



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

## Bollettino Economico

aprile 2016

2 | 2016



**BANCA D'ITALIA**  
EUROSISTEMA

# **Bollettino Economico**

**Numero 2 / 2016**  
**Aprile**

---

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

**Relazione annuale**

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

**Rapporto sulla stabilità finanziaria**

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

**Economie regionali**

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

**Temi di discussione (Working Papers)**

Collana di studi economici, empirici e teorici

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

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

**Newsletter sulla ricerca economica**

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

**Quaderni di storia economica**

Collana di analisi storica dell'economia italiana

---

Queste pubblicazioni sono disponibili su internet all'indirizzo [www.bancaditalia.it](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, 2016**

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

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

**Direttore responsabile**

Eugenio Gaiotti

**Comitato di redazione**

Alessandro Secchi e Giovanna Messina (coordinamento), Margherita Bottero, Francesco Caprioli, Valerio Della Corte, Davide Fantino, Claire Giordano, Juho Taneli Makinen, Roberto Piazza, Filippo Scoccianti

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

Riquadri: Valentina Aprigliano, Guido Bulligan, Ines Buono, Sara Cecchetti, Martina Cecioni, Cristina Conflitti, Riccardo Cristadoro, Maria Cristina Fabbri, Marcello Miccoli, Marianna Riggi, Lisa Rodano, Marco Taboga, Giorgio Trebeschi, Eliana Viviano

**Indirizzo**

Via Nazionale 91, 00184 Roma - Italia

**Telefono**

+39 0647921

**Sito internet**

<http://www.bancaditalia.it>

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

ISSN 0393-2400 (stampa)

ISSN 2280-7632 (online)

Aggiornato con i dati disponibili all'8 aprile 2016, salvo diversa indicazione

*Grafica e stampa a cura della 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>15</b>
1.3 I mercati finanziari internazionali	<b>20</b>
<b>2 L'ECONOMIA ITALIANA</b>	
2.1 La fase ciclica	<b>23</b>
2.2 Le imprese	<b>25</b>
2.3 Le famiglie	<b>28</b>
2.4 La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	<b>30</b>
2.5 Il mercato del lavoro	<b>32</b>
2.6 La dinamica dei prezzi	<b>35</b>
2.7 Le banche	<b>36</b>
2.8 Il mercato finanziario	<b>42</b>
2.9 La finanza pubblica	<b>45</b>
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	<b>49</b>

---

## INDICE DEI RIQUADRI

I fattori di rischio per le economie emergenti	<b>8</b>
Il calo dei corsi del greggio e la crescita globale	<b>12</b>
Una misura delle tendenze dell'inflazione nell'area dell'euro	<b>16</b>
Le misure di politica monetaria adottate nel marzo 2016	<b>18</b>
Gli investimenti delle imprese italiane nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita	<b>26</b>
Dinamica delle retribuzioni, disoccupazione e aspettative di inflazione	<b>34</b>
L'offerta e la domanda di credito	<b>38</b>
Il calo delle quotazioni di borsa nell'area dell'euro e in Italia	<b>42</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

### **Rallentano le economie emergenti**

*Negli Stati Uniti e negli altri paesi avanzati l'espansione prosegue, mentre le economie emergenti restano un elemento di rischio per la crescita mondiale. In Cina si sono allontanati i timori di un hard landing, ma continua il rallentamento dell'economia. Il calo del prezzo del petrolio non si è tradotto in un rafforzamento dell'attività globale. L'FMI e l'OCSE hanno rivisto al ribasso le previsioni sulla crescita e sul commercio internazionale. Si è accentuato il carattere espansivo delle politiche monetarie nei paesi avanzati.*

### **Le borse risentono di incertezze sulla crescita e sugli orientamenti della regolamentazione bancaria**

*Nei primi mesi dell'anno i timori sulla crescita globale hanno determinato forti cali dei corsi sui mercati finanziari internazionali, in parte poi riassorbiti. Nell'area dell'euro è stato particolarmente sfavorevole l'andamento dei titoli bancari, che ha interessato tutta l'area, ma soprattutto la Germania e l'Italia; è aumentata l'attenzione dei mercati alla qualità del credito, anche a seguito di incertezze degli operatori sugli orientamenti della regolamentazione.*

### **Le misure adottate dal Consiglio direttivo della BCE...**

*Nell'area dell'euro continua la crescita, ma si sono accentuati i rischi associati all'andamento della domanda estera e all'incertezza della situazione geopolitica; l'inflazione si è attestata su valori nulli, riflettendo anche gli ampi margini di forza lavoro inutilizzata. Il Consiglio direttivo della BCE ha adottato un pacchetto di misure espansive, più cospicuo di quanto atteso dagli osservatori, costituito da un ampliamento della dimensione e della composizione degli acquisti di titoli, da un'ulteriore riduzione dei tassi ufficiali e da nuove misure di rifinanziamento delle banche a condizioni eccezionalmente favorevoli.*

### **...possono sostenere l'attività economica mediante diversi canali**

*Dopo l'annuncio delle nuove misure, le condizioni monetarie e finanziarie sono divenute più espansive: i rendimenti dei titoli pubblici e privati sono diminuiti, i premi al rischio si sono ridotti, i corsi azionari si sono rafforzati; si è invece apprezzato l'euro. Nel complesso le misure adottate possono sostenere l'attività economica attraverso molti canali: favorendo l'afflusso di credito all'economia e riducendone l'onere; garantendo certezza su disponibilità e costo della raccolta bancaria; abbattendo il costo del capitale per le imprese; rafforzando il valore della ricchezza finanziaria e reale delle famiglie; stimolando il mercato immobiliare. Il sostegno all'attività economica e all'occupazione è presupposto necessario per il ritorno dell'inflazione su livelli compatibili con la stabilità dei prezzi.*

### **In Italia la ripresa prosegue...**

*In Italia nell'ultimo trimestre del 2015 è proseguita, anche se a ritmi più contenuti, la ripresa ciclica, sospinta dal consolidamento dei consumi e dall'accelerazione degli investimenti. Gli indicatori più recenti segnalano che nei primi mesi di quest'anno l'attività economica avrebbe beneficiato del riavvio della manifattura, cui si sarebbe aggiunto il consolidamento della ripresa nel settore dei servizi e nel comparto edile. Le imprese rimangono ottimiste sulle prospettive dei prossimi mesi, pur con alcuni segnali di cautela. Secondo nostre valutazioni nel primo trimestre del 2016 la crescita sarebbe stata ancora moderata, ma lievemente superiore rispetto ai tre mesi precedenti.*

### **...ma le prospettive per le esportazioni sono più incerte**

*Al contempo le prospettive della domanda estera risentono anche in Italia dell'acuirsi dell'incertezza sull'andamento del com-*

mercato mondiale. Il calo delle vendite sui mercati extra UE nei primi mesi dell'anno potrebbe ripercuotersi sui piani di investimento delle imprese, pur sostenuti dall'impatto positivo degli incentivi temporanei disposti dall'ultima legge di stabilità.

**Gli analisti hanno rivisto le previsioni sul 2016**

Sulla base degli andamenti registrati nell'ultimo trimestre del 2015, meno favorevoli del previsto, le principali istituzioni e gli analisti hanno corretto marginalmente al ribasso, di alcuni decimi di punto, le stime di crescita del nostro paese per il 2016 (ora valutate dalla maggior parte dei previsori tra l'1,0 e l'1,2 per cento); sono rimaste pressoché invariate quelle per il 2017.

**I miglioramenti nel mercato del lavoro sono stati rilevanti**

I dati definitivi indicano un miglioramento dell'occupazione nel 2015 superiore alle nostre previsioni di un anno fa (0,8 per cento, contro una previsione di 0,5 nel gennaio 2015), pur in presenza di una parziale correzione nei primi mesi di quest'anno in occasione della riduzione degli sgravi contributivi. L'andamento dell'occupazione ha riflesso sia la ripresa dell'attività economica sia i provvedimenti adottati dal Governo. Vi è evidenza che la nuova disciplina dei rapporti di lavoro e, in misura più ampia, gli sgravi contributivi abbiano stimolato una ricomposizione delle assunzioni a favore di contratti a tempo indeterminato e un'espansione dei livelli occupazionali complessivi. Resta tuttavia ancora elevata la disoccupazione, soprattutto quella giovanile.

**L'inflazione negativa riflette anche la debole domanda aggregata**

L'inflazione è tornata negativa. Vi ha contribuito la decisa flessione dei prezzi dei beni energetici, ma anche il permanere dell'inflazione di fondo su valori storicamente molto bassi. Secondo le aspettative di famiglie e imprese la dinamica dei prezzi si manterrà molto contenuta anche nella parte restante dell'anno. In Italia e nell'area dell'euro la debolezza dei prezzi e dei salari risente in misura non trascurabile degli ancora ampi margini di capacità produttiva e di forza lavoro inutilizzati.

**Il credito migliora gradualmente; aumentano i depositi delle banche**

Prosegue la ripresa graduale del credito, favorita dal contributo espansivo delle misure di politica monetaria; i prestiti alle imprese manifatturiere crescono a tassi superiori al 3 per cento; restano in flessione quelli al settore delle costruzioni e alle società di minore dimensione. Per il sistema bancario nel suo insieme la raccolta non ha risentito delle recenti tensioni finanziarie: l'aumento dei depositi e l'espansione della raccolta interbancaria sull'estero hanno più che compensato la riduzione delle obbligazioni.

**Hanno smesso di crescere i prestiti deteriorati**

Le consistenze ancora elevate di attività deteriorate comprimono la capacità reddituale delle banche e possono porre un vincolo all'erogazione di nuovi finanziamenti; tuttavia, con il proseguire della ripresa, si rafforzano i segnali di miglioramento della qualità del credito. Nel quarto trimestre del 2015 il flusso di nuovi prestiti deteriorati è ulteriormente diminuito, continuando la tendenza in atto da circa un anno; inoltre, sulla base di dati preliminari, per la prima volta dall'inizio della crisi finanziaria il valore assoluto dei prestiti deteriorati si è lievemente ridotto e la loro quota sul totale dei finanziamenti ha smesso di crescere. Lo schema di garanzia pubblica per la cartolarizzazione delle sofferenze può agevolarne una più rapida dismissione. All'inizio di aprile è stata resa nota la costituzione di un fondo di investimento privato volto a sostenere futuri aumenti di capitale da parte di banche e a contribuire alla dismissione dei crediti deteriorati attualmente nei bilanci degli intermediari italiani.

**Il Governo ha presentato il Documento di economia e finanza 2016**

Nel 2015 l'incidenza dell'indebitamento netto sul prodotto è diminuita di quasi mezzo punto percentuale, al 2,6 per cento. Nei programmi del Governo presentati nel Documento di economia e finanza 2016 essa si ridurrebbe al 2,3 per cento quest'anno e all'1,8 per cento nel 2017; al netto degli effetti del ciclo economico e delle misure una tantum, aumenterebbe di 0,7 punti percentuali nel 2016 per poi ridursi di 0,1 nel 2017. Il rap-

porto tra il debito pubblico e il prodotto inizierebbe a diminuire quest'anno, sebbene a una velocità più contenuta di quanto programmato in autunno. La posizione di bilancio dell'Italia sarà valutata dalla Commissione europea dopo l'aggiornamento delle sue previsioni atteso per il prossimo maggio.

**Resta necessario il consolidamento della crescita**

*Condizione necessaria per un ritorno durevole dell'inflazione su livelli coerenti con l'obiettivo della stabilità dei prezzi, nell'area dell'euro*

*e in Italia, è un riassorbimento della capacità produttiva inutilizzata e della disoccupazione. Il consolidamento della crescita è fondamentale anche per contrastare l'avvio di spirali negative tra gli andamenti del mercato azionario e del credito, accelerare il riassorbimento dei crediti deteriorati del sistema bancario, assicurare il proseguimento della riduzione del rapporto fra debito pubblico e prodotto. L'impulso proveniente dalle misure di stimolo monetario continuerà a fornire sostegno all'attività economica e ai prezzi fino a quando sarà necessario; resta essenziale che a questo obiettivo contribuiscano tutte le politiche economiche.*

# 1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

## 1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

Si accentua la debolezza dell'economia globale e del commercio internazionale, ma con significative differenze tra aree: negli Stati Uniti l'espansione prosegue, pur con qualche incertezza; nelle economie emergenti le prospettive rimangono fragili e rappresentano il principale elemento di rischio per la crescita e per i mercati finanziari mondiali. Restano deboli i corsi del greggio, il cui calo non si è tradotto in un irrobustimento della crescita mondiale. L'orientamento delle politiche monetarie nei principali paesi avanzati è divenuto più accomodante.

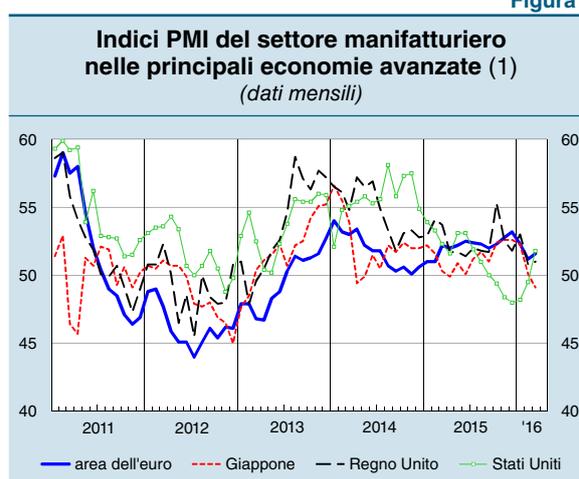
**Nei paesi avanzati continua l'espansione...** Tra le maggiori economie avanzate non appartenenti all'area dell'euro, nel quarto trimestre del 2015 l'attività

economica è cresciuta negli Stati Uniti (1,4 per cento in ragione d'anno); si è contratta in Giappone (-1,1 per cento); ha accelerato nel Regno Unito (2,4 per cento). Gli indicatori disponibili sul primo trimestre di quest'anno suggeriscono nel complesso un rafforzamento della crescita rispetto al periodo precedente, nonostante la debolezza del settore manifatturiero (fig. 1).

**...ma restano deboli le economie emergenti** Nei principali paesi emergenti il quadro congiunturale rimane fragile (cfr. il

riquadro: *I fattori di rischio per le economie emergenti*). La recessione si è aggravata in Brasile, anche a seguito della crisi politica, ed è proseguita in Russia, pur con alcuni segnali di attenuazione. In Cina nel quarto trimestre del 2015 l'espansione del prodotto ha decelerato al 6,8 per cento rispetto al periodo corrispondente del 2014; i più recenti indicatori congiunturali confermano la fase di rallentamento del settore manifatturiero, che si è accompagnata a una marcata caduta delle importazioni e delle esportazioni. Fra i principali paesi emergenti, solo in India il prodotto continua a espandersi a ritmi sostenuti.

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.

### I FATTORI DI RISCHIO PER LE ECONOMIE EMERGENTI

Nel diffondere i loro ultimi scenari previsivi, l'FMI e l'OCSE hanno indicato l'evoluzione delle economie emergenti come il principale fattore di rischio per la crescita e la stabilità finanziaria mondiali. Nell'ultimo biennio la decelerazione dell'attività economica in questi paesi si è spesso accompagnata a tensioni sui mercati finanziari, valutari e delle materie prime. In particolare la diffusione di dati sull'economia cinese sensibilmente peggiori rispetto alle attese, avvenuta la scorsa estate e nel pri-

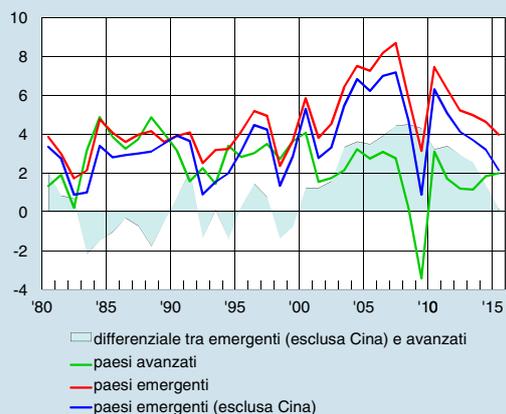
mo bimestre 2016, è stata seguita da forti perdite ed elevata volatilità nei mercati finanziari globali (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2016).

Il rallentamento delle economie emergenti, in atto da cinque anni, si è accentuato nel periodo più recente. Il divario positivo di crescita rispetto ai paesi avanzati, dopo avere raggiunto un picco nel 2009, si è progressivamente eroso (figura A) e si è annullato nel 2015, escludendo la Cina che nello scorso anno è comunque cresciuta al ritmo più basso dal 1990 (6,9 per cento). Il rallentamento è in parte spiegato da cause strutturali, tra cui il venire meno dei benefici delle riforme economiche e l'esaurirsi della spinta al commercio mondiale derivante dall'integrazione della Cina nell'economia globale. Hanno contribuito ad aggravare il quadro anche fattori specifici e congiunturali, quali il delicato ribilanciamento dell'economia cinese a favore di consumi e servizi, nonché la crisi economica e politica in Brasile.

Negli ultimi due anni gli indici azionari dei paesi emergenti hanno registrato flessioni più marcate rispetto a quelli delle economie avanzate; gli spread sovrani hanno raggiunto i livelli massimi dal 2008. Dal 2015 le agenzie di rating hanno abbassato il merito di credito o l'outlook di numerose economie (Brasile, Cina, Colombia, Ecuador, Kazakistan, Nigeria, Polonia, Russia, Sudafrica e Venezuela). Il deprezzamento delle valute dei paesi emergenti nell'arco dell'ultimo biennio è stato netto – soprattutto per quelli esportatori di materie prime e con maggiori squilibri esterni (Brasile, Russia, Sudafrica) – e si è di recente accompagnato a deflussi di capitale (per la prima volta dal 1988; figura B), particolarmente marcati nel caso della Cina.

Figura A

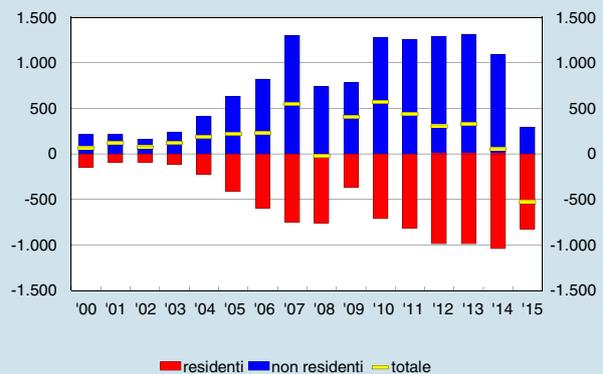
**Crescita dei paesi avanzati ed emergenti**  
(dati annuali; tassi di crescita sull'anno precedente)



Fonte: elaborazioni su dati FMI.

Figura B

**Flussi netti di capitale verso i paesi emergenti (1)**  
(dati annuali; milioni di dollari)



Fonte: Institute of International Finance.  
(1) Sono escluse le variazioni delle riserve ufficiali.

L'inversione del ciclo dei prezzi delle materie prime, dopo una lunga fase di aumenti, è cominciata oltre cinque anni fa. Le quotazioni dei metalli sono scese del 50 per cento tra la fine del 2010 e il dicembre del 2015; nel caso del petrolio l'inversione è avvenuta più tardi, ma è stata particolarmente marcata (un calo del 70 per cento in soli 18 mesi, tra giugno del 2014 e dicembre del 2015). Sono notevolmente peggiorate le ragioni di scambio di molte economie dipendenti dall'esportazione di materie prime, soprattutto in America latina<sup>1</sup>; in diversi casi il PIL si è contratto nel 2015 (cfr. il riquadro: *Il calo dei corsi del greggio e la crescita globale*) e si sono nel contempo intensificate le tensioni inflazionistiche a causa del deprezzamento delle valute.

<sup>1</sup> FMI, *Regional Economic Outlook. Western Hemisphere: Adjusting Under Pressure*, ottobre 2015.

Il perdurante peggioramento delle ragioni di scambio costituisce un importante fattore di rischio per le economie emergenti che esportano materie prime, in particolare Brasile e Venezuela: il Brasile sta attraversando la recessione più lunga e profonda dall'inizio degli anni ottanta; il Venezuela, dove il settore petrolifero fornisce il 47 per cento delle entrate tributarie e oltre il 97 per cento delle esportazioni, fatica a ottenere la valuta estera per pagare le importazioni (che si sarebbero già contratte in valore del 20 per cento nel 2015)<sup>2</sup> e per onorare il servizio del debito.

Un ulteriore importante fattore di rischio è rappresentato dal debito: quello delle imprese non finanziarie è cresciuto assai rapidamente nei paesi emergenti (in particolare in Brasile, Cina, India, Malaysia, Repubblica Ceca, Russia, Turchia e Ungheria), quasi raddoppiando in rapporto al PIL negli ultimi sette anni; il costo del servizio del debito è significativamente aumentato (figura C). In Cina il debito complessivo del settore non finanziario è salito dal 150 per cento del PIL nel 2007 a oltre il 250 lo scorso anno; quello delle imprese non finanziarie è passato da circa il 100 a oltre il 160 per cento del prodotto. I finanziamenti sono confluiti soprattutto su imprese a controllo pubblico, in settori gravati da sovrainvestimento, mentre sono aumentati i crediti in sofferenza (non performing loans, NPL) nel settore bancario. Il governo cinese ha recentemente dichiarato di voler ridurre tale sovrainvestimento e ha delineato un piano di cartolarizzazione degli NPL, ma i processi di ribilanciamento dell'economia e di risanamento dei bilanci bancari potrebbero scontrarsi con elevati costi sociali e di consenso.

Il rallentamento dei paesi emergenti, soprattutto della Cina, ha un impatto rilevante sull'economia globale. Nostre valutazioni e quelle dei principali organismi internazionali stimano che ogni punto percentuale di riduzione permanente della crescita cinese comporti una minore crescita del PIL mondiale di circa un terzo di punto percentuale, considerando solo l'effetto della frenata degli scambi commerciali (cfr. il riquadro: *Il rallentamento della Cina e le ripercussioni sull'economia mondiale*, in *Bollettino economico*, 4, 2015). L'impatto sarebbe maggiore – ma più difficilmente quantificabile – se il calo della crescita nelle economie emergenti si accompagnasse a un forte aumento dell'instabilità finanziaria. L'accresciuta importanza del canale finanziario nella trasmissione di shock originati nei paesi emergenti è testimoniata dalla forte influenza, negli ultimi mesi, degli andamenti delle borse e dei cambi di questi paesi sui mercati finanziari delle economie avanzate.

La crescita dei paesi emergenti incide anche sulle esportazioni italiane, in particolare su quelle di beni, il 30 per cento delle quali è assorbita da tali aree (una quota analoga a quella della Germania). Negli ultimi due anni le nostre esportazioni sono complessivamente aumentate in volume di circa l'8 per cento: mentre quelle verso i paesi avanzati sono cresciute di oltre il 12 per cento, le esportazioni dirette agli emergenti sono diminuite di oltre due punti percentuali (-2,1 per cento nel caso della Cina).

<sup>2</sup> Il Venezuela non pubblica più regolarmente statistiche ufficiali di contabilità nazionale; le ultime disponibili, diffuse a gennaio di quest'anno, erano aggiornate fino al terzo trimestre del 2015.

Figura C

**Indebitamento delle imprese non finanziarie e servizio del debito**  
(dati trimestrali)



**Sono state riviste al ribasso le previsioni di crescita...**

Le previsioni diffuse dall'FMI in aprile rivedono al ribasso di 0,2 punti percentuali la crescita mondiale per l'anno in corso e di 0,1 quella per il 2017. Il quadro prospettico è peggiorato in tutti i maggiori paesi avanzati e, fra gli emergenti, in Russia e in Brasile; è migliorato in Cina (tav. 1). Nella media del 2016 l'economia mondiale dovrebbe espandersi del 3,2 per cento, poco meno che nel 2015. Anche l'OCSE in febbraio aveva rivisto al ribasso le previsioni sulla crescita mondiale di 0,3 punti percentuali sia per l'anno in corso sia per il prossimo, rispettivamente al 3,0 e al 3,3 per cento.

**...e la dinamica del commercio mondiale**

La dinamica degli scambi mondiali, fortemente negativa nel primo trimestre del 2015, è stata pari ad appena il 2,8 per cento nella media dell'anno; il tasso di crescita delle importazioni cinesi nel 2015 è risultato, in particolare, il più basso dalla fine degli anni novanta. Dati preliminari indicano che anche nel primo trimestre del 2016 si sarebbe registrata una contrazione degli scambi dei paesi dell'Asia emergente e, soprattutto, della Cina. In questo contesto l'FMI ha rivisto al ribasso le previsioni sull'espansione del commercio mondiale nell'anno in corso al 3,1 per cento; nostre stime segnalano rischi di una crescita ancora più contenuta.

**I corsi petroliferi rimangono deboli**

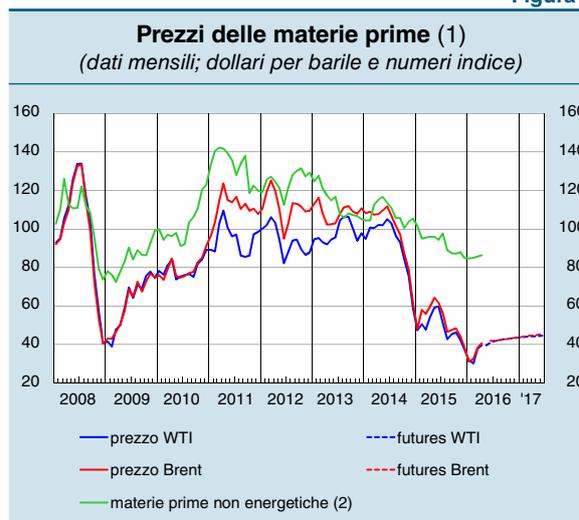
Nel primo trimestre le quotazioni petrolifere hanno mostrato un andamento volatile che ha riflesso l'incertezza sulle prospettive della domanda e sulle politiche di offerta dei paesi produttori. In febbraio i corsi sono scesi ai minimi degli ultimi 13 anni (28 dollari al barile per il WTI; fig. 2). Successivamente i segnali di una flessione della produzione negli Stati Uniti e gli effetti – ancora incerti – dell'accordo di contenimento delle estrazioni stipulato tra Arabia Saudita, Russia e altri paesi produttori hanno contribuito a sostenere le quotazioni del greggio, riportandole attorno ai 40 dollari al barile all'inizio di aprile. I contratti futures prefigurano tuttavia rincari molto limitati nel corso di quest'anno a seguito di attese di un'offerta abbondante – per effetto del ritorno sul mercato delle esportazioni dall'Iran dopo la revoca delle sanzioni internazionali – a fronte di una domanda di petrolio ancora frenata dal rallentamento delle economie emergenti. I prezzi delle materie prime non energetiche si collocano su livelli di poco superiori ai minimi registrati alla fine del 2015.

**Tavola 1**

<b>Scenari macroeconomici</b> (variazioni e punti percentuali)						
VOCI	Previsioni gennaio 2016		Previsioni aprile 2016		Revisioni apr. 2016 su gen. 2016	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017
<b>PIL</b>						
<b>Mondo</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>
<b>Paesi avanzati</b>						
di cui: area dell'euro	1,7	1,7	1,5	1,6	-0,2	-0,1
Giappone	1,0	0,3	0,5	-0,1	-0,5	-0,4
Regno Unito	2,2	2,2	1,9	2,2	-0,3	0,0
Stati Uniti	2,6	2,6	2,4	2,5	-0,2	-0,1
<b>Paesi emergenti</b>						
di cui: Brasile	-3,5	0,0	-3,8	0,0	-0,3	0,0
Cina	6,3	6,0	6,5	6,2	0,2	0,2
India	7,5	7,5	7,5	7,5	0,0	0,0
Russia	-1,0	1,0	-1,8	0,8	-0,8	-0,2
<b>Commercio mondiale</b>	<b>3,4</b>	<b>4,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2016.

**Figura 2**



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

(1) Per i prezzi a pronti, dati medi mensili fino a marzo 2016; l'ultimo dato si riferisce all'8 aprile. – (2) Indice Goldman Sachs delle materie prime non energetiche (gennaio 2010=100).

## IL CALO DEI CORSI DEL GREGGIO E LA CRESCITA GLOBALE

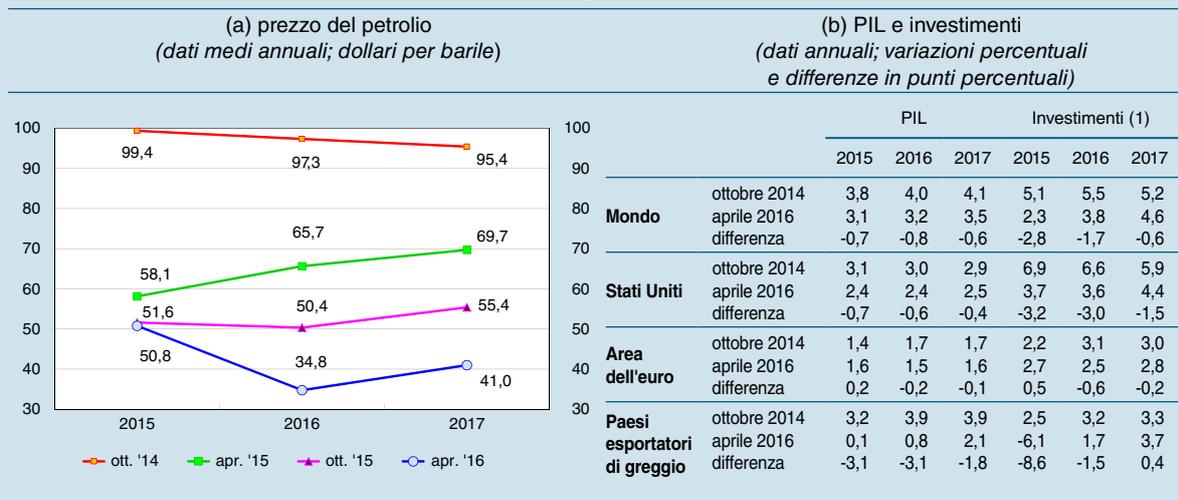
Il prezzo del petrolio è diminuito di circa il 70 per cento tra giugno del 2014 e marzo di quest'anno. La flessione ha comportato un ingente trasferimento di risorse dai paesi esportatori a quelli importatori netti di greggio, la cui entità, nell'arco del 2015, può essere stimata attorno allo 0,5 per cento del PIL degli Stati Uniti e a più dell'1 per cento del prodotto delle quattro principali economie dell'area dell'euro<sup>1</sup>. Sulla base dell'esperienza storica, tale redistribuzione di risorse avrebbe dovuto generare un impulso significativo alla domanda globale: la minore spesa energetica si sarebbe dovuta riflettere in un rafforzamento della domanda nei paesi importatori, mentre in quelli esportatori la contrazione di consumi e investimenti avrebbe dovuto essere in parte attenuata dalla riduzione del risparmio.

I dati dello scorso biennio non sembrano però avvalorare questa ipotesi. Secondo alcuni economisti il fatto che la notevole caduta dei prezzi del greggio non abbia comportato una crescita globale più robusta costituisce uno dei fenomeni economici più sorprendenti del 2015<sup>2</sup>.

Tra ottobre del 2014 e aprile del 2016, a ogni revisione al ribasso delle quotazioni del petrolio effettive e attese si è associato un peggioramento delle prospettive di crescita mondiale. In linea con il passato, l'impatto sui paesi esportatori di materie prime è stato negativo, ma le previsioni di crescita sono state corrette al ribasso o mantenute invariate anche per i paesi importatori. Per gli Stati Uniti la revisione negativa alla crescita media annua del PIL prevista per il triennio 2015-17 è stata di circa 0,5 punti; per l'area dell'euro la dinamica attesa dell'attività è rimasta pressoché stabile. A guidare le revisioni sono stati soprattutto gli investimenti, la cui espansione è stata corretta al ribasso su tutti gli orizzonti temporali (figura A).

Figura A

### Revisioni delle previsioni dell'FMI



Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, anni vari.

(1) Mondo e paesi esportatori di greggio: ultima previsione disponibile ottobre 2015.

Diversi fattori possono concorrere a spiegare questi andamenti.

In primo luogo, parte della flessione del prezzo del greggio registrata da giugno del 2014 (circa un terzo nelle nostre valutazioni, simili a quelle di altri analisti<sup>3</sup>) è dovuta al calo della domanda (figura B), e in

<sup>1</sup> Stime basate sulla differenza tra il prezzo medio del petrolio nella seconda metà del 2015 (47 dollari al barile) e nel 2014 (98,9 dollari al barile) e sulle importazioni nette di greggio del 2014 per ciascuno dei paesi considerati.

<sup>2</sup> K. Rogoff, *Oil prices and global growth*, "Project Syndicate. The World's Opinion Page", 14 dicembre 2015.

<sup>3</sup> J. Hamilton, *Common factors in commodity and asset markets*, "Econbrowser", 13 settembre 2015.

particolare al mercato rallentamento dell'economia cinese soprattutto nei settori ad alto assorbimento di petrolio (cfr. anche il riquadro: *Il calo dei corsi del greggio*, in *Bollettino economico*, 1, 2015).

In secondo luogo, a differenza di precedenti episodi, il forte calo registrato dalle quotazioni nello scorso biennio si è riversato in misura significativa sulla spesa delle economie esportatrici. La conseguente riduzione della domanda estera ha determinato un effetto indiretto negativo a carico dei paesi importatori<sup>4</sup>, particolarmente rilevante per l'accresciuta integrazione fra paesi avanzati ed emergenti<sup>5</sup>.

Un esercizio condotto con il modello trimestrale della Banca d'Italia illustra il contributo di questo fattore: la riduzione del prezzo del Brent rispetto alle attese formulate nel luglio 2014 ha sostenuto la crescita del PIL dell'Italia nel 2015 per sei decimi di punto percentuale. La flessione della dinamica del commercio mondiale rispetto a quella prevista nel 2014 ha tuttavia ridotto di tre decimi la crescita del PIL nel 2015. La debolezza della domanda globale ha quindi all'incirca dimezzato l'impatto favorevole della riduzione delle quotazioni del greggio sull'attività economica.

Altre cause possono avere attenuato gli effetti della flessione dei corsi petroliferi sulle economie dei paesi importatori: (a) la minore dipendenza dal greggio rispetto al passato; (b) il fatto che la caduta dei corsi abbia rafforzato le pressioni deflative e spinto verso l'alto i tassi di interesse reali in una situazione in cui quelli ufficiali erano già prossimi allo zero; (c) l'accresciuta rilevanza del settore energetico ed estrattivo in paesi quali gli Stati Uniti, che hanno risentito di una revisione al ribasso particolarmente marcata e immediata degli investimenti in quel comparto (figura C).

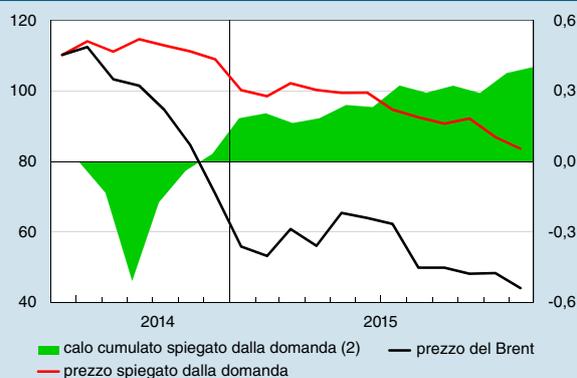
Il forte rallentamento dell'industria petrolifera negli Stati Uniti e nel resto del mondo ha avuto anche ripercussioni sul sistema finanziario. Secondo dati della BRI, tra il 2006 e il 2014, soprattutto grazie alle nuove tecniche estrattive da scisto (shale revolution), il debito delle imprese nel settore petrolio e gas è triplicato, raggiungendo circa 3.000 miliardi di dollari, per sostenere l'espansione degli investimenti. In seguito la prolungata fase di bassi prezzi ha determinato perdite: è cresciuto il numero di imprese di piccola e media dimensione del comparto energetico che sono fallite o che si trovano in gravi difficoltà; per quasi tutte si è deteriorato il merito di credito.

<sup>4</sup> P. Krugman, *Oil goes nonlinear*, "The New York Times. The Opinion Pages", 16 gennaio 2016.

<sup>5</sup> M. Riggi e F. Venditti, *The time varying effect of oil price shocks on euro-area exports*, "Journal of Economic Dynamics and Control", 59, 2015, pp. 75-94; pubblicato anche in Banca d'Italia, Temi di discussione, 1035, 2015.

Figura B

**Prezzo del petrolio: andamento storico e contributo dei fattori di domanda (1)**  
(dollari al barile e quota sul totale)



Fonte: elaborazioni su dati CEIC e Thomson Reuters Datastream.  
(1) Ottenuto da una regressione delle variazioni del prezzo del Brent su quelle del prezzo del rame, della domanda mondiale e del consumo di energia elettrica in Cina. - (2) Scala di destra.

Figura C

**Stati Uniti: quota degli investimenti nel settore dell'energia (1)**  
(dati trimestrali; quota percentuale)



Fonte: elaborazioni su dati Bureau of Economic Analysis.  
(1) Quota degli investimenti nel settore estrattivo e minerario sul totale degli investimenti in macchinari e attrezzature nell'industria al netto delle costruzioni.

In conclusione l'evidenza disponibile sembra indicare che gli effetti del calo del prezzo del petrolio sulla crescita siano stati positivi ma eterogenei tra paesi e, nel complesso, meno forti di quanto atteso.

**L'inflazione al consumo risale negli Stati Uniti**

L'inflazione al consumo risente di fattori globali ma anche di determinanti nazionali; si mantiene su valori

molto bassi in Giappone e nel Regno Unito, mentre è risalita negli Stati Uniti (fig. 3). In febbraio l'aumento del deflatore dei consumi si è mantenuto prossimo allo zero in Giappone e nel Regno Unito (0,3 per cento in entrambi i paesi), mentre negli Stati Uniti si è attestato all'1,0 per cento (2,3 al netto dei prodotti energetici e alimentari). Nei principali paesi emergenti l'inflazione rimane contenuta in Cina (2,3 per cento); coerente con l'obiettivo della Banca centrale in India (5,3 per cento); assai elevata in Brasile (10,4 per cento) e in Russia (8,1 per cento), dove tuttavia è in marcata riduzione rispetto a gennaio.

**La Fed prefigura un percorso di rialzo dei tassi ufficiali più graduale**

Il Federal Open Market Committee (FOMC) della Riserva federale ha mantenuto inalterati i tassi ufficiali nel primo trimestre e

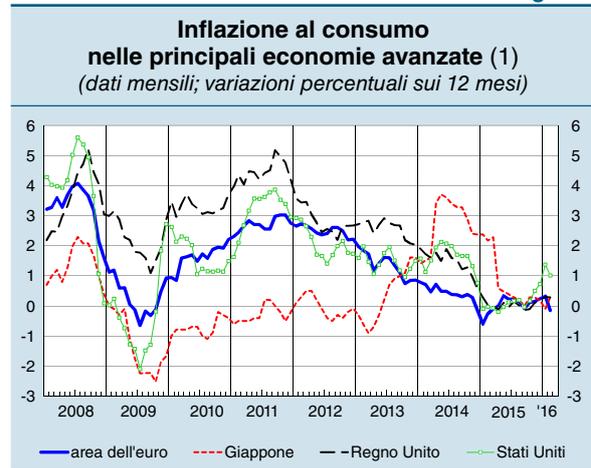
ha rivisto al ribasso le sue valutazioni sul ritmo di normalizzazione dell'orientamento monetario, anche a seguito delle incertezze sulle prospettive dell'economia globale. Secondo il giudizio medio espresso dai suoi membri nella riunione di marzo, i tassi ufficiali aumenterebbero complessivamente di 50 punti base nel 2016, a fronte dei 100 previsti lo scorso dicembre. I tassi attesi impliciti nelle quotazioni di mercato segnalano aspettative di incrementi ancora più gradualmente (25 punti base nel 2016; fig. 4).

**Nelle altre economie le politiche monetarie sono espansive**

Per contrastare le pressioni deflazionistiche, la Banca del Giappone ha per la prima volta portato in territorio

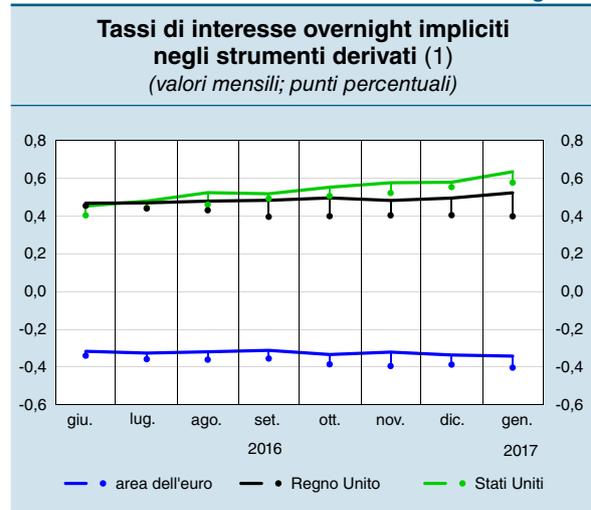
negativo il tasso sui conti di riserva degli istituti di credito (-0,1 per cento); al fine di contenere possibili ricadute sulla profittabilità delle banche, il tasso negativo si applicherà solo a una frazione minima (equivalente a circa il 4,5 per cento del PIL) delle riserve bancarie. La Banca centrale cinese, che sul finire dello scorso anno aveva immesso liquidità nel sistema bancario, ha reso ancora più espansiva l'intonazione della politica monetaria, riducendo i coefficienti di riserva; la dinamica del credito, già elevata, ha ulteriormente accelerato. I tassi di riferimento sono stati ridotti di 25 punti base in India, mentre sono rimasti invariati nelle altre principali economie emergenti.

**Figura 3**



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

**Figura 4**



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Thomson Reuters Datastream.  
(1) Tasso di interesse atteso implicito nelle quotazioni degli overnight indexed swap (OIS). Le linee continue indicano i tassi previsti il 16 gennaio 2016; i punti segnalano quelli previsti il 6 aprile 2016.

## 1.2 L'AREA DELL'EURO

Nell'area dell'euro continua l'espansione ciclica, sospinta dalla domanda interna; rimane però debole la dinamica delle esportazioni e si accentuano i rischi connessi con l'incertezza sulla situazione geopolitica. L'inflazione si colloca su valori nulli, frenata dall'andamento dei corsi petroliferi ma anche dai margini ancora ampi di capacità produttiva e occupazionale inutilizzati. Il Consiglio direttivo della BCE ha rafforzato lo stimolo monetario con un articolato pacchetto di misure espansive.

### La crescita nell'area dell'euro è proseguita...

Nel quarto trimestre del 2015 il PIL dell'area dell'euro è cresciuto allo stesso ritmo del terzo (0,3 per cento sul periodo precedente). Il principale stimolo all'espansione del prodotto è stato determinato dalla

domanda interna, sospinta in particolare dall'accelerazione degli investimenti e dei consumi pubblici, nonché dal nuovo aumento della spesa delle famiglie. L'interscambio con l'estero ha contribuito negativamente alla crescita del prodotto riflettendo, come in estate, un incremento delle esportazioni più contenuto rispetto a quello delle importazioni.

Il PIL è salito dello 0,3 per cento in Germania e in Francia, mentre la variazione è stata appena positiva in Italia (0,1 per cento; fig. 5). L'economia tedesca ha beneficiato del rialzo delle componenti interne della domanda, mentre le esportazioni si sono ridotte, in particolare quelle verso i paesi esterni all'Unione europea. In Francia l'attività è stata stimolata dall'accelerazione degli investimenti; i consumi delle famiglie si sono invece indeboliti per la prima volta dal 2014: al calo della spesa energetica, favorito dalle miti temperature autunnali, si è associato il rallentamento della spesa per alloggio e ristorazione, riconducibile agli attacchi terroristici di Parigi dello scorso novembre.

### ...anche all'inizio di quest'anno...

Secondo gli indicatori disponibili, nel primo trimestre del 2016 l'espansione

dell'attività economica dell'area avrebbe segnato una lieve accelerazione rispetto ai tre mesi precedenti. In marzo l'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che stima la dinamica di fondo del PIL dell'area, è sceso a 0,34 (da 0,47 in febbraio; fig. 6). Nei mesi invernali le attese delle famiglie sulla situazione economica generale si sono deteriorate, pur rimanendo su valori storicamente elevati; in prospettiva potrebbero gravare sulla fiducia dei consumatori gli effetti degli

Figura 5

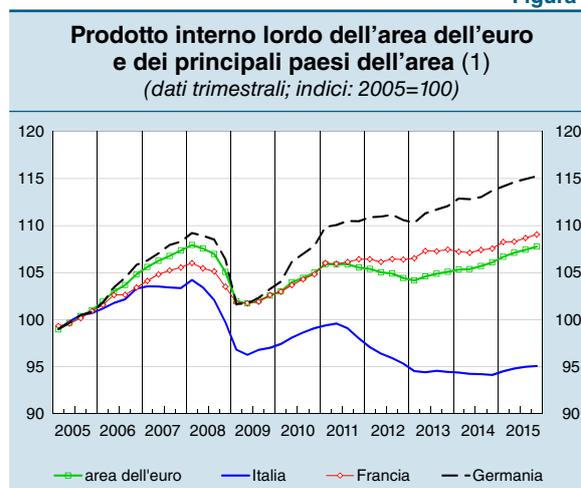
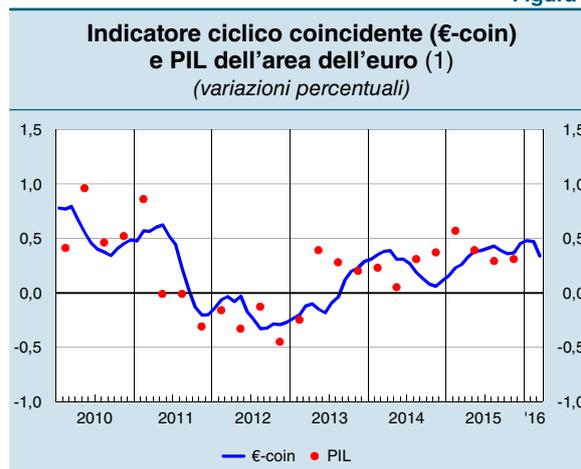


Figura 6



attentati terroristici che si sono verificati in marzo a Bruxelles. I giudizi delle imprese, sebbene in peggioramento, restano coerenti con la prosecuzione della crescita dell'attività economica.

**...ma restano rischi al ribasso**

I rischi sulla ripresa nell'area sono orientati al ribasso, risentendo dell'incertezza connessa con il rallentamento della domanda proveniente dalle economie emergenti, dell'acuirsi delle tensioni geopolitiche e dell'accresciuta volatilità sui mercati finanziari osservata dall'inizio dell'anno.

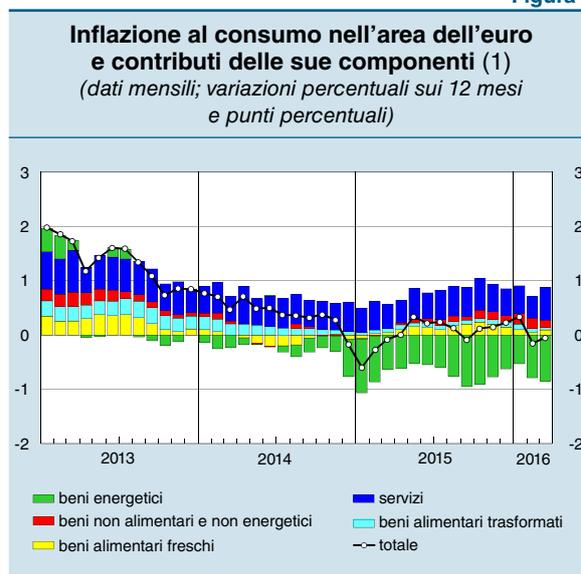
**L'inflazione si colloca su valori nulli...**

In marzo l'inflazione al consumo sui dodici mesi si è attestata su valori nulli (da -0,2 in febbraio; fig. 7). All'accentuarsene della caduta dei prezzi dei beni energetici si è accompagnata la perdurante debolezza dell'inflazione di fondo – aumentata all'1,0 per cento (dallo 0,8 in febbraio) – che risente di margini ancora ampi di capacità produttiva e occupazionale inutilizzati. Sempre in marzo la quota di voci elementari dell'indice generale che hanno segnato una variazione negativa dei prezzi è diminuita al 24 per cento (dal 28 in febbraio); tra le componenti di fondo la quota è scesa al 17 per cento (dal 23).

**...e in prospettiva rimane debole**

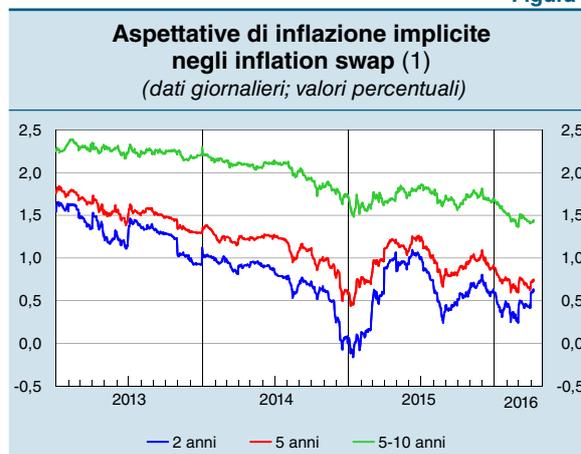
Nelle proiezioni degli esperti della BCE diffuse in marzo, l'inflazione si manterrebbe molto contenuta nella media di quest'anno (0,1 per cento, da valori nulli nel 2015); secondo le stime degli operatori professionali censiti da Consensus Economics, riviste progressivamente al ribasso dall'estate scorsa, si attesterebbe allo 0,3 per cento (cfr. il riquadro: *Una misura delle tendenze dell'inflazione nell'area dell'euro*). Nei primi mesi dell'anno le aspettative di inflazione desunte dai rendimenti degli inflation swap sono diminuite su tutti gli orizzonti temporali. Le attese a breve e a medio termine si sono portate rispettivamente allo 0,6 e allo 0,7 per cento (fig. 8); quelle tra cinque e dieci anni hanno segnato un nuovo minimo storico (sotto l'1,4 per cento) alla fine di febbraio, per poi recuperare leggermente.

**Figura 7**



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

**Figura 8**



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

**UNA MISURA DELLE TENDENZE DELL'INFLAZIONE NELL'AREA DELL'EURO**

Le tendenze dell'inflazione nell'area dell'euro, al netto delle componenti più volatili, possono essere valutate in diversi modi. Al fine di condensare le informazioni disponibili, la Banca d'Italia ha elaborato un

indice sintetico, basato su una selezione di variabili relative alle principali determinanti della dinamica dei prezzi.

Gli indicatori elementari inclusi nell'indice sintetico appartengono a quattro diverse categorie: (a) misure di inflazione realizzata (componenti di fondo, pressioni all'origine e componenti interne); (b) misure di dispersione tra paesi e tra voci elementari del paniere dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA); (c) proiezioni a due anni relative alla variazione annuale dell'IPCA, dei redditi da lavoro per dipendente e dei margini di profitto (elaborate dallo staff della BCE e dell'Eurosistema); (d) misure di aspettative di inflazione. L'indice sintetico derivante dalla combinazione di tali indicatori è legato alla probabilità che l'inflazione si riporti a un livello pari o superiore all'1,9 per cento entro un dato orizzonte temporale (variabile da 3 a 24 mesi)<sup>1</sup>.

L'indice relativo all'orizzonte prospettico di 12 mesi è riportato nella figura, che mostra anche i contributi delle principali categorie di indicatori elementari. L'indice appare in progressiva diminuzione dalla metà del 2012; nel gennaio scorso, ultimo mese per il quale si dispone di informazioni complete, segnalava che la probabilità di osservare una crescita dei prezzi pari o superiore all'1,9 per cento nei successivi 12 mesi era ancora molto bassa; indicazioni di particolare debolezza provenivano dalle aspettative di inflazione e dalla diffusione tra i paesi dell'area delle pressioni al ribasso sui prezzi.

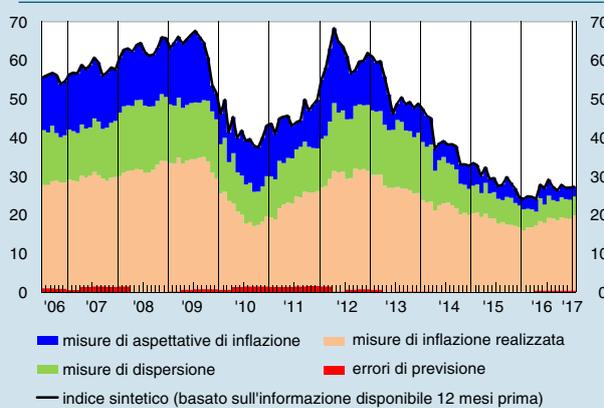
Anche le stime relative a orizzonti più lontani suggeriscono che la probabilità che l'inflazione si riporti su un livello pari o superiore all'1,9 per cento resta contenuta: il valore dell'indice relativo alla metà del 2017 è largamente inferiore alla media storica<sup>2</sup>. Il rafforzamento delle misure accomodanti deciso in marzo dal Consiglio direttivo della BCE risponde all'esigenza di contrastare queste tendenze.

<sup>1</sup> La serie storica di ciascun indicatore è stata trasformata, mediante un modello di tipo probit, in quella della probabilità che l'inflazione a un certo orizzonte (compreso fra 3 e 24 mesi) sia superiore all'1,9 per cento. L'indice sintetico è quindi ottenuto dall'estrazione della prima componente principale dalle serie storiche delle probabilità stimate per l'orizzonte di interesse.

<sup>2</sup> La media storica nel campione si colloca su un valore intorno a 50.

Figura

**Indicatore delle tendenze dell'inflazione e contributi delle sue componenti (1)**  
(dati mensili)



(1) L'asse delle ordinate riporta il valore dell'indice sintetico costruito come aggregazione delle probabilità, desunte dai singoli indicatori, che l'inflazione si attesti a un livello pari o superiore all'1,9 per cento; quello delle ascisse riporta le date rispetto alle quali viene valutata tale probabilità sulla base delle informazioni disponibili 12 mesi prima.

**Il Consiglio direttivo della BCE ha approvato un pacchetto di misure espansive**

Nella riunione di inizio marzo il Consiglio direttivo della BCE ha adottato un articolato insieme di misure per sostenere la ripresa e il ritorno dell'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. I tassi di interesse ufficiali sono stati ridotti e il programma di acquisto di attività è stato rafforzato (Expanded Asset Purchase Programme, APP); per favorire l'afflusso di credito a famiglie e imprese è stato inoltre deciso che saranno introdotte, a partire dal prossimo giugno, quattro nuove operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine a condizioni estremamente vantaggiose (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO2; cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate nel marzo 2016*).

## LE MISURE DI POLITICA MONETARIA ADOTTATE NEL MARZO 2016

Nella riunione tenutasi all'inizio dello scorso marzo il Consiglio direttivo della BCE ha adottato nuove misure monetarie espansive tra cui: (a) una riduzione di 5 punti base del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali e di quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale (rispettivamente a 0,0 e 0,25 per cento) e di 10 punti base del tasso sui depositi presso l'Eurosistema (a -0,40 per cento); (b) l'ampliamento degli interventi mensili nell'ambito del programma di acquisto di titoli (Expanded Asset Purchase Programme, APP) dagli attuali 60 a 80 miliardi di euro<sup>1</sup>; (c) l'inclusione di obbligazioni investment grade denominate in euro emesse da società non bancarie situate nell'area dell'euro tra le attività ammissibili nell'ambito dell'APP, nel quadro di un nuovo programma di acquisto di titoli del settore societario (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP)<sup>2</sup>; (d) quattro nuove operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO2) con durata pari a quattro anni e a condizioni molto vantaggiose.

Con le TLTRO2, che verranno condotte con cadenza trimestrale dal giugno 2016, gli istituti di credito potranno ottenere finanziamenti fino a un importo pari al 30 per cento delle consistenze di prestiti idonei in essere al 31 gennaio 2016<sup>3</sup>. Il tasso di interesse sarà inizialmente uguale a quello sulle operazioni di rifinanziamento principali in vigore al momento dell'assegnazione, ma potrà essere ridotto, in funzione del credito erogato da ciascuna controparte, sino a raggiungere quello, attualmente negativo, sui depositi presso la banca centrale<sup>4</sup>. L'ammontare massimo erogabile nel complesso delle quattro operazioni può essere valutato in circa 300 miliardi per le controparti italiane; tale importo tiene conto della possibilità per le banche di trasferire i fondi ottenuti con le TLTRO alle nuove TLTRO2, beneficiando delle condizioni più vantaggiose di queste ultime, sia in termini di costo sia per l'assenza del rimborso anticipato in caso di mancato raggiungimento del benchmark.

Dopo l'annuncio di queste decisioni, la cui portata ha superato le attese degli osservatori, le condizioni monetarie e finanziarie sono diventate più espansive.

I tassi a brevissimo termine hanno prontamente riflesso la riduzione del tasso sui depositi presso l'Eurosistema. Nella settimana successiva alla riunione del Consiglio direttivo i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine – già in calo nelle settimane precedenti la riunione stessa per il rafforzarsi delle aspettative di interventi espansivi di politica monetaria – sono ulteriormente diminuiti (di circa 10 punti base nella media dell'area dell'euro e di 15 in Italia, allo 0,9 e all'1,3 per cento, rispettivamente); il differenziale tra il rendimento a dieci anni dei titoli di Stato italiani e quello del Bund si è ridotto di 10 punti base. I rendimenti delle obbligazioni investment grade nell'area sono diminuiti di 15 punti base; il calo si è trasmesso anche ai rendimenti delle obbligazioni high yield e dei titoli emessi dalle banche, sebbene questi non rientrino tra le attività che saranno oggetto degli acquisti dell'Eurosistema nell'ambito del nuovo CSPP. I corsi azionari sono cresciuti dell'1 per cento nell'area e del 2 in Italia. Il cambio dell'euro si è invece apprezzato dell'1 per cento in termini effettivi nominali e del 3 per cento nei confronti del dollaro, risentendo anche delle attese di una più graduale normalizzazione delle condizioni monetarie negli Stati Uniti.

Vi è finora evidenza che le misure attuate a partire dalla metà del 2014 stiano riducendo il costo del finanziamento bancario per imprese e famiglie (cfr. il riquadro: *Gli effetti del programma di acquisto*

<sup>1</sup> Al fine di assicurare l'ordinata conduzione dell'APP sono stati inoltre innalzati dal 33 al 50 per cento, per singolo emittente e per quota parte di un'emissione, i limiti applicabili agli acquisti di titoli emessi da idonee organizzazioni internazionali e banche multilaterali di sviluppo.

<sup>2</sup> BCE, *ECB adds corporate sector purchase programme (CSPP) to the asset purchase programme (APP) and announces changes to APP*, comunicato stampa del 10 marzo 2016.

<sup>3</sup> Come per le TLTRO, i prestiti idonei sono quelli a imprese e famiglie esclusi i mutui per l'acquisto di abitazioni.

<sup>4</sup> BCE, *ECB announces new series of targeted longer-term refinancing operations (TLTRO II)*, comunicato stampa del 10 marzo 2016.

di titoli dell'Eurosistema, in *Bollettino economico*, 1, 2016); nell'indagine sul credito bancario dell'Eurosistema, le banche dell'area hanno dichiarato di utilizzare i fondi ottenuti dalla vendita di titoli di Stato per erogare credito alle imprese.

Anche le misure recentemente adottate dal Consiglio direttivo possono dispiegare i loro effetti sull'attività economica attraverso molteplici canali. Le nuove operazioni mirate di rifinanziamento garantiranno alle banche certezza sulla disponibilità e sul costo della raccolta, evitando eventuali conseguenze sfavorevoli sull'erogazione del credito all'economia reale dovute alla volatilità dei mercati finanziari. L'ampliamento dell'APP favorisce la flessione dei rendimenti e l'aumento dei prezzi delle attività finanziarie e reali, che possono trasmettersi: (a) ai consumi attraverso effetti ricchezza (per l'Italia un incremento del 10 per cento del valore delle attività finanziarie può accrescere nel medio termine i consumi delle famiglie dello 0,5 per cento; un analogo incremento della ricchezza immobiliare può aumentare i consumi dello 0,7); (b) agli investimenti complessivi attraverso il rafforzamento dei corsi azionari e la riduzione del costo del capitale; (c) agli investimenti residenziali attraverso il supporto ai prezzi delle abitazioni. L'inclusione delle obbligazioni private non bancarie tra i titoli ammissibili per l'APP può rafforzare ulteriormente la trasmissione dell'impulso monetario alle condizioni di finanziamento dell'economia.

Il sostegno all'attività economica, e quindi all'occupazione, è a sua volta essenziale per influenzare la dinamica dei prezzi e dei salari. Vi è evidenza che dall'avvio della crisi finanziaria la reattività dei salari e dei prezzi alle condizioni economiche sia aumentata in alcuni dei principali paesi dell'area (cfr. il riquadro: *Dinamica delle retribuzioni, disoccupazione e aspettative di inflazione* del capitolo 2); secondo nostre stime per l'Italia, la riduzione di un punto percentuale del tasso di disoccupazione può indurre nel lungo periodo un aumento della crescita salariale annua pari a circa 0,3 punti percentuali.

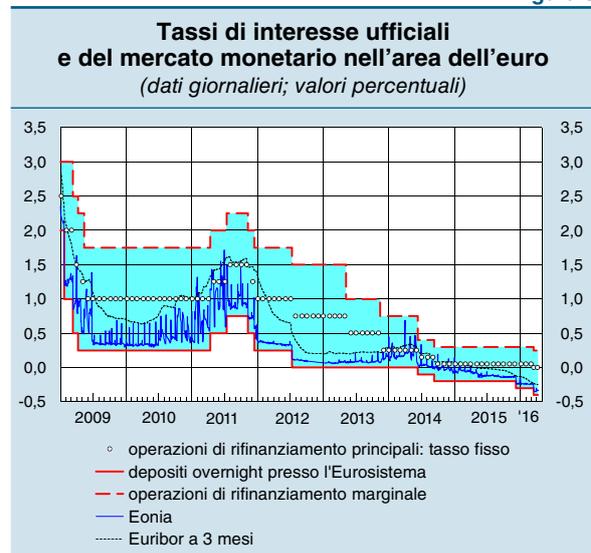
La riduzione del tasso sui depositi presso l'Eurosistema ha determinato un'analogia variazione del tasso overnight Eonia (a -0,33 per cento) e si è gradualmente trasmessa anche agli altri rendimenti a breve termine del mercato monetario (fig. 9).

Nell'ambito dell'APP, all'8 aprile erano stati acquistati titoli pubblici per un importo pari a 671 miliardi di euro, obbligazioni bancarie garantite per 167 e asset-backed securities per 19. Alla fine di marzo l'Eurosistema aveva acquistato titoli pubblici italiani per un ammontare di circa 105 miliardi (di cui 97 da parte della Banca d'Italia) e con vita media residua di 9,4 anni.

Lo scorso 30 marzo è stata regolata la settima operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine. Vi hanno partecipato 19 intermediari dell'area, che hanno ottenuto fondi per 7,3 miliardi; alle controparti della Banca d'Italia sono stati assegnati 0,2 miliardi. I fondi erogati al sistema bancario dell'area attraverso le TLTRO ammontano complessivamente a 425 miliardi (di cui 118 agli intermediari italiani).

La liquidità detenuta dagli istituti di credito presso l'Eurosistema in eccesso rispetto all'obbligo di riserva è aumentata a circa 770 miliardi (da 650 a metà gennaio).

Figura 9



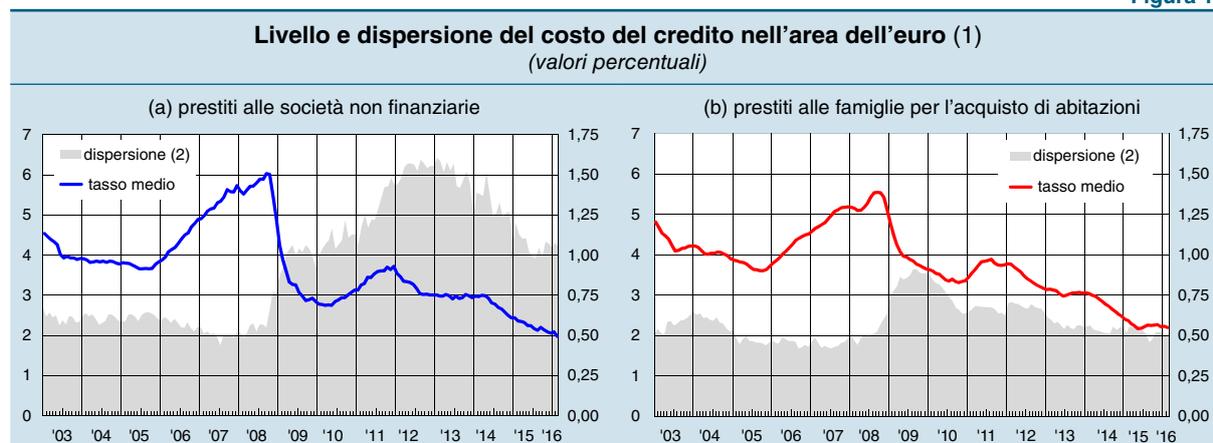
Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.

**Prosegue la graduale espansione del credito a imprese e famiglie**

La dinamica dei prestiti ha continuato a beneficiare del contributo espansivo delle misure di politica monetaria, pur risentendo della debolezza del quadro macroeconomico globale, del rischio di credito ancora elevato e dell'incompleto processo di riduzione della leva finanziaria (deleveraging) nei principali settori economici.

Nei tre mesi terminanti in febbraio i prestiti alle imprese nell'area sono aumentati del 2,1 per cento in ragione d'anno (da 0,9 in novembre; dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni). La crescita dei finanziamenti alle famiglie si è lievemente ridotta, all'1,3 per cento (dall'1,9 in novembre). I tassi medi sui nuovi prestiti alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono rimasti su livelli storicamente molto contenuti; la dispersione tra i paesi si è collocata sui valori minimi registrati dal 2009 (fig. 10).

**Figura 10**



Fonte: BCE.

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

### 1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

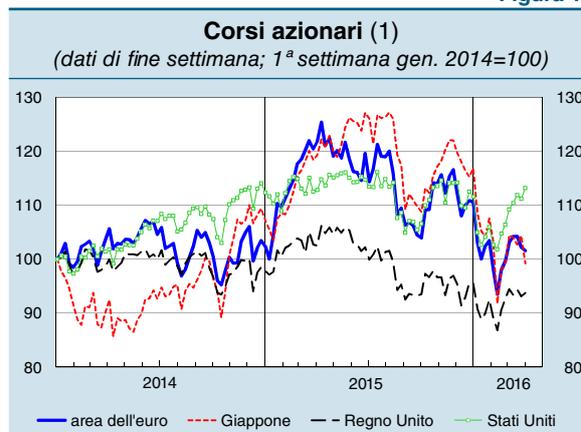
Nei primi due mesi dell'anno i rinnovati timori sulla crescita delle economie emergenti hanno determinato forti cali delle quotazioni sui mercati finanziari internazionali, in particolare per i titoli più rischiosi. Le tensioni si sono in seguito parzialmente riassorbite, ma la volatilità degli indici azionari resta elevata. L'euro si è apprezzato nei confronti del dollaro.

**Il clima di incertezza si è riflesso in una elevata volatilità dei corsi azionari...**

Nelle prime settimane del 2016 gli indici azionari mondiali sono scesi ai livelli minimi degli ultimi due anni (fig. 11); i titoli

bancari hanno registrato perdite particolarmente marcate nell'area dell'euro (cfr. il riquadro: *Il calo delle quotazioni di borsa nell'area dell'euro e in Italia* del capitolo 2). I cali dei corsi azionari sono stati causati da revisioni al ribasso delle attese di crescita mondiale da parte degli operatori di mercato, da un aumento dell'avversione al ri-

**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.

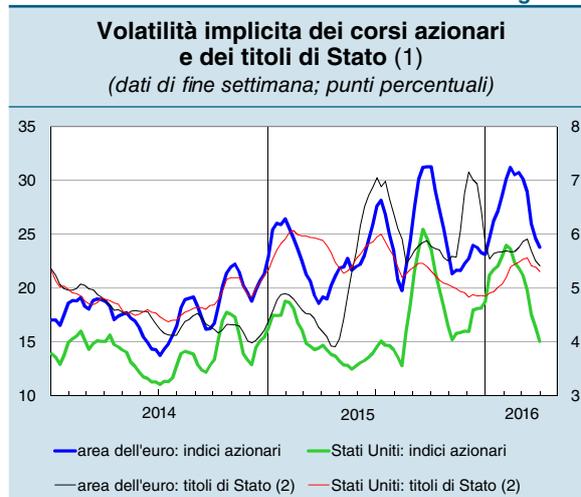
schio e da un significativo innalzamento della volatilità attesa (fig. 12). Dalla seconda metà di febbraio si è osservato un recupero degli indici borsistici, rimasti tuttavia in alcune aree su livelli inferiori a quelli di inizio anno; tale recupero si è accompagnato a notizie più rassicuranti sulle prospettive di crescita dei paesi avanzati, ad aspettative di un proseguimento di politiche monetarie molto espansive sia nell'area dell'euro sia in altre economie avanzate, alla stabilizzazione del tasso di cambio cinese e alla risalita dei prezzi delle materie prime.

**...e in temporanee tensioni sulle obbligazioni private e pubbliche**

I differenziali di rendimento tra le obbligazioni delle società non finanziarie e i titoli di Stato sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, pur mostrando una significativa volatilità, sono scesi lievemente nel complesso del primo trimestre (fig. 13).

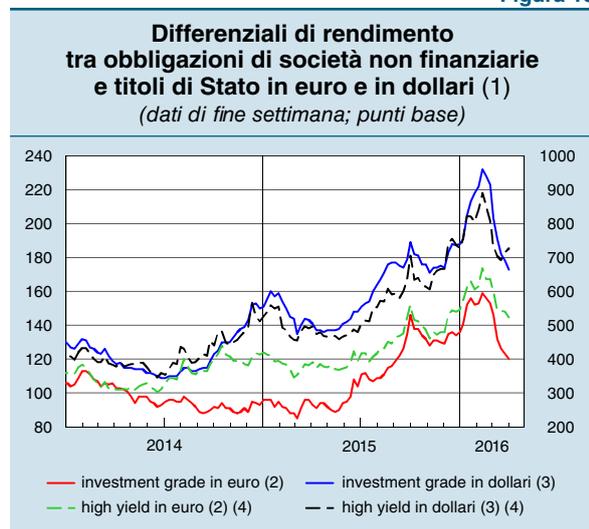
I premi per il rischio di credito delle banche desumibili dai credit default swap a cinque anni sono aumentati di 40 punti base nell'area dell'euro e in misura più contenuta negli Stati Uniti. La preferenza degli investitori per attività finanziarie ritenute maggiormente sicure ha contribuito all'ampliamento degli spread sovrani in alcuni paesi dell'area dell'euro in gennaio e nella prima decade di febbraio (fig. 14); successivamente gli spread si sono riportati su valori prossimi a quelli della fine del 2015, anche in seguito alle misure

Figura 12



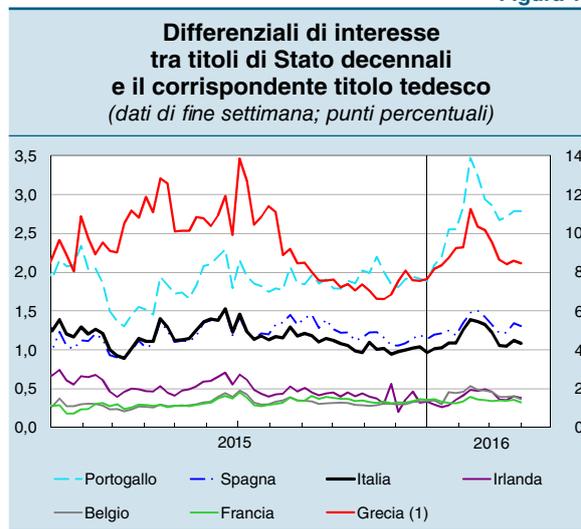
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream. (1) Medie mobili a 5 giorni. Indici azionari: indice VSTOXX per l'area dell'euro e indice VIX per gli Stati Uniti. Titoli di Stato: volatilità implicita nelle opzioni sui contratti futures sul Bund tedesco per l'area dell'euro e sul Treasury Note per gli Stati Uniti. - (2) Scala di destra.

Figura 13



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

Figura 14



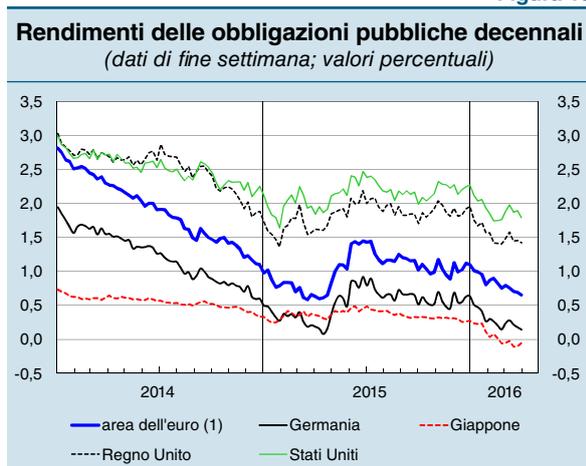
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream. (1) Scala di destra.

adottate dalla BCE all'inizio di marzo (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate nel marzo 2016*).

**Nelle economie avanzate i tassi a lungo termine sono scesi**

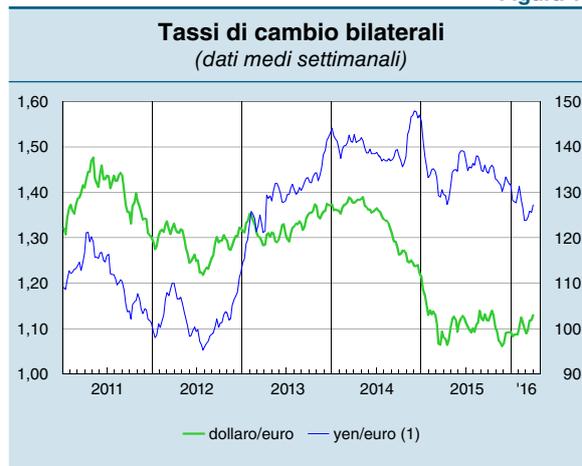
I tassi di interesse nominali a lungo termine nei principali paesi avanzati si sono ridotti in misura sensibile (fig. 15). A tale andamento hanno contribuito l'orientamento più espansivo delle politiche monetarie della BCE e della Banca del Giappone, le attese di rialzi più gradualisti dei tassi ufficiali statunitensi e gli effetti di ribilanciamento di portafoglio in favore dei titoli meno rischiosi.

**Figura 15**



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

**Figura 16**



Fonte: BCE.  
(1) Scala di destra.

**L'euro si è apprezzato nei confronti del dollaro**

Nel complesso del primo trimestre il tasso di cambio dell'euro si è apprezzato nei confronti del dollaro (3 per cento) e in termini effettivi nominali (1 per cento), mentre si è indebolito rispetto allo yen (6 per cento; fig. 16). L'apprezzamento nei confronti del dollaro si è accentuato dalla metà di marzo a seguito di attese di una più graduale normalizzazione delle condizioni monetarie negli Stati Uniti.

# 2 L'ECONOMIA ITALIANA

## 2.1 LA FASE CICLICA

La ripresa dell'economia italiana prosegue a ritmi contenuti. Nell'ultima parte dello scorso anno la crescita del PIL è stata sostenuta da consumi e investimenti, ma rallentata dalla battuta d'arresto nella ricostituzione delle scorte di magazzino. In prospettiva l'espansione del ciclo manifatturiero potrebbe risentire dell'incertezza della domanda estera, a fronte del graduale consolidarsi della ripresa nel settore dei servizi e, soprattutto, in quello edile.

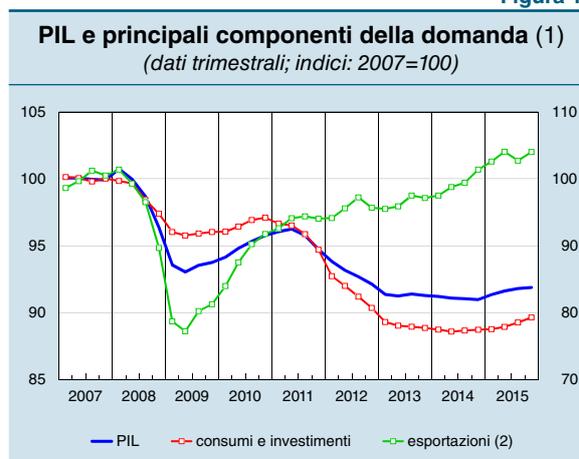
**Nei mesi autunnali la ripresa è stata sostenuta principalmente da consumi e investimenti**

Nel quarto trimestre del 2015 il PIL è aumentato dello 0,1 per cento rispetto ai mesi estivi (fig. 17; tav. 2), rallentando nel confronto con i trimestri precedenti.

La crescita è stata sostenuta

sia dal nuovo aumento della spesa delle famiglie (0,3 per cento, da 0,5 nel trimestre precedente) sia dall'accelerazione degli investimenti (0,8 per cento, da 0,2) che ha riguardato tutte le componenti a esclusione degli acquisti di impianti e macchinari, verosimilmente rinviati al 2016 per beneficiare delle agevolazioni fiscali introdotte dalla legge di stabilità approvata alla fine dello scorso anno. Dopo la temporanea flessione del terzo trimestre, le esportazioni sono tornate a salire (1,3 per cento) a un ritmo moderatamente superiore a quello delle importazioni (1,0 per cento). Per contro la crescita è stata frenata per 0,4 punti percentuali dalla variazione negativa delle scorte, in parte indotta dalle più incerte prospettive della domanda e dalla conseguente cautela delle imprese nel ricostituire il magazzino. Dal lato dell'offerta il valore aggiunto è lievemente aumentato nei servizi e, in misura significativa per la prima volta dalla metà del 2010, nelle costruzioni, mentre ha pressoché ristagnato nell'industria in senso stretto.

Figura 17



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

Tavola 2

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

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

Fonte: Istat.

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

**La crescita sarebbe  
proseguita all'inizio  
del 2016...**

Sulla base delle informazioni più recenti, secondo nostre valutazioni, nel primo trimestre del 2016 il PIL avrebbe segnato un aumento appena superiore a quello dei tre mesi precedenti. Al sostegno fornito dal riavvio della manifattura si sarebbe aggiunto quello della ripresa nel settore dei servizi e nel comparto edile. In marzo l'indicatore Ita-coin elaborato dalla Banca d'Italia – che stima in tempo reale la dinamica di fondo del PIL – è diminuito (0,10, da 0,20 in febbraio), riflettendo un contenuto calo della fiducia delle famiglie e l'incerta dinamica del commercio estero; rimane tuttavia coerente con la prosecuzione della lieve ripresa nella media del trimestre (fig. 18).

**...e nei mesi  
primaverili**

Gli indicatori anticipatori prefigurano una continuazione della moderata fase espansiva nel secondo trimestre, nonostante l'incertezza determinata dalle prospettive della domanda estera. Il miglioramento delle condizioni per investire – derivante anche dalle misure di stimolo agli acquisti di beni strumentali approvate definitivamente alla fine dello scorso anno nell'ambito della legge di stabilità per il 2016 – fornirebbe un nuovo impulso all'accumulazione di capitale. Prosegue la contenuta ripresa ciclica del settore delle costruzioni.

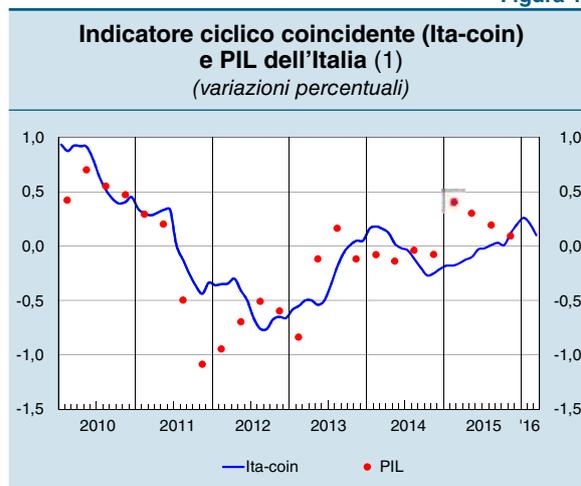
**Da febbraio  
l'inflazione al consumo  
è tornata negativa**

In marzo l'inflazione, misurata dalla variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), si è attestata su valori negativi per il secondo mese consecutivo (-0,2 per cento sui dodici mesi, come in febbraio). I prezzi dei beni energetici sono di nuovo diminuiti considerevolmente; la dinamica della componente di fondo resta nettamente contenuta, seppure in modesto aumento (allo 0,8 per cento).

**La crescita nel 2016  
è stata rivista  
marginalmente  
al ribasso**

Sulla base degli andamenti registrati nell'ultimo trimestre del 2015, meno favorevoli del previsto, le principali istituzioni internazionali e gli analisti privati hanno marginalmente corretto al ribasso le stime di crescita del nostro paese per il 2016, ora valutate dalla maggior parte dei previsori tra l'1,0 e l'1,2 per cento (tav. 3). Sono rimaste pressoché invariate quelle per il 2017.

Figura 18



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

Tavola 3

Previsioni di crescita del PIL (variazioni percentuali sull'anno precedente)						
VOCI	Più recente		Precedente			
	2016	2017	2016	2017		
FMI	apr.	1,0	1,1	gen.	1,3	1,2
MEF (1)	apr.	1,2	1,4	set.	1,6	1,6
Consensus Economics (2)	mar.	1,1 [1,0; 1,2]	1,3 [1,1; 1,4]	gen. [1,2; 1,5]	1,3 [1,2; 1,6]	1,3
OCSE	feb.	1,0	1,4	nov.	1,4	1,4
Commissione europea	feb.	1,4	1,3	nov.	1,5	1,4

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2016 e *World Economic Outlook Update*, gennaio 2016; Ministero dell'Economia e delle finanze, *Documento di economia e finanza 2016* e *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2015*; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, 7 marzo 2016 e *Consensus Forecasts*, 14 gennaio 2016; OCSE, *Interim Economic Outlook*, febbraio 2016 e *OECD Economic Outlook*, 98, novembre 2015; Commissione europea, *European Economic Forecast. Winter 2016*, febbraio 2016 e *European Economic Forecast. Autumn 2015*, novembre 2015.  
(1) Scenario programmatico. – (2) Tra parentesi quadre sono riportati, rispettivamente, il 25° e il 75° percentile della distribuzione delle previsioni degli analisti censiti da Consensus Economics.

## 2.2 LE IMPRESE

La produzione industriale ha ripreso a crescere dall'inizio dell'anno; prosegue la moderata espansione dell'attività nei servizi; nel settore edile si consolidano i segnali di recupero. Gli indicatori di fiducia, pur se in lieve peggioramento rispetto ai segnali fortemente favorevoli dello scorso autunno, restano su livelli elevati in tutti i principali settori; la quota di imprese che si attende un nuovo aumento della propria spesa per investimenti nel 2016 prevale su quella che ne prevede una diminuzione. Le prospettive della domanda estera e le tensioni geopolitiche continuano tuttavia a rappresentare elementi di incertezza.

### Riprende l'espansione dell'attività manifatturiera

Dopo la temporanea battuta d'arresto alla fine del 2015, in parte dovuta a fattori statistici connessi con gli effetti delle festività, in gennaio l'attività manifatturiera ha segnato un netto recupero; nonostante il modesto calo in febbraio (ultimo dato effettivo disponibile), nella media del primo trimestre, secondo nostre stime, sarebbe aumentata di poco meno di un punto percentuale (fig. 19).

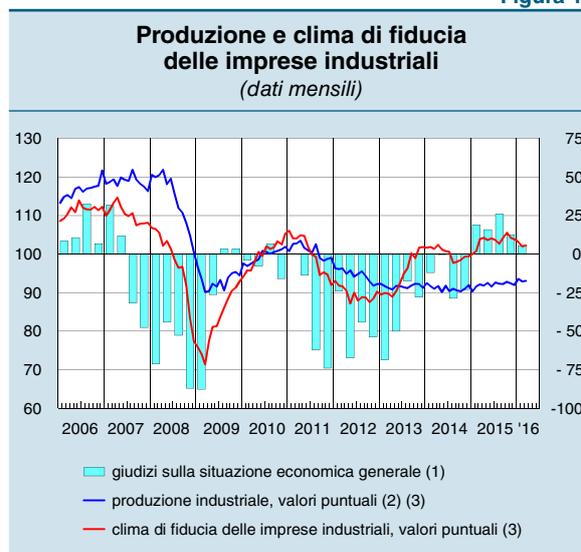
### L'indice di fiducia delle imprese, pur in diminuzione, resta elevato

Agli inizi dell'anno l'indice del clima di fiducia delle imprese è diminuito nei principali comparti produttivi, pur rimanendo su valori elevati; gli indici PMI rimangono volti all'espansione. Le prospettive della domanda estera sono divenute meno favorevoli; secondo il sondaggio trimestrale condotto in marzo dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* l'incertezza legata a fattori economici e politici si conferma un freno rilevante all'attività produttiva.

### Prosegue il recupero della spesa per investimenti

Nel quarto trimestre dello scorso anno gli investimenti sono aumentati dello 0,8 per cento; la crescita nel complesso del 2015 è stata di entità analoga, ponendo termine alla flessione che si protraeva dall'avvio della crisi finanziaria globale. Alla nuova, marcata espansione della spesa in mezzi di trasporto e alla ripresa della componente dei beni immateriali, nello scorso autunno si è associato un rialzo degli investimenti in costruzioni (0,9 per cento), che ha consolidato i primi segnali di miglioramento emersi nei trimestri precedenti. Solo l'accumulazione in macchinari e attrezzature ha segnato una riduzione (-0,6 per cento), risentendo verosimilmente del differimento della spesa al 2016 per usufruire delle agevolazioni introdotte con la legge di stabilità approvata alla fine dello scorso anno. Nella recente indagine Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore* la quota di imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi che si attende un aumento della spesa per investimenti anche nell'anno in corso è più elevata di circa 19 punti percentuali rispetto a quella che ne prevede una diminuzione (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese italiane nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*).

Figura 19



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

(1) Scala di destra. Saldo in punti percentuali tra le risposte "migliori" e "peggiori" al quesito sulle condizioni economiche generali nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Marzo 2016, condotta dalla Banca d'Italia con *Il Sole 24 Ore*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 17, 2016. – (2) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi; il dato per marzo è stimato. – (3) Indice: 2010=100.

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

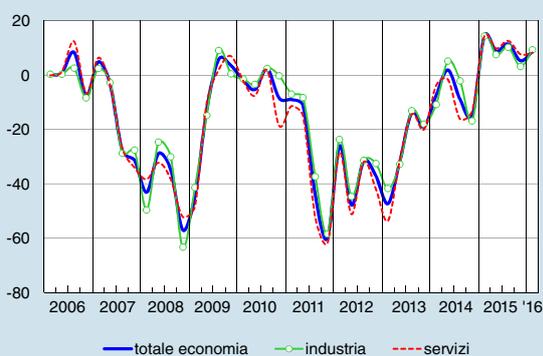
In marzo è stata condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* l'indagine trimestrale su un campione di imprese dell'industria in senso stretto, dei servizi e delle costruzioni con almeno 50 addetti (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Marzo 2016*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 17, 2016). Oltre il 70 per cento delle aziende continua a segnalare una sostanziale stabilità della situazione economica generale. Le imprese, in particolare quelle esportatrici, si mostrano più ottimiste circa l'evoluzione nei prossimi mesi delle condizioni economiche in cui operano, grazie soprattutto al buon andamento della domanda e al basso livello del prezzo del petrolio. Si confermano tuttavia i segnali di incertezza connessi con le prospettive dell'economia globale e con le tensioni geopolitiche.

I giudizi sulle condizioni per investire tornano a migliorare, soprattutto nel comparto industriale (figura A) e per le imprese maggiormente orientate all'export. Nel complesso il 35 per cento delle imprese programma di aumentare la spesa nominale per investimenti nel 2016 (il 16 per cento di ridurla; cfr. tavola); in particolare è salita la quota delle aziende di grandi dimensioni che prefigurano maggiori investimenti nell'anno in corso. Le imprese che pianificano un aumento degli investimenti nel 2016 coincidono con quelle che giudicano vantaggiose le condizioni di accesso al credito e la dinamica, sia corrente sia attesa, della domanda per i propri prodotti (figura B).

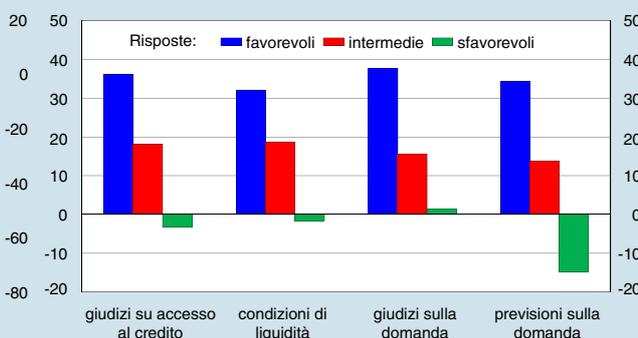
Figura A

Figura B

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



**Attese delle imprese sugli investimenti nel complesso del 2016 (1)**  
(punti percentuali)



(1) Saldi tra giudizi di miglioramento e giudizi di peggioramento rispetto al trimestre precedente nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Marzo 2016, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* presso le imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 17, 2016.

(1) Saldi tra la percentuale di imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi che si attende una spesa nominale per investimenti superiore nel 2016 rispetto all'anno precedente e la quota di imprese che si aspetta una spesa inferiore, suddivisi secondo le modalità di risposta alle domande sull'accesso al credito, le condizioni attese di liquidità, i giudizi e le prospettive per la domanda di propri prodotti nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Marzo 2016, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 17, 2016.

Riguardo alle valutazioni sugli effetti della recente misura di incentivo agli investimenti in beni strumentali (super ammortamento), la quota di imprese che considera abbastanza o molto rilevante questo provvedimento per i propri piani di spesa si conferma intorno al 12 per cento. L'incidenza di tale giudizio è equamente ripartita sia per settore di attività sia per classe dimensionale.

Anche le imprese di costruzione prefigurano un'espansione dell'accumulazione di capitale nel complesso del 2016, con una quota del 29 per cento che pianifica un aumento della spesa già nella prima metà dell'anno. Il quadro appare particolarmente positivo per il comparto residenziale.

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

RISPOSTE	Industria in senso stretto	Servizi	Industria in senso stretto e servizi
Spesa per investimenti programmata per il 2016 rispetto a quella effettuata nel 2015			
Più alta	38,7	31,5	35,2
Praticamente uguale	44,0	52,8	48,3
Più bassa	17,3	15,7	16,5
Spesa per investimenti programmata per il 1° semestre del 2016 rispetto al 2° del 2015			
Più alta	29,1	23,3	26,2
Praticamente uguale	50,1	60,6	55,3
Più bassa	20,8	16,1	18,5

(1) Percentuali ponderate per il numero di imprese nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Marzo 2016, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 17, 2016. Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

**Nel comparto edile sono emersi segnali favorevoli**

Secondo il sondaggio trimestrale sul mercato delle abitazioni condotto dalla Banca d'Italia in collaborazione con Tecnoborsa, nel quarto trimestre del 2015 sono migliorate le attese degli operatori rispetto sia al proprio mercato di riferimento sia a quello nazionale. Nello stesso periodo le compravendite di abitazioni sono aumentate per il terzo trimestre consecutivo, determinando un rialzo del 6,5 per cento nella media del 2015 (2,9 nel 2014; fig. 20).

Si è arrestato il calo dei prezzi delle abitazioni in atto dalla metà del 2011. Dopo il deciso recupero nel quarto trimestre dello scorso anno (1,3 per cento sul periodo precedente), in gennaio la produzione edile è aumentata dello 0,4 per cento (nelle medie mobili di tre termini). Nel primo trimestre la fiducia delle imprese di costruzione è appena peggiorata, confermando tuttavia attese ottimistiche sugli ordini e sull'occupazione. Le imprese di costruzione intervistate nell'ambito del sondaggio Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore* hanno espresso aspettative più favorevoli sulla domanda e sull'andamento dell'occupazione rispetto a dicembre.

**La competitività di prezzo è migliorata nei mercati esterni all'area dell'euro**

Nonostante l'apprezzamento nominale dell'euro nel primo trimestre del 2016, la competitività di prezzo delle imprese italiane, valutata sulla base dei prezzi alla produzione dei beni manufatti, è migliorata di circa due punti percentuali dall'inizio del 2014 (fig. 21). Nell'ultimo biennio al modesto peggioramento sui mercati interni all'area dell'euro si è contrapposto il guadagno di competitività

Figura 20



Fonte: elaborazioni su dati OMI, Banca d'Italia, Istat e *Consulente immobiliare*.

(1) Valori corretti per la stagionalità e per gli effetti di calendario. – (2) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo.

negli altri mercati, che ha riflesso il deprezzamento della valuta comune. Nello stesso periodo le aziende francesi e spagnole hanno registrato un recupero di competitività di quattro e tre punti rispettivamente, a fronte della perdita di quasi un punto in Germania.

**La redditività delle imprese è stabile**

Sulla base dei dati diffusi dall'Istat e di nostre stime, il rapporto tra margine operativo lordo e valore aggiunto nei dodici mesi terminanti in dicembre è rimasto costante. Il fabbisogno finanziario delle imprese si è ridotto in misura lieve, grazie al miglioramento della capacità di autofinanziamento; la spesa per investimenti in rapporto al valore aggiunto è rimasta sostanzialmente invariata. L'incremento dell'autofinanziamento (calcolato come differenza tra margine operativo lordo e oneri complessivi) è riconducibile a un'ulteriore diminuzione degli oneri finanziari netti. Nel quarto trimestre del 2015 il debito complessivo delle imprese in percentuale del PIL è sceso ulteriormente, al 77 per cento del prodotto (dal 79 del trimestre precedente; fig. 22).

**Crescono i prestiti alle aziende manifatturiere**

In febbraio il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari alle società non finanziarie si è attestato su valori lievemente positivi; quello alle aziende manifatturiere è rimasto relativamente sostenuto (cfr. il par. 2.7).

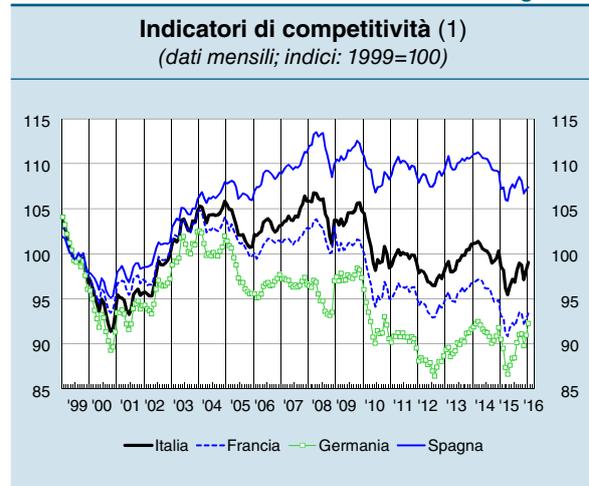
**Il ricorso al mercato obbligazionario rimane assai contenuto**

Nel quarto trimestre del 2015 la raccolta obbligazionaria netta delle imprese italiane si è pressoché azzerata (0,1 miliardi di euro; cfr. tav. 7) e le emissioni lorde sono state di ammontare modesto. Sulla base di dati preliminari di fonte Dealogic, nel primo trimestre le emissioni nette delle imprese italiane sarebbero diventate negative (-5 miliardi).

**2.3 LE FAMIGLIE**

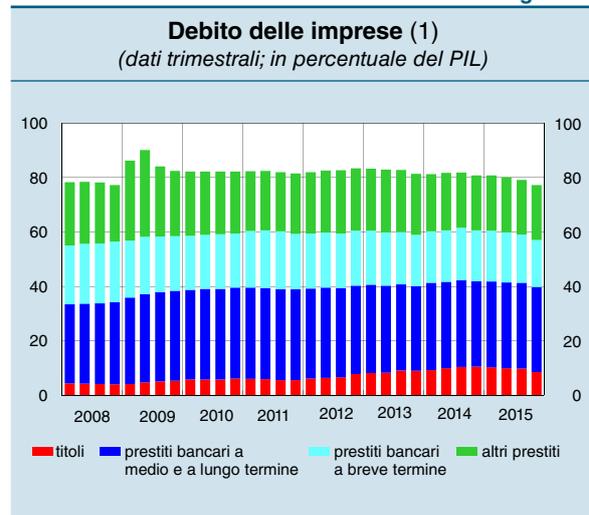
Prosegue il rafforzamento dei consumi delle famiglie, sostenuto dal moderato recupero del reddito disponibile e dalla stabilizzazione delle quotazioni immobiliari. Le informazioni più recenti prefigurano un ulteriore aumento della spesa nel primo trimestre del 2016, pur se emergono valutazioni più prudenti dei consumatori sulle prospettive del quadro economico generale.

**Figura 21**



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

**Figura 22**



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

**I consumi delle famiglie continuano a recuperare...**

Nel quarto trimestre del 2015 è proseguito il rialzo della spesa delle famiglie in atto dall'estate del 2013, pur con un lieve rallentamento (0,3 per cento, contro lo 0,5 nel terzo trimestre). I consumi sono stati sostenuti dalla componente dei servizi, a fronte del ristagno di quella dei beni. Al recupero della spesa nel 2015 ha concorso il primo incremento del reddito disponibile valutato in termini reali dal 2008 (0,8 per cento rispetto all'anno precedente; fig. 23), anche in seguito alle condizioni più favorevoli del mercato del lavoro (cfr. il par. 2.5). Il graduale attenuarsi dell'incertezza circa il valore della proprietà immobiliare, conseguente alla stabilizzazione dei prezzi delle case in atto dall'estate scorsa (cfr. il par. 2.2), sta plausibilmente facendo venire meno il precedente effetto di freno sui consumi delle famiglie.

**...anche all'inizio di quest'anno**

Le informazioni congiunturali più recenti sono coerenti con la prosecuzione della fase di moderata espansione della spesa delle famiglie all'inizio del 2016. Nel primo trimestre si è rafforzato il rialzo delle immatricolazioni di automobili, dopo l'aumento del 15,3 per cento registrato nella media del 2015. Nello stesso periodo l'indice del clima di fiducia dei consumatori, pur diminuendo, si è mantenuto su livelli elevati. Le famiglie hanno espresso valutazioni più caute sull'andamento generale dell'economia e sulle attese di occupazione, mentre sono migliorati i giudizi sul bilancio familiare.

**Il debito è leggermente sceso**

Nei mesi autunnali il debito delle famiglie italiane in rapporto al reddito disponibile è leggermente diminuito (al 62,6 per cento, dal 62,7 in settembre; fig. 24), mantenendosi ben al di sotto di quello medio dell'area dell'euro (97 per cento circa alla fine di settembre). Gli oneri per il servizio del debito (che oltre alla spesa per interessi includono il rimborso del capitale) sono rimasti pressoché stabili. I dati più recenti segnalano una riduzione dei tassi di interesse sui nuovi mutui, da un livello già molto contenuto nel confronto storico (cfr. il par. 2.7).

Nel quarto trimestre del 2015 è proseguito il rialzo della spesa delle famiglie in atto dall'estate del 2013, pur con un lieve rallentamento (0,3 per cento, contro lo 0,5 nel terzo trimestre). I consumi sono stati sostenuti dalla componente dei servizi, a fronte del ristagno di quella dei beni. Al recupero della spesa nel 2015 ha concorso il primo incremento del reddito disponibile valutato in termini reali dal 2008 (0,8 per cento rispetto all'anno precedente; fig. 23), anche in seguito alle condizioni più favorevoli del mercato del lavoro (cfr. il par. 2.5). Il graduale attenuarsi dell'incertezza circa il valore della proprietà immobiliare, conseguente alla stabilizzazione dei prezzi delle case in atto dall'estate scorsa (cfr. il par. 2.2), sta plausibilmente facendo venire meno il precedente effetto di freno sui consumi delle famiglie.

Le informazioni congiunturali più recenti sono coerenti con la prosecuzione della fase di moderata espansione della spesa delle famiglie all'inizio del 2016.

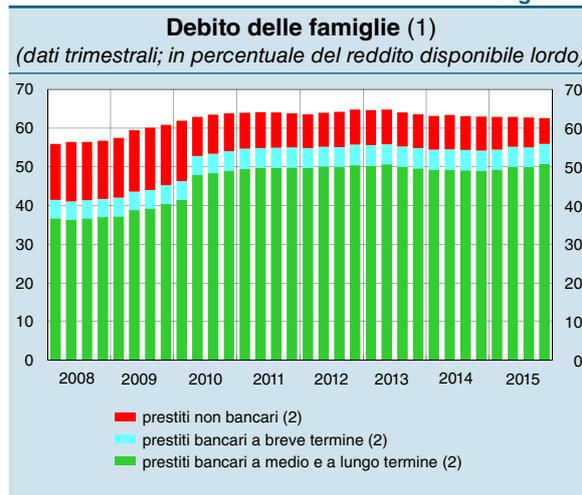
Nei mesi autunnali il debito delle famiglie italiane in rapporto al reddito disponibile è leggermente diminuito (al 62,6 per cento, dal 62,7 in settembre; fig. 24), mantenendosi ben al di sotto di quello medio dell'area dell'euro (97 per cento circa alla fine di settembre). Gli oneri per il servizio del debito (che oltre alla spesa per interessi includono il rimborso del capitale) sono rimasti pressoché stabili. I dati più recenti segnalano una riduzione dei tassi di interesse sui nuovi mutui, da un livello già molto contenuto nel confronto storico (cfr. il par. 2.7).

Figura 23



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

Figura 24



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

## 2.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Le esportazioni sono tornate a crescere, sostenute dalla robusta espansione sui mercati dell'Unione europea. La domanda extra UE rimane debole; è aumentata l'incertezza sulle prospettive per le vendite all'estero. Il surplus di conto corrente è ulteriormente migliorato.

**Sono cresciute le esportazioni (soprattutto verso la UE)...**

Nel quarto trimestre del 2015 le esportazioni di beni e servizi sono cresciute (1,3 per cento in volume rispetto al terzo trimestre), recuperando la flessione osservata nel periodo precedente. La spinta maggiore è venuta dalle vendite di merci nei paesi della UE (in particolare Germania e Regno Unito), mentre il contributo di quelle nei mercati extra UE è stato più contenuto, risentendo della debolezza e dell'eterogeneità della ripresa del commercio mondiale: all'aumento delle esportazioni verso Cina e Giappone si sono contrapposte l'ulteriore contrazione delle vendite nei paesi produttori di petrolio e la stagnazione di quelle negli Stati Uniti, che erano state molto dinamiche all'inizio dello scorso anno.

A livello settoriale l'incremento dei volumi esportati è stato trainato dal comparto dei beni strumentali e dei beni di consumo non durevoli. Il settore degli autoveicoli ha confermato nell'ultimo trimestre la crescita eccezionale osservata nei mesi precedenti, registrando nel complesso del 2015 un aumento di oltre il 30 per cento.

**...e le importazioni**

Le importazioni complessive hanno ripreso a crescere (1,0 per cento in volume), sebbene a ritmi inferiori rispetto a quelli della prima metà dell'anno. Nella componente delle merci, i beni di consumo non durevoli hanno mostrato l'incremento congiunturale più elevato, in linea con il graduale recupero della spesa per consumi delle famiglie; sono invece diminuite le importazioni di prodotti energetici.

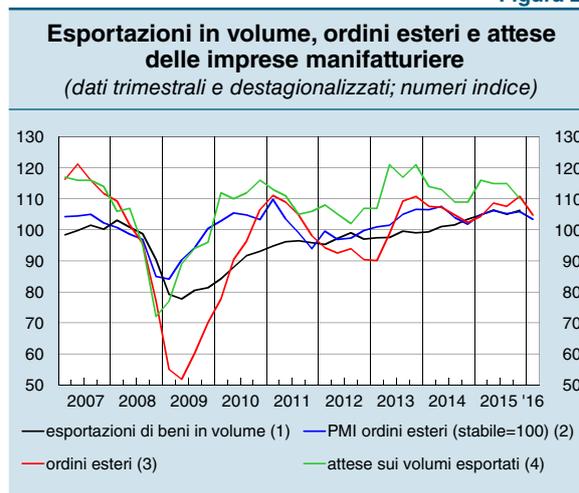
**Le prospettive sugli ordini esteri segnalano però un aumento dell'incertezza**

I dati relativi ai primi mesi dell'anno in corso segnalano una flessione delle esportazioni di beni a prezzi correnti in gennaio; ha pesato il forte calo delle vendite sui mercati extra UE, in parte recuperato in febbraio. Le inchieste congiunturali prefigurano un'accresciuta incertezza sulle prospettive della domanda estera: l'indice PMI relativo agli ordini esteri delle imprese manifatturiere, pur mantenendosi su livelli compatibili con un'espansione delle vendite, è peggiorato, così come l'analogo indicatore qualitativo dell'Istat (fig. 25).

**L'avanzo di conto corrente si è ulteriormente ampliato**

Il surplus di conto corrente ha continuato a migliorare, portandosi a 35,8 miliardi nel complesso del 2015 (2,2 per cento del PIL), da 29,7 nel 2014 (tav. 4); l'incremento osservato negli ultimi mesi dello scorso anno è stato determinato principalmente dal buon andamento del saldo dei beni, a sua volta dovuto sia alla minore spesa per prodotti energetici sia al miglioramento dell'avanzo dei beni non energetici.

Figura 25



Fonte: Istat, Markit e Thomson Reuters Datastream.

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

**L'andamento degli acquisti di titoli pubblici dall'estero è in linea con quello delle emissioni**

Nel 2015 gli investimenti netti esteri in titoli di portafoglio italiani sono stati pari a 22,5 miliardi, di cui 21,1 in titoli del debito pubblico; la battuta d'arresto registrata dagli acquisti di titoli pubblici italiani negli ultimi due mesi dell'anno (-36,7 miliardi tra novembre e dicembre) risulta come di consueto connessa con la politica di emissione del Tesoro, che ha effettuato ingenti rimborsi netti in dicembre<sup>1</sup>. Gli acquisti sono ripresi in gennaio, sebbene per importi modesti.

Dal lato delle attività, i residenti hanno continuato a investire in titoli esteri di portafoglio (122,2 miliardi nel complesso del 2015); gli acquisti degli ultimi mesi (19,0 miliardi tra novembre e gennaio) hanno riguardato principalmente obbligazioni a lungo termine, a fronte di un minore interesse verso i fondi comuni esteri.

**La dinamica del saldo passivo TARGET2 riflette il proseguimento dell'APP**

La posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2 si è portata a 255 miliardi nella media di marzo (da 247 in dicembre; fig. 26). L'aumento del saldo passivo osservato tra ottobre e gennaio (ultimo mese per cui è possibile effettuare il confronto con i dati di bilancia dei pagamenti) ha rispecchiato i sopra indicati disinvestimenti esteri da titoli di portafoglio italiani e gli acquisti netti di attività estere da parte dei residenti, parzialmente compensati dall'aumento della raccolta netta sui mercati internazionali delle banche residenti e dal surplus di conto corrente. In una prospettiva più ampia, l'andamento del saldo da marzo del 2015 riflette la creazione di liquidità da parte della Banca d'Italia nell'ambito del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema (Expanded Asset Purchase Programme, APP) impiegata dalle banche italiane per ridurre la raccolta, relativamente più onerosa, sul mercato interbancario internazionale<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Sulla relazione tra emissioni nette del Tesoro e investimenti esteri netti in titoli pubblici italiani, cfr. il riquadro: *Gli investimenti in titoli pubblici italiani nel 2015*, in *Bollettino economico*, 1, 2016.

<sup>2</sup> Per una descrizione del legame del saldo TARGET2 con i canali di creazione e utilizzo della liquidità e con l'identità di bilancia dei pagamenti, cfr. il riquadro: *L'andamento del saldo TARGET2 nell'ultimo triennio*, in *Bollettino economico*, 3, 2015.

**Tavola 4**

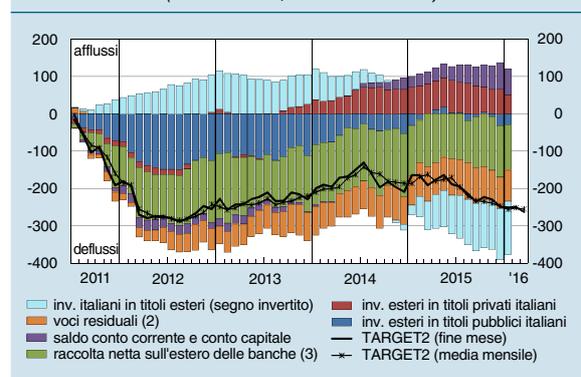
**Bilancia dei pagamenti dell'Italia (1)**  
(saldi in miliardi di euro)

VOCI	2014	2015	2015 gen.	2016 gen.
<b>Conto corrente</b>	<b>29,7</b>	<b>35,8</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,1</b>
Merci	47,9	53,8	0,8	1,0
prodotti non energetici (2)	89,3	85,6	3,6	2,9
prodotti energetici (2)	-41,5	-31,7	-2,8	-1,9
Servizi	-0,8	-1,4	-0,8	-0,7
Redditi primari	-1,5	-2,0	..	0,2
Redditi secondari	-15,8	-14,6	-1,7	-1,6
<b>Conto capitale</b>	<b>3,4</b>	<b>2,6</b>	<b>..</b>	<b>..</b>
<b>Conto finanziario</b>	<b>43,5</b>	<b>49,4</b>	<b>-4,3</b>	<b>1,7</b>
Investimenti diretti	2,3	11,4	1,3	-0,3
Investimenti di portafoglio	-4,5	99,7	-16,8	19,8
Derivati	-3,6	3,4	0,2	1,2
Altri investimenti	50,2	-65,6	11,0	-18,9
Variazione riserve ufficiali	-1,0	0,5	..	-0,1
<b>Errori e omissioni</b>	<b>10,4</b>	<b>10,9</b>	<b>-2,5</b>	<b>2,8</b>

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

**Figura 26**

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



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

Alla fine del quarto trimestre la posizione patrimoniale netta sull'estero dell'Italia era passiva per 436,2 miliardi, pari al 26,7 per cento del PIL; il miglioramento rispetto al periodo precedente è riconducibile all'avanzo di conto corrente e a quello di conto capitale del trimestre. Il dato sulla posizione netta sarà prossimamente rivisto per incorporare le attività segnalate a seguito della procedura di emersione volontaria dei capitali illecitamente detenuti all'estero (voluntary disclosure): sulla base di informazioni fornite dall'Agenzia delle Entrate e di stime preliminari, tale posizione migliorerebbe di poco meno di tre punti di PIL alla fine del 2015.

## 2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Nel quarto trimestre del 2015 è proseguito l'incremento degli occupati, che ha beneficiato anche di un effetto di anticipazione indotto dalla prevista riduzione, a partire dal gennaio 2016, degli sgravi contributivi sulle nuove assunzioni; tale aumento è stato in parte compensato da un lieve calo nel primo bimestre dell'anno in corso. Le aspettative delle imprese sul quadro occupazionale sono favorevoli. Le retribuzioni hanno rallentato.

### Gli occupati sono aumentati nel quarto trimestre del 2015...

Il numero di persone occupate rilevato nel quarto trimestre del 2015 dai conti nazionali è cresciuto, al netto dei fattori stagionali, dello 0,3 per cento rispetto al periodo precedente. L'occupazione ha accelerato nell'industria in senso stretto, dove è salita per il secondo trimestre consecutivo, e ha rallentato nei servizi privati (fig. 27; tav. 5); si è ancora contratta nelle costruzioni. Le ore lavorate sono aumentate dello 0,4 per cento. È proseguita la flessione delle ore autorizzate di Cassa integrazione guadagni (-12,4 per cento). Secondo i dati preliminari della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, il numero di lavoratori occupati è lievemente sceso nel bimestre gennaio-febbraio.

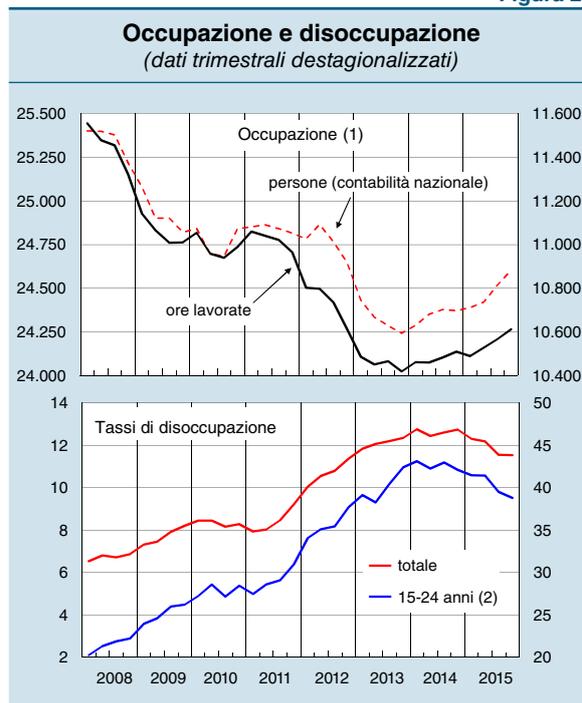
### ...in particolare quelli a tempo indeterminato...

L'occupazione alle dipendenze è cresciuta dello 0,6 per cento nel quarto trimestre del 2015 rispetto al periodo precedente, sospinta dall'aumento dei contratti a tempo indeterminato. Si è invece accentuato il calo, in atto dalla scorsa primavera, della componente autonoma (-0,5 per cento).

### ...anche per effetto degli sgravi contributivi

L'occupazione a tempo indeterminato ha beneficiato della decisione da parte dei datori di lavoro di usufruire degli sgravi contributivi previsti sino alla fine dello scorso anno, prima della loro riduzione in vigore dall'inizio del 2016. Nel complesso del 2015, secondo i dati amministrativi diffusi dall'INPS, quasi il 60 per cento delle attivazioni di rapporti lavorativi a tempo indeterminato si è avvalso degli esoneri contributivi; tale quota, in costante crescita durante l'anno, ha superato l'80 per cento in dicembre. In gennaio il saldo tra attivazioni e cessazioni di rapporti di lavoro dipendente, pur rimanendo positivo, è risultato inferiore di circa 50.000 unità rispetto allo stesso mese del 2015, per effetto della decisa flessione delle attivazioni a tempo indeterminato.

Figura 27



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

## Occupazione e ore lavorate

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

VOCI	Consistenze 4° trim. 2015	Variazioni			
		1° trim. 2014	2° trim. 2015	3° trim. 2015	4° trim. 2015
<b>Totale occupati</b>	<b>24.602</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>
di cui: industria in senso stretto	4.194	-0,6	..	0,3	0,6
servizi privati (1)	10.600	0,5	..	0,8	0,1
Dipendenti	18.421	0,1	0,4	0,5	0,6
Autonomi	6.181	-0,1	-0,6	..	-0,5
<b>Ore lavorate</b>	<b>10.611</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>
di cui: industria in senso stretto	1.830	-1,0	0,4	0,5	0,9
servizi privati (1)	4.817	0,1	0,1	0,8	-0,1
Dipendenti	7.266	..	0,6	0,6	0,7
Autonomi	3.345	-0,7	-0,2	-0,2	-0,2

Fonte: Istat, Conti economici trimestrali.

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

### Il tasso di disoccupazione giovanile è sceso

Nel quarto trimestre il tasso di disoccupazione è stato pari all'11,5 per cento, il livello più basso dall'inizio del 2013, riflettendo anche l'aumento del tasso di attività; quello relativo alla classe di età compresa tra i 15 e i 24 anni si è ridotto al 38,8 per cento (dal 39,5 del periodo precedente), a seguito di un aumento degli occupati (fig. 27). Nel bimestre gennaio-febbraio la disoccupazione è risultata marginalmente più elevata in entrambe le definizioni.

### Il costo del lavoro cresce meno delle retribuzioni per effetto degli sgravi

Il costo orario del lavoro nel settore privato non agricolo nell'ultimo trimestre dello scorso anno ha registrato un aumento inferiore a quello delle retribuzioni (rispettivamente 1,1 e 1,4 per cento sul periodo corrispondente del 2014), in conseguenza degli sgravi contributivi sulle nuove assunzioni (fig. 28). A fronte di una produttività invariata, il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nell'industria in senso stretto è cresciuto dell'1,2 per cento, un punto percentuale in meno nel confronto con lo stesso periodo dell'anno precedente.

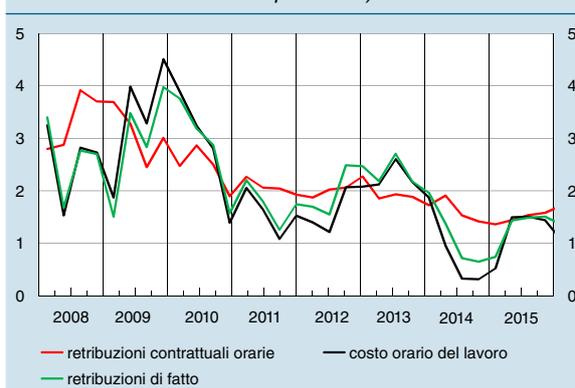
### Le retribuzioni rallentano

Nei mesi autunnali le retribuzioni contrattuali del settore privato non agricolo sono aumentate dell'1,7 per cento rispetto al periodo corrispondente del 2014 (fig. 28). In dicembre sono scaduti 13 dei 59 contratti del settore privato monitorati dall'Istat, tra cui quello relativo al comparto metalmeccanico, portando dal 21 al 52 per cento la quota dei dipendenti privati in attesa di un nuovo contratto. Nei primi due mesi del 2016, in assenza di rinnovi, le retribuzioni contrattuali hanno decelerato bruscamente (all'1,0 per cento in media sul periodo corrispondente); qualora nessuno dei contratti in scadenza nel 2016 venisse rinnovato, la crescita delle retribuzioni sarebbe pari allo 0,7 in media d'anno (cfr. il riquadro: *Dinamica delle retribuzioni, disoccupazione e aspettative di inflazione*).

Figura 28

### Costo del lavoro nel settore privato non agricolo (1)

(dati trimestrali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

## DINAMICA DELLE RETRIBUZIONI, DISOCCUPAZIONE E ASPETTATIVE DI INFLAZIONE

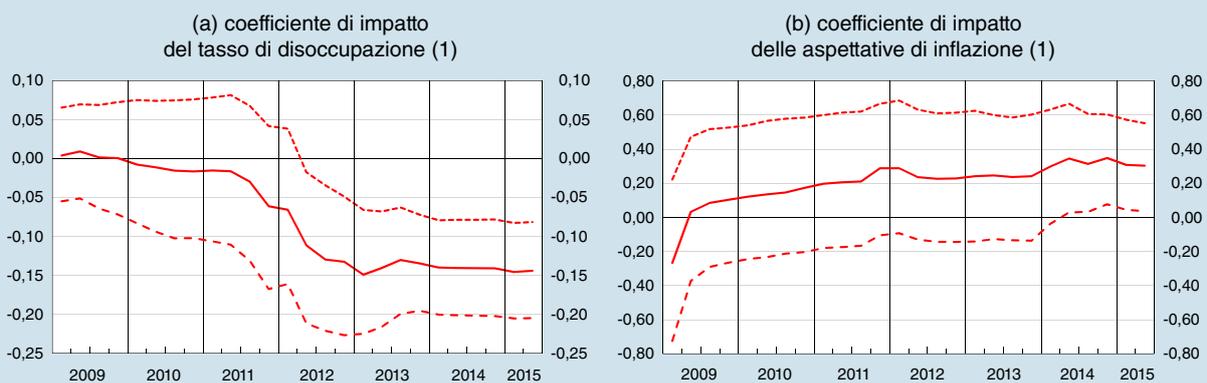
In Italia la dinamica salariale nel settore privato si è notevolmente ridotta dall'avvio della crisi finanziaria globale nel 2007; è diminuita in modo più marcato negli ultimi due anni, attestandosi in media intorno all'1 per cento sui dodici mesi, meno della metà del valore registrato nel biennio precedente. La ridotta dinamica salariale, a sua volta, ha contribuito alla flessione della componente di fondo dell'inflazione che nello stesso periodo è scesa dall'1,6 allo 0,7 per cento.

Le stime di una curva di Phillips (la relazione che lega le variazioni dei salari al tasso di disoccupazione e alle aspettative di inflazione) mostrano che è progressivamente aumentata la reattività delle retribuzioni di fatto sia alle variazioni del tasso di disoccupazione, sia alle aspettative di inflazione misurate dalle previsioni di Consensus Economics (figura). Secondo i valori mediani di queste stime, a ogni riduzione del tasso di disoccupazione di un punto percentuale corrisponderebbe una maggiore crescita salariale annua di 0,15 punti percentuali nel breve periodo e di circa 0,3 punti nel lungo periodo. Il contributo del non pieno utilizzo della forza lavoro alla bassa crescita dei prezzi non sarebbe quindi trascurabile.

In un quadro caratterizzato da persistenti pressioni al ribasso sui prezzi, anche le revisioni delle aspettative di inflazione assumono inevitabilmente un rilievo crescente nella contrattazione salariale ed è quindi importante stabilizzarle. Ad esempio, in Italia il sistema di contrattazione di primo livello prevede accordi a durata triennale e incrementi retributivi fissati tenendo conto della dinamica prevista dall'Istat dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) al netto dei beni energetici importati per il triennio di riferimento<sup>1</sup>. Dal 2014 si sono verificati significativi scarti tra l'inflazione prevista incorporata nei contratti e l'inflazione effettivamente realizzata; per prevenire il ripetersi di tali scostamenti alcuni nuovi contratti siglati nel 2015 hanno stabilito che, a partire dal mese di giugno del 2017, le parti verifichino annualmente lo scarto tra l'inflazione effettiva dell'anno precedente e la previsione utilizzata nel rinnovo e, se necessario, adeguino gli incrementi salariali successivi.

Figura

**Curva di Phillips salariale**  
(dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Consensus Economics.

(1) Stime non parametriche su dati trimestrali: mediana (linea continua) e 16° e 84° percentile (linee tratteggiate). Il modello stimato è:  $\pi_t^w = c + B_1^w \cdot \pi_{t-1}^w + B_2^w \cdot E \pi_{t+1}^p + B_3^w \cdot U_t + \epsilon_t$ , dove  $\pi_t^w$  è la crescita tendenziale delle retribuzioni di fatto nel settore privato;  $E \pi_{t+1}^p$  è la media delle aspettative di inflazione a un anno censite da Consensus Economics;  $U_t$  è il tasso di disoccupazione. I coefficienti riportati nella figura sono rispettivamente  $B_3^w$  (pannello a) e  $B_2^w$  (pannello b).

<sup>1</sup> Le parti sono comunque libere di negoziare sia contratti con durata differente, sia incrementi retributivi non allineati alla dinamica attesa dei prezzi.

**Le prospettive occupazionali sono favorevoli**

Le aspettative delle imprese circa il quadro occupazionale nel secondo trimestre, rilevate dalle indagini qualitative condotte dall'Istat e dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, rimangono favorevoli. L'indagine congiunturale effettuata in marzo dalla Banca d'Italia (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Marzo 2016*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 17, 2016) indica prospettive occupazionali in lieve miglioramento sia nell'industria in senso stretto sia nei servizi: si è ridotta la quota di imprese che stimano una flessione del numero di addetti nel prossimo trimestre.

## 2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

I prezzi al consumo hanno ripreso a diminuire dallo scorso febbraio. Alla riduzione ha contribuito soprattutto la decisa flessione delle componenti più volatili, in particolare di quella dei beni energetici; l'inflazione di fondo è rimasta su valori storicamente bassi, inferiori all'1 per cento. Le attese di famiglie e imprese prefigurano il protrarsi della fase di debolezza nella parte restante dell'anno; anche secondo gli analisti l'inflazione al consumo si attesterebbe su valori appena positivi nella media del 2016.

**L'inflazione è tornata su valori negativi**

Da febbraio la variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) è tornata su valori negativi, confermandosi in marzo a -0,2 per cento (fig. 29). Pressioni al ribasso sono derivate soprattutto dall'accentuarsi della flessione dei prezzi dei prodotti energetici e dei beni alimentari; sul quadro inflazionistico continua a gravare anche la dinamica della componente di fondo, che resta molto contenuta (0,8 per cento; tav. 6). Sempre in marzo la quota di voci elementari dell'indice generale che hanno riportato variazioni negative è scesa al 30 per cento (dal 32 in febbraio); per le componenti di fondo la quota è diminuita al 21 per cento (dal 26 in febbraio).

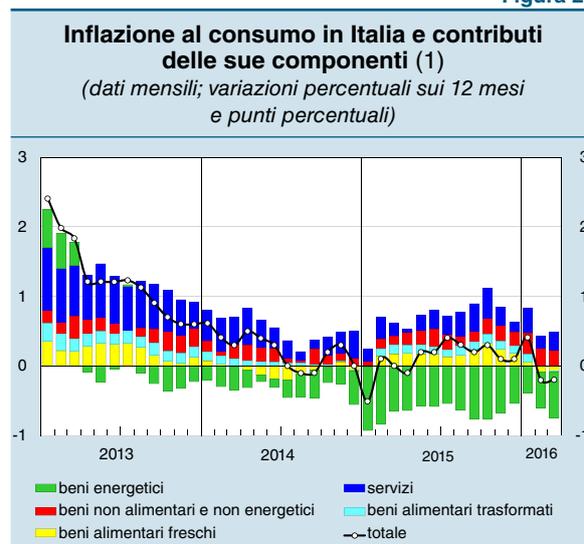
**Prosegue la riduzione dei prezzi alla produzione**

Le pressioni all'origine rimangono molto deboli. In febbraio i prezzi alla produzione hanno registrato una nuova diminuzione (-4,1 per cento sui dodici mesi, da -3,0 in gennaio): all'ulteriore, forte caduta della componente energetica si è aggiunta la lieve riduzione dei prezzi dei beni non alimentari destinati al consumo finale. Anche la crescita dei salari si è mantenuta moderata all'inizio dell'anno (cfr. il par. 2.5). Nel quarto trimestre 2015 la quota dei profitti sul valore aggiunto è marginalmente diminuita rispetto al periodo precedente, confermandosi su livelli storicamente bassi (40,5 per cento).

**Nel 2016 l'inflazione rimarrebbe assai contenuta**

Nelle rilevazioni più recenti le famiglie e le imprese si attendono che la dinamica dei prezzi resti debole. Le aziende intervistate nell'indagine trimestrale condotta in marzo dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* prospettano un modesto incremento dei listini di vendita nei prossimi dodici mesi (fig. 30). Nella media del primo trimestre il saldo tra la quota di imprese manifatturiere

Figura 29



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

**Indicatori di inflazione in Italia**  
*(variazioni percentuali sui 12 mesi)*

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

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.

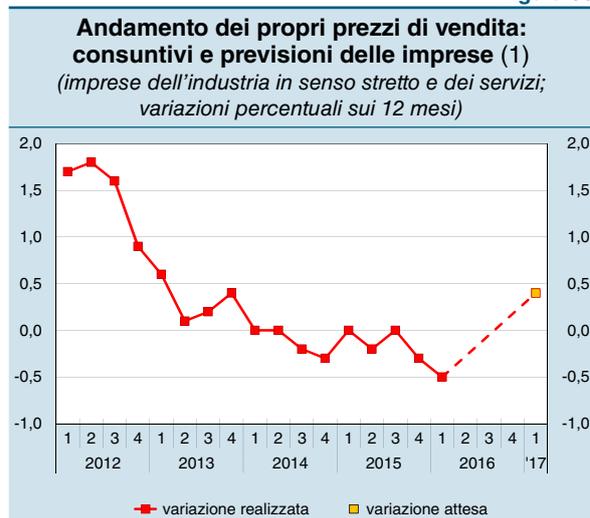
(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (2) Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale; differisce dall'indice armonizzato essenzialmente per una diversa modalità di rilevazione dei prezzi dei prodotti medicinali e delle vendite promozionali. – (3) Indice dei prezzi alla 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.

consente dall'Istat che prevede un rialzo dei prezzi di vendita dei propri prodotti e quella che ne prefigura una riduzione è sceso rispetto al periodo precedente, tornando su valori negativi. La percentuale di consumatori che si attende prezzi stabili o in diminuzione nel corso dei prossimi dodici mesi è aumentata (al 58,3 per cento, dal 56,8 nel quarto trimestre 2015). Gli analisti intervistati in marzo da Consensus Economics prevedono che l'inflazione si attesti allo 0,2 per cento nella media del 2016.

## 2.7 LE BANCHE

Prosegue la graduale ripresa del credito, favorita anche dal contributo delle misure di politica monetaria. Nonostante la volatilità dei mercati finanziari, per il sistema bancario nel suo insieme non sono emerse tensioni sulla raccolta complessiva. Il miglioramento del quadro congiunturale si riflette favorevolmente sulla dinamica e sulla consistenza dei crediti deteriorati; la redditività delle banche, sebbene ancora bassa in prospettiva storica, è in miglioramento. È stata resa

Figura 30



(1) Media robusta delle risposte al quesito sul tasso di variazione dei propri prezzi rispetto ai 12 mesi precedenti e su quello atteso nei prossimi 12 mesi, nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Marzo 2016, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 17, 2016.

## Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)

VOCI	Consistenze di fine mese (2)		Variazioni percentuali sui 12 mesi (3)	
	Novembre 2015	Febbraio 2016	Novembre 2015	Febbraio 2016
<b>Attività</b>				
Prestiti a residenti in Italia (4)	1.831	1.818	0,6	0,3
<i>di cui:</i> a imprese (5)	804	792	0,2	0,3
a famiglie (6)	620	618	0,8	1,0
Attività verso controparti centrali (7)	96	102	1,1	1,1
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (8)	531	523	-4,3	-5,6
<i>di cui:</i> titoli di Amm. pubbliche italiane	416	415	-2,1	-3,3
Attività verso l'Eurosistema (9)	20	19	63,4	89,1
Attività sull'estero (10)	337	335	7,4	1,8
Altre attività (11)	1.147	1.180	-6,7	-3,8
<b>Totale attivo</b>	<b>3.963</b>	<b>3.977</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,4</b>
<b>Passività</b>				
Depositi di residenti in Italia (4) (12) (13)	1.371	1.386	2,8	2,9
Depositi di non residenti (10)	319	322	0,1	-2,4
Passività verso controparti centrali (7)	144	176	10,6	4,6
Obbligazioni (13)	410	385	-13,4	-16,0
Passività verso l'Eurosistema (9)	154	152	-11,7	7,2
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	123	117	-11,7	-13,7
Capitale e riserve	450	448	5,4	-0,1
Altre passività (14)	992	992	-3,7	-1,3
<b>Totale passivo</b>	<b>3.963</b>	<b>3.977</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,4</b>

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di febbraio 2016 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 operazioni di cessioni di crediti. – (13) L'aggregato non include le passività nei confronti di IFM residenti. – (14) Include: obbligazioni detenute da IFM residenti; depositi da IFM residenti; derivati; altre voci di minore entità.

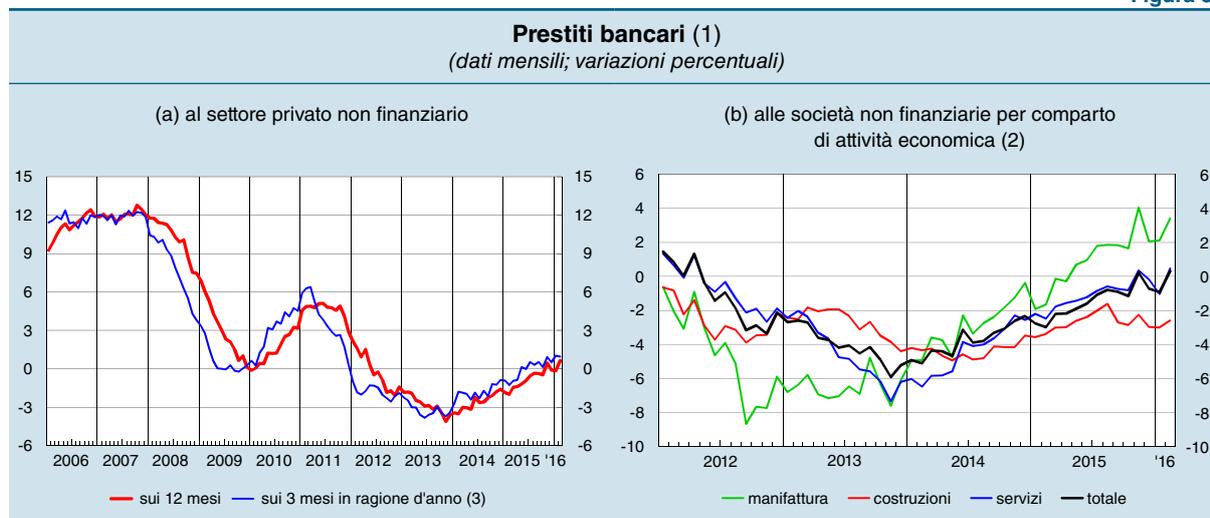
nota la costituzione di un fondo di investimento di natura privata volto a sostenere futuri aumenti di capitale da parte di banche e a contribuire alla dismissione dei crediti deteriorati.

### La raccolta delle banche è rimasta stabile

Tra novembre e febbraio la raccolta delle banche è rimasta stabile (tav. 7). L'aumento dei depositi e l'espansione della raccolta interbancaria sull'estero hanno più che compensato la riduzione delle obbligazioni collocate presso lo sportello, in atto dal 2012, e il calo di quelle all'ingrosso, che ha in parte risentito delle recenti tensioni finanziarie sul comparto bancario.

### Il credito al settore privato non finanziario cresce moderatamente

Nei tre mesi terminanti in febbraio il credito al settore privato non finanziario è aumentato dell'1,0 per cento (al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno; fig. 31.a). La dinamica dei prestiti alle imprese si è attestata su valori moderatamente positivi (0,7 per cento); quella dei finanziamenti alle famiglie ha accelerato (1,3 per cento), sostenuta in parte dalla crescita del credito al consumo che ha beneficiato del miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro e delle prospettive per il



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

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

reddito disponibile (cfr. il par. 2.3). I mutui per l'acquisto di abitazioni sono aumentati dello 0,9 per cento.

I prestiti alle imprese operanti nei comparti della manifattura e dei servizi sono cresciuti (rispettivamente del 3,4 e dello 0,5 per cento sui dodici mesi terminanti in febbraio; fig. 31.b), mentre il credito al settore delle costruzioni si è ridotto a ritmi analoghi a quelli osservati in autunno (-2,6 per cento). Permane un divario tra la dinamica dei prestiti alle società non finanziarie con almeno 20 addetti e a quelle di minore dimensione (0,6 e -2,8 per cento, rispettivamente).

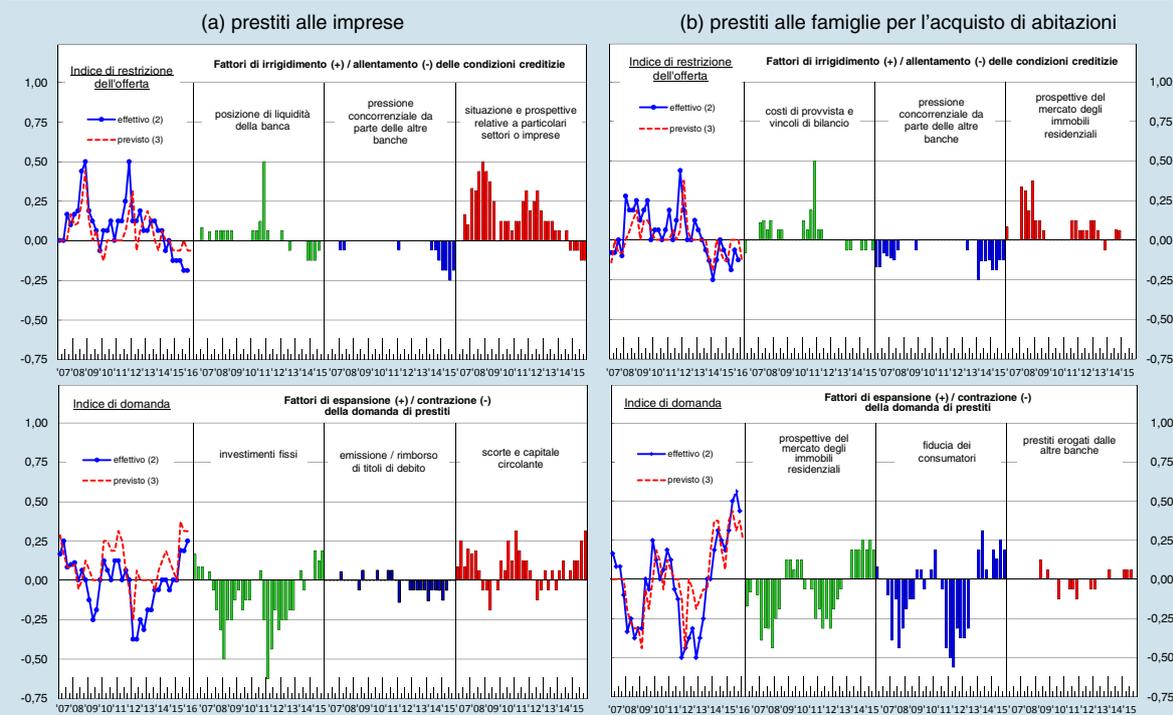
**Le condizioni di offerta sono distese** Le banche intervistate nell'ambito dell'indagine sul credito bancario (*Bank Lending Survey*) hanno segnalato, per il quarto trimestre del 2015, un ulteriore allentamento delle politiche creditizie e un rafforzamento della domanda di credito di famiglie e imprese (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*). Informazioni più recenti desunte dai sondaggi condotti in marzo presso le aziende confermano che anche nel primo trimestre del 2016 le condizioni di finanziamento si sono mantenute nel complesso favorevoli.

## L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO

Secondo quanto indicato dalle banche italiane intervistate in dicembre nell'ambito dell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), nel quarto trimestre del 2015 i criteri di offerta dei finanziamenti alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni hanno registrato un ulteriore lieve allentamento (figura A)<sup>1</sup>, stimolato soprattutto dalla pressione concorrenziale tra gli intermediari.

<sup>1</sup> All'indagine, terminata il 30 dicembre, 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); gli esiti della rilevazione relativa al primo trimestre del 2016 saranno pubblicati il prossimo 19 aprile.

## 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.

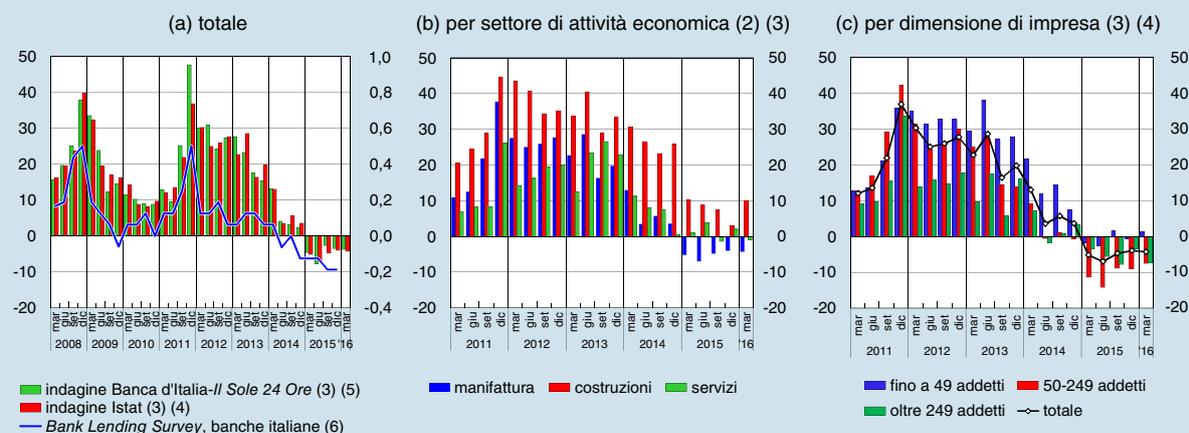
Le più favorevoli condizioni di erogazione si sono tradotte in una riduzione dei margini applicati alla media dei prestiti; per le imprese, gli intermediari hanno inoltre segnalato un modesto calo degli oneri aggiuntivi diversi dagli interessi e dei margini di interesse sui finanziamenti più rischiosi.

Le banche incluse nell'indagine hanno dichiarato che è proseguita l'espansione della domanda di prestiti da parte delle aziende, favorita dal basso costo dei finanziamenti e spinta dal fabbisogno per scorte e capitale circolante nonché, in misura minore, per investimenti fissi. Anche la domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie è rimasta sostenuta, stimolata da tassi di interesse particolarmente contenuti, in un contesto di maggiore fiducia dei consumatori e di miglioramento delle prospettive economiche generali.

Nelle risposte ai quesiti specifici relativi alle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine avviate dalla BCE nel settembre 2014, le banche hanno segnalato che il ridotto ricorso alle operazioni più recenti è riconducibile in prevalenza all'assenza di difficoltà di finanziamento e ai timori riguardo a una domanda insufficiente di prestiti<sup>2</sup>. Al contempo gli intermediari hanno anche indicato che la liquidità complessivamente ottenuta è stata utilizzata per sostituire altre operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema e per erogare prestiti, soprattutto alle imprese; ha inoltre contribuito a un moderato allentamento dei termini e delle condizioni applicati ai nuovi finanziamenti.

<sup>2</sup> Tali quesiti sono stati posti agli intermediari nelle rilevazioni di settembre e dicembre 2014 e in quella di giugno 2015; i risultati sono commentati in *Bollettino economico*, 1, 2015 e in *Bollettino economico*, 3, 2015.

## Condizioni di accesso al credito delle imprese (1)



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

I risultati dei sondaggi presso le aziende condotti in marzo e relativi al primo trimestre dell'anno segnalano che le condizioni di accesso al credito sono rimaste complessivamente favorevoli, pur in un contesto ancora differenziato tra settori di attività economica e classi dimensionali.

Sulla base dell'indagine sulla fiducia delle imprese effettuata dall'Istat (che include anche le aziende con meno di 50 addetti) le condizioni di accesso al credito sarebbero lievemente migliorate, rispetto al trimestre precedente, per quelle operanti nel settore dei servizi, a fronte di una nuova restrizione per quelle di costruzione. È proseguito l'allentamento delle condizioni nei confronti delle imprese manifatturiere, in particolare per quelle di maggiore dimensione (figura B).

Indicazioni analoghe provengono dall'indagine condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con Il Sole 24 Ore presso un campione di aziende medio-grandi (almeno 50 addetti).

### Il costo medio dei nuovi finanziamenti si colloca su livelli storicamente contenuti

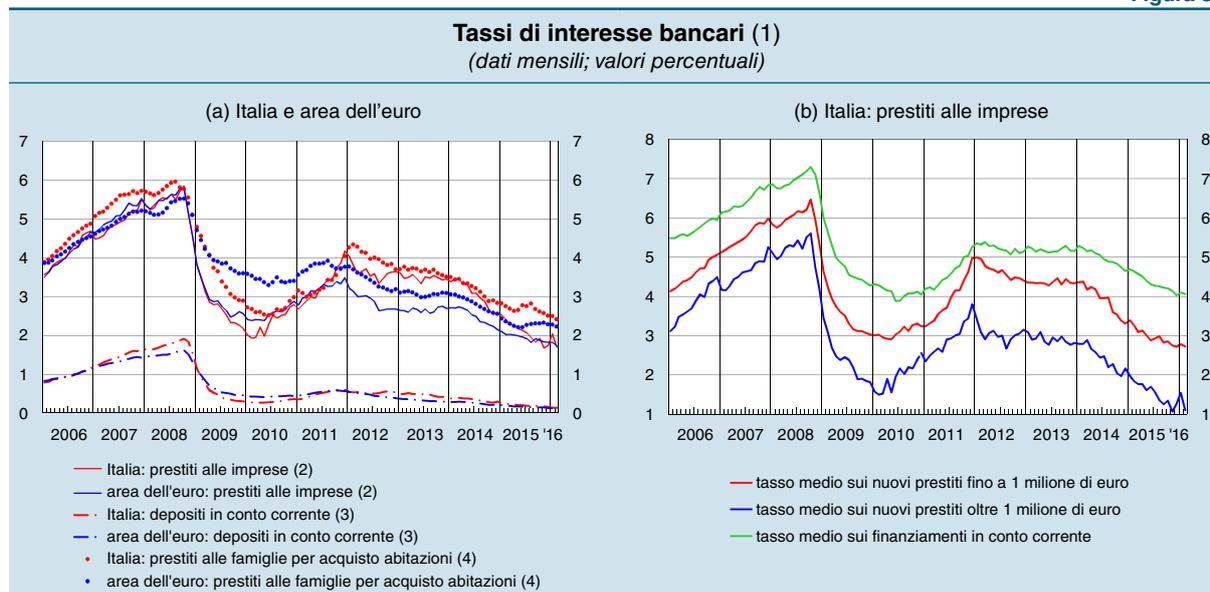
pressoché stabile per i mutui a tasso variabile (2 per cento); nel complesso il differenziale con la media dell'area si mantiene contenuto (20 punti base).

### Hanno smesso di crescere i prestiti deteriorati...

In febbraio il tasso medio sui nuovi prestiti alle imprese si è attestato all'1,7 per cento (fig. 32), un valore storicamente contenuto. Il costo dei nuovi finanziamenti di importo superiore e inferiore al milione di euro è rimasto sui livelli di novembre (1,1 e 2,7 per cento, rispettivamente). Il tasso applicato ai nuovi mutui è diminuito di circa 20 punti base per quelli a tasso fisso (2,7 per cento), mentre è rimasto pressoché stabile per i mutui a tasso variabile (2 per cento); nel complesso il differenziale con la media dell'area si mantiene contenuto (20 punti base).

Il miglioramento del quadro congiunturale si è riflesso in una forte riduzione del flusso di nuovi prestiti deteriorati, che nel quarto trimestre del 2015 è sceso al 3,3 per cento del totale dei finanziamenti<sup>3</sup> (al netto dei fattori stagionali e in

<sup>3</sup> Flusso trimestrale di prestiti deteriorati (esposizioni scadute o sconfinanti, altri crediti deteriorati e sofferenze) in rapporto alle consistenze dei prestiti in bonis alla fine del trimestre precedente.



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

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

ragione d'anno); il calo è interamente attribuibile ai prestiti alle imprese. Dati preliminari indicano inoltre che i crediti deteriorati lordi sono lievemente diminuiti in valore assoluto per la prima volta dal 2008 e che la loro quota sul totale dei finanziamenti si è stabilizzata (collocandosi al 18,2 per cento e al 10,9 al netto delle rettifiche di valore già operate nei bilanci bancari).

**...e la congiuntura si è riflessa positivamente sulla redditività**

L'avvio della ripresa ha avuto effetti positivi anche sulla redditività. Nel 2015 quella dei cinque maggiori gruppi, pur mantenendosi inferiore ai livelli registrati prima della crisi finanziaria globale, è aumentata: il rendimento del capitale e delle riserve si è attestato al 4,6 per cento (da -1,8 nel 2014). Il miglioramento è riconducibile sia alla crescita dei ricavi da commissioni (7,2 per cento), connessi

soprattutto con l'attività di gestione del risparmio, sia alla riduzione delle rettifiche di valore su crediti (-48,1 per cento), in seguito alla diminuzione dei tassi di deterioramento dei prestiti.

Nel quarto trimestre del 2015 la dotazione patrimoniale dei cinque maggiori gruppi è rimasta stabile; alla fine dell'anno il capitale di migliore qualità (common equity tier 1, CET1) e il totale dei fondi propri (total capital) erano in media pari, rispettivamente, all'11,8 e al 15,2 per cento delle attività ponderate per i rischi.

**È stato introdotto uno schema di garanzia pubblica per la cartolarizzazione delle sofferenze...**

È stata introdotta la Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze (Gacs), uno schema di garanzia pubblica precedentemente concordato con la Commissione europea in modo da escludere che l'intervento pubblico possa essere da questa considerato come un aiuto di Stato. Lo schema permette agli intermediari di acquistare una garanzia pubblica sulle tranche più sicure (senior) dei titoli rivenienti da cartolarizzazioni di sofferenze, pagando allo Stato commissioni strutturate in modo da incentivare un rapido rimborso di tali attività<sup>4</sup>. Insieme ai

<sup>4</sup> C. Barbagallo, *Misure urgenti concernenti la riforma delle banche di credito cooperativo e altre misure in materia bancaria*, testimonianza presso la Camera dei deputati, Roma, 1° marzo 2016.

provvedimenti già introdotti per ridurre i tempi di recupero dei crediti (cfr. *Bollettino economico*, 3, 2015), la Gacs favorirà la cessione delle sofferenze e lo sviluppo del mercato dei crediti deteriorati, consentendo agli investitori di compiere le proprie scelte in un quadro regolamentare ben definito.

**...ed è stata varata la riforma delle banche di credito cooperativo**

È stata contestualmente varata la riforma del credito cooperativo, che prevede la costituzione di gruppi bancari cooperativi di cui faranno parte le BCC affiliate. Inoltre, per favorire la patrimonializzazione delle singole BCC, la legge innalza l'ammontare massimo di capitale detenibile da un singolo socio e aumenta il numero minimo dei soci di tali istituti. La riforma di questo comparto, insieme a

quella delle banche popolari, può rafforzare la capacità del settore finanziario di contribuire alla ripresa dell'economia.

All'inizio di aprile è stata resa nota la costituzione di un fondo di investimento alternativo di natura privata denominato "Atlante", volto a sostenere futuri aumenti di capitale da parte di banche e a contribuire alla dismissione dei crediti deteriorati attualmente nei bilanci degli intermediari italiani. Il Governo ha annunciato l'adozione a breve di nuove misure per la riduzione dei tempi di recupero dei crediti.

## 2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

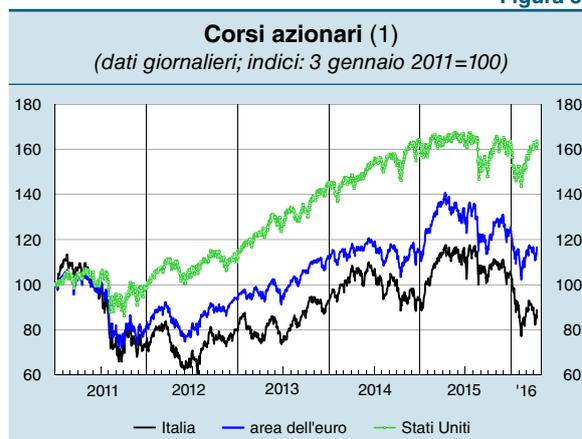
All'inizio dell'anno anche i mercati finanziari italiani hanno risentito delle turbolenze causate dal peggioramento del quadro macroeconomico globale e dall'emergere di nuovi timori sulla redditività e sulla qualità degli attivi delle banche europee. I corsi azionari sono scesi in modo marcato. Le condizioni dei mercati sono tornate a distendersi, anche a seguito del rafforzamento dell'intonazione espansiva della politica monetaria unica, pur restando volatili.

**I corsi azionari sono diminuiti**

Dall'inizio dell'anno l'indice generale della borsa italiana è diminuito del 15

per cento (6 per cento nel complesso dell'area dell'euro; fig. 33). Le quotazioni hanno registrato una flessione accentuata in gennaio e nella prima decade di febbraio, in parte recuperata successivamente (cfr. il riquadro: *Il calo delle quotazioni di borsa nell'area dell'euro e in Italia*).

Figura 33

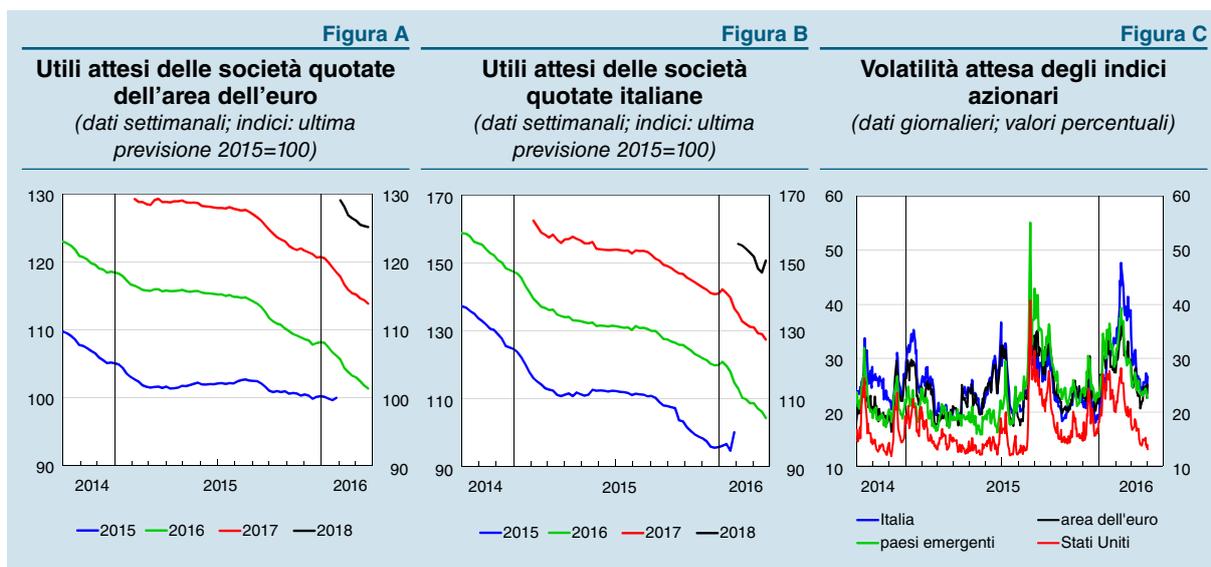


Fonte: Thomson Reuters Datastream.

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

### IL CALO DELLE QUOTAZIONI DI BORSA NELL'AREA DELL'EURO E IN ITALIA

Gli indici di borsa dei principali paesi dell'area dell'euro hanno registrato un forte calo all'inizio del 2016 (di circa il 17 per cento nella media dell'area, 18 in Germania, 16 in Francia, 24 in Italia e 19 in Spagna, tra l'inizio di quest'anno e la prima decade di febbraio; cfr. il par. 2.8). Il settore bancario dell'area ha registrato una diminuzione di entità maggiore rispetto all'indice generale (circa il 26 per cento); l'andamento sfavorevole delle quotazioni bancarie ha interessato soprattutto la Germania e l'Italia (con una flessione del 38 e del 37 per cento, rispettivamente).



Fonte: IBES.

Fonte: IBES.

Fonte: Thomson Reuters Datastream.

Il fenomeno in parte riflette un peggioramento delle aspettative sugli utili delle società quotate. Dall'inizio dell'anno gli analisti finanziari hanno rivisto fortemente al ribasso le loro previsioni sulla crescita degli utili delle società quotate nel 2016, sia nell'area dell'euro sia in Italia (all'1 e al 3 per cento alla fine di marzo, da circa l'8 e il 20 alla fine del 2015, rispettivamente; figure A e B). Tale revisione è in larga parte attribuibile ad attese di un rallentamento della crescita mondiale più accentuato di quanto previsto in precedenza.

La maggior parte del calo dei corsi è tuttavia riconducibile non al ridimensionamento delle aspettative sull'evoluzione degli utili, ma a un sensibile rialzo dei premi per il rischio dovuto sia a un atteggiamento più prudente da parte degli investitori, sia a una maggiore rischiosità percepita del contesto economico e finanziario segnalata anche dall'innalzamento della volatilità attesa delle azioni (figura C).

Tra i timori più frequentemente menzionati dagli analisti delle banche di investimento figurano: (a) la possibilità che le autorità monetarie della Cina e dei paesi emergenti, per porre freno ai cospicui deflussi di capitali, ricorrano a marcate svalutazioni del cambio con ripercussioni negative sulla stabilità dei mercati valutari e sull'economia globale; (b) il rischio che nuovi cali dei prezzi delle materie prime, in particolare di quelle energetiche, possano determinare ulteriori pressioni al ribasso sull'inflazione, compromettendo la sostenibilità dei debiti pubblici e privati; (c) l'eventualità che, in seguito alle tensioni manifestatesi di recente sui mercati obbligazionari e a un quadro macroeconomico peggiore di quello atteso, si inneschi una spirale negativa fra inasprimento delle condizioni finanziarie e ulteriore indebolimento dell'economia, con potenziali rischi anche per la stabilità finanziaria.

Per i titoli bancari il rialzo dei premi per il rischio ha riflesso però anche fattori specifici. A partire dall'estate 2015 l'eterogeneità osservata fra gli andamenti dei corsi azionari delle singole banche è stata in prevalenza legata a timori connessi con la qualità e la trasparenza degli attivi. L'evidenza indica che in questo periodo l'attenzione prestata dai mercati a tali fattori è stata assai superiore a quanto osservato in precedenza; l'aumento della sensibilità dei corsi a indicatori della qualità degli attivi appare inoltre difficilmente giustificabile sulla base del solo deterioramento del quadro macroeconomico.

La focalizzazione degli investitori sulle caratteristiche degli attivi bancari è verosimilmente riconducibile anche a incertezze degli operatori sugli orientamenti della regolamentazione degli istituti di credito nell'area dell'euro connesse con la realizzazione ancora incompleta dell'Unione bancaria.

Analogamente ad altri paesi dell'area, come Germania e Irlanda, il calo dei corsi azionari ha interessato in particolare il settore bancario, che nella prima metà del trimestre ha perso in media il 37 per cento (il 38 in Germania, il 23 in Irlanda).

La caduta dell'indice generale nel complesso del periodo è riconducibile soprattutto all'aumento del premio per il rischio richiesto dagli investitori, nonché al peggioramento delle aspettative sugli utili societari. Il contributo negativo di tali fattori è stato in parte compensato dalla diminuzione dei tassi di interesse, a sua volta parzialmente ascrivibile all'allentamento monetario deciso dalla BCE all'inizio dello scorso marzo. La volatilità attesa dei corsi azionari italiani desunta dai prezzi delle opzioni sugli indici di borsa, che si era bruscamente innalzata nella prima metà del trimestre, alla fine di marzo si collocava sui livelli dell'inizio del 2016.

**I premi per il rischio  
sovrano sono  
stati volatili...**

I rendimenti dei titoli di Stato italiani hanno risentito in modo contenuto delle tensioni sul mercato

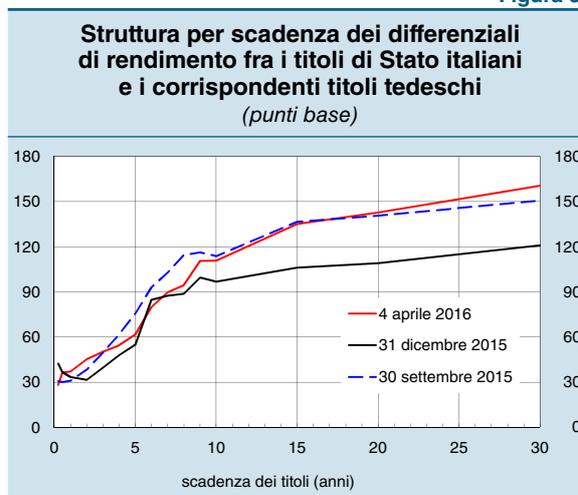
finanziario e sono progressivamente diminuiti dalla metà di febbraio per effetto del rafforzamento delle attese di nuove misure di stimolo monetario; nel complesso del primo trimestre si sono ridotti di circa 30 punti base sulle scadenze a medio e a lungo termine. Nello stesso periodo il differenziale di rendimento fra il titolo decennale italiano e quello tedesco è stato volatile (fig. 34), anche in seguito a fenomeni di ricomposizione dei portafogli degli investitori verso attività meno rischiose come il Bund; nei primi giorni di aprile si attestava su valori analoghi a quelli di inizio anno (intorno a 1,1 punti percentuali).

**...e quelli  
delle banche  
sono aumentati**

I premi sui credit default swap delle maggiori banche italiane hanno raggiunto, in media, un picco

di 390 punti base a metà febbraio e si sono ridotti nelle settimane successive; nel complesso del primo trimestre sono cresciuti di 120 punti base. Alle tensioni nel settore bancario ha contribuito una maggiore attenzione degli operatori alla qualità degli attivi, connessa con l'incer-

Figura 34



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Tavola 8

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

PERIODO	Banche	Altre società finanziarie	Società non finanziarie	Totale
<b>Italia (2)</b>				
2014	-153,0	-17,1	3,9	-166,2
2015	-105,7	-15,4	-1,8	-122,8
2014 – 1° trim.	-48,5	-8,6	3,3	-53,8
2° trim.	-28,3	1,8	-1,6	-28,1
3° trim.	-37,6	-6,9	2,9	-41,7
4° trim.	-38,7	-3,4	-0,7	-42,7
2015 – 1° trim.	-42,0	-5,8	0,4	-47,4
2° trim.	-26,4	-5,2	-3,6	-35,1
3° trim.	-26,7	0,0	1,2	-25,5
4° trim.	-10,6	-4,4	0,1	-14,9
<b>Area dell'euro</b>				
2014	-391,6	21,1	57,6	-312,9
2015	-290,9	135,7	55,4	-99,9
2014 – 1° trim.	-116,5	-27,3	19,4	-124,3
2° trim.	-70,5	69,6	18,5	17,6
3° trim.	-80,7	-4,3	13,2	-71,8
4° trim.	-124,0	-16,9	6,4	-134,4
2015 – 1° trim.	-73,4	64,6	18,0	9,2
2° trim.	-69,9	10,5	0,2	-59,2
3° trim.	-60,3	34,1	16,0	-10,2
4° trim.	-87,3	26,5	21,1	-39,8

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Obbligazioni con durata all'emissione superiore all'anno, valutate al valore nominale, emesse da società residenti in Italia (pannello superiore) o nell'area (pannello inferiore) e appartenenti al settore indicato. Le emissioni nette sono pari alla differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati. – (2) I dati sulle emissioni nette di obbligazioni in Italia differiscono da quelli pubblicati fino a ottobre 2014 per effetto dell'adozione dei nuovi standard contabili previsti dal SEC 2010.

tezza sugli orientamenti della regolamentazione bancaria. I premi per il rischio di credito delle società non finanziarie italiane sono invece leggermente diminuiti nel corso del periodo, beneficiando dell'annuncio dell'estensione del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema alle obbligazioni delle imprese (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate nel marzo 2016* del capitolo 1).

**Sono continuati i rimborsi netti di obbligazioni bancarie**

Nel quarto trimestre del 2015 sono proseguiti i rimborsi netti di obbligazioni da parte delle banche, sia in Italia sia nell'area dell'euro (per 11 e 87 miliardi, rispettivamente; tav. 8). Nel primo trimestre, sulla base di dati preliminari di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, i collocamenti effettuati dalle banche italiane avrebbero raggiunto 12 miliardi (6 nel trimestre precedente).

**È diminuita la raccolta netta dei fondi comuni**

Secondo dati di fonte Assogestioni, nell'ultimo trimestre del 2015 gli afflussi netti di risparmio verso i fondi comuni aperti di diritto italiano ed estero si sono ulteriormente ridotti (a 10 miliardi, da 16 nel periodo precedente). Tale riduzione è ascrivibile soprattutto al comparto flessibile.

## 2.9 LA FINANZA PUBBLICA

Nel 2015 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è diminuito di 0,4 punti percentuali del PIL, in linea con le stime del Governo. L'incidenza del debito pubblico sul PIL è aumentata marginalmente (0,2 punti percentuali), al 132,7 per cento, a fronte dell'incremento di 16 punti percentuali nel triennio 2012-14. Nei programmi del Governo per il biennio 2016-17 l'indebitamento netto e il debito si riducono; nelle prossime settimane la Commissione valuterà la coerenza di tali programmi con le regole di bilancio europee.

**Nel 2015 l'indebitamento netto si è ridotto**

Lo scorso anno l'indebitamento netto si è collocato al 2,6 per cento del prodotto (tav. 9), in linea con la

stima del Governo contenuta nel *Documento di economia e finanza 2015* dello scorso aprile e poi confermata in ottobre nel *Documento programmatico di bilancio 2016* (tav. 10). La riduzione rispetto al 2014 (0,4 punti percentuali) deriva dal calo della spesa per interessi, a fronte di un avanzo primario stabile (1,6 per cento del PIL). Secondo le ultime previsioni della Commissione, nella media degli altri paesi dell'area dell'euro il saldo primario è risultato in pareggio.

**Le spese sono rimaste stabili; quelle per investimenti sono cresciute**

Nel 2015 sia le spese complessive delle Amministrazioni pubbliche sia la componente primaria corrente sono rimaste sostanzialmente invariate (tav. 11), dopo anni in cui la crescita era già risultata modesta (rispettivamente 0,9 e 1,6 per cento l'anno, nella media del periodo 2009-

2014). Le prestazioni sociali in denaro sono aumentate, riflettendo tra l'altro la piena attuazione del credito di imposta per lavoratori dipendenti con redditi medio-bassi. I redditi da lavoro dipendente sono invece diminuiti per il quinto anno consecutivo, principalmente per effetto delle misure che hanno contenuto il turnover dei dipendenti e le retribuzioni. Circa la metà dell'incremento delle

Tavola 9

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

VOCI	2012	2013	2014	2015
Indebitamento netto	47,5	47,0	48,9	42,4
in % del PIL	2,9	2,9	3,0	2,6
Avanzo primario	36,0	30,6	25,4	26,1
in % del PIL	2,2	1,9	1,6	1,6
Spesa per interessi	83,6	77,6	74,3	68,4
in % del PIL	5,2	4,8	4,6	4,2
Debito	1.990	2.070	2.136	2.172
in % del PIL	123,3	129,0	132,5	132,7

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, elaborazioni su dati Istat.  
(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

uscite in conto capitale (10,7 per cento) è ascrivibile all'aumento degli investimenti fissi lordi e dei contributi agli investimenti (complessivamente 5,8 per cento); nel triennio 2012-14 questi ultimi due aggregati erano scesi in media del 7,3 per cento. Gli oneri per interessi sono diminuiti per il terzo anno consecutivo (-7,9 per cento), anche in seguito al programma di acquisto di titoli pubblici deciso dal Consiglio direttivo della BCE nel gennaio 2015.

**La pressione fiscale si è mantenuta pressoché invariata**

Lo scorso anno le entrate delle Amministrazioni pubbliche sono aumentate dell'1,0 per cento; tale andamento è riconducibile alla crescita delle entrate correnti, solo in parte compensata dal calo di quelle in conto capitale. Le imposte dirette sono cresciute (1,9 per cento), sospinte principalmente dal gettito dell'Irpef; l'aumento di quelle indirette è risultato più contenuto (0,5 per cento). La pressione fiscale è diminuita di 0,1 punti percentuali (al 43,5 per cento del PIL), dopo l'incremento di due punti nel triennio 2012-14. Contabilizzando tra le entrate il credito di imposta riconosciuto ai lavoratori dipendenti con redditi medio-bassi, si può stimare che la pressione fiscale sia scesa di 0,3 punti rispetto al 2014.

**Il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche è sceso**

Nel 2015 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni mobiliari è diminuito di 11,6 miliardi, a 57,5 (tav. 12 e fig. 35). La riduzione, oltre al calo dell'indebitamento netto, riflette principalmente i minori pagamenti legati all'estinzione dei debiti commerciali pregressi e al sostegno finanziario ai paesi della UEM.

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

Il debito delle Amministrazioni pubbliche è cresciuto di 35,5 miliardi (tav. 13 e fig. 36): l'incremento delle passività legate al fabbisogno complessivo per il 2015 (50,9 miliardi) è stato compensato dalla riduzione delle disponibilità liquide del Tesoro (-10,7 miliardi, a 35,7) e dagli scarti e premi di emissione (5,1 miliardi). L'incidenza del debito sul PIL è cresciuta marginalmente (dal 132,5 al 132,7 per cento), a fronte di un incremento di 16 punti percentuali nel triennio 2012-14.

**Nel primo trimestre del 2016 il fabbisogno del settore statale è peggiorato, riflettendo principalmente operazioni straordinarie**

Nel primo trimestre del 2016 il fabbisogno del settore statale è stato pari a 26,4 miliardi, superiore di 2,9 rispetto al corrispondente periodo del 2015. Il peggioramento è in gran parte dovuto ad operazioni finanziarie straordinarie (quali il venire meno del riversamento in Tesoreria delle disponibilità liquide detenute presso il sistema bancario dalle Camere di commercio, che ha ridotto il fabbisogno nel 2015) e ad alcune disomogeneità temporali, in particolare lo slittamento alla seconda metà di quest'anno degli introiti legati al canone Rai.

**Tavola 10**

**Obiettivi e stime dei conti pubblici del 2015**  
(percentuali del PIL)

VOCI	Amministrazioni pubbliche			Per memoria: crescita del PIL reale (%)
	indebitamento netto	avanzo primario	debito (1)	
<b>Obiettivi</b>				
Aprile 2014 (2) (3)	1,8	3,3	133,3	1,3
Settembre 2014 (4)	2,9	1,6	133,4	0,6
Settembre 2015 (5)	2,6	1,7	132,8	0,9
<b>Stime</b>				
Aprile 2015 (6)	2,5	1,7	132,4	0,7
Settembre 2015 (5)	2,6	1,7	132,8	0,9
Ottobre 2015 (7)	2,6	1,7	132,8	0,9
<b>Consuntivo (8)</b>	<b>2,6</b>	<b>1,6</b>	<b>132,7</b>	<b>0,8</b>

(1) Le stime e gli obiettivi riportati nei documenti ufficiali sono solo parzialmente coerenti tra loro in quanto includono in maniera non omogenea gli effetti del sostegno finanziario ai paesi in difficoltà e il contributo italiano allo European Stability Mechanism (ESM). – (2) Documento di economia e finanza 2014. – (3) Questi dati sono formulati secondo le regole statistiche del SEC 1995; i documenti programmatici pubblicati a partire da settembre 2014 adottano le regole del SEC 2010. – (4) Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2014. – (5) Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2015. – (6) Documento di economia e finanza 2015. – (7) Documento programmatico di bilancio 2016. – (8) Per indebitamento netto, avanzo primario e crescita del PIL, elaborazioni su dati Istat.

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

VOCI	2014	2015	Variazioni percentuali		VOCI	2014	2015	Variazioni percentuali	
			2014	2015				2014	2015
<b>SPESE</b>					<b>ENTRATE</b>				
Spesa per consumi finali	312,6	310,3	-0,9	-0,7	Imposte dirette	237,9	242,4	-1,2	1,9
<i>di cui:</i>					Imposte indirette	248,2	249,3	4,0	0,5
redditi da lavoro	163,6	161,7	-0,7	-1,1	Contributi sociali	214,3	218,5	-0,4	2,0
consumi intermedi	88,6	88,8	-1,1	0,3	Produzione vendibile e per uso proprio	37,0	37,8	1,1	2,4
prestazioni sociali in natura	43,8	44,2	0,5	0,9	Altre entrate correnti	32,1	30,6	2,6	-4,4
Prestazioni sociali in denaro	326,9	333,0	2,2	1,9	<b>Entrate correnti</b>	<b>769,5</b>	<b>778,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>
Interessi passivi	74,3	68,4	-4,2	-7,9	in % del PIL	47,7	47,6		
Altre spese	68,1	63,5	3,0	-6,7	<b>Entrate in c/capitale</b>	<b>7,1</b>	<b>5,4</b>	<b>-23,8</b>	<b>-24,6</b>
<b>Spese correnti</b>	<b>765,2</b>	<b>759,7</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,7</b>	<i>di cui:</i>				
in % del PIL	47,5	46,4			imposte	1,6	1,1	-61,9	-32,1
<b>Spese correnti al netto degli interessi</b>	<b>690,9</b>	<b>691,2</b>	<b>1,1</b>	<b>0,0</b>	<b>TOTALE ENTRATE</b>	<b>776,6</b>	<b>784,0</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>
in % del PIL	42,9	42,2			in % del PIL	48,2	47,9		
Investimenti (1)	36,9	37,3	-4,1	1,0	<i>di cui:</i>				
Contributi agli investimenti	13,2	15,7	-5,8	19,1	pressione fiscale	43,6	43,5		
Altre spese in conto capitale	10,2	13,8	92,3	34,7	<b>INDEBITAMENTO NETTO</b>	<b>48,9</b>	<b>42,4</b>		
<b>Spese in c/capitale</b>	<b>60,3</b>	<b>66,7</b>	<b>4,4</b>	<b>10,7</b>	in % del PIL	3,0	2,6		
<b>Totale spese al netto degli interessi</b>	<b>751,2</b>	<b>758,0</b>	<b>1,3</b>	<b>0,9</b>	<b>Saldo primario</b>	<b>25,4</b>	<b>26,1</b>		
in % del PIL	46,6	46,3			in % del PIL	1,6	1,6		
<b>TOTALE SPESE</b>	<b>825,5</b>	<b>826,4</b>	<b>0,8</b>	<b>0,1</b>	<i>Per memoria:</i>				
in % del PIL	51,2	50,5			PIL	1.611,9	1.636,4		1,5

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) In questa voce sono contabilizzati con segno negativo i proventi relativi alle vendite di immobili.

**Il Governo ha approvato il Documento di economia e finanza 2016**

Lo scorso 8 aprile il Governo ha approvato il *Documento di economia e finanza 2016* (DEF). Il nuovo quadro programmatico prefigura un rallentamento del

consolidamento di bilancio rispetto a quanto previsto lo scorso autunno. L'obiettivo di indebitamento netto è pari al 2,3 per cento del prodotto nel 2016 e all'1,8 nel 2017 (contro l'1,1 indicato nel *Documento programmatico di bilancio 2016*; tav. 14). In termini strutturali (ossia al netto degli effetti del ciclo e delle misure una tantum) il disavanzo aumenterebbe di 0,7 punti percentuali nell'anno in corso, per poi ridursi di 0,1 punti nel 2017; l'obiettivo di medio termine sarebbe

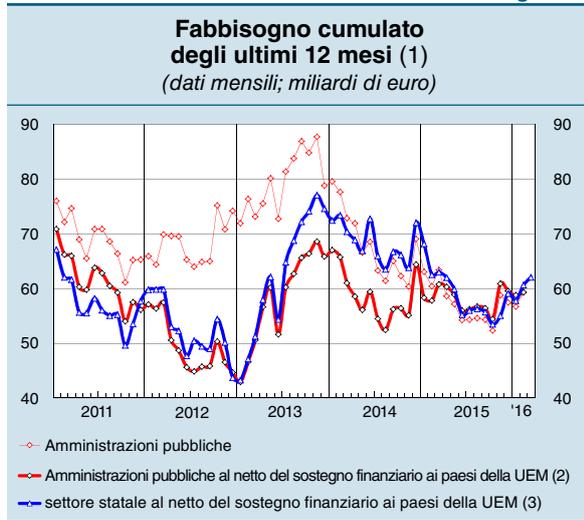
Tavola 12

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

VOCI	2012	2013	2014	2015
Fabbisogno	66,3	77,0	65,8	50,9
in % del PIL	4,1	4,8	4,1	3,1
Fabbisogno netto (1)	74,2	78,8	69,1	57,5
in % del PIL	4,6	4,9	4,3	3,5
Debito	1.989,8	2.069,8	2.136,2	2.171,7
in % del PIL	123,3	129,0	132,5	132,7
<i>Per memoria:</i>				
Dismissioni mobiliari	7,9	1,9	3,3	6,6
in % del PIL	0,5	0,1	0,2	0,4

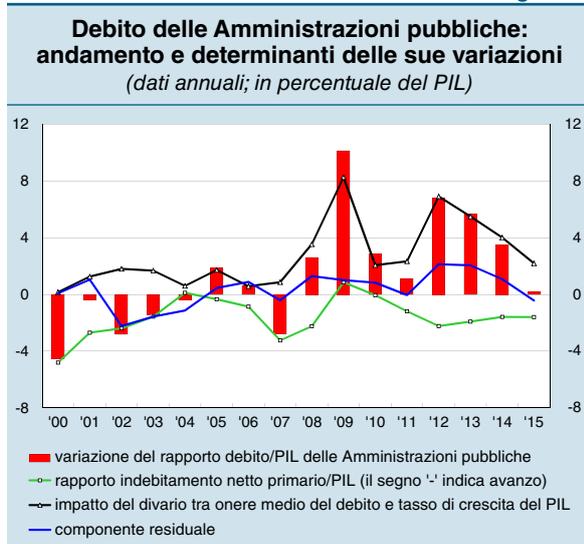
(1) Al netto delle dismissioni mobiliari.

Figura 35



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

Figura 36



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

sostanzialmente raggiunto nel 2019 anziché il prossimo anno. Il rapporto fra il debito e il PIL inizierebbe a diminuire nell'anno in corso; la riduzione attesa sarebbe tuttavia di entità minore rispetto a quella indicata in autunno (0,3 punti percentuali contro 1,4). Nel 2019 l'incidenza del debito sul prodotto risulterebbe pari al 123,8 per cento; al calo rispetto al livello del 2015 contribuirebbero avanzi primari crescenti nel tempo (dall'1,7 per cento del PIL nell'anno in corso al 3,6 nel 2019), l'accelerazione del prodotto nominale e oneri per interessi via via più contenuti. Anche alla luce di questi programmi, la posizione di bilancio dell'Italia sarà valutata dalla Commissione europea dopo l'aggiornamento delle sue previsioni atteso per il prossimo maggio.

Tavola 13

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

VOCI	2012	2013	2014	2015
<b>Variazione del debito = (a)+(b)+(c)+(d)</b>	<b>82,0</b>	<b>80,1</b>	<b>66,4</b>	<b>35,5</b>
(a) Fabbisogno complessivo	66,3	77,0	65,8	50,9
di cui:				
sostegno ai paesi UEM	29,5	13,0	4,7	-2,1
(b) Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro	10,1	3,2	8,8	-10,7
(c) Scarti e premi di emissione	5,6	-0,1	-8,7	-5,1
(d) Controvalore in euro di passività in valuta	-0,1	-0,1	0,5	0,3

Tavola 14

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

VOCI	2015	2016	2017	2018
Indebitamento netto	42,4	....	....	....
in % del PIL	2,6	2,3	1,8	0,9
Avanzo primario	26,1	....	....	....
in % del PIL	1,6	1,7	2,0	2,7
Spesa per interessi	68,4	....	....	....
in % del PIL	4,2	4,0	3,8	3,6
Indebitamento netto strutturale	....	....	....	....
in % del PIL	0,6	1,2	1,1	0,8
Debito	2.171,7	2.213,8	2.242,5	2.259,1
in % del PIL	132,7	132,4	130,9	128,0

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche per il 2015 elaborazioni su dati Istat; Ministero dell'Economia e delle finanze, Documento di economia e finanza 2016 per gli anni 2016-18.  
 (1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

# DOCUMENTAZIONE STATISTICA

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

## INDICE

A1	Conto economico delle risorse e degli impieghi: area dell'euro	<b>53</b>
A2	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia	<b>54</b>
A3	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	<b>55</b>
A4	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	<b>56</b>
A5	Indici armonizzati dei prezzi al consumo: Italia e altri maggiori paesi dell'area dell'euro	<b>57</b>
A6	Produzione industriale e indicatori congiunturali: Italia	<b>58</b>
A7	Forze di lavoro, occupazione e disoccupazione: Italia	<b>59</b>
A8	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	<b>60</b>
A9	Prestiti bancari in Italia per area geografica e settore di attività economica	<b>61</b>
A10	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche: Italia	<b>62</b>
A11	Debito delle Amministrazioni pubbliche: Italia	<b>63</b>

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

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

Fonte: Eurostat.

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

### Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia (1)

(variazioni percentuali sul periodo precedente)

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

Fonte: Istat.

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

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

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

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

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

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

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

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

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

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

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

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

PERIODO	Produzione industriale (2)					Indicatori congiunturali (3)				
	Indice generale	Beni di consumo	Beni strumentali	Prodotti intermedi	Energia	Livello degli ordini			Domanda attesa a 3 mesi	Scorte di prodotti finiti (scarto dal normale)
						Interno	Estero	Totale		
2009	93,5	97,9	89,9	91,7	97,6	-56,3	-59,3	-56,9	-6,1	2,5
2010	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	-29,8	-27,4	-27,0	12,3	-1,5
2011	100,4	97,7	104,1	100,5	97,9	-25,2	-15,1	-19,8	9,2	2,1
2012	94,4	93,5	98,0	91,7	95,4	-43,3	-27,4	-36,9	-3,1	3,3
2013	91,5	91,3	93,4	90,5	90,2	-44,3	-18,4	-32,1	4,1	1,5
2014	90,5	90,6	93,4	90,0	85,4	-33,1	-15,3	-19,3	8,9	2,1
2015	92,1	91,5	97,5	89,8	87,5	-21,7	-13,1	-12,8	12,3	3,1
2008 – 1°trim.	120,3	108,1	126,9	130,2	110,0	-13,7	-11,7	-10,0	14,0	4,0
2°trim.	119,8	106,6	124,8	126,9	109,7	-21,3	-19,0	-17,7	10,3	5,0
3°trim.	112,7	103,5	116,2	121,0	106,9	-30,0	-24,7	-26,0	4,0	6,3
4°trim.	104,4	102,9	106,8	107,0	102,5	-45,0	-42,3	-44,7	-13,0	6,7
2009 – 1°trim.	93,4	97,1	92,1	91,5	97,4	-63,7	-63,3	-61,7	-24,0	6,7
2°trim.	91,4	95,8	86,6	88,1	96,8	-61,0	-66,3	-62,0	-7,3	3,3
3°trim.	92,6	97,7	86,3	89,4	97,7	-54,0	-58,3	-56,3	2,0	1,7
4°trim.	94,9	99,6	90,9	94,5	98,7	-46,7	-49,0	-47,7	5,0	-1,7
2010 – 1°trim.	97,3	99,6	94,5	96,4	101,5	-39,0	-41,7	-38,7	8,3	-3,0
2°trim.	99,2	99,3	98,6	99,4	99,0	-32,7	-29,7	-30,0	12,0	-2,7
3°trim.	100,4	100,0	101,8	99,5	97,1	-25,7	-24,0	-22,3	13,0	-1,3
4°trim.	101,3	98,6	102,2	102,4	102,1	-21,7	-14,3	-17,0	15,7	1,0
2011 – 1°trim.	102,0	98,4	105,0	102,9	100,0	-20,3	-10,0	-14,0	15,0	0,3
2°trim.	102,0	99,7	105,3	102,4	97,6	-20,3	-12,0	-14,7	14,0	0,7
3°trim.	100,7	97,2	105,4	100,8	98,7	-26,7	-16,0	-22,3	7,3	4,0
4°trim.	98,7	96,0	102,3	98,2	95,8	-33,3	-22,3	-28,3	0,3	3,3
2012 – 1°trim.	96,2	93,7	99,8	94,2	98,2	-38,3	-26,0	-32,3	-1,3	3,3
2°trim.	94,9	93,9	97,6	92,9	95,0	-44,7	-27,7	-37,0	-2,7	4,7
3°trim.	94,9	94,3	99,2	91,7	96,6	-45,0	-26,3	-38,0	-4,0	3,7
4°trim.	92,3	91,9	96,8	88,5	91,3	-45,3	-29,7	-40,3	-4,3	1,7
2013 – 1°trim.	91,8	92,0	92,4	89,4	92,9	-46,0	-30,0	-39,3	-1,0	3,0
2°trim.	91,5	90,3	94,4	89,9	90,0	-48,7	-21,7	-38,7	-0,3	2,7
3°trim.	91,5	91,5	93,2	91,6	88,9	-43,3	-11,7	-29,0	7,3	0,7
4°trim.	92,0	91,3	93,5	92,3	89,2	-39,3	-10,3	-21,3	10,3	-0,3
2014 – 1°trim.	91,7	91,4	94,5	91,9	85,2	-36,3	-13,3	-19,7	9,7	-0,7
2°trim.	91,3	91,3	92,9	90,9	87,2	-31,7	-13,7	-17,3	10,3	1,3
3°trim.	90,7	90,8	93,4	90,1	85,4	-33,7	-16,0	-20,0	7,7	4,0
4°trim.	91,1	90,9	95,3	89,5	84,5	-30,7	-18,3	-20,0	8,0	3,7
2015 – 1°trim.	91,4	91,4	95,5	89,5	86,9	-26,3	-16,3	-15,3	11,0	3,3
2°trim.	92,0	91,1	97,3	89,6	87,4	-22,3	-12,3	-12,0	13,0	2,7
3°trim.	92,4	91,2	98,1	89,5	89,6	-20,7	-13,3	-13,0	12,3	3,0
4°trim.	92,4	90,9	98,0	90,2	85,9	-17,3	-10,3	-10,7	13,0	3,3
2016 – 1°trim.	....	....	....	....	....	-18,7	-16,0	-13,3	10,0	3,7

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

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

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

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

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

PERIODO	Conto corrente					Conto capitale		
	Totale	Merci	Servizi	Redditi primari	Redditi secondari	Totale	Attività intangibili	Trasferimenti unilaterali
2012	-6.938	16.829	-130	-4.121	-19.516	3.959	1.835	2.124
2013	14.096	36.063	244	-4.154	-18.056	181	-3.142	3.322
2014	29.726	47.867	-837	-1.492	-15.812	3.386	-942	4.328
2015	35.785	53.838	-1.390	-2.036	-14.627	2.638	-1.098	3.736
2014 – 1° trim.	-469	8.106	-2.461	657	-6.770	-587	-515	-72
2° trim.	5.882	11.863	869	-4.009	-2.842	281	-158	439
3° trim.	9.516	12.170	1.649	-1.325	-2.978	423	43	381
4° trim.	14.796	15.727	-894	3.185	-3.222	3.269	-311	3.580
2015 – 1° trim.	697	9.738	-2.767	780	-7.054	-294	-276	-18
2° trim.	6.432	12.703	1.322	-4.823	-2.771	-349	-587	238
3° trim.	13.104	13.945	2.023	-91	-2.772	-13	-211	198
4° trim.	15.551	17.452	-1.969	2.097	-2.029	3.294	-24	3.318
2014 – gen.	-1.531	705	-667	97	-1.665	-118	-108	-10
feb.	413	3.082	-800	318	-2.188	-134	-115	-19
mar.	649	4.319	-995	242	-2.917	-335	-292	-43
apr.	2.506	3.941	-145	-308	-982	-13	-76	63
mag.	558	4.084	252	-3.094	-683	-4	-68	64
giu.	2.818	3.839	763	-608	-1.176	298	-14	312
lug.	7.218	7.172	1.103	47	-1.103	195	37	157
ago.	1.397	2.557	-34	-134	-993	157	12	146
set.	901	2.441	580	-1.238	-882	71	-6	77
ott.	5.817	5.753	18	864	-818	1.317	-65	1.382
nov.	2.917	3.841	-604	549	-869	1.168	-58	1.226
dic.	6.062	6.134	-309	1.772	-1.535	784	-188	973
2015 – gen.	-1.757	810	-790	-26	-1.749	-17	-29	12
feb.	1.091	4.250	-972	102	-2.290	-23	-27	4
mar.	1.364	4.678	-1.004	705	-3.015	-254	-220	-35
apr.	3.158	4.395	7	-234	-1.011	-176	-199	24
mag.	1.519	4.761	506	-3.102	-645	-174	-197	23
giu.	1.756	3.548	810	-1.487	-1.115	1	-191	192
lug.	8.828	8.529	1.184	117	-1.002	18	-69	87
ago.	2.121	2.584	393	59	-915	22	-58	80
set.	2.155	2.832	446	-268	-854	-52	-84	31
ott.	5.222	5.542	-303	496	-513	1.303	-4	1.306
nov.	4.036	5.167	-975	366	-522	1.160	6	1.154
dic.	6.293	6.743	-690	1.235	-995	831	-26	858
2016 – gen.	(-1.068)	(1.038)	(-651)	(186)	(-1.641)	(-23)	(-24)	(1)

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

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

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

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

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

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

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

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

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

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

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

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