazionali.

Gli istituti di credito potranno accedere alle operazioni mirate di rifinanziamento a condizioni molto vantaggiose (il tasso di interesse, fisso per la durata del finanziamento, sarà pari a quello sulle operazioni di rifinanziamento principali in essere al momento dell'erogazione maggiorato di 10 punti base); il ricorso sarà subordinato all'espansione del credito a imprese e famiglie (con l'esclusione dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni) al di sopra di un benchmark specifico per ogni banca. Un'assegnazione iniziale (a settembre e a dicembre del 2014) permetterà alle banche di ottenere fondi fino al 7 per cento delle consistenze dei prestiti a imprese e famiglie in essere al 30 aprile 2014 (l'ammontare massimo di liquidità erogabile in questa fase sarà quindi pari a circa 400 miliardi di euro per le banche dell'area dell'euro, 70 per quelle italiane); successivamente, da marzo del 2015 a giugno del 2016, sarà possibile un ulteriore ricorso, pari per ciascuna banca a tre volte il credito erogato in eccedenza rispetto al benchmark. Le banche che, nel periodo tra maggio del 2014 e aprile del 2016, registreranno una crescita dei prestiti non superiore al benchmark dovranno rimborsare anticipatamente i finanziamenti (a settembre del 2016).

L'ammontare potenzialmente disponibile per le banche italiane è cospicuo: potrebbe superare i 200 miliardi di euro lungo l'intero orizzonte del programma.

L'impatto immediato delle decisioni adottate dal Consiglio direttivo sulle condizioni monetarie e finanziarie, che si è sommato all'effetto del loro annuncio nella precedente riunione di inizio maggio, è stato significativo.

Tra il giorno precedente la riunione di inizio maggio e quelli immediatamente successivi al Consiglio di giugno l'euro si è deprezzato del 2,7 per cento nei confronti del dollaro statunitense e dell'1,9 per cento in termini nominali effettivi. Nei giorni successivi alla riunione di giugno i tassi di interesse sono scesi su tutte le scadenze. Tra il 4 e il 10 giugno i rendimenti impliciti nei contratti futures sul tasso Euribor a tre mesi sulle scadenze oltre il 2015 sono diminuiti di circa 10 punti base. Nello stesso periodo anche i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni si sono ridotti, soprattutto nei paesi periferici: quelli dei titoli italiani e spagnoli sono diminuiti di circa 20 punti base; un calo analogo si è osservato anche per i differenziali con i corrispondenti titoli tedeschi.

Con l'entrata in vigore della variazione dei tassi ufficiali, e in particolare con l'introduzione del tasso negativo sui depositi overnight presso l'Eurosistema, l'Eonia si è mantenuto in media su valori di poco superiori allo zero. In seguito all'applicazione del tasso negativo sulle riserve in eccesso delle banche, si è intensificato il rientro di liquidità verso le economie in passato più colpite dalle tensioni e dalla frammentazione dei mercati: il saldo della Banca d'Italia sul sistema

TARGET2, che riflette gli afflussi di capitali privati, è migliorato significativamente (di 27 miliardi nel periodo di mantenimento iniziato l'11 giugno, di cui circa 11 nel primo giorno).

Anche gli effetti delle operazioni mirate di rifinanziamento potranno essere rilevanti, ma richiederanno necessariamente più tempo per dispiegarsi; dipenderanno dall'entità del ricorso delle banche a questo strumento e dalla misura in cui il minor costo della raccolta sarà trasferito alle condizioni dei prestiti a famiglie e imprese (cfr. il riquadro: *L'impatto delle recenti misure di politica monetaria*).

**Le misure di politica monetaria si sono riflesse sui mercati finanziari**

Le nuove misure introdotte dall'Eurosistema hanno avuto rapidamente effetto sulle condizioni monetarie e finanziarie. Il tasso Eonia

si è ridotto di circa 20 punti base rispetto al valore medio osservato in marzo, portandosi a livelli di poco superiori allo zero. Il tasso sui prestiti interbancari a tre mesi senza garanzia (Euribor) si è ridotto di 10 punti base, allo 0,20 per cento (fig. 7). Subito dopo l'introduzione del tasso negativo sui depositi overnight si sono accentuati gli afflussi di capitali verso i paesi in passato colpiti da tensioni: i saldi debitori sul sistema dei pagamenti TARGET2 – una misura della frammentazione dei mercati dell'area dell'euro lungo confini nazionali – si sono ridotti, in particolare per l'Italia (cfr. il par. 2.4).

**Proseguono i preparativi per l'Unione bancaria**

È tuttora in corso il processo di valutazione approfondita (*comprehensive assessment*) della solidità delle banche destinate a essere vigilate in forma accentrata da novembre del 2014 nell'ambito del Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM).

Dall'inizio del 2016 sarà inoltre pienamente operativo il Meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie (Single Resolution Mechanism, SRM), come approvato lo scorso aprile dal Parlamento europeo.

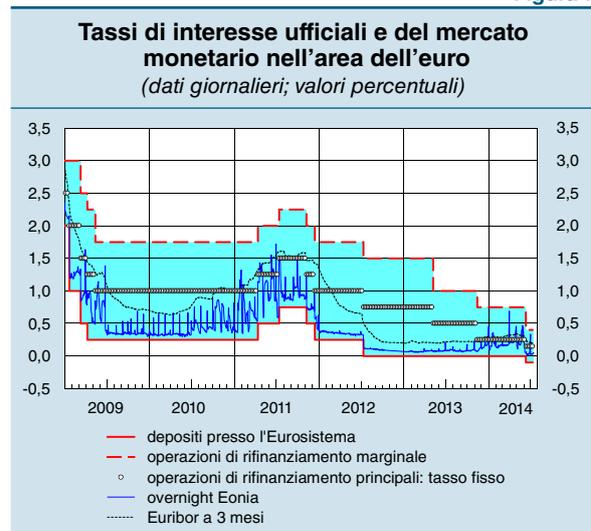
**1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI**

Le condizioni sui mercati finanziari internazionali sono migliorate negli ultimi tre mesi, pur con oscillazioni e incertezze negli ultimi giorni. Al buon andamento dei corsi azionari e obbligazionari ha contribuito soprattutto la riduzione dei premi per il rischio, in un contesto di volatilità eccezionalmente contenuta. Nei paesi dell'area dell'euro è proseguito il calo degli spread sovrani, favorito dalle nuove misure espansive della BCE. Sono ripresi i flussi di capitali verso le economie emergenti.

**I tassi a lungo termine scendono solo nell'area dell'euro...**

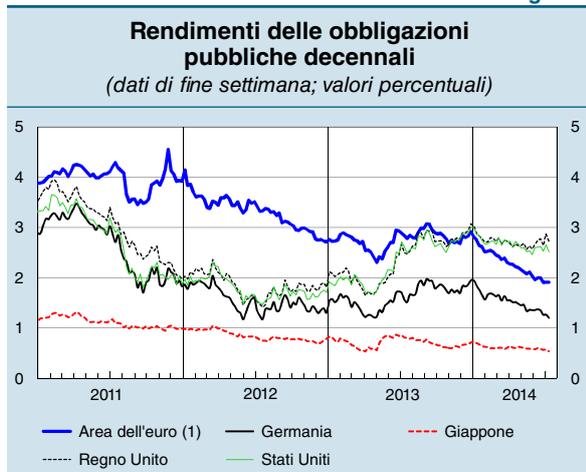
I tassi di interesse sui titoli pubblici decennali sono scesi nell'area dell'euro a fronte di una sostanziale stabilità nelle altre economie avanzate (fig. 8). A metà luglio negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Giappone i rendimenti erano rispettivamente pari al 2,5, 2,7 e 0,5 per cento. Dalla fine di marzo i rendimenti tedeschi sono diminuiti di 36 punti base, all'1,2 per cento, rispecchiando l'indebolimento delle pro-

Figura 7



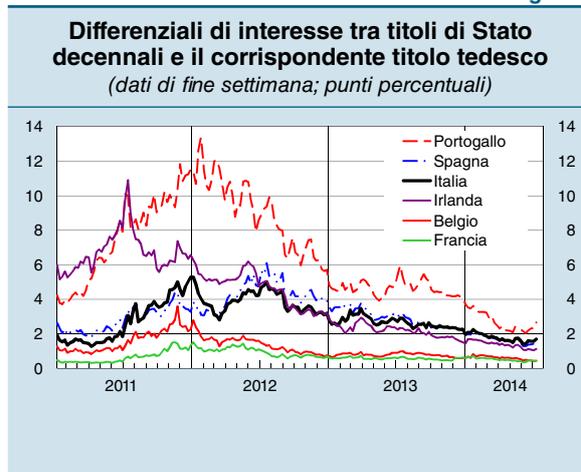
Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.

Figura 8



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

Figura 9



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.

spettive di ripresa economica nell'area dell'euro; alla riduzione hanno inoltre contribuito le attese, prima, e l'attuazione, poi, delle misure espansive da parte dell'Eurosistema (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate a giugno del 2014*).

**...insieme agli spread sui titoli sovrani**

I differenziali di interesse dei titoli pubblici dei paesi dell'area dell'euro con la Germania sono complessivamente diminuiti, nonostante una temporanea risalita a metà maggio indotta principalmente da timori circa l'esito delle elezioni del

Parlamento europeo e da un'inattesa decelerazione del PIL nell'area dell'euro. Gli spread sovrani sono tornati a scendere dopo l'adozione delle nuove misure di allentamento monetario da parte della BCE all'inizio di giugno (fig. 9). Nelle ultime settimane il miglioramento si è interrotto con l'affiorare di incertezze sull'entità della ripresa nell'area e sulla solidità di una banca portoghese.

**Continuano a ridursi i premi per il rischio del debito privato**

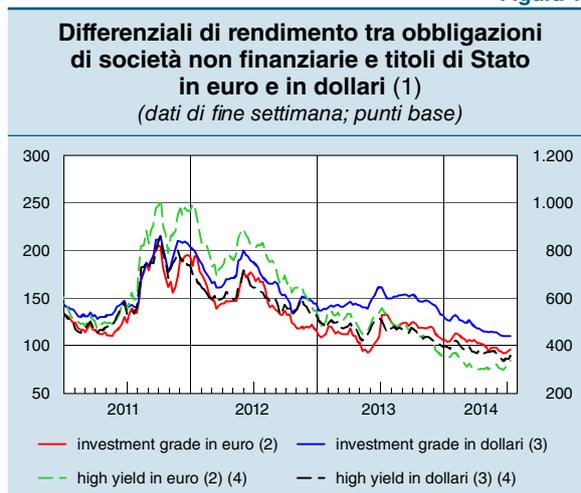
Dalla fine di marzo i premi per il rischio sui debiti delle società private si sono ridotti. I premi sui CDS a

cinque anni delle principali banche sono diminuiti sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti (di 14 e 4 punti base, rispettivamente). Gli spread sulle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie con merito di credito più elevato sono scesi sia per i titoli denominati in euro sia per quelli in dollari (fig. 10).

**I corsi azionari aumentano nelle economie avanzate esterne all'area**

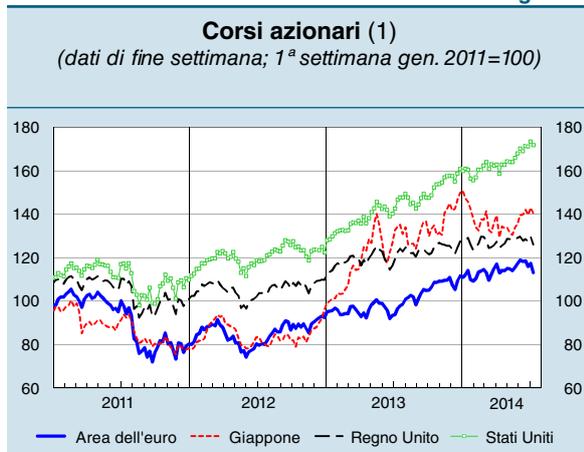
I corsi azionari sono cresciuti nei principali paesi avanzati al di fuori dell'area dell'euro (fig. 11), riflettendo il consolidamento della

Figura 10



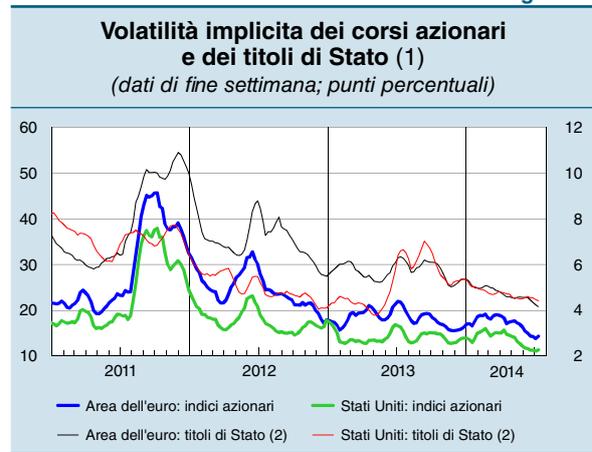
Fonte: Merrill Lynch.  
(1) Le obbligazioni investment grade sono quelle emesse da imprese con elevato merito di credito (rating non inferiore a BBB- o Baa3); le obbligazioni high yield sono quelle emesse da imprese con rating inferiore a BBB- o Baa3. - (2) Obbligazioni a tasso fisso e con vita residua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

Figura 11



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

Figura 12



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.  
 (1) 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.

ripresa negli Stati Uniti, in Giappone e nel Regno Unito; in questi paesi, rispetto alla fine di marzo, gli indici sono aumentati del 5,6, del 3,2 e dell'1,0 per cento, rispettivamente. Nell'area dell'euro i corsi sono diminuiti dello 0,7 per cento, scontando l'andamento del settore bancario. La volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sugli indici azionari è scesa a livelli eccezionalmente contenuti, prossimi a quelli registrati prima della crisi finanziaria globale (fig. 12).

**Gli afflussi di capitali verso i paesi emergenti sono ripresi**

Dopo le tensioni emerse nella seconda parte del 2013 le condizioni finanziarie nei mercati emergenti si sono mantenute nel complesso distese, con rialzi degli indici azionari e una compressione dei differenziali di rendimento tra i titoli sovrani a lungo termine denominati in dollari e quelli del Tesoro statunitense.

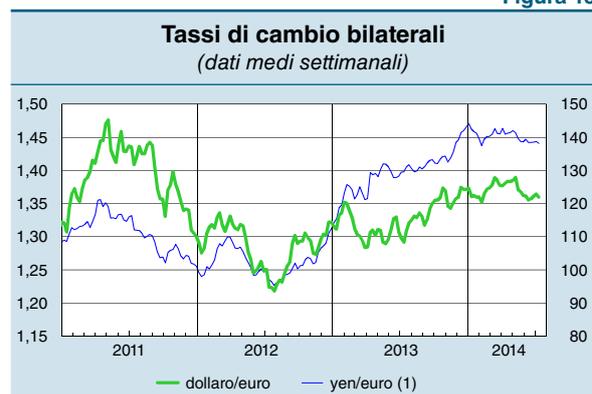
In un contesto di ripresa dei flussi di capitali internazionali, le principali valute dei paesi emergenti si sono mantenute stabili nei confronti del dollaro.

**Si è interrotta la fase di apprezzamento dell'euro**

L'apprezzamento dell'euro si è arrestato ai primi di maggio, in corrispondenza con l'annuncio, da parte della BCE, delle misure di allentamento monetario poi introdotte in giugno. Dalla fine di marzo la valuta europea si è deprezzata, rispettivamente dell'1,2, 3,8 e 2,9 per cento nei confronti di dollaro, sterlina e yen giapponese (fig. 13). In termini effettivi nominali nel trimestre l'euro si è deprezzato dell'1,5 per cento.

Dalla fine di marzo la valuta europea si è deprezzata, rispettivamente dell'1,2, 3,8 e 2,9 per cento nei confronti di dollaro, sterlina e yen giapponese (fig. 13). In termini effettivi nominali nel trimestre l'euro si è deprezzato dell'1,5 per cento.

Figura 13



Fonte: BCE.  
 (1) Scala di destra.

# 2 L'ECONOMIA ITALIANA

## 2.1 LA FASE CICLICA

La ripresa dell'economia italiana, pur in presenza di segnali di maggiore fiducia delle imprese, stenta ancora ad avviarsi. Il principale sostegno al prodotto continua a provenire dall'andamento dell'interscambio con l'estero, anche se emergono prime indicazioni di miglioramento di alcune componenti della domanda interna. L'attività ancora debole si riflette sui prezzi: l'inflazione è scesa a livelli minimi nel confronto storico.

**Il PIL è diminuito leggermente nel primo trimestre**

Nel primo trimestre di quest'anno il PIL italiano è diminuito dello 0,1 per cento rispetto al periodo precedente; l'attività ha risentito del calo della produzione di energia, in parte legato a fattori climatici, e della persistente debolezza nell'edilizia; vi ha inoltre contribuito la dinamica delle scorte, che ha sottratto due decimi di punto alla variazione del prodotto (tav. 2). Alla fine del primo trimestre il PIL si collocava su livelli di circa il 9 per cento inferiori a quelli del 2007, soprattutto per effetto della flessione di consumi e investimenti (fig. 14).

**È emerso qualche segnale favorevole...**

Anche nel primo trimestre la domanda estera netta si è confermata la principale fonte di sostegno alla crescita dell'attività, fornendo un apporto di 0,2 punti percentuali alla dinamica del prodotto. La spesa per investimenti – dopo il rialzo segnato nel quarto trimestre del 2013, riconducibile anche agli incentivi fiscali e alle nuove normative ambientali nel settore dell'autotrasporto – si è contratta dell'1,1 per cento nei primi tre mesi dell'anno in corso. Sono emersi tuttavia segnali più incoraggianti su alcune componenti della domanda nazionale. Gli investimenti in macchinari e attrezzature, risentendo verosimilmente di giudizi più favorevoli sulla do-

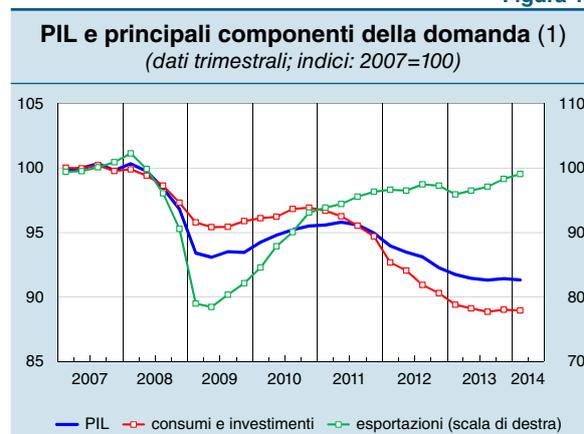
Tavola 2

VOCI	PIL e principali componenti (1) (variazioni percentuali sul periodo precedente)				
	2013				2014
	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	(2)
PIL	-0,3	-0,1	0,1	-0,1	-1,9
Importazioni totali	-0,2	1,0	0,2	0,3	-2,8
Domanda nazionale (3)	-0,6	-0,1	-0,2	-0,3	-2,7
Consumi nazionali	-0,4	-0,2	0,1	0,1	-2,2
<i>spesa delle famiglie</i>	-0,5	-0,2	..	0,1	-2,6
<i>altre spese (4)</i>	..	-0,2	0,2	0,4	-0,8
Investimenti fissi lordi	..	-0,9	0,8	-1,1	-4,7
<i>costruzioni</i>	-0,6	0,1	-0,5	-0,9	-6,7
<i>altri beni</i>	0,7	-1,9	2,2	-1,3	-2,4
Variaz. delle scorte (5) (6)	-0,3	0,2	-0,4	-0,2	-0,1
Esportazioni totali	0,6	0,6	1,2	0,8	0,1
Domanda estera netta (6)	0,2	-0,1	0,3	0,2	0,8

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) Spesa delle Amministrazioni pubbliche e delle istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (5) Include gli oggetti di valore. – (6) Contributi alla crescita del PIL sul periodo precedente; punti percentuali.

Figura 14



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Quantità a prezzi concatenati; dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi.

manda, sono tornati ad aumentare (0,5 per cento) dopo dieci trimestri di calo. Anche i consumi delle famiglie hanno ripreso a crescere, pur in misura assai modesta (0,1 per cento), per la prima volta dall'inizio del 2011.

**...ma l'attività produttiva resta debole**

Sulla base delle informazioni finora disponibili sull'andamento della produzione industriale, nel secondo trimestre il PIL sarebbe rimasto all'incirca stazionario (cfr. il par. 2.2). La domanda estera sarebbe nuovamente aumentata a fronte della debolezza di quella domestica. Le valutazioni dei consumatori sulla situazione economica del paese sono in netto miglioramento dal mese di febbraio; quelle sulle condizioni personali si mantengono tuttavia caute, condizionate dall'evoluzione ancora incerta dell'occupazione (cfr. il par. 2.5).

**L'inflazione è storicamente bassa**

L'inflazione al consumo (misurata sulla base dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo, IPCA) è ancora scesa, portandosi in giugno allo 0,2 per cento sui dodici mesi. Anche al netto delle componenti più volatili, l'inflazione è stata pari allo 0,7 per cento, tra i valori minimi nel confronto storico.

## 2.2 LE IMPRESE

Nonostante il miglioramento del clima di fiducia delle imprese la produzione industriale non ha ripreso a crescere. Nel primo trimestre gli investimenti in macchinari e attrezzature hanno registrato il primo aumento dopo circa tre anni di calo. L'accumulazione di capitale è però ancora frenata dalla diffusa incertezza sulle prospettive della domanda e dagli ampi margini di capacità produttiva inutilizzata.

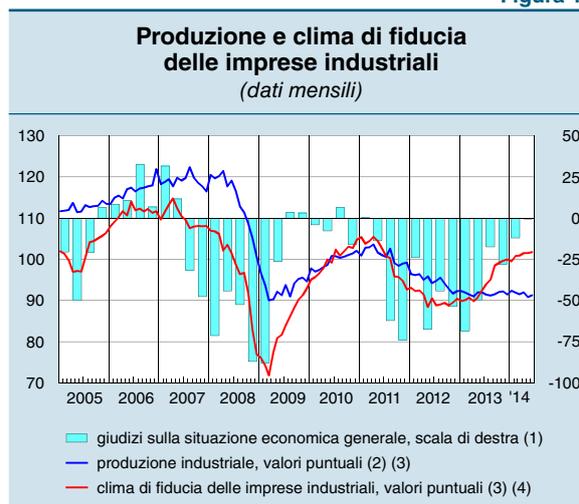
**La produzione industriale stenta a ripartire...**

In maggio la produzione industriale è scesa rispetto al mese precedente (-1,2 per cento); la flessione è stata comune a tutte le componenti ad eccezione dell'energia. Il calo, come anche nei maggiori paesi dell'area, potrebbe risentire dell'impatto di giornate lavorative poste in calendario fra due festività (cosiddetti ponti), i cui effetti non sono inclusi nella correzione per i giorni lavorativi. Sulla base delle nostre stime per giugno, nella media del secondo trimestre l'attività industriale sarebbe diminuita di circa mezzo punto percentuale (fig. 15).

**...nonostante l'aumento degli indici di fiducia delle imprese**

L'andamento della produzione industriale contrasta con le indicazioni desunte dalle indagini qualitative nel settore manifatturiero: nel secondo trimestre il clima di fiducia delle imprese si è attestato su valori elevati e l'indice PMI è rimasto ben al di sopra del livello compatibile con un aumento della produzione. Il quadro del settore dei servizi è più incerto: il corrispondente indicatore PMI è salito al di sopra della soglia coerente con l'espansione dell'attività, mentre il clima di fiducia rilevato dall'Istat, ancora in aumento nel commercio, è sceso nei servizi di mercato. Nella rilevazione di giugno

Figura 15



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

- (1) Saldo in punti percentuali tra le risposte "migliori" e "peggiori" relative al quesito sulle condizioni economiche generali nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Giugno 2014, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 38, 2014; dati riferiti alle sole imprese industriali. – (2) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi; il dato per il mese di giugno del 2014 è stimato. – (3) Indice 2010=100. – (4) Nel mese di giugno 2013 sono state introdotte innovazioni metodologiche che rendono i dati diffusi a partire da quella data non direttamente confrontabili con quelli precedenti.

dell'indagine trimestrale presso le imprese dell'industria e dei servizi, condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, i giudizi sulle prospettive a breve termine hanno continuato a migliorare, in misura più decisa nell'industria in senso stretto (cfr. il riquadro: *Le prospettive degli investimenti sulla base delle recenti inchieste presso le imprese*).

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

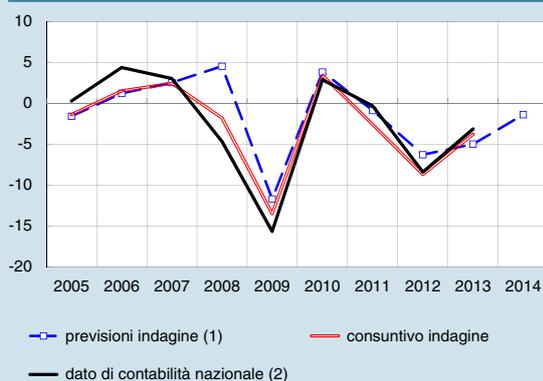
Le valutazioni delle imprese sulla prospettive degli investimenti migliorano progressivamente. Sono state rese disponibili le elaborazioni complete dell'Indagine sulle imprese industriali e dei servizi, condotta nella scorsa primavera dalla Banca d'Italia, e gli esiti del sondaggio trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita, effettuato congiuntamente dalla Banca d'Italia con *Il Sole 24 Ore* nelle prime tre settimane di giugno.

Sulla base dell'indagine svolta in primavera, i piani delle aziende per il complesso del 2014 prefiguravano una sostanziale stabilizzazione del volume degli investimenti nell'industria in senso stretto e una diminuzione nei servizi privati non finanziari (rispettivamente -0,8 e -2,0 per cento sul 2013, -1,4 per il totale delle imprese; figura A), anche se molto più contenuta di quella rilevata per lo scorso anno.

Gli investimenti effettivamente realizzati nel 2013 sono stati in media di poco superiori ai programmi formulati nella primavera dello stesso anno; il quadro appare tuttavia assai eterogeneo, anche all'interno delle diverse classi di imprese. Le informazioni contenute nell'indagine suggeriscono che a consuntivo gli scostamenti degli investimenti rispetto ai piani di spesa hanno in primo luogo risentito degli andamenti della domanda in corso d'anno, ma anche dell'incertezza sulle prospettive future: le imprese maggiormente incerte sugli sviluppi della domanda (nell'indagine viene richiesto il valore massimo e quello minimo della variazione attesa del proprio fatturato) hanno riportato in media più ampie revisioni al ribasso della spesa. La mancata attuazione dei piani di investimento ha risentito anche della difficoltà di accesso al credito. Le aziende che, a fronte di una richiesta di finanziamento, non hanno ricevuto per intero l'importo desiderato hanno realizzato una quota dei propri piani di investimento inferiore rispetto alle altre.

Figura A

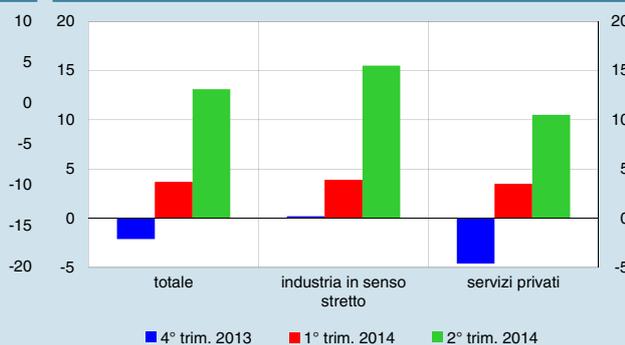
**Variazione annuale della spesa per investimenti (1)**  
(punti percentuali; valori a prezzi concatenati)



(1) Previsioni effettuate nella primavera dell'anno di riferimento per il totale dello stesso anno nell'Indagine sulle imprese industriali e dei servizi. Anno di riferimento 2013, in via di pubblicazione in *Supplementi al Bollettino Statistico*. – (2) Dato calcolato per il totale dell'industria in senso stretto e per i servizi privati non finanziari.

Figura B

**Saldi fra le quote di imprese che prospettano un incremento e una diminuzione della spesa per investimenti nel 2014 (1)**  
(punti percentuali)



(1) Saldi tra piani di spesa più alta e piani di spesa più bassa nel 2014 rispetto al 2013 nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Giugno 2014, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 38, 2014.

In prospettiva la progressiva riduzione della quota di aziende che indica un razionamento del credito (scesa nel 2013 di tre punti percentuali, al 9 per cento; cfr. il capitolo: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese* nella *Relazione sull'anno 2013*), insieme con l'attenuarsi dell'incertezza delle imprese circa il proprio fatturato riscontrato nell'indagine condotta in primavera, possono prefigurare un ritorno all'investimento, sia pur moderato.

In giugno il sondaggio trimestrale ha riportato un sensibile miglioramento delle attese sulla spesa per investimenti nel 2014 rispetto a quanto prefigurato nell'indagine; il progresso rispetto al trimestre precedente è stato generalizzato, ma più deciso nell'industria in senso stretto che nei servizi (figura B). Specialmente nella manifattura è cresciuta la quota di imprese che ha dichiarato un aumento della domanda per i propri prodotti, sia fra le aziende esportatrici sia fra quante si rivolgono prevalentemente al mercato interno.

**Le componenti degli investimenti hanno andamenti eterogenei**

La diminuzione degli investimenti delle imprese in beni strumentali osservata nel primo trimestre è dovuta alla contrazione della componente dei mezzi di trasporto; quest'ultima era aumentata in misura marcata nello scorcio del 2013, beneficiando di incentivi fiscali e in vista delle nuove normative ambientali in vigore dall'inizio dell'anno in corso. La spesa in macchinari e attrezzature ha invece registrato un

primo incremento (0,5 per cento), dopo dieci trimestri in calo, risentendo verosimilmente di giudizi più favorevoli sulla domanda. Sulla base della recente rilevazione trimestrale condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, nei mesi primaverili le condizioni per investire secondo le imprese sono nuovamente migliorate, in particolare nell'industria in senso stretto, anche in connessione con valutazioni più favorevoli delle condizioni di accesso al credito.

**Le prospettive delle costruzioni sono incerte, ma in lieve miglioramento**

Il quadro del comparto delle costruzioni resta debole, sebbene emergano alcuni segnali più favorevoli. Nel primo trimestre gli investimenti in costruzioni sono nuovamente diminuiti, ma gli indicatori più recenti suggeriscono un'attenuazione delle difficoltà cicliche. Nel bimestre marzo-aprile si è arrestata la prolungata flessione della produzione edile. Nella rilevazione di giugno dell'indagine trimestrale Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore* il saldo tra le quote di imprese delle

costruzioni che riportano attese in miglioramento e quelle che indicano un peggioramento è lievemente migliorato, pur rimanendo negativo.

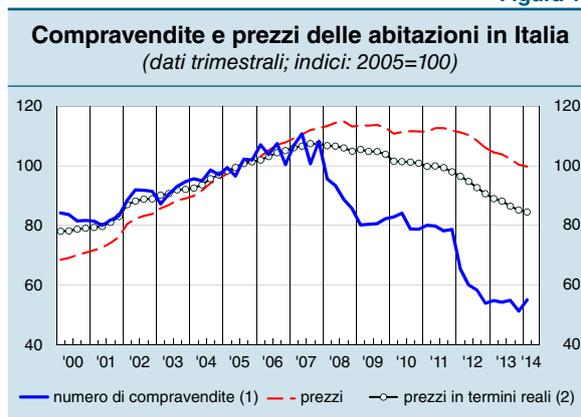
Nel primo trimestre le compravendite di abitazioni, valutate al netto della stagionalità, hanno recuperato la temporanea flessione della fine del 2013, su cui aveva influito l'approssimarsi della riduzione, in atto all'inizio di quest'anno, delle imposte di registro e di quelle ipotecarie e catastali (fig. 16); nello stesso periodo la flessione dei prezzi delle abitazioni (-0,7 per cento sul trimestre precedente) è proseguita, pur attenuandosi significativamente.

**Si è interrotto il peggioramento della competitività**

Secondo valutazioni preliminari, nel bimestre maggio-giugno la competitività di prezzo degli esportatori italiani, misurata sulla base dei prezzi alla produzione dei beni manufatti, è migliorata rispetto al periodo precedente, risentendo preva-

lentemente di giudizi più favorevoli sulla domanda. Sulla base della recente rilevazione trimestrale condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, nei mesi primaverili le condizioni per investire secondo le imprese sono nuovamente migliorate, in particolare nell'industria in senso stretto, anche in connessione con valutazioni più favorevoli delle condizioni di accesso al credito.

Figura 16



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.

lentamente del più recente deprezzamento del cambio (fig. 17); essa resta comunque circa tre punti percentuali più bassa rispetto all'estate del 2012, quando il tasso di cambio dell'euro aveva toccato un minimo. L'andamento è comune ai principali partner nell'area dell'euro e sconta l'apprezzamento del tasso di cambio registrato nel biennio 2012-13.

**La redditività delle imprese è rimasta invariata rispetto al trimestre precedente**

Secondo stime basate sui conti nazionali, nel primo trimestre del 2014 la redditività operativa delle imprese – calcolata come rapporto tra margine operativo lordo e valore aggiunto nei dodici mesi terminanti a marzo del 2014 – non ha avuto variazioni significative rispetto al quarto trimestre del 2013. Il peso degli oneri finanziari e dell'autofinanziamento è rimasto sostanzialmente stabile mentre, a fronte di una contrazione degli investimenti fissi lordi, il fabbisogno finanziario misurato in rapporto al valore aggiunto si è lievemente ridotto.

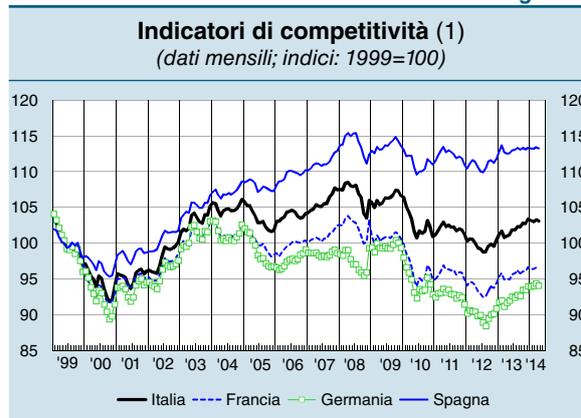
**Si attenua lievemente la contrazione dei prestiti bancari**

Nei dodici mesi terminanti a maggio del 2014 si è moderatamente attenuata la contrazione dei prestiti bancari alle imprese (incluse le famiglie produttrici) (-4,5 per cento; fig. 18); il debito complessivo delle imprese in percentuale del PIL è lievemente sceso nel primo trimestre di quest'anno rispetto al periodo precedente, attestandosi a un livello di poco inferiore all'81 per cento (fig. 19).

**La raccolta obbligazionaria rimane consistente**

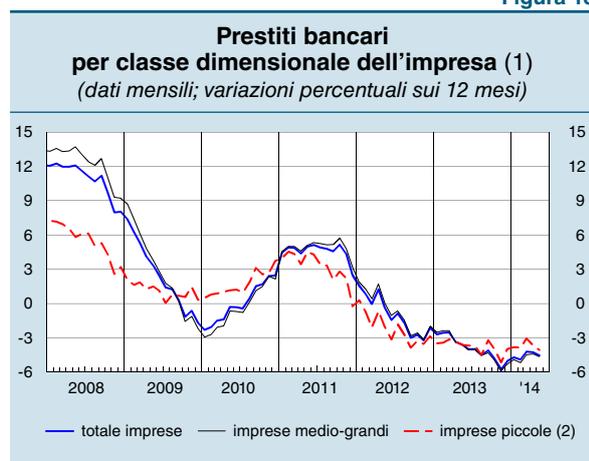
Nel primo trimestre del 2014 la raccolta obbligazionaria netta delle imprese italiane è rimasta consistente (3,3 miliardi di euro, contro i 6,6 del periodo precedente; cfr. tav. 7). Nel bimestre aprile-maggio le emissioni nette sono proseguite (1,6 miliardi); è al contempo aumentata la raccolta delle imprese sul mercato azionario.

Figura 17



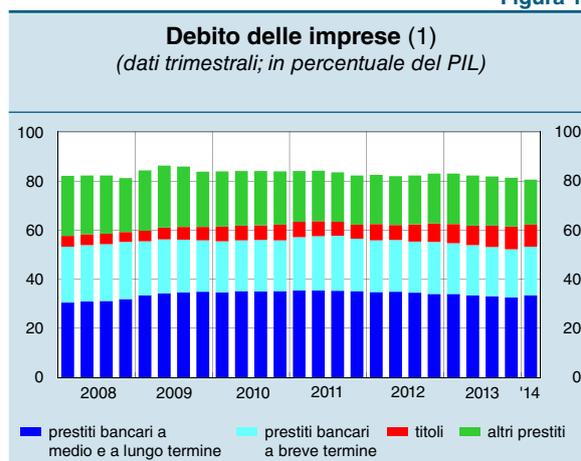
Fonte: elaborazioni su dati FMI, OCSE ed Eurostat.  
(1) Nei confronti di 61 paesi concorrenti; calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti. Un aumento dell'indice segnala una perdita di competitività; l'ultimo dato disponibile si riferisce al mese di aprile 2014.

Figura 18



(1) Imprese non finanziarie. 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 19



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.  
(1) I dati fanno riferimento ai 12 mesi terminanti nel trimestre di riferimento. Il debito, al netto delle esposizioni intra settore, include i prestiti cartolarizzati.

## 2.3 LE FAMIGLIE

I consumi delle famiglie sono aumentati debolmente all'inizio dell'anno e, secondo gli indicatori congiunturali più recenti, si sarebbero stabilizzati negli ultimi mesi. Un sostegno potrebbe derivare dalla recente introduzione di sgravi fiscali sui redditi da lavoro.

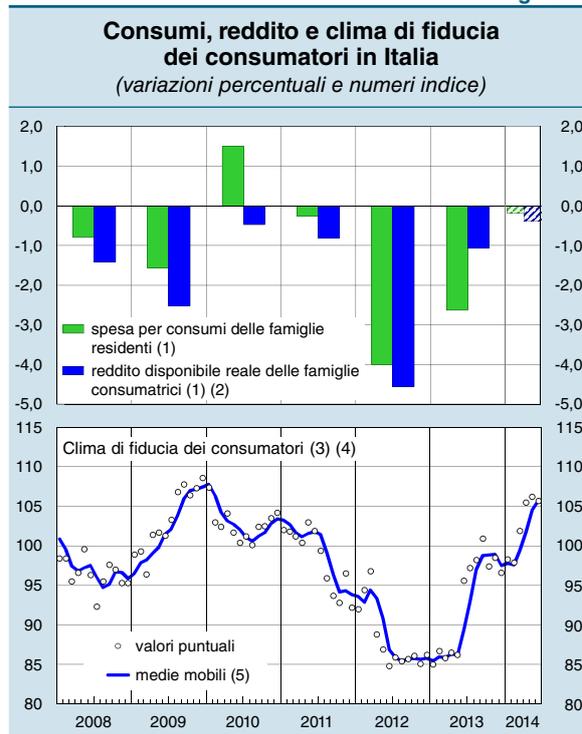
**I consumi sono tornati a crescere...** La spesa delle famiglie residenti è marginalmente aumentata all'inizio dell'anno (dello 0,1 per cento sul periodo precedente), per la prima volta dagli inizi del 2011. È cresciuta in particolare la spesa per beni durevoli e semidurevoli (dello 0,9 e 1,9 per cento, rispettivamente), mentre è scesa quella in servizi (-0,1) e beni non durevoli (-0,5).

Nello stesso periodo il reddito disponibile ha continuato a ristagnare, in termini sia reali sia nominali; anche la propensione al risparmio delle famiglie è rimasta pressoché invariata (al 10,0 per cento), sui livelli della seconda metà del 2013.

**...anche se le prospettive sono ancora incerte** In prospettiva gli indicatori congiunturali delineano un quadro ancora incerto per i consumi delle famiglie. Le vendite al dettaglio sono lievemente cresciute nei tre mesi terminanti in aprile. Nel secondo trimestre le immatricolazioni di autovetture, corrette per la stagionalità, sono diminuite dell'1,1 per cento su base congiunturale, facendo però seguito a un aumento nel periodo precedente. L'indice del clima di fiducia è nettamente salito (fig. 20), grazie ai giudizi più favorevoli sulla situazione economica del paese, mentre restano molto caute le valutazioni sulle condizioni personali. Nella seconda parte dell'anno un impulso ai consumi potrebbe derivare dagli sgravi fiscali introdotti nello scorso maggio a favore delle fasce di reddito basse.

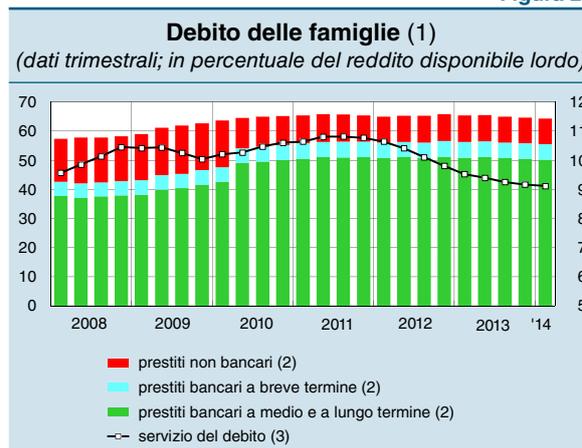
**Il debito delle famiglie è lievemente sceso, resta stabile il suo costo** Nel primo trimestre del 2014 il debito delle famiglie italiane in rapporto al reddito disponibile è diminuito lievemente, al 64 per cento (fig. 21); rimane molto al di sotto di quello medio dell'area dell'euro (98 per cento circa a di-

Figura 20



Fonte: elaborazioni su dati Istat.  
(1) Quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sull'anno precedente. Fino al 2013 dati annuali; per il 2014 variazioni percentuali dei primi 3 mesi sullo stesso periodo del 2013. – (2) Deflazionato con il deflatore della spesa per consumi delle famiglie residenti. – (3) Dati mensili destagionalizzati. Indici: 2005=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. – (5) Dati mensili; medie mobili nei 3 mesi terminanti in quello di riferimento.

Figura 21



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.

cembre del 2013). Gli oneri sostenuti dalle famiglie per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale) sono rimasti sostanzialmente stabili, al 9,1 per cento del reddito disponibile.

## 2.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Le esportazioni di beni hanno continuato a crescere, a fronte di un calo del commercio mondiale; le attese sugli ordini esteri sono nel complesso moderatamente ottimiste. Il saldo di conto corrente è ulteriormente migliorato. Sono proseguiti gli afflussi di capitali dall'estero, sospinti dalla fiducia nelle prospettive dell'Unione monetaria e del nostro paese, ma anche da condizioni finanziarie globali eccezionalmente favorevoli.

### Le esportazioni crescono...

Le esportazioni di beni e servizi sono cresciute nel primo trimestre dello 0,8 per cento in volume, rispetto al periodo precedente, con una dinamica positiva della componente delle merci e di quella dei servizi. L'aumento delle nostre vendite di beni ha riguardato sia i mercati dell'Unione europea, sia quelli extra UE. Gli andamenti più favorevoli si sono registrati in Germania, negli Stati Uniti e nell'Asia orientale. Alla crescita delle esportazioni hanno contribuito soprattutto, oltre ai mezzi di trasporto e alla meccanica, anche i prodotti in metallo, che avevano sofferto di una prolungata fase di debolezza. Nel bimestre aprile-maggio le vendite estere di beni sono cresciute moderatamente in valore rispetto al primo trimestre; sarebbero aumentate in maniera più marcata in volume.

### ...più delle importazioni

L'aumento delle importazioni di beni e servizi è stato invece molto modesto nei primi tre mesi di quest'anno (0,3 per cento in volume). Gli acquisti di prodotti petroliferi raffinati e di materie prime energetiche sono scesi in misura marcata, anche a causa delle miti temperature invernali.

### Le attese sugli ordini esteri sono favorevoli

Le prospettive restano favorevoli. L'indice PMI relativo agli ordini esteri delle imprese manifatturiere si mantiene dall'inizio dell'anno ben oltre la soglia compatibile con un'espansione delle vendite; segnali positivi per i mesi più recenti emergono anche dai giudizi qualitativi delle imprese sugli ordini esteri, che restano su valori elevati rispetto all'ultimo biennio, e dalle attese sui volumi esportati (fig. 22).

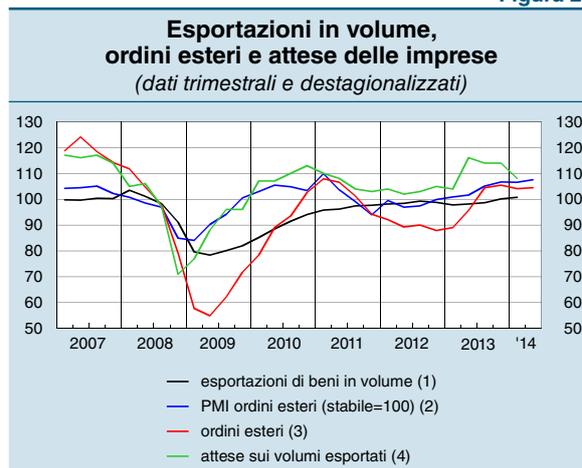
### Si consolida l'aumento dell'avanzo corrente

Il surplus del conto corrente, che ha raggiunto nel 2013 l'1 per cento del PIL, ha continuato ad ampliarsi, attestandosi nei primi cinque mesi dell'anno a 3 miliardi, da un deficit di 4 nel corrispondente periodo del 2013 (tav. 3). Vi ha contribuito soprattutto l'ampliarsi dell'avanzo commerciale, che si è attestato a 17 miliardi, trainato sia dal surplus nei prodotti non energetici, sia dal minor deficit energetico.

### Continua l'afflusso di capitali...

Sono proseguiti gli afflussi di capitali verso il nostro paese. Tra gennaio e maggio gli investitori esteri hanno effettuato consistenti acquisti netti di titoli di Stato italiani (75 miliardi, in forte crescita rispetto ai 13 registrati nel com-

Figura 22



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 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.

plesso del 2013), concentrati nella componente a medio e a lungo termine. È proseguito l'interesse dei non residenti anche per le obbligazioni emesse da banche e da società private e per i titoli azionari.

### ...e ne trae beneficio il saldo TARGET2

I sostenuti afflussi di capitali privati hanno determinato una netta diminuzione della posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2: alla fine di giugno era pari a circa 150 miliardi, quasi dimezzata rispetto al picco raggiunto nell'agosto del 2012. Il miglioramento è stato costante nel primo semestre di quest'anno; si è intensificato dopo l'introduzione del tasso negativo sui depositi presso l'Eurosistema, che ha indotto un'ulteriore riduzione della frammentazione sui mercati (fig. 23; cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate a giugno del 2014*).

La posizione patrimoniale netta sull'estero dell'Italia alla fine dello scorso marzo era passiva per 506,5 miliardi, pari al 32,4 per cento del PIL. Il maggior passivo rispetto alla fine del 2013, pari a quasi tre punti di PIL, è interamente ascrivibile ad aggiustamenti di valutazione; in particolare la riduzione degli spread e il rialzo dei corsi azionari hanno accresciuto il valore dei titoli di portafoglio italiani detenuti dai non residenti e contabilizzati al valore di mercato tra le passività.

## 2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Il calo dell'occupazione in atto dalla seconda metà del 2012 si è arrestato all'inizio dell'anno. Per effetto di un incremento nella partecipazione al mercato del lavoro, tipicamente associato a fasi di miglioramento ciclico, il numero dei disoccupati è tuttavia ancora aumentato, prevalentemente nella componente a lungo termine e in quella giovanile. Le indicazioni preliminari per il bimestre aprile-maggio confermano la stazionarietà dell'occupazione e prefigurano un assestamento del tasso di disoccupazione, dopo 12 trimestri di crescita, sui livelli dei primi tre mesi dell'anno.

### L'occupazione si è stabilizzata

La stabilizzazione dell'occupazione nel primo trimestre del 2014 (-0,1 per cento sul periodo precedente; tav. 4) ha riflesso, secondo i conti nazionali, andamenti settoriali diffusi: il numero di addetti è rimasto invariato nell'industria in senso stretto, mentre ha continuato a contrarsi nelle costruzioni e nei servizi privati, con cali particolarmente

Tavola 3

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

VOCI	2012	2013	gen.-mag. 2013	gen.-mag. 2014
<b>Conto corrente</b>	<b>-4,1</b>	<b>15,5</b>	<b>-4,0</b>	<b>3,0</b>
Merci	17,0	37,2	11,2	17,0
prodotti non energetici (2)	78,7	90,5	33,7	35,6
prodotti energetici (2)	-61,7	-53,3	-22,5	-18,6
Servizi	0,9	2,6	-0,5	-1,2
Redditi	-6,7	-9,8	-6,3	-4,4
Trasferimenti unilaterali	-15,2	-14,5	-8,4	-8,3
<b>Conto capitale</b>	<b>3,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>-1,2</b>
<b>Conto finanziario</b>	<b>13,4</b>	<b>-24,7</b>	<b>-3,0</b>	<b>-10,2</b>
Investimenti diretti	-6,1	-11,4	8,2	0,1
Investimenti di portafoglio	25,9	14,6	2,0	73,4
Derivati	-5,7	-3,0	-2,3	2,9
Altri investimenti	0,8	-23,4	-9,1	-86,8
Variazione riserve ufficiali	-1,5	-1,5	-1,8	0,2
<b>Errori e omissioni</b>	<b>-13,2</b>	<b>9,3</b>	<b>9,4</b>	<b>8,4</b>

(1) Per aprile e maggio 2014 dati provvisori. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat.

Figura 23

### Flussi cumulati di capitali di non residenti e saldo TARGET2 (1) (miliardi di euro)



(1) Dati mensili. Saldo della Banca d'Italia nei confronti della BCE sul sistema di pagamenti TARGET2, rilevato a fine mese; per le altre variabili, flussi di capitali dei non residenti, cumulati a partire da luglio 2011. – (2) Inclusa la raccolta intermediata da controparti centrali residenti.

## Occupazione e disoccupazione (1)

(migliaia di persone, milioni di ore, variazioni percentuali sul trimestre precedente)

VOCI	Consistenze 1° trim. 2014	Variazioni			
		2° trim. 2013	3° trim. 2013	4° trim. 2013	1° trim. 2014
<b>Totale occupati (2)</b>	<b>24.073</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>
di cui: <i>industria in senso stretto</i>	4.615	-0,4	-0,2	0,4	..
<i>servizi privati (3)</i>	10.013	0,3	-0,9	-0,1	-0,3
<i>dipendenti</i>	18.533	-0,5	-0,2	-0,4	0,1
<i>autonomi</i>	5.540	-0,4	-0,1	0,7	-0,6
<b>Ore lavorate (2)</b>	<b>10.559</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>..</b>	<b>-0,2</b>
di cui: <i>industria in senso stretto</i>	1.909	0,6	0,7	0,6	-0,1
<i>servizi privati (3)</i>	4.740	0,6	-1,3	..	-1,0
<i>dipendenti</i>	7.350	0,2	-0,2	-0,1	..
<i>autonomi</i>	3.210	-0,1	-0,4	0,3	-0,5
<b>Persone in cerca di occupazione (4)</b>	<b>3.236</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>1,1</b>
<b>Forze di lavoro (4)</b>	<b>25.569</b>	<b>-0,3</b>	<b>..</b>	<b>..</b>	<b>0,1</b>

Fonte: Istat.

(1) Dati destagionalizzati. – (2) Conti economici trimestrali. – (3) Esclusi i servizi alle famiglie e agli individui. – (4) Rilevazione sulle forze di lavoro.

marcati nei settori del commercio, degli alberghi e dei trasporti, per i quali pesa la persistente debolezza della domanda interna (cfr. il par. 2.1). A fronte di una diminuzione della componente autonoma, segnali favorevoli provengono dal lieve incremento dell'occupazione alle dipendenze, il primo dopo sei trimestri di flessione. I dati preliminari relativi ai mesi di aprile e maggio confermano lo stabilizzarsi dei livelli occupazionali.

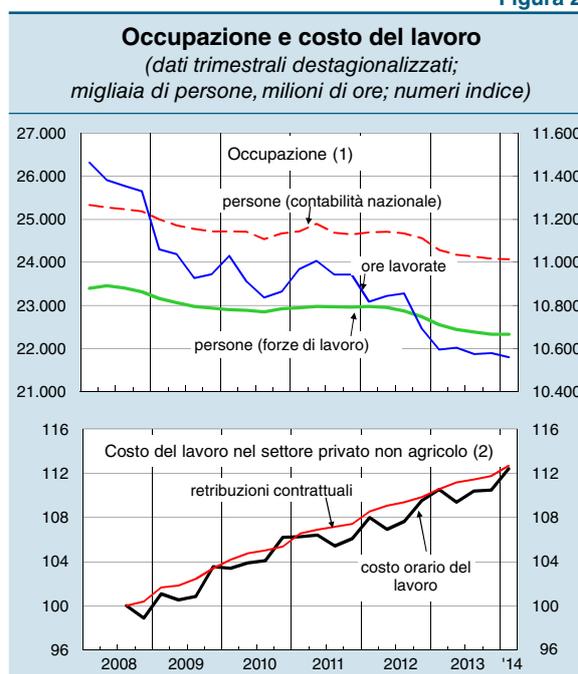
### L'intensità di utilizzo della manodopera resta contenuta

Nel primo trimestre il monte ore lavorate, corretto per la stagionalità e per gli effetti di calendario, è lievemente diminuito (-0,2 per cento sul periodo precedente; fig. 24). Le ore autorizzate di Cassa integrazione guadagni (CIG) sono rimaste invariate rispetto al trimestre precedente; sulla base delle indicazioni preliminari risulterebbero in netto calo nei mesi primaverili. Nel primo trimestre le ore lavorate per addetto, una misura dell'intensità di utilizzo della manodopera, sono lievemente diminuite dopo i segnali di ripresa del 2013. Come per il numero di addetti, l'intensità di utilizzo si è ridotta nei servizi privati, dove ha raggiunto i valori più bassi dal 2008; nell'industria in senso stretto si è assestata sui livelli del trimestre precedente, molto al di sotto di quelli pre-crisi.

### L'aumento dei disoccupati risente della maggiore partecipazione

Nel primo trimestre il numero di disoccupati è ancora aumentato nei primi tre mesi dell'anno, soprattutto nella sua componente di lunga durata, principalmen-

Figura 24



Fonte: Istat, Rilevazione sulle forze di lavoro, Conti economici trimestrali e Contratti collettivi e retribuzioni contrattuali.

(1) Persone occupate secondo le definizioni dei Conti economici trimestrali e della Rilevazione sulle forze di lavoro; ore lavorate secondo le definizioni dei Conti economici trimestrali (scala di destra), corrette per i giorni lavorativi. – (2) Retribuzioni contrattuali per ora lavorata e costo orario del lavoro dipendente secondo la definizione dei Conti economici trimestrali (3° trimestre 2008=100).

te per l'incremento delle forze di lavoro (tav. 4). Il tasso di disoccupazione è salito, al netto dei fattori stagionali, al 12,7 per cento nella media del periodo (fig. 25); quello giovanile (tra i 15 e i 24 anni) è cresciuto al 42,8 per cento, dal 41,7 registrato alla fine del 2013. In rapporto alla popolazione di riferimento, data la più bassa partecipazione dei giovani alle forze di lavoro, i giovani disoccupati sono l'11,4 per cento. Le indicazioni preliminari relative ad aprile e maggio segnalano che il tasso di disoccupazione al netto dei fattori stagionali è stato pari, nella media del bimestre, al 12,6 per cento, non aumentando per la prima volta da tre anni.

Nel primo trimestre il costo orario è aumentato dell'1,7 per cento rispetto a un anno prima nel settore privato non agricolo, pur in presenza del pagamento di tranches e una tantum legate a rinnovi contrattuali in comparti dell'industria e dei servizi che interessano circa un terzo del monte retributivo. A fronte di una crescita ciclica della produttività oraria nei primi tre mesi del 2014 (0,7 per cento rispetto a un anno prima), il costo orario del lavoro per unità di prodotto (CLUP orario) nel settore privato non agricolo è aumentato dello 0,9 per cento sul trimestre corrispondente.

**Le prospettive del mercato del lavoro restano stabili**

In un contesto ancora caratterizzato dalla bassa intensità di utilizzo della manodopera, le imprese intervistate dall'Istat non segnalano una ripresa della propria domanda di lavoro nei prossimi mesi. Sulla base di nostre valutazioni, la dinamica del costo del lavoro nel biennio 2014-15 si manterrebbe sugli attuali livelli.

## 2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

Nel corso della primavera l'inflazione è ulteriormente diminuita, al di sotto delle attese degli analisti, rispecchiando sia la flessione delle componenti più volatili, sia la decelerazione dei prezzi di quelle di fondo, che scontano la debolezza dell'attività economica e del mercato del lavoro. Sulla base delle previsioni degli operatori professionali, nel prossimo biennio l'inflazione risalirebbe solo lentamente.

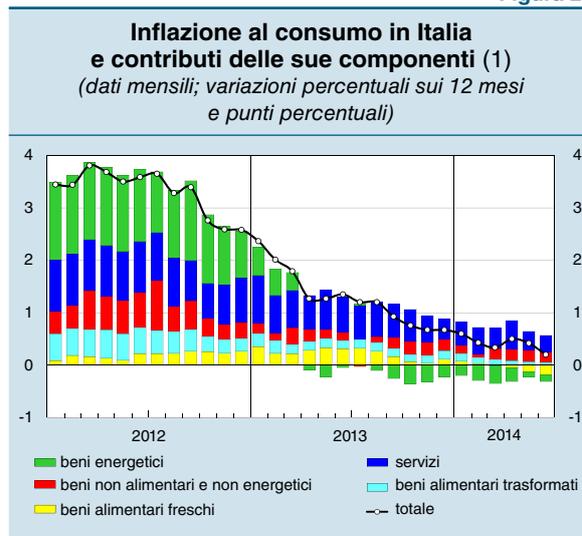
**L'inflazione è prossima allo zero**

Nel secondo trimestre l'inflazione al consumo è scesa gradualmente, portandosi allo 0,2 per cento in giugno sulla base dell'indice armonizzato (0,4 nel mese precedente; tav. 5 e fig. 26). Si è accentuata la flessione dei prezzi dei prodotti energetici e di quelli alimentari. Al netto di queste componenti l'inflazione è scesa a valori minimi nel confronto storico (0,7 per cento), risentendo della protratta debolezza della domanda interna.

Figura 25



Figura 26



**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		Al netto di energetici e alimentari	Indice generale
				a 1 mese (5)			
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
2013 – gen.	2,4	1,7	2,2	2,2	0,2	1,6	0,7
feb.	2,0	1,4	1,9	1,9	..	1,3	0,5
mar.	1,8	1,5	1,7	1,6	0,1	1,4	..
apr.	1,3	1,2	1,1	1,1	-0,2	1,1	-1,1
mag.	1,3	1,4	1,1	1,1	..	1,3	-1,1
giu.	1,4	1,2	1,3	1,2	0,1	1,1	-0,7
lug.	1,2	1,0	1,1	1,2	0,1	1,1	-1,5
ago.	1,2	1,2	1,2	1,2	0,2	1,1	-2,4
set.	0,9	1,3	0,9	0,9	..	1,2	-2,2
ott.	0,8	1,2	0,3	0,8	-0,1	1,1	-2,5
nov.	0,7	1,1	0,2	0,7	-0,1	1,1	-2,3
dic.	0,7	0,9	0,3	0,7	0,1	0,8	-2,1
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	..	0,8	-1,9
apr.	0,5	1,1	0,2	0,6	..	1,0	-1,7
mag.	0,4	0,8	..	0,5	-0,1	0,7	-1,7
giu.	0,2	0,7	-0,2	0,3	-0,1	0,7	....

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.

**La moderazione nei prezzi è generalizzata...**

La moderazione nell'aumento dei prezzi interessa un numero elevato di componenti individuali dell'indice IPCA. In giugno circa un quarto di queste segnava variazioni negative sui dodici mesi, il 61 per cento rincari sotto l'1,0 per cento, la quota più elevata registrata dal 2001 a oggi. In maggio l'inflazione

alla produzione è rimasta negativa (-1,7 per cento sul periodo corrispondente), a causa della perdurante flessione della componente energetica (-4,6 per cento); i prezzi dei beni non alimentari destinati al consumo finale sono cresciuti dell'1,0 per cento sui dodici mesi.

**...e le pressioni rimangono al ribasso**

Le imprese intervistate nell'indagine trimestrale condotta in giugno dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* prefigurano adeguamenti dei listini modesti nei prossimi mesi; le politiche di prezzo risentono della persistente debo-

lezza nella domanda interna e delle pressioni concorrenziali, in un contesto di moderazione dei costi degli input. Analoghi segnali provengono dall'indicatore PMI di giugno relativo ai giudizi delle imprese sugli andamenti dei propri prezzi di vendita.

**Anche l'inflazione attesa è in calo**

In giugno gli operatori professionali censiti da Consensus Economics hanno rivisto al ribasso le proiezioni sull'inflazione per il 2014 allo 0,6 per cento, dall'1,1 di gennaio; sono scese anche le attese per il 2015, all'1,0 per cento (1,3 in gennaio).

Anche su orizzonti più lunghi le imprese censite nell'ultima indagine Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore* indi-

cano una crescita dei prezzi al consumo contenuta (1,2 per cento nel 2016-18). In prospettiva il calo dell'inflazione potrebbe incidere sulla dinamica dei redditi: le recenti stime dell'Istat sull'indice IPCA depurato dai prezzi dei beni energetici importati (utilizzato come riferimento per gli adeguamenti economici dei contratti collettivi di lavoro) indicano una crescita media dell'1,2 per cento l'anno nel triennio 2014-16.

## 2.7 LE BANCHE

I prestiti alle imprese sono ancora scesi, risentendo del debole quadro congiunturale e, in misura minore rispetto al passato, della presenza di condizioni di offerta tese. Le indagini presso le aziende mostrano che le difficoltà di accesso al credito si sono attenuate nei mesi più recenti. Il costo dei nuovi finanziamenti al settore produttivo sta scendendo, anche se rimane sensibilmente al di sopra di quello medio dell'area dell'euro. Prosegue la riduzione del flusso di nuove sofferenze.

**La raccolta presso i residenti rimane solida** Tra la fine di febbraio e quella di maggio la raccolta al dettaglio delle banche italiane presso i risparmiatori residenti è aumentata di 27 miliardi (tav. 6); la crescita sui dodici mesi è salita al 2,6 per cento (dall'1,4 in febbraio), principalmente per l'andamento dei depositi delle famiglie. Nello stesso periodo anche i depositi di non residenti, che rappresentano prevalentemente raccolta interbancaria all'estero,

Tavola 6

Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)				
VOCI	Consistenze di fine mese (2)		Variazioni percentuali sui 12 mesi (3)	
	Febbraio 2014	Maggio 2014	Febbraio 2014	Maggio 2014
<b>Attività</b>				
Prestiti a residenti in Italia (4)	1.847	1.834	-3,2	-2,8
<i>a imprese (5)</i>	835	822	-5,1	-4,7
<i>a famiglie (6)</i>	600	598	-1,2	-1,0
Attività verso controparti centrali (7)	68	59	-17,4	-27,0
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (8)	545	547	4,6	-3,5
<i>titoli di Amministrazioni pubbliche italiane</i>	403	413	6,6	-1,8
Attività verso l'Eurosistema (9)	20	16	-36,7	-32,4
Attività sull'estero (10)	282	290	-9,6	-5,6
Altre attività (11)	1.291	1.250	-6,4	-7,9
<b>Totale attivo</b>	<b>4.054</b>	<b>3.996</b>	<b>-4,3</b>	<b>-5,4</b>
<b>Passività</b>				
Depositi di residenti in Italia (4) (12) (13)	1.247	1.274	1,4	2,6
Depositi di non residenti (10)	304	309	-6,0	-6,1
Passività verso controparti centrali (7)	120	98	4,4	-34,4
Obbligazioni (13)	520	505	-9,0	-6,5
Passività verso l'Eurosistema (9)	214	216	-23,7	-16,5
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	146	137	-3,9	-11,4
Capitale e riserve	405	405	5,8	5,8
Altre passività (14)	1.099	1.052	-7,2	-9,9
<b>Totale passivo</b>	<b>4.054</b>	<b>3.996</b>	<b>-4,3</b>	<b>-5,4</b>

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di maggio 2014 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.

sono lievemente cresciuti. I collocamenti netti di obbligazioni sia allo sportello sia sul mercato all'ingrosso sono diminuiti.

**Si attenuano  
lentamente le tensioni  
dell'offerta di prestiti  
bancari...**

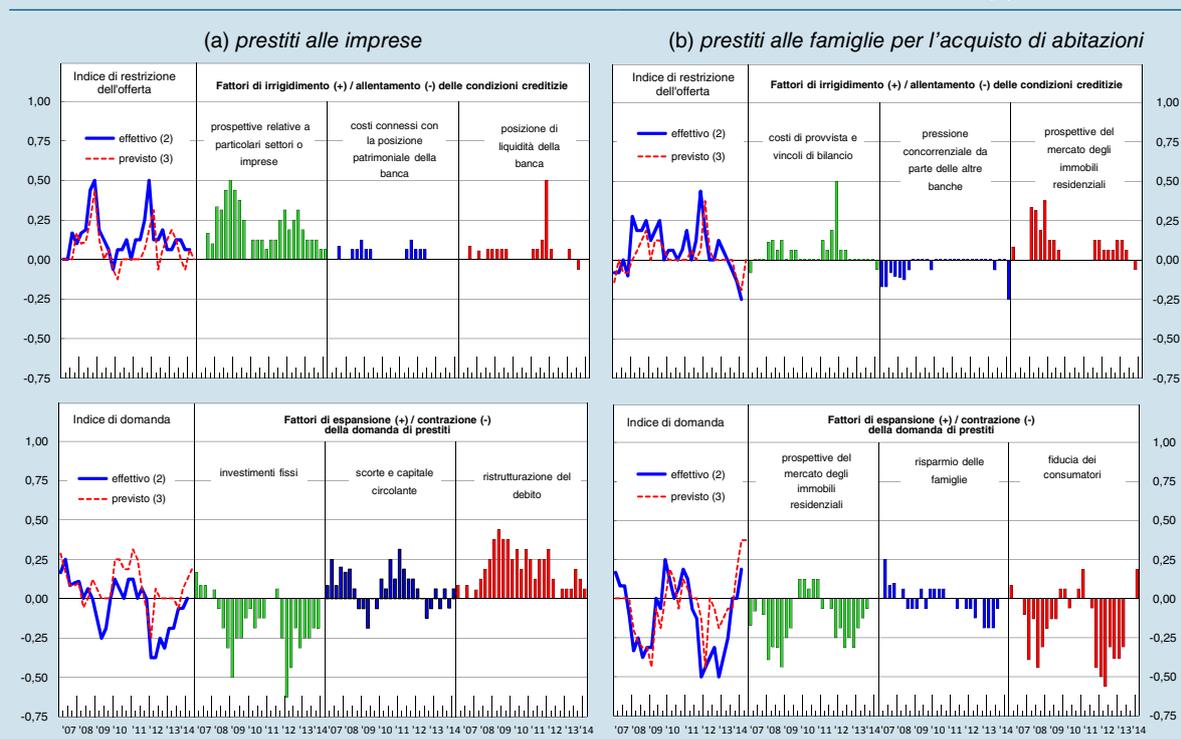
Le recenti inchieste qualitative segnalano che le restrizioni sull'offerta di credito si stanno attenuando gradualmente, anche se le politiche delle banche – soprattutto nei confronti delle aziende piccole e medie – rimangono condizionate dall'elevato rischio di credito. I sondaggi presso le imprese confermano che il miglioramento dell'accesso al finanziamento bancario è ancora molto contenuto per le aziende di minore dimensione (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*).

## L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO

Secondo le banche intervistate nell'ambito dell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), nel primo trimestre del 2014 le politiche di offerta dei prestiti alle imprese erano rimaste sostanzialmente invariate su livelli lievemente restrittivi, continuando a risentire della percezione del rischio di credito (figura A) (1). I criteri di offerta dei mutui alle famiglie registravano invece un ulteriore allentamento – in particolare per effetto della maggiore pressione concorrenziale – attuato principalmente attraverso una riduzione dei margini applicati.

Figura A

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



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

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

(1) All'indagine, terminata l'8 aprile, hanno partecipato otto tra i principali gruppi bancari italiani. I risultati per l'Italia sono consultabili sul sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it), quelli per l'area dell'euro sul sito [www.ecb.int](http://www.ecb.int). Le risposte relative alla rilevazione sul secondo trimestre del 2014 e sulle attese per il successivo saranno rese pubbliche il prossimo 30 luglio.

Nelle valutazioni degli intermediari la contrazione della domanda di finanziamenti da parte delle imprese si era invece interrotta, rispecchiando soprattutto la dinamica degli investimenti in capitale fisso; le richieste di mutui da parte delle famiglie erano aumentate, beneficiando del miglioramento del clima di fiducia dei consumatori.

I sondaggi più recenti presso le imprese segnalano un'attenuazione delle tensioni sull'offerta di credito (figura B), più marcata nei confronti delle aziende di maggiore dimensione.

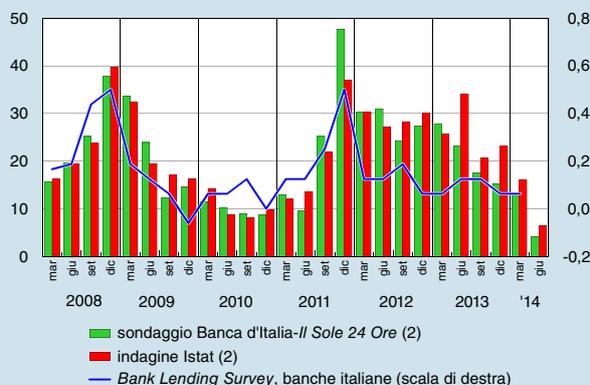
Sulla base del sondaggio trimestrale condotto in giugno dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, la percentuale netta di imprese medio-grandi (con almeno 50 addetti) che riporta difficoltà di accesso al credito è diminuita nel secondo trimestre del 2014, al 4,1 (dal 13,2 nel primo) (2). Per le aziende del settore dei servizi l'accesso al finanziamento bancario rimane però più difficoltoso: il corrispondente indicatore è sceso all'8,7 per cento, dal 13,0.

Indicazioni simili provengono anche dall'indagine mensile condotta dall'Istat presso le sole imprese manifatturiere: in giugno la percentuale netta di aziende che segnala condizioni di accesso al credito meno favorevoli rispetto al mese precedente è scesa al 6,5 (16,0 in marzo). Secondo le imprese il miglioramento si è tradotto soprattutto in tassi di interesse più contenuti e ha riguardato in misura molto più accentuata quelle di dimensione medio-grande. La quota di aziende che ha dichiarato di non aver ottenuto il finanziamento richiesto è tuttavia ancora al 13,1 per cento (dal 14,7 in marzo), più elevata per le piccole (16,6 per cento, dal 17,2).

(2) La percentuale netta di imprese 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.

Figura B

**Indici delle condizioni di accesso al credito da parte delle imprese italiane (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 e dei servizi e a quello manifatturiero. Il dato per l'indagine Istat è tratto dalla rilevazione di fine trimestre; nel mese di 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) Percentuali nette di imprese che riportano difficoltà di accesso al credito.

**...ma prosegue la flessione dei volumi**

I prestiti bancari al settore privato non finanziario sono tuttavia ancora diminuiti, del 2,0 per cento nei tre mesi terminanti in maggio (in ragione d'anno e al netto dei fattori stagionali; fig. 27), risentendo – anche dal lato della domanda – della debolezza dell'attività economica (cfr. il par. 2.2); è rimasto intenso il calo dei finanziamenti alle società non finanziarie e si sono quasi stabilizzati quelli alle famiglie (-3,1 e -0,4 per cento, rispettivamente).

**Si riduce il costo dei prestiti alle imprese e alle famiglie**

Il costo medio dei nuovi prestiti alle imprese è diminuito in maggio di due decimi di punto rispetto a febbraio (al 3,3 per cento; fig. 28). Il calo ha interessato sia i finanziamenti di importo inferiore al milione di euro sia quelli di importo superiore (al 4,2 e al 2,6 per cento, rispettivamente). Anche il differenziale tra il costo dei nuovi prestiti alle imprese in Italia e nell'area dell'euro è diminuito (di 10 punti base), attestandosi a 70. Il tasso medio sui nuovi mutui alle famiglie si è ridotto di un decimo di punto (al 3,4 per cento), rimanendo 40 punti base al di sopra di quello medio dell'area.

**La flessione delle nuove sofferenze in rapporto ai prestiti continua**

Il flusso di nuove sofferenze in rapporto ai prestiti alle imprese, tuttora elevato, ha continuato a scendere; nel primo trimestre si è collocato al 4,1 per cento, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno (era 4,5 e 4,8 nel quarto e terzo trimestre del 2013, rispettivamente); per i prestiti alle famiglie consumatrici l'in-

dicatore, già inferiore a quello relativo alle imprese, si è ridotto di un decimo di punto, all'1,2. Informazioni preliminari indicano che il miglioramento sarebbe proseguito nei mesi più recenti. Nel periodo aprile-maggio l'esposizione complessiva nei confronti dei debitori segnalati per la prima volta in sofferenza è scesa del 20 per cento sui dodici mesi; è diminuita anche rispetto al bimestre precedente, al netto dei fattori stagionali.

**La redditività dei maggiori gruppi è stabile**

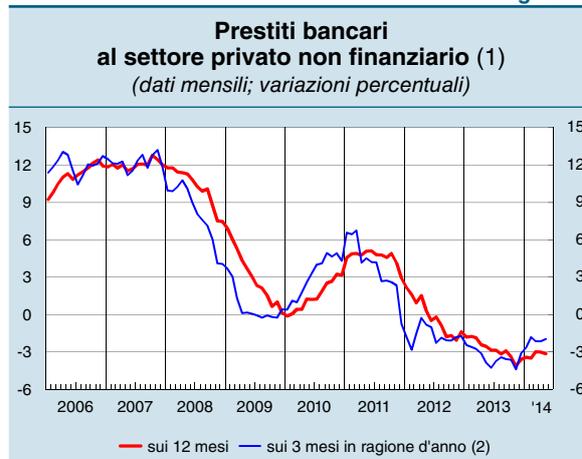
Secondo le relazioni trimestrali consolidate, nei primi tre mesi del 2014 la redditività dei primi cinque gruppi bancari italiani è rimasta sostanzialmente invariata rispetto allo stesso periodo dello scorso anno: il rendimento del capitale e delle riserve (ROE) si è attestato al 2,9 per cento su base annua (2,7 nel primo trimestre del 2013). La riduzione del margine di interesse (-0,8 per cento), riconducibile in larga misura alla diminuzione dei volumi intermediati, e il calo dei ricavi da commissioni (-9,9) hanno compresso il margine di intermediazione, sceso del 5,3 per cento. Nonostante l'ulteriore contenimento dei costi operativi (-2,2 per cento), il risultato di gestione è diminuito del 9,6 per cento. Le rettifiche di valore su crediti si sono ridotte del 9,1.

Dal 1° gennaio di quest'anno sono in vigore le nuove regole sul capitale delle banche (Basilea 3), così come definite in ambito europeo dal pacchetto legislativo CRD4-CRR. In Italia la nuova regolamentazione sarà pienamente operativa dal 2018; sulla base della disciplina transitoria nazionale alla fine di marzo il nuovo coefficiente patrimoniale relativo alle risorse di migliore qualità (il common equity tier 1 ratio, non direttamente confrontabile con il core tier 1 ratio in vigore alla fine del 2013) si attestava per la media dei primi cinque gruppi al 10,9 per cento. Il core tier 1 ratio misurato sulla base della precedente definizione era pari al 10,4 per cento alla fine dell'anno scorso; i nuovi coefficienti riferiti al patrimonio di base (tier 1 ratio) e a quello complessivo (total capital ratio) erano pari, rispettivamente, all'11,3 e al 14,8 per cento.

**2.8 IL MERCATO FINANZIARIO**

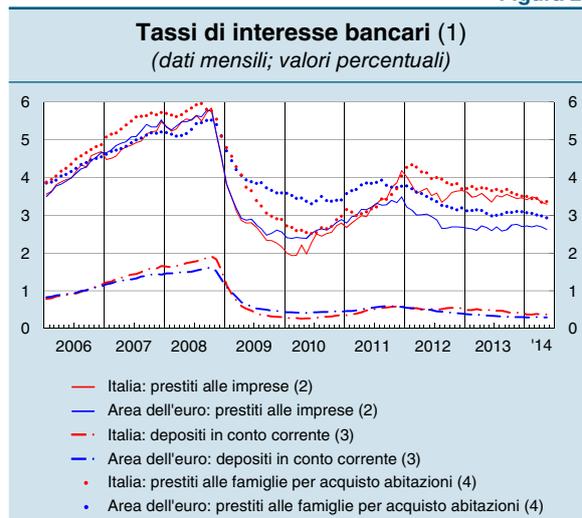
Le condizioni dei mercati finanziari italiani sono migliorate nel secondo trimestre. Dopo l'annuncio delle nuove misure espansive da parte della BCE, i premi per il rischio sovrano sono ulteriormente scesi, così come quelli per il rischio sulle obbligazioni private, determinando un nuovo calo del costo della

**Figura 27**



(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.

**Figura 28**



Fonte: Banca d'Italia e BCE.  
 (1) 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 medio sui nuovi prestiti alle imprese. – (3) Tasso medio sui depositi in conto corrente di famiglie e imprese. – (4) Tasso medio sui nuovi prestiti per l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie.

raccolta obbligazionaria, pubblica e privata. L'indice generale della borsa italiana, stabile nel secondo trimestre, ha segnato un calo nella prima metà di luglio, scontando l'andamento negativo del comparto bancario anche in seguito ai timori innescati dalle difficoltà di un istituto di credito portoghese.

**I differenziali dei titoli di Stato italiani sono scesi...**

Dalla fine di marzo i differenziali di interesse tra titoli di Stato italiani e corrispondenti titoli tedeschi sono diminuiti, anche in seguito al rafforzarsi delle attese di una nuova manovra espansiva della BCE. Gli spread sono scesi ancora all'inizio di giugno, dopo le decisioni del Consiglio direttivo. Tra la fine di marzo e il 14 luglio

i rendimenti dei titoli italiani con durata decennale sono diminuiti di 40 punti base, al 2,9 per cento, mentre i differenziali rispetto ai corrispondenti titoli tedeschi si sono ridotti di 5 punti base, a 168 punti (fig. 29).

**...così come gli spread sul debito privato**

La flessione dei premi per il rischio ha interessato anche il debito privato. Per

le obbligazioni delle società non finanziarie, i differenziali di rendimento con i titoli di Stato dell'area dell'euro con merito di credito più elevato sono scesi di 19 punti base dalla fine di marzo. I premi sui credit default swap (CDS) delle maggiori banche italiane sono diminuiti di 23 punti base, portandosi a 141; si è ridotto il divario rispetto al livello medio dei premi sui CDS delle principali banche tedesche e francesi (83 e 75 punti base, rispettivamente).

**Le banche hanno collocato obbligazioni, in misura inferiore ai rimborsi**

Nel primo trimestre del 2014 sono proseguiti i rimborsi netti di obbligazioni bancarie, sia in Italia

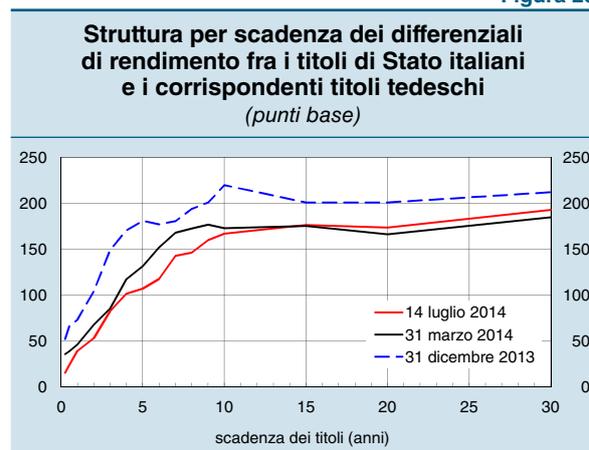
sia nell'area dell'euro, per via degli elevati volumi di titoli in scadenza (49 e 116 miliardi, rispettivamente; tav. 7). Tuttavia, sulla base di dati preliminari di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, nel secondo trimestre dell'anno le banche italiane avrebbero effettuato collocamenti per 14 miliardi (18 nel trimestre precedente), di cui 6 relativi a titoli privi di garanzia reale.

**L'indice generale di borsa è sceso in luglio**

Le quotazioni azionarie, stabili nel secondo trimestre, sono scese all'inizio di luglio in Italia e nel complesso dell'area dell'euro (fig. 30). Nel nostro paese i corsi sono diminuiti in misura significativa nei settori dei servizi, delle banche e delle automobili

(del 16, 12 e 7 per cento, rispettivamente); rialzi delle quotazioni si sono avuti nei settori dei pro-

Figura 29



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Tavola 7

Emissioni nette di obbligazioni (1)				
(miliardi di euro)				
PERIODO	Banche	Altre società finanziarie	Società non finanziarie	Totale
<b>Italia</b>				
2012	83,2	-5,6	12,7	90,3
2013	-80,3	-16,7	22,4	-74,5
2013 - 1° trim.	-29,8	-3,2	3,8	-29,2
2° trim.	-14,8	-2,5	3,5	-13,9
3° trim.	-21,5	-3,4	8,6	-16,3
4° trim.	-14,2	-7,5	6,6	-15,2
2014 - 1° trim.	-48,5	-8,5	3,3	-53,8
<b>Area dell'euro</b>				
2012	5,7	-0,7	124,3	129,3
2013	-352,8	-46,4	87,7	-311,6
2013 - 1° trim.	-117,8	-17,4	18,0	-117,1
2° trim.	-99,3	15,9	12,0	-71,4
3° trim.	-92,2	-12,5	32,7	-72,0
4° trim.	-43,5	-32,5	25,0	-51,0
2014 - 1° trim.	-115,7	-28,2	18,2	-125,7

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Obbligazioni con durata all'emissione superiore all'anno, valutate al valore nominale, emesse da società residenti in Italia (pannello superiore) o nell'area (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.

dotti petroliferi e delle telecomunicazioni (del 6 e 2 per cento, rispettivamente). È lievemente diminuita la variabilità attesa dei corsi desunta dai prezzi delle opzioni sugli indici di borsa.

**La raccolta netta dei fondi comuni è stata consistente**

Secondo dati Assogestioni, nel primo trimestre del 2014 gli afflussi netti di risparmio nei fondi comuni aperti, di diritto italiano o estero, sono notevolmente aumentati (25 miliardi, contro 6 nel periodo precedente). La raccolta netta è stata particolarmente elevata nei comparti flessibile e obbligazionario, mentre si sono avuti deflussi netti dai comparti monetario e speculativo.

**Figura 30**



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.

**2.9 LE PROSPETTIVE**

**Il quadro è ancora incerto**

Nelle proiezioni per il biennio 2014-15 presentate in questo Bollettino l'economia italiana crescerebbe attorno allo 0,2 per cento nell'anno in corso, con rischi al ribasso; tornerebbe poi a espandersi dell'1,3 il prossimo (tav. 8 e fig. 31). L'andamento sfavorevole nella prima parte del 2014 ha comportato una riduzione delle stime per la media dell'anno. In prospettiva il miglioramento sarebbe reso possibile dall'affievolirsi degli effetti di aggiustamento di bilancio degli anni precedenti, dall'andamento favorevole degli scambi internazionali, dall'ulteriore attenuazione delle tensioni finanziarie e dalle nuove misure di politica monetaria adottate dalla BCE. Rimangono tuttavia considerevoli elementi di fragilità nelle prospettive di ripresa, anche a causa dell'incertezza sull'evoluzione delle tensioni geopolitiche in corso e sulla loro trasmissione agli scambi mondiali (cfr. il par. 1.1 e il riquadro: *Le ipotesi tecniche e il contesto internazionale*).

**Le condizioni monetarie sospingono l'attività economica**

Le proiezioni incorporano ipotesi sui tassi di interesse coerenti con l'orientamento espansivo della politica monetaria, rafforzatosi con le misure approvate dal Consiglio direttivo della BCE in giugno (cfr. il par. 1.2). Secondo le attese dei mercati il tasso di interesse a tre mesi si manterrebbe stabile allo 0,2 per cento nel prosieguo di quest'anno e nel 2015; il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato italiani e quelli tedeschi a dieci anni resterebbe

Nelle proiezioni per il biennio 2014-15 presentate in questo Bollettino l'economia italiana crescerebbe attorno allo 0,2 per cento nell'anno in corso, con rischi al ribasso; tornerebbe poi a espandersi dell'1,3 il prossimo (tav. 8 e fig. 31).

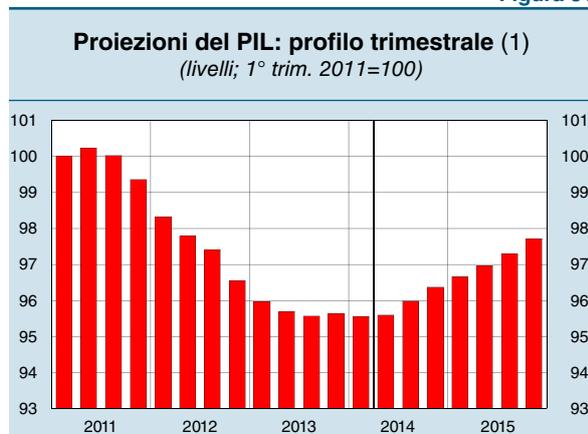
**Tavola 8**

**Scenario macroeconomico in Italia**  
(variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)

	VOCI	2013	2014	2015
PIL (1)		-1,8	0,2	1,3
Consumi delle famiglie		-2,6	0,2	1,1
Consumi collettivi		-0,8	0,0	0,4
Investimenti fissi lordi		-4,6	-0,7	2,3
di cui: investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto		-2,2	0,7	3,6
Esportazioni totali		0,0	3,4	4,7
Importazioni totali		-2,9	1,7	4,9
Variazione delle scorte (2)		-0,1	-0,4	0,0
IPCA		1,3	0,4	0,8
IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici		1,3	0,8	0,9
Occupazione (3)		-1,9	-0,6	0,3
Tasso di disoccupazione (4)		12,2	12,7	12,6
Competitività all'export (5)		-2,9	-0,1	0,1
Saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti (6)		1,0	1,8	1,8

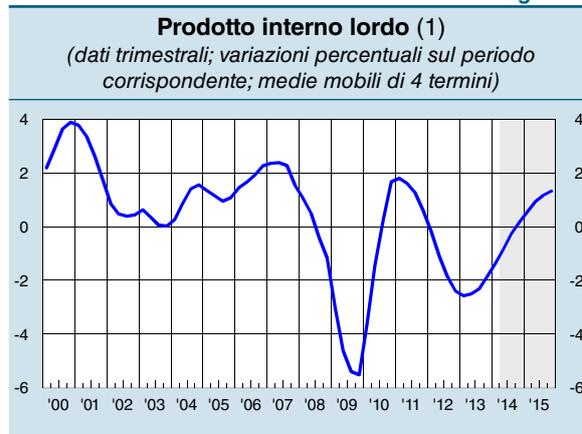
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.  
(1) Per il PIL e le sue componenti: quantità a prezzi concatenati; variazioni stimate sulla base di dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. – (2) Include gli oggetti di valore. Contributi alla crescita del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

Figura 31



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.  
(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. Dati storici fino al 1° trimestre del 2014; proiezioni per i trimestri successivi.

Figura 32



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.  
(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. Dati storici fino al 1° trimestre del 2014; proiezioni per i trimestri successivi. La figura riporta le variazioni percentuali sul periodo corrispondente di medie mobili di 4 termini; il valore relativo al 4° trimestre di ciascun anno coincide con il tasso di variazione medio annuo.

stabile attorno ai 170 punti base. In questo quadro le nuove misure di politica monetaria e la ripresa dell'attività economica favorirebbero il ritorno a condizioni più distese nel mercato del credito (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*).

Rispetto alle proiezioni pubblicate nel *Bollettino economico* dello scorso gennaio, le stime di crescita per il 2014 sono più basse di circa mezzo punto percentuale (fig. 32). La revisione risente soprattutto dell'andamento del PIL osservato nel primo trimestre e di quello stimato per il secondo (cfr. il par. 2.1). Le valutazioni per il 2015 sono invece più favorevoli di quanto prefigurato in gennaio, di tre decimi di punto, rispecchiando principalmente l'orientamento più espansivo della politica monetaria (cfr. il riquadro: *L'impatto delle recenti misure di politica monetaria*).

## LE IPOTESI TECNICHE E IL CONTESTO INTERNAZIONALE

Lo scenario macroeconomico si basa sulle ipotesi riportate nella tavola, coerenti con quelle sottostanti al quadro previsivo per l'area dell'euro concordato tra le banche centrali dell'Eurosistema e presentato nel *Bollettino mensile* della BCE dello scorso giugno; tali ipotesi sono state riviste per tener conto dei più recenti andamenti congiunturali.

Il commercio internazionale crescerebbe di circa il 4 per cento quest'anno, per accelerare al 5,5 il prossimo. Rispetto al *Bollettino economico* di gennaio la dinamica degli scambi internazionali è inferiore di oltre un punto percentuale nell'anno in corso e di circa mezzo punto percentuale per il 2015. La crescita della domanda estera ponderata in base al peso dei diversi mercati di sbocco italiani sarebbe inferiore a quella del commercio internazionale di circa mezzo punto percentuale l'anno.

Le ipotesi relative ai tassi di cambio e di interesse e al prezzo del petrolio sono aggiornate sulla base delle quotazioni dei dieci giorni la-

Tavola

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

VOCI	2013	2014	2015
Commercio internazionale	2,6	3,7	5,5
Domanda estera potenziale	1,5	3,3	4,9
Dollaro/euro (1)	1,33	1,37	1,36
Cambio effettivo nominale (2)	-2,5	-0,6	0,3
Prezzo del greggio (3)	108,8	109,5	106,5
Tasso Euribor a 3 mesi (1)	0,2	0,2	0,2
Tasso BOT a 1 anno (1)	1,0	0,4	0,4
Tasso BTP a 10 anni (1)	4,3	3,2	3,4

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

vorativi antecedenti al 15 luglio 2014. Coerentemente con le informazioni provenienti dai contratti futures, si ipotizza che il prezzo del greggio di qualità Brent, pari a 108,8 dollari al barile nel 2013, salga nell'anno in corso a circa 109,5 dollari per poi scendere a 106,5 nel 2015.

I tassi di interesse a tre mesi, calcolati sulla base delle quotazioni dei futures relativi all'Euribor, rimarrebbero pari allo 0,2 per cento sia nel 2014 sia nell'anno successivo. I tassi a lungo termine dei BTP a dieci anni si ridurrebbero di circa 110 punti base nell'anno in corso, al 3,2 per cento, per poi risalire al 3,4 nel 2015. Il tasso di cambio si apprezzerrebbe lievemente rispetto ai livelli medi del 2013; quello tra il dollaro e l'euro sarebbe pari a 1,37 nell'anno in corso (1,36 nel 2015).

L'evoluzione prevista per i conti pubblici italiani tiene conto, come di consueto, dei provvedimenti già varati, in particolare quelli per il sostegno ai redditi delle famiglie e alle attività produttive, approvati con i decreti legge 24 aprile 2014, n. 66 e 24 giugno 2014, n. 91. Il quadro previsivo include inoltre una stima degli effetti del provvedimento di sblocco dei debiti delle Amministrazioni pubbliche per 47 miliardi di euro nel biennio 2013-14 (cfr. il riquadro: *I debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche*, in *Bollettino economico*, n. 2, 2014).

## L'IMPATTO DELLE RECENTI MISURE DI POLITICA MONETARIA

Il quadro previsivo tiene conto degli effetti sull'economia italiana delle misure di politica monetaria adottate dal Consiglio direttivo della BCE lo scorso 5 giugno, che si trasmettono attraverso la struttura dei tassi di interesse, il cambio, il costo e la disponibilità di credito. Gli effetti, che si manifesterebbero gradualmente nel corso del prossimo triennio, sono incorporati nello scenario previsivo qui illustrato nella parte relativa al biennio 2014-15.

La riduzione dei tassi ufficiali, l'aver fissato il tasso sui depositi presso l'Eurosistema su un valore negativo e l'implicito rafforzamento della *forward guidance* si sono trasmessi, nei giorni successivi alle decisioni, ai tassi di interesse a breve e a lungo termine e al cambio (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate a giugno del 2014*). Nel complesso, sulla base delle relazioni stimate nel modello trimestrale della Banca d'Italia, allo spostamento verso il basso della curva dei tassi di interesse di mercato a breve e a lungo termine e al deprezzamento del cambio osservato dopo le decisioni di politica monetaria (inclusi gli effetti successivi all'annuncio delle misure in maggio) è attribuibile un incremento del PIL cumulativamente stimabile in circa mezzo punto percentuale alla fine del triennio 2014-16, di cui circa metà riferiti all'orizzonte di previsione 2014-15.

L'impatto delle operazioni mirate di rifinanziamento è invece più graduale e soggetto a maggiore incertezza: il ricorso da parte delle banche sarà infatti possibile in misura crescente lungo l'intero periodo settembre 2014-giugno 2016 e dipenderà, dopo le prime due tranches, dal ritmo di espansione dei prestiti. Nell'ipotesi di un ampio utilizzo di queste operazioni e di un loro integrale trasferimento alle condizioni del credito, l'impatto cumulato alla fine del triennio 2014-16 potrebbe raggiungere circa mezzo punto percentuale di PIL; un terzo di questo incremento è stato incluso nel biennio di previsione.

### Il prodotto è sostenuto dalla domanda estera...

La crescita continuerebbe a essere sostenuta dalle vendite all'estero, che si espanderebbero a ritmi elevati, favorite dal rafforzamento del commercio internazionale (fig. 33). Il quadro incorpora tuttavia un aumento delle esportazioni inferiore a quello della domanda potenziale dei nostri mercati di sbocco; l'andamento risente della minore competitività di prezzo dovuta al livello fin qui raggiunto dal cambio dell'euro, che è solo in parte rientrato nel periodo più recente (le ipotesi tecniche sono costruite sui valori del cambio registrati tra il 1° e il 14 luglio; cfr. il riquadro: *Le ipotesi tecniche e il contesto internazionale*).

**...ma il riavvio della crescita presuppone quello degli investimenti**

Il ritorno alla crescita dipende però necessariamente anche da un rafforzamento della domanda interna. Nel quadro previsivo è incorporata una ripresa degli investimenti in macchinari e attrezzature (tornati a espandersi già nel primo trimestre del 2014, dopo circa tre anni di flessione), resa possibile dal miglioramento delle prospettive di domanda e delle condizioni di finanziamento. Procederebbero più a rilento gli investimenti in costruzioni, che risentono della persistente debolezza del mercato immobiliare. Nel complesso l'accumulazione di capitale, dopo una contrazione complessiva di circa il 13 per cento nel biennio 2012-13, tornerebbe positiva nel 2015. Alla ripresa degli investimenti contribuiscono due fattori: l'iniezione di liquidità a favore delle imprese derivante dai provvedimenti di accelerazione dei pagamenti dei debiti commerciali delle Pubbliche amministrazioni, nell'ipotesi che abbiano completa attuazione (l'effetto sul PIL è valutabile in poco più di mezzo punto percentuale nel biennio 2014-15; cfr. il riquadro: *I debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche*, in *Bollettino economico*, n. 2, 2014), e gli incentivi all'accumulazione di capitale produttivo varati dal Governo con il decreto legge 24 giugno 2014, n. 91 (l'impatto di questi ultimi sarebbe di circa un punto percentuale sugli investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto; mezzo decimo sul PIL).

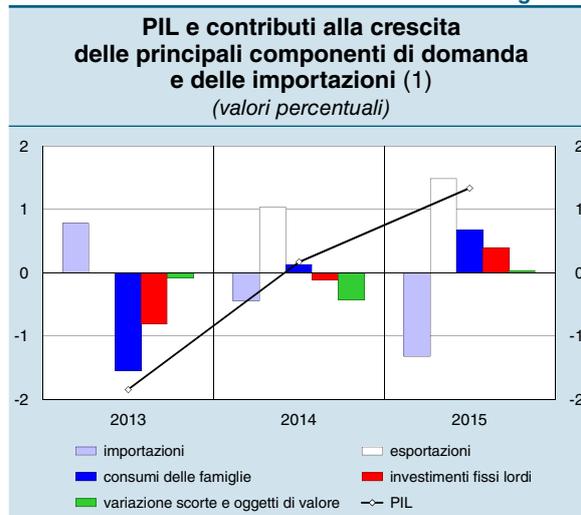
**I consumi delle famiglie si riprendono lentamente**

La ripresa dei consumi sarebbe più lenta; la spesa delle famiglie (tornata ad aumentare marginalmente nel primo trimestre di quest'anno dopo 12 trimestri di contrazione) si stabilizzerebbe nel 2014 e crescerebbe nel 2015, sostenuta dalla ripresa del reddito disponibile. Uno stimolo deriverebbe anche dalle misure di sostegno ai redditi più bassi già introdotte dal Governo nell'aprile scorso; l'effetto espansivo netto di queste misure è valutato in circa due decimi di punto percentuale sui consumi (un decimo sul PIL) nel biennio 2014-15, una stima che tiene conto anche dell'effetto restrittivo degli interventi di copertura già inclusi nello stesso provvedimento. Le misure di riduzione della pressione fiscale sul lavoro potrebbero avere un effetto più accentuato (non incluso in questo quadro, che, come di consueto, considera solo i provvedimenti già varati) se saranno mantenute negli anni a venire, come già annunciato dal Governo, e percepite come parte di un orientamento duraturo di politica economica. Il tasso di risparmio del settore privato, che era stato fortemente compresso durante la crisi globale, aumenterebbe, tornando alla fine dell'orizzonte previsivo su valori simili a quelli osservati prima dell'avvio della crisi (fig. 34).

**Il mercato del lavoro si stabilizza**

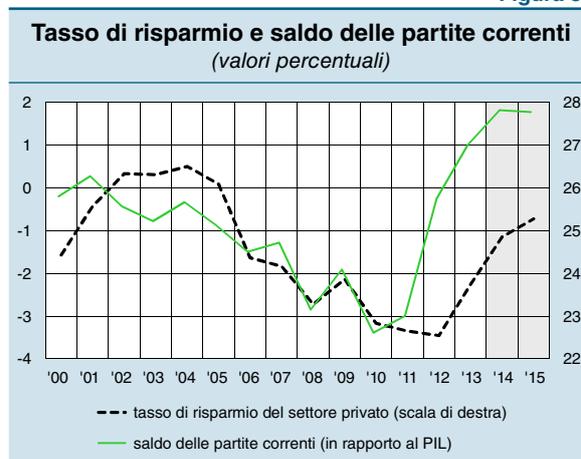
Il miglioramento del quadro congiunturale impatterebbe solo gradualmente sul mercato del lavoro. L'occupazione si stabilizzerebbe nel corso di quest'anno per poi

Figura 33



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.  
(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative.

Figura 34



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

tornare a espandersi lievemente nel 2015 (dello 0,3 per cento nell'intera economia; 0,5 nel settore privato). L'offerta di lavoro tornerebbe però a crescere quest'anno, grazie al progressivo venir meno degli effetti di scoraggiamento che ne avevano compresso la dinamica nel 2013, mantenendo ancora elevato il tasso di disoccupazione.

**Si amplia l'avanzo dei conti con l'estero...** L'attivo dei conti con l'estero si manterrebbe anche in un contesto ciclico più favorevole. Nonostante l'accelerazione delle importazioni, trainate dalle componenti della domanda a maggior contenuto di beni intermedi provenienti dall'estero (come le esportazioni e gli investimenti in macchinari), l'aumento delle esportazioni sospingerebbe l'avanzo del saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti fino a quasi il 2 per cento.

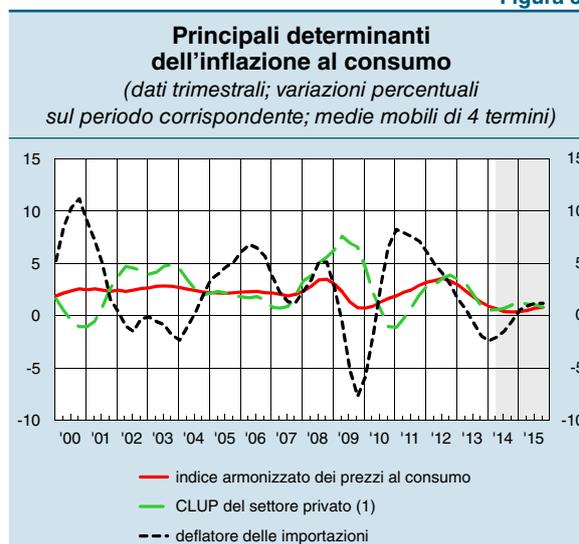
**...e prosegue il consolidamento dei conti pubblici** Sulla base di questo quadro l'indebitamento netto delle Pubbliche amministrazioni si ridurrebbe nel 2015, mentre l'avanzo primario rimarrebbe superiore al 2 per cento del prodotto quest'anno e nel prossimo. Il rapporto tra debito pubblico e PIL tornerebbe a scendere dal 2015.

**L'inflazione rimane bassa** L'inflazione, pur risalendo nel corso del prossimo anno allo 0,8 per cento (fig. 35), resterebbe molto bassa per tutto l'orizzonte considerato. La debolezza della dinamica dei prezzi risente in gran parte delle componenti di origine interna: la crescita del deflatore del PIL sarebbe nel 2015 poco sopra l'1 per cento. I margini ancora ampi di capacità produttiva inutilizzata e le condizioni tuttora difficili dell'occupazione contribuiscono a contenere sia i costi unitari di lavoro per unità di prodotto (in crescita nel settore privato di poco meno dell'1 per cento all'anno) sia i margini delle imprese; questi ultimi recupererebbero solo in minima parte i consistenti cali dell'ultimo triennio. Rispetto alle previsioni pubblicate nel *Bollettino economico* di gennaio, le stime di inflazione sono inferiori di oltre mezzo punto percentuale, per effetto sia della flessione maggiore del previsto registrata nel primo semestre, attribuibile prevalentemente alle componenti di fondo, sia del più debole andamento dei prezzi delle materie prime.

**Le altre previsioni di crescita** Le proiezioni di crescita per il 2014 appaiono meno ottimistiche di quelle formulate dalle principali organizzazioni internazionali, che tuttavia sono meno recenti e non incorporano né gli andamenti del PIL osservati nel primo trimestre, significativamente inferiori alle valutazioni di tutti i previsori, né le informazioni congiunturali sui mesi primaverili (tav. 9). La ripresa qui prospettata per il 2015 è invece leggermente più sostenuta, grazie alle favorevoli ipotesi sulle condizioni monetarie e finanziarie anche a seguito delle decisioni di politica monetaria.

**Lo scenario presuppone politiche coerenti** Lo scenario previsivo presuppone: la piena e coerente attuazione delle misure di politica economica nazionali, volte a sostenere la fiducia di famiglie e imprese nella formulazione dei piani di investimento e consumo; un quadro istituzionale europeo favorevole; l'efficacia delle misure monetarie adottate dall'Eu-

Figura 35



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.  
(1) Costo del lavoro per unità di prodotto del settore privato (al netto di energia e agricoltura); calcolato come rapporto tra la retribuzione per unità standard di lavoro dipendente e il prodotto per unità standard di lavoro; il prodotto è il valore aggiunto al costo dei fattori.

rosistema. Lo scenario è soggetto a elevata incertezza, con rischi orientati verso il basso per la crescita e bilanciati, ma comunque ampi, per l'inflazione (fig. 36).

**Il quadro è soggetto a rischi al ribasso per la crescita**

Sull'andamento dell'attività economica, e in particolare degli investimenti, potrebbe incidere un miglioramento delle condizioni di accesso ai finanziamenti bancari meno rapido di quanto qui prefigurato. Sui mercati internazionali le attuali condizioni eccezionalmente favorevoli presentano elementi di fragilità e potrebbero rivelarsi transitorie. Sono aumentati i rischi connessi con le tensioni geopolitiche nei paesi produttori di petrolio. Un loro ulteriore inasprimento si rifletterebbe sull'offerta e sul prezzo dei prodotti energetici, con ripercussioni anche sugli scambi commerciali. Questi ultimi potrebbero inoltre risentire di un'espansione meno pronunciata dell'attività nelle economie emergenti.

I rischi per le previsioni di inflazione sono equilibrati. Ai possibili rincari dei prodotti energetici, conseguenti a un inasprimento delle tensioni geopolitiche, si contrappone, sul piano interno, il rischio di più intense pressioni al ribasso sui prezzi, derivanti dagli ampi margini di capacità produttiva inutilizzata. Resta essenziale, in questo contesto, preservare nel medio periodo il mantenimento della stabilità delle aspettative di inflazione sottostanti alla formazione dei prezzi e dei salari.

Tavola 9

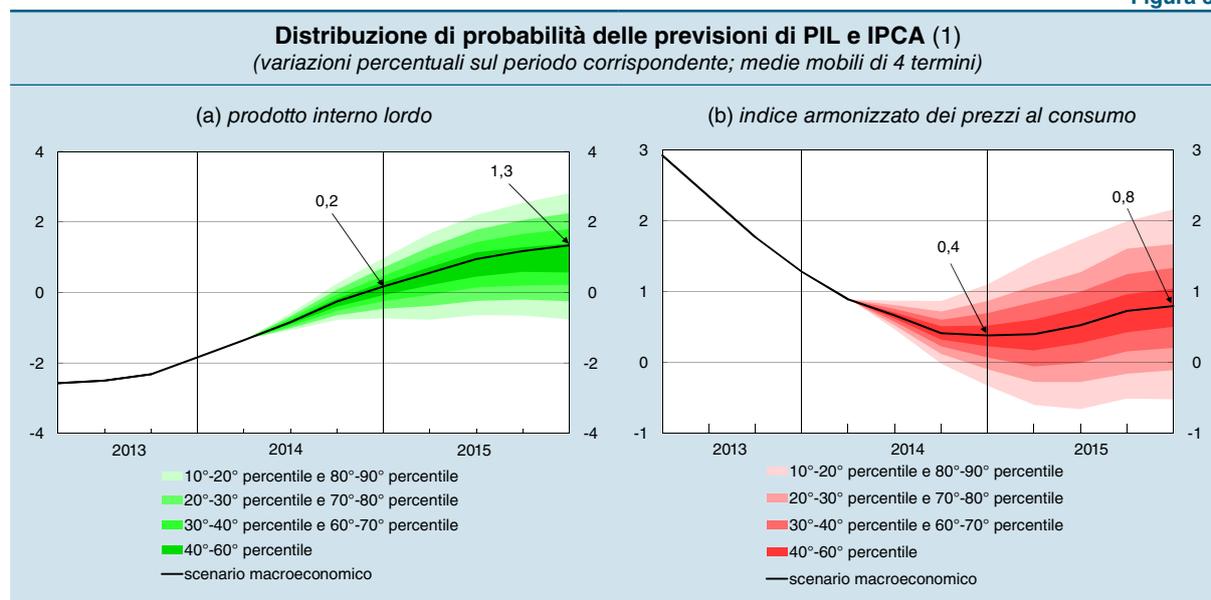
**Previsioni di altre organizzazioni**  
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

VOCI	PIL (1)		Inflazione (2)	
	2014	2015	2014	2015
FMI (aprile)	0,6	1,1	0,7	1,0
OCSE (maggio)	0,5	1,1	0,5	0,9
Commissione europea (maggio)	0,6	1,2	0,7	1,2
Consensus Economics (giugno)	0,4	1,2	0,6	1,0

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2014; OCSE, *Economic Outlook*, n. 95, maggio 2014; Commissione europea, *European Economic Forecast Spring 2014*, maggio 2014; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, giugno 2014.

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

Figura 36



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

## **DOCUMENTAZIONE STATISTICA**

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



## INDICE

A1	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Stati Uniti	43
A2	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Giappone	44
A3	Conto economico delle risorse e degli impieghi: area dell'euro	45
A4	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia	46
A5	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	47
A6	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	48
A7	Indici armonizzati dei prezzi al consumo nei maggiori paesi dell'area dell'euro	49
A8	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	50
A9	Prestiti bancari in Italia per area geografica e settore di attività economica	51
A10	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	52
A11	Debito delle Amministrazioni pubbliche	53



**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)		Esporta- zioni	Importa- zioni	Esporta- zioni nette	Scorte
	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Contri- buto	
2010	2,5	2,0	1,3	0,1	..	1,5	0,2	2,9	3,0	11,5	12,8	-0,5	1,5	
2011	1,8	2,5	1,7	-3,2	-0,7	6,2	0,9	1,7	1,7	7,1	4,9	0,1	-0,2	
2012	2,8	2,2	1,5	-1,0	-0,2	8,3	1,2	2,6	2,7	3,5	2,2	0,1	0,2	
2013	1,9	2,0	1,4	-2,2	-0,4	4,5	0,7	1,7	1,8	2,7	1,4	0,1	0,2	
2011 – 1° trim.	-1,3	2,1	1,4	-7,5	-1,6	-0,5	-0,1	-1,3	-1,3	3,8	2,8	..	-1,1	
2° trim.	3,2	1,5	1,0	-1,3	-0,3	8,6	1,2	2,6	2,7	4,9	0,7	0,5	0,7	
3° trim.	1,4	2,1	1,4	-2,5	-0,5	14,8	2,0	1,2	1,3	7,0	4,9	0,1	-1,6	
4° trim.	4,9	2,4	1,7	-1,5	-0,3	10,0	1,4	5,3	5,5	2,7	5,9	-0,6	2,7	
2012 – 1° trim.	3,7	2,9	2,0	-1,4	-0,3	8,6	1,2	3,1	3,3	4,2	0,7	0,4	0,4	
2° trim.	1,2	1,9	1,3	0,3	0,1	4,7	0,7	1,1	1,1	3,8	2,5	0,1	-0,9	
3° trim.	2,8	1,7	1,2	3,5	0,7	2,7	0,4	2,7	2,8	0,4	0,5	..	0,6	
4° trim.	0,1	1,7	1,1	-6,5	-1,3	11,6	1,6	-0,5	-0,6	1,1	-3,1	0,7	-2,0	
2013 – 1° trim.	1,1	2,3	1,5	-4,2	-0,8	-1,5	-0,2	1,4	1,4	-1,3	0,6	-0,3	0,9	
2° trim.	2,5	1,8	1,2	-0,4	-0,1	6,5	1,0	2,5	2,6	8,0	6,9	-0,1	0,4	
3° trim.	4,1	2,0	1,4	0,4	0,1	5,9	0,9	3,9	4,0	3,9	2,4	0,1	1,7	
4° trim.	2,6	3,3	2,2	-5,2	-1,0	2,8	0,4	1,6	1,6	9,5	1,5	1,0	..	
2014 – 1° trim.	-2,9	1,0	0,7	-0,8	-0,1	-1,8	-0,3	-1,4	-1,4	-8,9	1,8	-1,5	-1,7	

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)		Esporta- zioni	Importa- zioni	Esporta- zioni nette	Scorte
	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Contri- buto	
2010	4,7	2,8	1,7	1,9	0,4	-0,2	-0,1	2,9	2,9	24,4	11,1	1,7	0,9	
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	1,4	2,0	1,2	1,7	0,4	3,4	0,7	2,3	2,3	-0,1	5,3	-0,9	0,1	
2013	1,5	2,0	1,2	2,0	0,4	2,6	0,6	1,8	1,9	1,7	3,4	-0,3	-0,3	
2011 – 1° trim.	-6,9	-7,0	-4,1	0,3	0,1	-0,5	-0,1	-5,8	-5,9	-2,9	5,2	-1,1	-1,6	
2° trim.	-3,0	4,0	2,3	1,1	0,2	-0,1	..	1,4	1,4	-26,7	-2,0	-4,3	-1,2	
3° trim.	10,8	6,6	4,0	0,5	0,1	6,7	1,3	6,9	6,7	44,4	13,7	3,8	1,5	
4° trim.	0,9	2,4	1,4	1,0	0,2	17,5	3,3	4,0	3,9	-11,6	7,8	-3,0	-1,1	
2012 – 1° trim.	4,1	1,5	0,9	6,1	1,2	-1,1	-0,2	3,7	3,7	11,8	8,1	0,4	1,8	
2° trim.	-2,5	1,6	1,0	-2,5	-0,5	1,2	0,2	-1,2	-1,3	-2,1	5,9	-1,3	-2,0	
3° trim.	-3,0	-1,9	-1,1	1,7	0,3	-5,0	-1,1	-0,8	-0,8	-15,1	-1,4	-2,2	1,1	
4° trim.	0,2	1,8	1,1	2,7	0,5	0,5	0,1	0,7	0,7	-11,6	-7,3	-0,5	-1,1	
2013 – 1° trim.	5,3	4,2	2,6	3,7	0,8	-0,8	-0,2	3,5	3,5	18,1	4,6	1,7	0,4	
2° trim.	2,9	2,9	1,8	1,7	0,4	8,6	1,7	2,3	2,3	12,1	7,3	0,5	-1,5	
3° trim.	1,3	0,9	0,5	0,8	0,2	10,8	2,2	3,3	3,3	-2,6	10,1	-2,0	0,4	
4° trim.	0,3	1,5	0,9	0,8	0,2	7,8	1,6	2,5	2,5	1,8	15,5	-2,2	-0,2	
2014 – 1° trim.	6,7	9,2	5,5	0,4	0,1	19,4	4,0	7,6	7,6	26,3	27,6	-1,1	-2,0	

Fonte: elaborazioni su 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	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			
<b>Quantità a prezzi concatenati</b>									
2009	-4,5	-11,0	-6,3	-10,0	-16,7	-12,8	-1,0	2,6	-12,4
2010	1,9	10,0	4,1	-4,4	5,5	-0,4	1,0	0,6	11,6
2011	1,6	4,5	2,4	-0,3	4,3	1,6	0,3	-0,1	6,5
2012	-0,7	-0,9	-0,7	-4,1	-3,7	-4,0	-1,3	-0,6	2,5
2013	-0,4	0,4	-0,2	-3,9	-1,7	-2,9	-0,7	0,1	1,4
2012 – 1° trim.	-0,1	0,1	..	-1,1	-0,9	-1,0	-0,2	-0,3	0,9
2° trim.	-0,3	-0,1	-0,2	-1,5	-2,1	-1,8	-0,6	-0,2	0,9
3° trim.	-0,2	0,2	..	-0,7	-0,5	-0,6	-0,1	-0,3	0,7
4° trim.	-0,5	-1,0	-0,7	-1,6	-1,1	-1,4	-0,5	0,1	-0,6
2013 – 1° trim.	-0,2	-0,8	-0,4	-2,1	-0,9	-1,6	-0,2	0,2	-0,8
2° trim.	0,3	1,5	0,7	-0,2	0,6	0,1	0,2	..	2,3
3° trim.	0,1	1,1	0,4	0,8	0,1	0,5	0,1	0,3	0,1
4° trim.	0,3	0,6	0,4	0,1	2,1	0,9	0,1	-0,3	1,4
2014 – 1° trim.	0,2	0,8	0,4	0,5	-0,2	0,2	0,2	0,7	0,2
<b>Prezzi impliciti</b>									
2009	1,0	-6,3	....	....	....	-0,3	-0,4	2,0	-3,4
2010	0,8	5,0	....	....	....	0,8	1,6	0,8	3,1
2011	1,2	5,7	....	....	....	1,5	2,4	0,8	3,6
2012	1,3	2,4	....	....	....	1,1	2,0	1,0	1,6
2013	1,4	-1,2	....	....	....	0,3	1,3	1,1	-0,3
2012 – 1° trim.	0,3	1,5	....	....	....	0,3	0,8	-0,3	0,9
2° trim.	0,3	..	....	....	....	0,2	0,3	0,8	..
3° trim.	0,3	0,2	....	....	....	0,2	0,2	0,1	0,4
4° trim.	0,4	-0,1	....	....	....	0,3	0,6	-0,2	0,1
2013 – 1° trim.	0,6	-0,4	....	....	....	-0,1	0,4	0,9	-0,2
2° trim.	0,3	-0,9	....	....	....	-0,1	0,1	0,1	-0,3
3° trim.	0,1	-0,3	....	....	....	0,2	0,3	0,2	-0,3
4° trim.	0,1	-0,4	....	....	....	0,3	0,1	-0,1	-0,2
2014 – 1° trim.	0,4	-0,5	....	....	....	-0,2	0,2	0,4	-0,3

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	Spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche (2)	Esportazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	Totale			
<b>Quantità a prezzi concatenati</b>									
2009	-5,5	-13,4	-7,3	-8,8	-15,0	-11,7	-1,6	0,8	-17,5
2010	1,7	12,6	3,8	-4,5	6,8	0,6	1,5	-0,4	11,4
2011	0,4	0,8	0,5	-3,7	-0,5	-2,2	-0,3	-1,3	6,2
2012	-2,4	-7,0	-3,5	-6,1	-10,0	-8,0	-4,0	-2,6	2,1
2013	-1,9	-2,8	-2,1	-6,7	-2,4	-4,7	-2,6	-0,8	0,1
2012 – 1° trim.	-1,1	-2,6	-1,4	-3,5	-4,3	-3,9	-1,7	-1,8	0,3
2° trim.	-0,5	-0,8	-0,6	-0,4	-2,5	-1,4	-0,5	-0,5	-0,1
3° trim.	-0,4	-1,5	-0,6	-1,3	-0,9	-1,1	-1,5	-0,5	1,0
4° trim.	-0,9	-1,7	-1,1	-1,0	-1,1	-1,1	-0,7	-0,4	-0,2
2013 – 1° trim.	-0,6	-1,1	-0,7	-4,7	-0,4	-2,7	-0,8	-0,1	-1,4
2° trim.	-0,3	-0,2	-0,3	-0,6	0,7	..	-0,5	..	0,6
3° trim.	-0,1	1,0	0,1	0,1	-1,9	-0,9	-0,2	-0,2	0,6
4° trim.	0,1	0,2	0,1	-0,5	2,2	0,8	..	0,2	1,2
2014 – 1° trim.	-0,1	0,3	..	-0,9	-1,3	-1,1	0,1	0,4	0,8
<b>Prezzi impliciti</b>									
2009	2,1	-7,7	..	1,1	0,8	1,0	-0,1	2,1	-2,4
2010	0,4	6,6	1,7	2,7	0,5	1,7	1,5	1,1	2,6
2011	1,4	7,0	2,6	3,2	1,1	2,2	2,8	-0,3	4,0
2012	1,6	3,0	1,9	2,3	0,8	1,6	2,7	0,1	1,8
2013	1,4	-1,9	0,7	0,9	-0,2	0,3	1,3	..	..
2012 – 1° trim.	0,4	2,4	0,9	0,9	0,3	0,6	0,6	0,4	1,0
2° trim.	0,5	-0,9	0,2	0,5	0,1	0,3	0,7	0,2	0,3
3° trim.	..	0,8	0,1	0,2	0,1	0,1	0,5	-0,4	0,2
4° trim.	0,5	-0,2	0,4	0,4	0,2	0,3	0,5	-0,7	-0,1
2013 – 1° trim.	0,7	-0,6	0,4	0,2	-0,4	-0,1	0,2	1,8	0,1
2° trim.	0,4	-1,7	-0,1	0,1	..	..	0,1	-0,8	-0,3
3° trim.	-0,2	0,1	-0,1	0,1	-0,1	..	0,4	-0,8	0,1
4° trim.	0,2	-0,7	..	..	-0,2	-0,1	0,1	-0,2	-0,3
2014 – 1° trim.	0,8	-0,5	0,5	-0,2	0,6	0,2	0,1	0,7	-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	
		Valore aggiunto (2)	Ore lavorate		
<b>Totale industria al netto delle costruzioni</b>					
2010	1,1	10,0	9,5	-0,4	-8,0
2011	2,7	2,2	3,0	0,8	0,4
2012	3,6	0,9	-1,1	-2,0	2,6
2013	2,3	0,6	-0,6	-1,2	1,7
2012 – 1° trim.	2,7	0,0	-0,7	-0,8	2,6
2° trim.	4,0	1,2	-1,0	-2,2	2,8
3° trim.	4,1	1,8	-0,8	-2,5	2,3
4° trim.	3,9	1,3	-1,4	-2,7	2,5
2013 – 1° trim.	4,3	1,8	-1,6	-3,3	2,4
2° trim.	1,5	-0,3	-0,9	-0,6	1,8
3° trim.	2,1	-0,4	-1,0	-0,7	2,5
4° trim.	1,0	1,5	1,5	0,0	-0,5
2014 – 1° trim.	0,3	-0,2	1,0	1,1	0,5
<b>Servizi</b>					
2010	1,2	0,4	0,9	0,6	0,8
2011	1,5	0,9	1,7	0,8	0,6
2012	2,1	0,7	0,0	-0,7	1,3
2013	1,8	0,8	0,1	-0,7	1,0
2012 – 1° trim.	2,4	1,0	0,5	-0,5	1,4
2° trim.	2,1	1,1	0,2	-0,9	1,1
3° trim.	2,3	0,3	-0,1	-0,5	1,9
4° trim.	1,7	0,6	-0,3	-0,8	1,1
2013 – 1° trim.	2,5	1,1	-0,4	-1,4	1,5
2° trim.	1,5	0,5	0,0	-0,5	1,0
3° trim.	1,6	1,0	0,2	-0,8	0,6
4° trim.	1,5	0,6	0,6	0,0	0,9
2014 – 1° trim.	0,8	0,4	1,0	0,6	0,4
<b>Totale economia</b>					
2010	1,3	2,1	2,0	-0,1	-0,8
2011	2,0	1,5	1,8	0,3	0,5
2012	2,6	0,9	-0,5	-1,4	1,7
2013	1,9	0,8	-0,3	-1,1	1,1
2012 – 1° trim.	2,7	1,0	0,0	-1,0	1,7
2° trim.	2,7	1,2	-0,3	-1,6	1,5
3° trim.	2,8	0,8	-0,6	-1,4	2,0
4° trim.	2,3	0,7	-0,9	-1,6	1,5
2013 – 1° trim.	3,0	1,3	-0,9	-2,3	1,7
2° trim.	1,6	0,4	-0,5	-0,9	1,2
3° trim.	1,8	0,7	-0,2	-0,9	1,0
4° trim.	1,4	0,8	0,6	-0,2	0,5
2014 – 1° trim.	0,8	0,4	1,0	0,5	0,4

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Sulla base delle ore effettivamente lavorate. Per i valori annuali, dati grezzi; per quelli trimestrali, dati destagionalizzati e corretti per il numero di giorni lavorativi. – (2) Valore aggiunto a prezzi base, valori concatenati - anno di riferimento 2005.

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

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

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Sulla base delle ore effettivamente lavorate. Per i valori annuali, dati grezzi; per quelli trimestrali, dati destagionalizzati e corretti per il numero di giorni lavorativi. – (2) Valore aggiunto a prezzi base, valori concatenati - anno di riferimento 2005.

## 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
2012 – lug.	2,2	1,8	1,9	1,2	3,6	2,6	2,2	1,1	2,4	1,7
ago.	2,4	1,7	2,2	1,2	3,3	2,0	2,7	1,0	2,6	1,5
set.	2,2	1,5	2,1	1,2	3,4	1,8	3,5	1,8	2,6	1,5
ott.	2,1	1,2	2,1	1,2	2,8	1,4	3,5	2,3	2,5	1,5
nov.	1,6	1,0	1,9	1,2	2,6	1,4	3,0	2,2	2,2	1,4
dic.	1,5	1,0	2,0	1,5	2,6	1,6	3,0	2,1	2,2	1,5
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

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**  
*(milioni di euro)*

PERIODO	Conto corrente						Conto capitale			
	Totale	Merci	Servizi	Redditi	Trasferimenti unilaterali		Totale	Attività intangibili	Trasferimenti unilaterali	
					Privati	Pubblici			Privati	Pubblici
2010	-52.565	-20.918	-7.437	-8.117	-5.427	-10.666	30	-81	-109	220
2011	-47.303	-17.378	-5.601	-8.499	-4.538	-11.287	993	-61	-54	1.108
2012	-4.063	17.035	887	-6.738	-5.249	-9.997	3.907	1.784	-88	2.211
2013	15.504	37.239	2.623	-9.835	-2.591	-11.932	-144	-3.441	-91	3.388
2012 – 2° trim.	768	5.113	1.621	-2.900	-1.316	-1.751	-116	-141	-1	26
3° trim.	1.422	5.907	1.665	-1.655	-1.438	-3.057	79	-15	..	94
4° trim.	6.238	8.301	-311	-1.586	-1.294	1.129	4.309	2.239	-75	2.145
2013 – 1° trim.	-5.936	4.024	-1.670	-1.917	-507	-5.866	-2.413	-2.416	-16	19
2° trim.	4.730	11.178	2.365	-5.436	-531	-2.847	120	-196	-2	318
3° trim.	6.077	9.613	2.717	-1.611	-828	-3.814	-4	-173	-7	175
4° trim.	10.633	12.424	-789	-871	-725	594	2.153	-657	-66	2.875
2014 – 1° trim.	-874	8.558	-1.996	-671	-570	-6.195	-622	-548	-13	-60
2012 – mag.	-752	1.623	463	-1.926	-506	-406	-82	-54	..	-27
giu.	2.489	3.249	975	-716	-440	-580	47	-28	..	76
lug.	4.398	5.297	997	-316	-474	-1.107	70	24	..	46
ago.	-1.799	-25	47	-367	-488	-965	36	-5	..	42
set.	-1.177	635	621	-972	-475	-986	-28	-34	..	6
ott.	2.109	2.913	206	-1.482	-489	960	1.626	765	-20	882
nov.	1.754	2.593	-445	-539	-407	552	1.496	744	-19	772
dic.	2.375	2.795	-72	434	-399	-383	1.186	731	-35	491
2013 – gen.	-4.069	-1.210	-606	-723	-247	-1.283	-559	-573	-3	18
feb.	-1.351	1.581	-420	-538	-152	-1.823	-592	-603	-4	15
mar.	-516	3.653	-645	-656	-108	-2.760	-1.262	-1.240	-9	-14
apr.	849	2.619	408	-998	-157	-1.023	-31	-80	-1	49
mag.	1.086	4.520	767	-3.351	-205	-645	-27	-77	-1	51
giu.	2.795	4.039	1.189	-1.086	-169	-1.179	178	-40	-1	218
lug.	6.519	6.656	1.407	123	-330	-1.337	48	-35	-2	86
ago.	-99	1.535	244	-365	-321	-1.192	24	-50	-2	76
set.	-342	1.422	1.067	-1.369	-177	-1.285	-76	-87	-3	14
ott.	4.367	4.643	38	-590	-267	544	953	-145	-18	1.116
nov.	3.123	3.608	-545	-80	-227	367	838	-136	-17	991
dic.	3.142	4.173	-282	-201	-231	-317	362	-375	-31	768
2014 – gen.	-1.543	922	-535	-345	-211	-1.374	-126	-116	-3	-7
feb.	281	3.161	-648	-122	-167	-1.943	-143	-124	-4	-15
mar.	388	4.475	-813	-204	-193	-2.878	-354	-309	-7	-38
apr.	(2.033)	(3.336)	(246)	(-511)	....	....	(-381)	....	....	....
mag.	(1.889)	(5.063)	(526)	(-3.213)	....	....	(-235)	....	....	....

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

PERIODI	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)			
<i>Centro Nord</i>									
2011 – dic.	-0,9	-2,4	2,3	3,0	-0,6	1,3	3,7	9,8	1,7
2012 – set.	5,7	8,9	-3,3	-3,1	-4,2	-2,6	0,7	3,7	0,2
dic.	4,6	4,4	-2,2	-2,0	-2,9	-2,4	0,2	-1,6	0,0
2013 – mar.	0,3	1,3	-2,6	-2,5	-3,2	-2,6	-0,2	-1,3	-1,2
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	-3,2	-2,7	-0,6	-3,5	-3,9
dic.	-2,5	-4,9	-5,4	-5,7	-4,1	-3,1	-0,8	-3,4	-3,8
2014 – mar.	0,3	-5,5	-4,5	-4,8	-3,1	-2,6	-0,6	-3,2	-3,0
apr.	0,7	-4,4	-4,5	-4,7	-3,8	-3,0	-0,5	-3,3	-2,8
mag.	0,6	-3,4	-4,8	-4,9	-4,1	-3,1	-0,4	0,2	-2,8
<i>Mezzogiorno</i>									
2011 – dic.	3,0	-10,4	3,5	4,4	1,0	1,2	3,9	3,2	3,4
2012 – set.	-3,8	-8,5	-1,7	-1,3	-2,7	-2,9	0,4	-1,4	-1,1
dic.	-1,7	-4,5	-2,1	-1,8	-2,9	-3,2	-0,4	-0,8	-1,4
2013 – mar.	-2,5	-4,3	-2,1	-1,8	-2,8	-3,0	-0,8	1,9	-1,6
giu.	-2,8	-0,5	-2,9	-2,7	-3,4	-3,4	-1,1	1,1	-2,1
set.	-2,6	0,2	-3,2	-3,2	-3,3	-3,2	-1,6	-1,5	-2,5
dic.	-5,4	-2,9	-3,0	-2,9	-3,4	-3,0	-1,5	-3,0	-2,6
2014 – mar.	-5,0	-1,3	-2,8	-2,7	-2,9	-2,8	-1,4	-5,0	-2,4
apr.	-5,5	-3,3	-2,8	-2,7	-3,2	-3,0	-1,2	-6,1	-2,4
mag.	-4,0	-3,3	-2,8	-2,6	-3,2	-2,8	-1,1	-0,3	-2,2
<i>ITALIA</i>									
2011 – dic.	-0,5	-2,6	2,5	3,2	-0,2	1,3	3,7	9,1	1,9
2012 – set.	4,7	8,5	-3,0	-2,8	-3,9	-2,7	0,6	3,2	0,0
dic.	4,0	4,2	-2,2	-2,0	-2,9	-2,6	0,0	-1,5	-0,2
2013 – mar.	0,0	1,2	-2,5	-2,4	-3,2	-2,7	-0,3	-1,0	-1,3
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	-3,2	-2,8	-0,8	-3,3	-3,7
dic.	-2,8	-4,9	-5,0	-5,3	-4,0	-3,1	-0,9	-3,4	-3,7
2014 – mar.	-0,2	-5,5	-4,2	-4,5	-3,1	-2,6	-0,7	-3,4	-2,9
apr.	0,1	-4,3	-4,3	-4,4	-3,6	-3,0	-0,6	-3,6	-2,7
mag.	0,2	-3,4	-4,5	-4,6	-3,9	-3,0	-0,6	0,1	-2,7

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di maggio 2014 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)**  
 (milioni di euro)

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Altre operazioni			Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche		
	<i>di cui:</i> raccolta postale								<i>di cui:</i> variazione delle disponibilità liquide del Tesoro (2)		<i>di cui:</i> finanziato all'estero
2011	-3.635	-3.116	1.319	43.013	18	23.056	18.994	0	63.771	-1.311	9.209
2012	6.965	-1.314	20.417	24.942	782	13.570	-10.138	0	66.675	14.714	29.547
2013	-1.802	-2.183	-10.972	91.356	-3.524	1.934	-3.247	-10.000	76.991	2.536	12.956
2011 – mar.	-1.984	-1.605	12.380	10.484	1.232	8.632	8.309	0	30.744	-1.271	4.746
giu.	1.147	-895	-5.607	32.808	1.129	-13.421	-15.502	0	16.057	-682	1.371
set.	-3.693	-355	9.090	-23.065	-1.677	33.741	34.039	-800	14.396	2.472	1.006
dic.	894	-261	-14.544	22.786	-666	-5.896	-7.852	800	2.574	-1.830	2.085
2012 – mar.	8.028	-1.236	31.493	308	-105	-2.823	-10.202	-5.556	36.900	8.319	7.985
giu.	-3.934	470	-1.493	17.797	1.886	-3.131	-11.661	-2.382	11.125	4.276	8.599
set.	4.803	-1.243	5.063	4.196	-229	433	199	-22.727	14.267	82	499
dic.	-1.932	695	-14.645	2.641	-770	19.090	11.525	30.665	4.383	2.037	12.464
2013 – mar.	303	-1.367	4.992	42.536	-449	-11.098	-11.463	-10.746	36.284	615	1.074
giu.	-5.147	-737	6.533	32.915	473	-26.194	-30.395	-8.646	8.580	2.253	7.100
set.	222	178	600	-4.449	-1.970	34.251	35.472	7.310	28.655	-121	673
dic.	2.819	-257	-23.098	20.354	-1.578	4.974	3.139	2.082	3.472	-212	4.109
2014 – mar.	6.236	-456	3.455	46.168	-366	-25.612	-24.300	-6.518	29.881	294	0
2013 – gen.	1.695	-1.162	6.549	28.069	-1.408	-33.893	-33.717	-13.033	1.012	-244	384
feb.	-4.481	-558	266	-2.194	78	19.052	18.461	-110	12.721	603	691
mar.	3.090	353	-1.823	16.660	880	3.744	3.793	2.397	22.552	256	0
apr.	-3.087	43	3.050	6.495	622	3.879	3.894	-1.111	10.959	-47	2.866
mag.	312	-559	3.613	24.909	301	-18.035	-20.398	-90	11.100	3.270	2.883
giu.	-2.371	-222	-130	1.511	-450	-12.038	-13.891	-7.445	-13.478	-970	1.350
lug.	1.168	-88	-1.095	785	-3.481	7.589	8.053	13.000	4.966	483	481
ago.	-209	883	104	-13.090	804	21.359	21.769	-5.994	8.969	-52	0
set.	-737	-616	1.591	7.856	707	5.303	5.650	304	14.720	-552	192
ott.	-1.956	-324	-514	21.208	-1.577	-7.029	-6.722	6.590	10.131	38	2.866
nov.	-204	-107	-2.508	21.063	-577	-10.872	-11.518	-10.558	6.903	-190	711
dic.	4.979	174	-20.076	-21.916	577	22.875	21.379	6.050	-13.562	-60	532
2014 – gen.	4.315	-628	6.716	10.162	926	-20.640	-20.236	-4.372	1.480	216	0
feb.	-1.409	-93	-2.781	23.394	-1.189	-7.312	-6.836	587	10.703	29	0
mar.	3.330	265	-480	12.611	-103	2.340	2.773	-2.733	17.698	50	0
apr.	-1.837	-88	-1.524	28.676	23	-14.178	-15.481	2.548	11.160	1.156	4.318
mag.	1.100	-223	312	19.297	-90	-15.153	-14.875	-2.801	5.466	-46	0

(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 dell'UEM, erogati sia bilateralmente sia attraverso l'EFSSF (European Financial Stability Facility), e il contributo al capitale dell'ESM (European Stability Mechanism).

**Debito delle Amministrazioni pubbliche (1)**  
 (milioni di euro)

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Altre passività	Debito delle Amministrazioni pubbliche	Per memoria				
	<i>di cui:</i> raccolta postale							Disponibilità liquide del Tesoro (2)	<i>di cui:</i> impieghi della liquidità	Depositi presso IFM residenti al netto delle operazioni di liquidità	Sostegno finanziario ai paesi dell'UEM (3)	
2011	153.226	22.080	131.181	1.473.113	132.540	17.310	3.110	1.907.369	24.255	0	35.385	13.118
2012	160.191	20.765	151.600	1.503.454	133.321	41.018	26.925	1.989.584	34.394	0	27.210	42.665
2013	158.388	18.582	140.626	1.594.356	129.797	46.198	34.148	2.069.365	37.640	10.000	24.681	55.621
2011 – mar.	154.878	23.590	142.246	1.430.961	133.753	13.571	786	1.875.408	34.940	0	35.794	8.655
giu.	156.025	22.696	136.638	1.466.958	134.882	15.652	2.157	1.910.155	50.442	0	36.526	10.026
set.	152.332	22.341	145.736	1.445.144	133.205	15.353	2.157	1.891.771	16.403	800	36.274	11.032
dic.	153.226	22.080	131.181	1.473.113	132.540	17.310	3.110	1.907.369	24.255	0	35.385	13.118
2012 – mar.	161.254	20.844	162.677	1.474.046	132.434	24.689	11.095	1.955.100	34.457	5.556	33.626	21.103
giu.	157.320	21.314	161.186	1.496.614	134.321	33.219	19.695	1.982.660	46.118	7.938	26.507	29.702
set.	162.123	20.071	166.248	1.500.374	134.092	33.454	20.193	1.996.290	45.919	30.665	25.380	30.201
dic.	160.191	20.765	151.600	1.503.454	133.321	41.018	26.925	1.989.584	34.394	0	27.210	42.665
2013 – mar.	160.494	19.398	156.590	1.544.738	132.872	41.383	27.999	2.036.077	45.856	10.746	24.609	43.739
giu.	155.347	18.661	163.123	1.579.119	133.345	45.584	32.232	2.076.519	76.251	19.392	27.075	50.839
set.	155.570	18.839	163.724	1.573.674	131.375	44.364	32.905	2.068.706	40.779	12.082	26.270	51.511
dic.	158.388	18.582	140.626	1.594.356	129.797	46.198	34.148	2.069.365	37.640	10.000	24.681	55.621
2014 – mar.	164.625	18.126	144.081	1.637.120	129.431	44.886	34.148	2.120.143	61.940	16.518	25.084	55.621
2013 – gen.	161.886	19.603	158.147	1.531.013	131.913	40.842	27.309	2.023.801	68.110	13.033	26.327	43.048
feb.	157.404	19.045	158.413	1.529.001	131.991	41.433	27.999	2.018.242	49.650	13.143	25.761	43.739
mar.	160.494	19.398	156.590	1.544.738	132.872	41.383	27.999	2.036.077	45.856	10.746	24.609	43.739
apr.	157.407	19.441	159.640	1.550.959	133.494	41.369	27.999	2.042.868	41.963	11.857	26.750	46.605
mag.	157.718	18.883	163.253	1.577.521	133.795	43.731	30.883	2.076.019	62.361	11.947	26.645	49.489
giu.	155.347	18.661	163.123	1.579.119	133.345	45.584	32.232	2.076.519	76.251	19.392	27.075	50.839
lug.	156.515	18.573	162.029	1.580.240	129.864	45.120	32.713	2.073.767	68.199	6.392	28.067	51.319
ago.	156.306	19.455	162.133	1.567.423	130.668	44.710	32.713	2.061.240	46.429	12.386	26.803	51.319
set.	155.570	18.839	163.724	1.573.674	131.375	44.364	32.905	2.068.706	40.779	12.082	26.270	51.511
ott.	153.613	18.515	163.210	1.595.106	129.797	44.057	32.905	2.085.783	47.501	5.492	26.437	54.378
nov.	153.410	18.408	160.702	1.616.505	129.220	44.703	33.617	2.104.540	59.019	16.050	26.107	55.089
dic.	158.388	18.582	140.626	1.594.356	129.797	46.198	34.148	2.069.365	37.640	10.000	24.681	55.621
2014 – gen.	162.704	17.954	147.342	1.603.243	130.723	45.795	34.148	2.089.806	57.876	14.372	23.688	55.621
feb.	161.295	17.862	144.561	1.626.561	129.534	45.319	34.148	2.107.269	64.713	13.785	22.757	55.621
mar.	164.625	18.126	144.081	1.637.120	129.431	44.886	34.148	2.120.143	61.940	16.518	25.084	55.621
apr.	162.787	18.038	142.557	1.665.385	129.454	46.190	35.600	2.146.373	77.421	13.970	26.766	59.938
mag.	163.887	17.815	142.870	1.684.309	129.364	45.911	35.600	2.166.340	92.296	16.771	24.938	59.938

(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 dell'UEM, erogati sia bilateralmente sia attraverso l'EFSF (European Financial Stability Facility), e il contributo al capitale dell'ESM (European Stability Mechanism).