



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

ottobre 2014

4 | 2014



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 4 / 2014
Ottobre

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

Relazione annuale

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

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

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

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

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

© Banca d'Italia, 2014

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

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

Direttore responsabile

Eugenio Gaiotti

Comitato di redazione

Alberto Locarno (coordinamento), Francesco Caprioli, Sara Cecchetti, Pietro Cova, Ivan Faiella, Alberto Felettigh, Francesco Manaresi, Mario Porqueddu, Gabriele Sene, Riccardo Settimo, Roberta Zizza

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

Riquadri: Guido Bulligan, Stefano Piersanti, Filippo Scoccianti, Fabrizio Venditti

Indirizzo

Via Nazionale 91, 00184 Roma - Italia

Telefono

+39 0647921

Sito internet

<http://www.bancaditalia.it>

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

ISSN 0393-2400 (stampa)

ISSN 2280-7632 (online)

Aggiornato con i dati disponibili al 17 ottobre 2014, salvo diversa indicazione

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

INDICE

LA SINTESI	5
1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
1.1 Il ciclo internazionale	8
1.2 L'area dell'euro	11
1.3 I mercati finanziari internazionali	13
2 L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	16
2.2 Le imprese	18
2.3 Le famiglie	22
2.4 La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	23
2.5 Il mercato del lavoro	25
2.6 La dinamica dei prezzi	27
2.7 Le banche	30
2.8 Il mercato finanziario	34
2.9 La finanza pubblica	36
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	41

INDICE DEI RIQUADRI

Le determinanti del calo dell'attività economica nella prima metà dell'anno	17
Le prospettive degli investimenti sulla base delle recenti inchieste presso le imprese	19
I nuovi standard internazionali dei conti con l'estero	24
L'andamento dell'inflazione in Italia	28
L'offerta e la domanda di credito	31
I conti delle Amministrazioni pubbliche secondo il SEC 2010	36

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

I rischi per l'economia globale sono aumentati...

La dinamica dell'economia globale e del commercio internazionale nel corso del 2014 è stata decisamente inferiore alle attese. L'attività economica sta prendendo vigore negli Stati Uniti e nel Regno Unito, ma si è indebolita in Giappone e nelle economie emergenti. Sono aumentati i rischi di un ulteriore rallentamento, anche a seguito delle tensioni geopolitiche e del possibile aggravarsi di squilibri strutturali in alcune economie emergenti. Lo sfasamento delle condizioni cicliche comporta una progressiva divaricazione delle politiche monetarie nei paesi avanzati, ancor più espansiva nell'area dell'euro, in graduale normalizzazione negli Stati Uniti.

...e l'economia dell'area dell'euro ha perso slancio

Nell'area dell'euro la ripresa ha perso slancio; in Germania l'attività economica si è contratta nel secondo trimestre. L'attenuazione dell'impulso impresso dalla domanda estera non è stata ancora compensata da un sufficiente recupero di quella interna. Le prospettive di crescita per l'anno in corso sono state riviste al ribasso sia per l'area nel suo complesso sia per le principali economie. L'inflazione ha raggiunto livelli eccezionalmente bassi; anche le aspettative su orizzonti di medio periodo sono scese al di sotto della definizione di stabilità dei prezzi. Sono in aumento i rischi di ribassi ulteriori.

Sui mercati finanziari è tornata la volatilità

Sui mercati finanziari internazionali, rimasti a lungo distesi, è tornata nelle ultime settimane la volatilità. A seguito delle reazioni a un contesto macroeconomico internazionale e dell'area dell'euro sfavorevole, acuite dall'emergere di incertezze sul quadro politico e finanziario in Grecia, si sono verificati spostamenti di portafoglio verso le attività più sicure, come i titoli di Stato tedeschi, il cui rendimento ha toccato il mi-

nimo storico. Lo spread tra titoli di Stato decennali italiani e tedeschi, che aveva raggiunto in settembre il livello più basso dal maggio 2011, è temporaneamente risalito, pur restando ben lontano dai livelli raggiunti durante la crisi del debito sovrano. La volatilità dei mercati si è riflessa anche sui corsi di borsa, caduti dalla fine del secondo trimestre del 9 per cento nell'area dell'euro, del 14 in Italia.

La politica monetaria è stata resa ancora più espansiva

Per contrastare il rischio di un periodo prolungato di inflazione troppo bassa e per sostenere il credito e l'attività economica, il Consiglio direttivo della BCE ha ridotto il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali al loro minimo storico (0,05 per cento) e ha ulteriormente diminuito quello sulla deposit facility, negativo già da giugno, portandolo a -0,20. Il Consiglio ha inoltre varato un programma di acquisto di asset-backed securities e di covered bond. In settembre ha avuto luogo la prima operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine. Gli interventi adottati si sono riflessi in una diminuzione dei rendimenti e in un significativo deprezzamento del cambio, che avranno effetti favorevoli sull'attività economica; un ulteriore impulso espansivo potrà derivare dal ricorso delle banche alle prossime operazioni mirate. Non si è però ancora invertita la flessione delle attese di inflazione; il Consiglio ha ribadito l'intenzione di ricorrere, se necessario, a ulteriori interventi non convenzionali.

In Italia l'attività economica resta debole

Dopo una sostanziale stabilizzazione nella seconda parte del 2013, l'economia italiana è tornata a indebolirsi. Nella prima metà di quest'anno il PIL ha risentito del protrarsi della caduta degli investimenti e, in misura minore, dell'effetto dell'andamento sfavorevole del commercio internazionale sulle

nostre esportazioni. Migliorano invece i consumi delle famiglie, che hanno registrato un modesto rialzo. Secondo nostre valutazioni, nel terzo trimestre il PIL avrebbe segnato una nuova, lieve flessione.

Sul riavvio degli investimenti pesa l'incertezza...

La ripresa dell'accumulazione di capitale è ritardata dall'elevata incertezza. Nei sondaggi più recenti il miglioramento delle opinioni delle imprese, in atto dal 2013, ha subito una battuta d'arresto, cui hanno contribuito le prospettive sulla domanda e sulla situazione economica generale. La maggioranza delle imprese intervistate nell'indagine autunnale condotta dalla Banca d'Italia prefigura per la spesa per investimenti prospettive ancora incerte. Rimane debole il settore delle costruzioni, nonostante un'attenuazione della flessione del prezzo delle abitazioni.

...pur se si è avviato un modesto rialzo dei consumi

Nella prima metà dell'anno i consumi delle famiglie, in forte caduta dall'avvio della crisi del debito sovrano, sono tornati a crescere, sia pure in misura contenuta. Vi ha contribuito il deciso aumento della fiducia registrato fino alla primavera. Nei mesi estivi le opinioni delle famiglie sul quadro economico generale sono peggiorate; tuttavia nella media giugno-agosto la produzione industriale nei settori dei beni di consumo ha significativamente accelerato e nel terzo trimestre sono lievemente aumentate le immatricolazioni di autovetture.

Si stabilizza il mercato del lavoro, ma con prospettive ancora incerte

Segnali di stabilizzazione si osservano nel mercato del lavoro: l'occupazione ha ripreso a crescere in primavera, ancorché debolmente, per poi ristagnare in estate; il tasso di disoccupazione si è marginalmente ridotto. La bassa intensità di utilizzo della manodopera e le aspettative delle imprese delineano tuttavia prospettive ancora incerte.

Il calo dei prezzi pone rischi per l'economia

L'inflazione è divenuta leggermente negativa in agosto e in settembre; vi ha contribuito la dinamica sia dei beni alimentari ed energetici sia delle componenti di fon-

do, il cui tasso di variazione, seppur ancora positivo, è sceso al minimo storico (0,4 per cento sui dodici mesi) in risposta alla debolezza dell'attività economica. Rimane elevato il rischio che un periodo prolungato di bassa inflazione, se non di calo dei prezzi, metta a repentaglio l'ancoraggio delle aspettative; ne scaturirebbero effetti sfavorevoli sul livello dei tassi di interesse reali e sull'andamento del debito in rapporto al PIL.

Sono affluiti capitali in Italia

Non si sono interrotti gli afflussi di capitali privati verso l'Italia. La posizione debitoria della Banca d'Italia su TARGET2 è migliorata nel corso dell'anno, sia pur con oscillazioni mensili ampie. Il saldo passivo, che aveva toccato 289 miliardi nell'agosto 2012, ha raggiunto un minimo di 130 miliardi alla fine di luglio; è tornato ad ampliarsi in agosto e in settembre; ha ripreso a migliorare in ottobre. Sulle fluttuazioni mensili del saldo passivo incidono fattori tecnici, come il disallineamento tra le scadenze di titoli di Stato in mano a non residenti e le nuove emissioni da parte del Tesoro. Anche la liquidità fornita con la prima operazione mirata di rifinanziamento può aver permesso alle banche italiane di sostituire la provvista più a breve termine sul mercato interbancario estero.

Si riduce il costo del credito, ma i prestiti scendono ancora

Vi sono segnali di miglioramento delle condizioni del credito, ma non sono generalizzati. Il costo dei prestiti è diminuito, rispondendo alla riduzione dei tassi ufficiali; si sono stabilizzate le erogazioni di mutui alle famiglie, mentre continua la flessione del credito alle imprese. Secondo i sondaggi le difficoltà di accesso al credito bancario si attenuerebbero, ma restano elevate per le imprese di minore dimensione. Sulla domanda di finanziamenti pesa il ciclo ancora sfavorevole degli investimenti. È proseguita la riduzione rispetto al picco del 2013 dei flussi di nuove sofferenze in rapporto alle consistenze dei prestiti alle imprese. Il 26 ottobre saranno pubblicati i risultati dell'esercizio di valutazione approfondita sulle maggiori banche dell'area dell'euro condotto dalla BCE e dalle autorità di vigilanza nazionali; tale esercizio consentirà di accrescere la fiducia nella solidità del

sistema bancario dell'area, rafforzandone la capacità di finanziare l'economia.

Il Governo ha presentato la Nota di aggiornamento del DEF e la legge di stabilità

Alla fine di settembre il Governo ha aggiornato le previsioni di finanza pubblica di aprile alla luce del peggioramento del quadro macroeconomico. Viene confermato l'impegno a mantenere il disavanzo entro il 3 per cento del prodotto, ma sia il percorso di avvicinamento all'obiettivo di medio termine sia quello di riduzione del debito subiscono un rallentamento. Rispetto alle previsioni a legislazione vigente, l'indebitamento netto del 2015 viene accresciuto di 0,7 punti percentuali del prodotto, al 2,9 per cento. Data l'eccezionale durata e profondità della recessione, le scelte del Governo appaiono motivate. Un più graduale processo di riequilibrio può aiutare a evitare una spirale recessiva della domanda; si giustifica se i margini di manovra che ne derivano saranno utilizzati efficacemente per rilanciare la crescita dell'economia e innalzare il potenziale di sviluppo nel medio e lungo termine. Il disegno di legge di stabilità specifica le misure volte a conseguire gli obiettivi di bilancio, prevedendo tra l'altro sgravi fiscali sul costo del lavoro e la conferma in via permanente

del credito di imposta a favore dei lavoratori dipendenti a reddito medio-basso.

Restano essenziali la ripresa della domanda interna...

La spinta delle esportazioni, che aveva sostenuto la dinamica del prodotto negli ultimi anni nell'area dell'euro e in Italia, potrebbe continuare ad affievolirsi. Le prospettive dell'attività economica e della stabilità dei prezzi dipendono, più che in passato, dal recupero della domanda interna e dal riavvio degli investimenti, privati e pubblici.

...e il contributo delle politiche economiche

La politica monetaria rimarrà espansiva per un periodo prolungato di tempo, utilizzando tutti gli strumenti disponibili per scongiurare il rischio che la bassa inflazione si radichi nelle aspettative e nell'andamento dei redditi da lavoro. La politica fiscale può giocare un ruolo forte nel determinare, in tutta l'area dell'euro, condizioni macroeconomiche più favorevoli, attraverso lo sfruttamento dei margini di manovra delle politiche nazionali e azioni incisive a livello comunitario. Il rilancio di consumi e investimenti richiede anche il recupero della fiducia, cui deve contribuire un'azione di riforma ad ampio spettro, con tempi ed esiti certi.

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

L'attività economica mondiale sta deludendo le aspettative. Dopo una crescita nel primo semestre del 2014 inferiore alle previsioni, si prospetta una ripresa incerta, modesta e limitata ad alcune aree. Il commercio mondiale ha risentito nella prima parte dell'anno della flessione delle importazioni dei paesi emergenti; sulla base delle stime delle istituzioni internazionali, che potrebbero però rivelarsi ottimistiche, gli scambi dovrebbero riprendere quota nei prossimi mesi. Rispetto allo scorso luglio sono aumentati i rischi di un indebolimento dello scenario macroeconomico internazionale. Il persistere di condizioni cicliche disomogenee tra l'area dell'euro da un lato, e Stati Uniti e Regno Unito dall'altro, comporta un crescente disallineamento delle politiche monetarie.

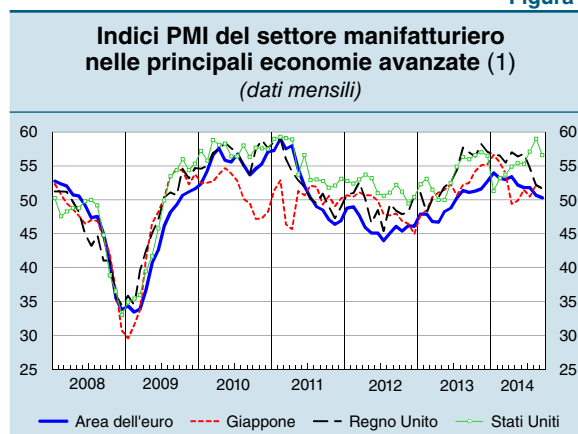
La ripresa si consolida negli Stati Uniti e nel Regno Unito... Dopo la contrazione del primo trimestre il PIL degli Stati Uniti è tornato a crescere nel secondo (4,6 per

cento in ragione d'anno), grazie al contributo della domanda interna. Nel terzo trimestre l'attività avrebbe continuato a espandersi, come suggerito dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (PMI; fig. 1) e dal persistere di segnali positivi sul mercato del lavoro: nei mesi estivi la crescita dell'occupazione dipendente nel settore non agricolo è rimasta su livelli sostenuti e in settembre il tasso di disoccupazione è sceso al 5,9 per cento. Nel Regno Unito il prodotto ha accelerato al 3,7 per cento in ragione d'anno nel secondo trimestre, tornando ai livelli pre-crisi; la favorevole fase congiunturale dovrebbe proseguire anche nei mesi estivi. In Giappone la forte contrazione del PIL nel secondo trimestre ha più che compensato la crescita in quello precedente, quando l'aumento delle imposte indirette aveva indotto un anticipo delle decisioni di spesa; il prodotto dovrebbe tornare a espandersi nella seconda parte dell'anno, sebbene in misura moderata.

...ma rallenta nei principali paesi emergenti

In Cina il PIL, che nel secondo trimestre aveva beneficiato di misure di stimolo nel settore immobiliare e delle infrastrutture, ha rallentato leggermente nel terzo al 7,3 per cento sul periodo corrispondente (dal 7,5). Vi ha contribuito un indebolimento della domanda interna non completamente compensato dalla ripresa di quella estera; continuano i segnali di debolezza nel comparto immobiliare. Anche in India l'attività sembra aver perso slancio nel terzo trimestre, dopo una crescita superiore alle attese nel secondo. Per la Russia, dove in primavera è proseguita la decelerazione del prodotto, si prevede un ulteriore rallentamento nella seconda parte dell'anno, per effetto delle sanzioni economiche imposte dall'Unione europea e dagli Stati Uniti alla fine di luglio. In Brasile il PIL, che si è contratto nei primi due trimestri, mostra solo moderati segnali di ripresa.

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.

Il commercio internazionale è molto più debole delle attese

Il commercio internazionale di beni è cresciuto meno di quanto atteso nella prima parte dell'anno, pur con una modesta ripresa nel secondo trimestre (2,7 per cento in ragione d'anno, da -2,7 nel primo), soprattutto per la inattesa flessione delle importazioni dei paesi emergenti asiatici (-2,1 per cento in ragione d'anno nel primo semestre) e per il rallentamento registrato nell'area dell'euro. Il Fondo monetario internazionale ha gradualmente ridimensionato le stime sulla crescita degli scambi nel 2014: da quasi il 6 per cento previsto nell'ottobre 2012 fino al 3,8 nell'ottobre di quest'anno. Anche la dinamica positiva relativa al terzo trimestre potrebbe essere rivista al ribasso alla luce del peggioramento del quadro internazionale.

Resta elevata la tensione tra Russia e Ucraina

In seguito agli scontri in Ucraina, l'Unione europea e gli Stati Uniti hanno adottato nei confronti della Russia ulteriori sanzioni che escludono dall'accesso al mercato internazionale dei capitali una parte rilevante del sistema bancario e le principali società del settore energetico. Le ricadute sull'economia europea si sono rivelate sinora modeste, sia per la contenuta esposizione in termini di interscambio commerciale e di relazioni finanziarie, sia per l'assenza di effetti marcati sulle forniture e sui prezzi di petrolio e gas. In prospettiva un aggravamento della situazione potrebbe produrre impatti significativi per l'economia europea; le ripercussioni sulle forniture energetiche rimangono il principale fattore di rischio.

Il prezzo del petrolio scende...

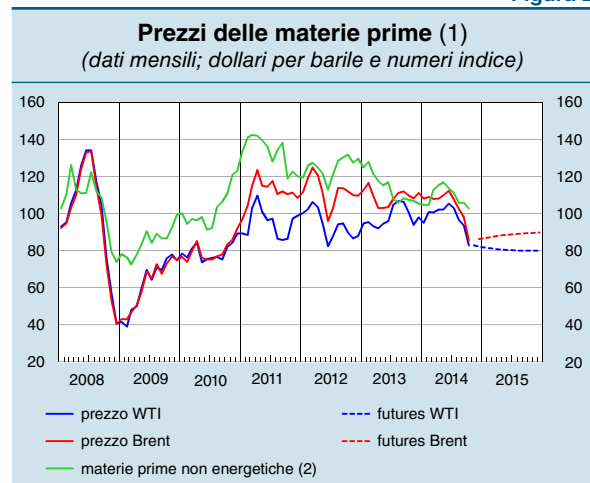
I corsi petroliferi sono diminuiti considerevolmente nel terzo trimestre. A metà ottobre la quotazione del greggio di qualità Brent è scesa a 85 dollari al barile, dal picco di 115 di metà giugno (fig. 2); sulla base dei contratti futures, i prezzi attesi per il prossimo anno si mantengono sotto i 90 dollari al barile. Il prezzo del greggio risente di condizioni di offerta favorevoli (il crescente contributo della produzione dei paesi del Nord America non è compensato da una riduzione dell'offerta OPEC) e della debole domanda, in particolare nei paesi emergenti. Secondo le più recenti previsioni dell'International Energy Agency, entrambi questi fattori dovrebbero perdurare nel 2015. Nel terzo trimestre i corsi delle materie prime non energetiche hanno continuato a flettere.

...e l'inflazione diminuisce

Negli Stati Uniti l'inflazione al consumo è scesa in agosto all'1,7 per cento (fig. 3), principalmente per il calo dei prezzi dei prodotti energetici; quella di riferimento per la Riserva federale, misurata dal deflatore dei consumi al netto dei prodotti energetici e alimentari, è rimasta stabile all'1,5 per cento. In Giappone l'inflazione si è ridotta al 3,3 per cento, dopo aver raggiunto il 3,7 in mag-

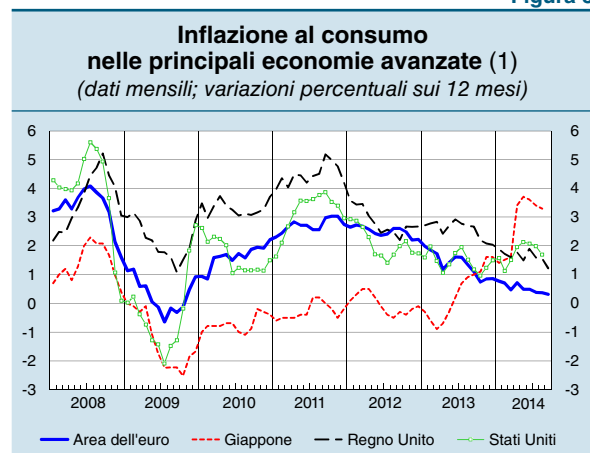
In seguito agli scontri in Ucraina, l'Unione europea e gli Stati Uniti hanno adottato nei confronti della Russia ulteriori sanzioni che escludono dall'accesso al mercato internazionale dei capitali una parte rilevante del sistema bancario e le principali società del settore energetico. Le ricadute sull'economia europea si sono rivelate sinora modeste, sia per la contenuta esposizione in termini di interscambio commerciale e di relazioni finanziarie, sia per l'assenza di effetti marcati sulle forniture e sui prezzi di petrolio e gas. In prospettiva un aggravamento della situazione potrebbe produrre impatti significativi per l'economia europea; le ripercussioni sulle forniture energetiche rimangono il principale fattore di rischio.

Figura 2



Fonte: Thomson Reuters Datastream. (1) Per i prezzi a pronti, dati medi mensili fino a settembre 2014; l'ultimo dato si riferisce al 17 ottobre. - (2) Indice Goldman Sachs delle materie prime non energetiche (gennaio 2008=100).

Figura 3



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

gio; la Banca centrale stima l'effetto del rialzo delle imposte indirette sul livello dell'inflazione in circa due punti percentuali. Nel Regno Unito la crescita dei prezzi ha raggiunto in settembre i livelli minimi degli ultimi cinque anni (1,2 per cento). Tra i paesi emergenti l'inflazione si sta contraendo in Cina (1,6 per cento in settembre), mentre rimane elevata in India e Brasile.

Negli Stati Uniti la normalizzazione della politica monetaria sarà graduale

La Riserva federale ha proseguito il *tapering*, riducendo complessivamente di 20 miliardi di dollari tra luglio e settembre gli acquisti mensili di *mortgage-backed securities* (MBS) e di obbligazioni del Tesoro a lungo termine; da gennaio gli acquisti sono diminuiti da 85 a 15 miliardi. La Banca centrale statunitense ha mantenuto invariata la propria *forward guidance*, continuando a giudicare probabile che l'intervallo-obiettivo dei tassi sui federal funds rimanga invariato ancora per diverso tempo dopo la conclusione del *tapering*, prevista per novembre. Nella riunione di settembre il Federal Open Market Committee ha reso noti i principi che guideranno il processo di normalizzazione della politica monetaria, sottolineando che il rialzo dei tassi e la rimozione dello stimolo monetario saranno improntati a criteri di gradualità e prevedibilità. I mercati attendono attualmente un primo rialzo dei tassi di riferimento nel quarto trimestre del 2015.

Altrove le politiche monetarie restano accomodanti

In assenza di pressioni sui prezzi al consumo, il Monetary Policy Committee (MPC) della Banca d'Inghilterra ha lasciato invariati il tasso di riferimento (0,5 per cento) e la quantità di attività finanziarie acquisite nell'ambito dell'Asset Purchase Programme (375 miliardi di sterline). Sulla base delle valutazioni più recenti dell'MPC, i segnali positivi provenienti dal mercato del lavoro – caratterizzato da un tasso di disoccupazione in costante discesa dall'inizio dell'anno e pari in agosto al 6,0 per cento – indicano un progressivo riassorbimento della capacità produttiva inutilizzata. La Banca del Giappone ha mantenuto invariato il programma di espansione della base monetaria (60.000-70.000 miliardi di yen l'anno), incentrato sull'acquisto di obbligazioni pubbliche a lunga scadenza. Nel terzo trimestre la Banca centrale indiana ha lasciato invariati i tassi di interesse di riferimento; quella cinese ha abbassato il tasso sulle operazioni di rifinanziamento ordinarie di 30 punti base e ha proseguito l'allentamento selettivo delle condizioni di liquidità, annunciando in agosto un programma di sostegno alle banche di minore dimensione attraverso operazioni di sconto dei crediti commerciali.

Aumentano i rischi di rallentamento globale

Le proiezioni dell'FMI, diffuse in ottobre, indicano che la crescita del prodotto mondiale sarebbe pari al 3,3 per cento quest'anno e al 3,8 nel 2015 (tav. 1). Rispetto a quanto prefigurato in luglio, le stime sono state riviste lievemente al ribasso, a causa di peggiori prospettive di crescita nell'area dell'euro e in Giappone, solo in parte compensate dal miglioramento di quelle negli Stati Uniti. Nel confronto con lo scorso luglio i rischi di un rallentamento dell'economia mondiale si sono acuiti: l'incertezza è aumentata, con l'aggravarsi della crisi tra Russia e Ucraina e l'insorgere di nuove tensioni in Medio Oriente. Nel medio termine pesa il rischio che un periodo prolungato di bassa inflazione in alcuni paesi avanzati ostacoli il ritorno ai livelli di crescita pre-crisi.

Tavola 1

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

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2014; Consensus Economics, ottobre 2014 (per Brasile e Russia, settembre).

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

1.2 L'AREA DELL'EURO

Nell'area dell'euro la ripresa ha perso slancio. A fronte della contrazione degli investimenti si è confermato il sostegno dei consumi ed è tornata a crescere la domanda estera. L'inflazione ha continuato a diminuire: sono in aumento i rischi di ulteriori ribassi. In settembre il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha reso ancora più accomodante la politica monetaria, riducendo i tassi ufficiali e adottando nuove misure non convenzionali indirizzate a favorire l'afflusso di credito all'economia e ad ampliare il bilancio dell'Eurosistema.

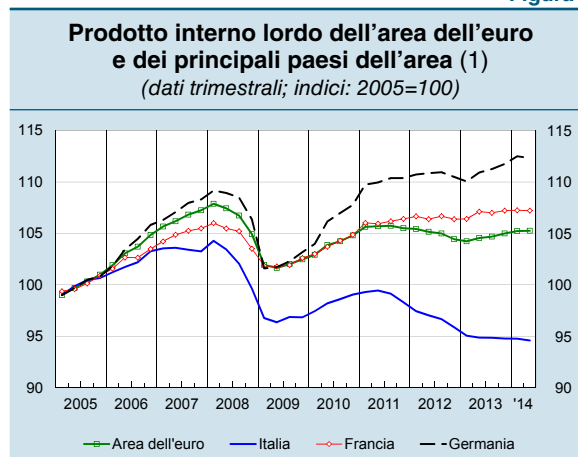
Il PIL ha ristagnato nel secondo trimestre... Nel secondo trimestre l'attività economica dell'area dell'euro ha sostanzialmente ristagnato (0,1 per cento sul periodo precedente; fig. 4). L'interscambio con l'estero ha fornito un contributo appena positivo alla variazione del PIL; l'apporto della domanda interna è stato nullo, a causa del calo degli investimenti (-0,9 per cento), della crescita dei consumi (0,3 per cento) e del contributo neutro delle scorte. Il prodotto è sceso in Germania e in Italia (-0,2 per cento sul trimestre precedente) e ha ristagnato in Francia; è cresciuto invece in Spagna e nei Paesi Bassi.

...e crescerebbe solo moderatamente nel terzo Gli indicatori più recenti segnalano, per il terzo trimestre, una crescita contenuta dell'attività economica. In settembre l'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia (che fornisce una stima della dinamica di fondo del PIL dell'area) è sceso per il terzo mese consecutivo, portandosi sul valore più basso degli ultimi dodici mesi (fig. 5). Sono peggiorate le valutazioni delle imprese: l'indice PMI dell'area è diminuito in agosto e in settembre, rimanendo appena al di sopra della soglia coerente con l'espansione dell'attività.

Gli operatori professionali censiti in ottobre da Consensus Economics prefigurano una crescita del PIL dello 0,8 per cento nel 2014, dell'1,2 nel 2015 e dell'1,5 per il 2016. Tali stime sono inferiori di 0,1 punti percentuali per quest'anno e di 0,4 per i successivi a quelle dello staff della BCE diffuse in settembre.

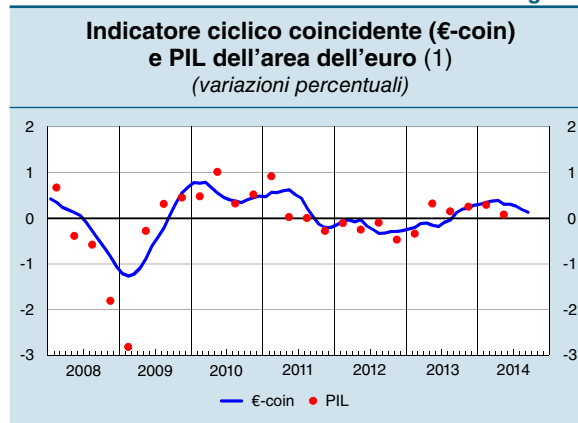
L'inflazione al consumo continua a scendere... L'inflazione al consumo è scesa allo 0,3 per cento in settembre, il livello più basso da novembre del 2009 (fig. 6); al netto delle componenti più volatili si è portata su valori minimi nel confronto storico (0,8 per cento), riflettendo il permanere di ampi margini di capacità produttiva inutilizzata. I rialzi dei prezzi risultano contenuti per un vasto numero di componenti dell'indice: a partire dallo scorso marzo la quota delle voci del paniere che ha mostrato variazioni di prezzo inferiori all'1,0 per cento sui dodici mesi è stata intorno

Figura 4



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

Figura 5



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

al 50 per cento (circa il doppio rispetto alla media del periodo 2001-2013); la percentuale di quelle con variazioni negative è tornata in settembre su un livello prossimo al massimo toccato in maggio (33 per cento). L'inflazione si colloca su livelli storicamente bassi in tutti i paesi dell'area: è stata pari allo 0,8 per cento in Germania, allo 0,4 in Francia, a -0,1 in Italia, a -0,3 in Spagna.

...e flettono le attese

Le attese di inflazione per il 2014-15, formulate dagli operatori professionali censiti da Consensus Economics, sono state progressivamente riviste al ribasso dall'inizio dell'anno e si sono attestate in ottobre allo 0,5 per cento per l'anno in corso e all'1,0 per il prossimo; l'inflazione rimarrebbe bassa anche nel 2016 (1,3 per cento), un decimo in meno rispetto alle proiezioni della BCE di settembre. L'indice relativo alle intenzioni delle imprese circa la variazione dei propri listini di vendita è tornato in settembre al di sotto della soglia compatibile con un aumento dei prezzi.

Le aspettative si sono indebolite anche nel medio periodo: quelle per il 2016-2024, rilevate con frequenza semestrale da Consensus Economics, segnalano un ritorno dell'inflazione poco sotto il 2,0 per cento nel 2019; quelle basate sui mercati finanziari sono sensibilmente diminuite a metà ottobre e prefigurano una dinamica dei prezzi tra i cinque e i dieci anni in avanti pari all'1,7 per cento.

Prosegue il calo del credito alle imprese

È proseguita la contrazione dei prestiti alle imprese, scesi dell'1,1 per cento in ragione d'anno nei tre mesi terminanti in agosto (dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni); la crescita dei prestiti alle famiglie è rimasta contenuta (0,8 per cento). La variazione sui dodici mesi della moneta M3 resta debole (2,0 per cento), pur in presenza di una maggiore preferenza per le attività più liquide, considerati i bassi rendimenti sugli strumenti alternativi a quelli monetari; i depositi in conto corrente hanno accelerato, al 5,8 per cento (4,9 in maggio).

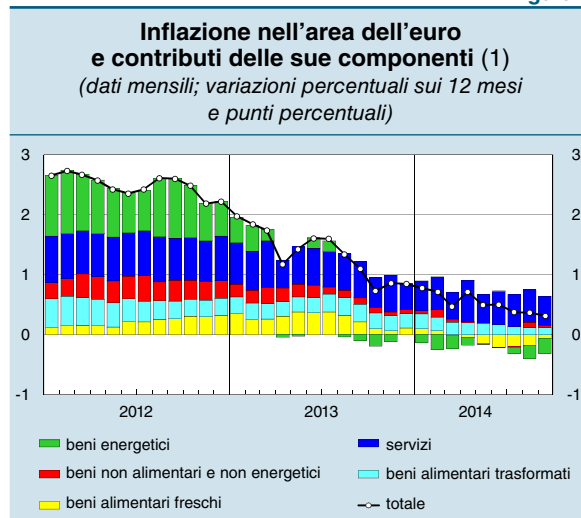
Il Consiglio direttivo ha ridotto i tassi ufficiali e ha annunciato nuovi programmi di acquisto di attività finanziarie

Il Consiglio direttivo della BCE ha reso l'orientamento della politica monetaria ancora più accomodante; in settembre ha ridotto i tassi ufficiali, portando quello sulle operazioni di rifinanziamento principali allo 0,05 per cento e quello sui depositi presso l'Eurosistema a -0,20. Il Consiglio avvierà nei prossimi mesi gli acquisti di titoli emessi a seguito della cartolarizzazione di crediti bancari a imprese e famiglie (Asset-Backed Securities Purchase Programme, ABSPP) e obbligazioni bancarie garantite (Covered Bond Purchase Programme, CBPP3). Gli acquisti inizieranno nel quarto trimestre del 2014 e proseguiranno per almeno due anni. Queste misure, assieme alle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate a giugno del 2014*, in *Bollettino economico*, n. 3, 2014), puntano a favorire l'erogazione del credito all'economia e ad ampliare in misura significativa il bilancio dell'Eurosistema. Il Consiglio ha altresì ribadito l'impegno unanime a ricorrere a ulteriori strumenti non convenzionali, se necessario, per contrastare i rischi connessi con un periodo eccessivamente prolungato di bassa inflazione.

Le misure di politica monetaria si sono trasmesse ai mercati finanziari

La riduzione dei tassi ufficiali si è prontamente trasmessa alle condizioni monetarie e finanziarie e al tasso di cambio. Nella media di settembre il tasso Eonia è diminuito di circa 10 punti base rispetto al valore medio osservato in giugno, collocandosi poco al di sotto dello zero all'inizio di ottobre; quello sui prestiti

Figura 6



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

interbancari a tre mesi senza garanzia (Euribor) si è ridotto di 15 punti base, allo 0,08 per cento (fig. 7). Il cambio dell'euro si è deprezzato del 6 per cento rispetto al dollaro e del 3 per cento in termini effettivi nominali.

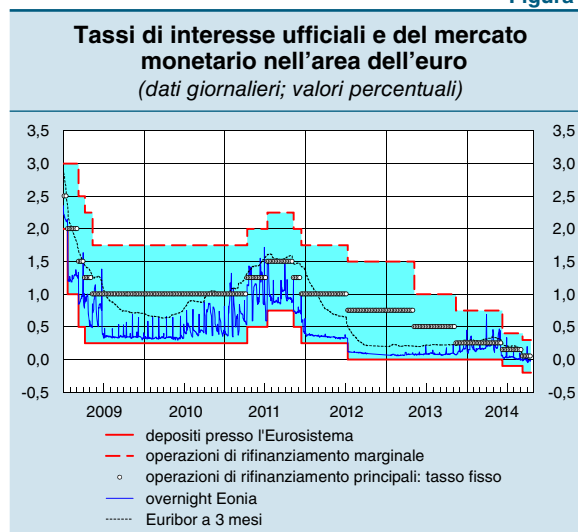
È stata condotta la prima operazione mirata di rifinanziamento

Il 18 settembre è stata condotta la prima operazione mirata di rifinanziamento; vi hanno partecipato 255 intermediari dell'area che hanno ottenuto fondi per un totale di 82,6 miliardi di euro, di cui poco meno di 30 erogati alle controparti della Banca d'Italia. Il ricorso complessivo del sistema bancario sarà valutato considerando congiuntamente la partecipazione alla prima e alla seconda operazione, prevista per l'11 dicembre.

L'esercizio di valutazione complessiva del sistema bancario è giunto alla fase conclusiva

Il 26 ottobre saranno pubblicati, su base individuale e a livello aggregato, i risultati dell'esercizio di valutazione approfondita (*comprehensive assessment*) condotto dalla BCE e dalle autorità di vigilanza nazionali sulle maggiori banche dell'area dell'euro. L'esercizio si basa su un'analisi della qualità degli attivi (*asset quality review*, AQR), volta a verificare l'adeguatezza delle politiche di accantonamento delle banche, e su uno stress test, ovvero una valutazione della capacità degli intermediari di resistere a eventuali shock macroeconomici avversi. L'esercizio è propedeutico all'inizio dell'operatività, dal prossimo 4 novembre, del Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM). Lo schema della pubblicazione, disponibile sul sito della BCE (1), prevede la diffusione dei principali risultati dell'AQR e dello stress test, quali, ad esempio, gli impatti patrimoniali degli eventuali accantonamenti aggiuntivi a fronte dei rischi in bilancio e delle perdite sulla base delle ipotesi dello stress test. La diffusione dei risultati aumenterà la trasparenza sulle condizioni degli intermediari. L'esercizio ha il fine ultimo di accrescere la fiducia nella solidità del sistema bancario dell'area dell'euro, rafforzandone la capacità di finanziare l'economia.

Figura 7



Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.

1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

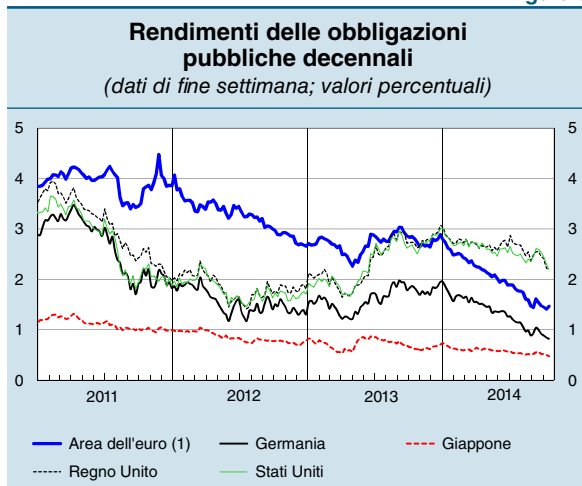
In ottobre sui mercati finanziari internazionali è nuovamente aumentata la volatilità. In risposta al deterioramento del quadro macroeconomico internazionale e dell'area dell'euro e all'aumento dell'incertezza sulle prospettive in alcuni paesi dell'area, gli acquisti degli investitori sono tornati a rivolgersi verso attività più sicure, come i titoli di Stato tedeschi, il cui rendimento ha toccato il minimo storico. Sono risaliti i premi per il rischio sovrano nei paesi dell'area dell'euro maggiormente esposti alle tensioni. Il cambio si è deprezzato, per la crescente divergenza delle politiche monetarie della Riserva federale e della BCE. Da settembre si sono indeboliti gli afflussi di capitali verso le economie emergenti.

Prosegue la discesa dei tassi a lungo termine nelle principali economie avanzate...

I tassi di interesse sui titoli pubblici decennali delle economie avanzate hanno continuato a scendere, in misura più marcata nell'area dell'euro per il deterioramento delle prospettive di ripresa e per l'attesa di nuove misure espansive da parte della BCE. Nella prima metà di ottobre i rendimenti erano pari al 2,2 per cento negli

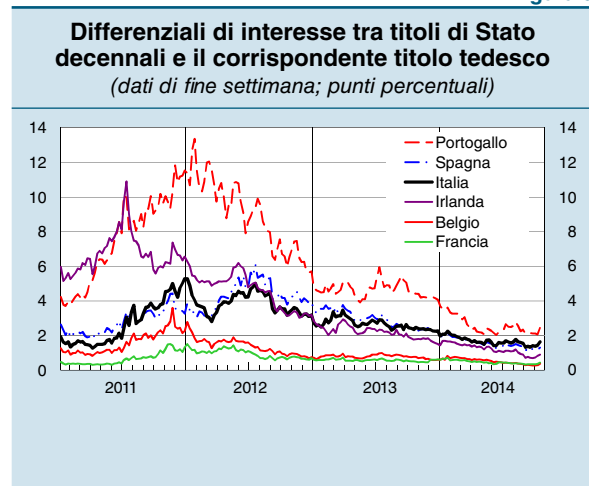
(1) <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/comprehensiveassessmentdisclosuretemplate201407enen.pdf>.

Figura 8



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

Figura 9



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.

Stati Uniti e nel Regno Unito, e allo 0,5 in Giappone; quelli tedeschi sono scesi allo 0,8 per cento, 40 punti base al di sotto del livello di fine giugno (fig. 8).

...ma è tornata la volatilità sugli spread sui titoli sovrani dell'area dell'euro...

A seguito della reazione all'indebolirsi del quadro macroeconomico europeo, acuita anche da timori sulle prospettive della Grecia, a metà ottobre sono saliti gli spread fra i rendimenti dei titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro più colpiti dalla crisi del debito sovrano e quelli tedeschi. Gli aumenti sono in buona parte rientrati nei giorni successivi (fig. 9).

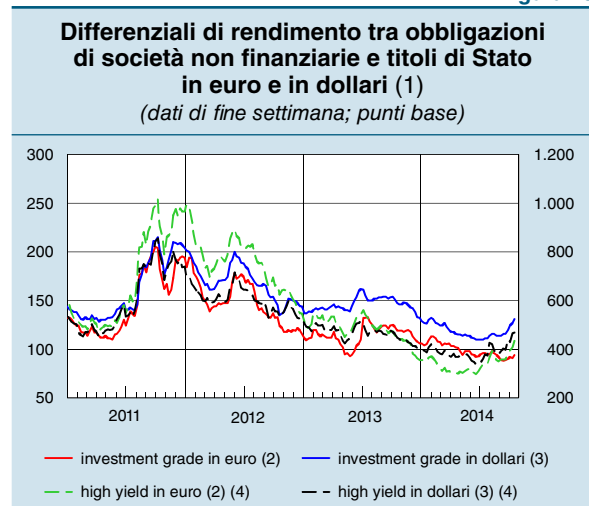
...e aumentano i premi per il rischio sulle obbligazioni ad alto rendimento

Dalla fine di giugno gli spread sulle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie con elevato merito di credito, rimasti pressoché invariati nell'area dell'euro, sono invece risaliti negli Stati Uniti; i differenziali sui titoli ad alto rendimento (high yield), che nello scorso trimestre si erano attestati su valori assai contenuti, sono aumentati significativamente sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti (di 107 e 115 punti base, rispettivamente; fig. 10), con marcati incrementi dalla fine di settembre (di 37 e 28 punti base, rispettivamente).

I corsi azionari sono scesi a partire dalla seconda metà di settembre...

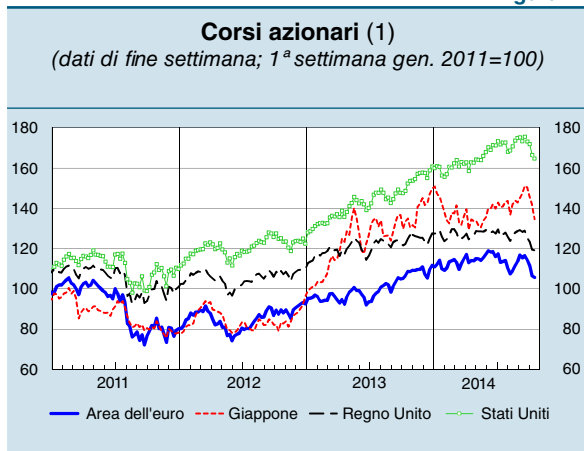
Dalla seconda metà di settembre i corsi azionari hanno iniziato a scendere, dopo aver recuperato il calo legato all'aggravarsi dei conflitti in Ucraina e in Medio Oriente. Tra la fine di giugno e la metà di ottobre gli indici di borsa si sono ridotti del 4 per cento circa in Giappone e negli

Figura 10



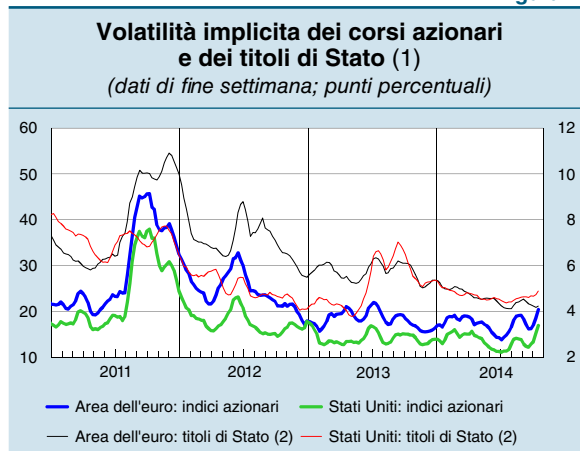
Fonte: Merrill Lynch.
(1) Le obbligazioni investment grade sono quelle emesse da imprese con elevato merito di credito (rating non inferiore a BBB- o Baa3); le obbligazioni high yield sono quelle emesse da imprese con rating inferiore a BBB- o Baa3. – (2) Obbligazioni a tasso fisso e con vita residua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

Figura 11



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

Figura 12



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

Stati Uniti, di oltre il 6 nel Regno Unito e di quasi il 9 nell'area dell'euro (fig. 11). La volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sugli indici azionari, scesa in settembre dopo il temporaneo aumento tra la fine di luglio e i primi di agosto, è tornata a crescere a partire dall'autunno (fig. 12).

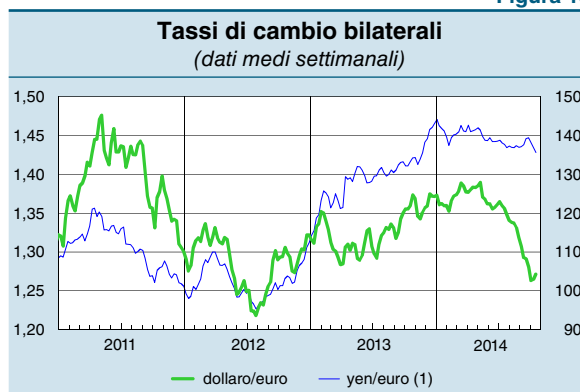
...quando anche i flussi di capitali verso i paesi emergenti hanno iniziato a ridursi

Nel terzo trimestre le condizioni finanziarie nei mercati emergenti si sono mantenute nel complesso distese. Fino alla fine di agosto il protrarsi di sostenuti afflussi di capitali internazionali si era riflesso nel rialzo dei corsi azionari; da settembre i flussi hanno invece iniziato a ridursi, in linea con il deterioramento congiunturale: di conseguenza gli indici azionari e le quotazioni delle principali valute nei confronti del dollaro si sono indeboliti. In America latina il più marcato peggioramento congiunturale ha comportato anche un aumento dei differenziali di rendimento tra i titoli sovrani a lungo termine denominati in dollari e quelli del Tesoro statunitense.

L'euro si è deprezzato, riflettendo la divergenza delle politiche monetarie

La prospettiva che le politiche monetarie della Riserva federale e della BCE continuino a divergere, a seguito del crescente disallineamento ciclico tra le due aree, rafforzata dalle misure adottate dal Consiglio direttivo, ha portato a un indebolimento della valuta europea. Dalla fine di giugno l'euro ha perso il 6,1 e l'1,4 per cento del suo valore rispettivamente nei confronti di dollaro e yen, mentre è rimasto stabile rispetto alla sterlina (fig. 13). Nel terzo trimestre l'euro si è deprezzato, in termini effettivi nominali, del 2,8 per cento.

Figura 13



Fonte: BCE.
 (1) Scala di destra.

2 L'ECONOMIA ITALIANA

2.1 LA FASE CICLICA

Dopo la stabilizzazione dell'attività nella seconda metà del 2013, l'economia italiana è tornata a indebolirsi in primavera per il calo degli investimenti. Nel terzo trimestre il PIL avrebbe segnato una nuova lieve flessione. A fronte di un modesto miglioramento della spesa delle famiglie, l'accumulazione di capitale risente dell'accresciuta incertezza circa l'andamento della domanda e del permanere di ampi margini di capacità inutilizzata. La debolezza dell'attività si ripercuote sull'inflazione, marginalmente negativa in agosto e settembre.

La debolezza del PIL...

Secondo i conti economici trimestrali basati sul nuovo sistema europeo dei conti (SEC 2010) (1), nel secondo trimestre di quest'anno il PIL italiano è sceso dello 0,2 per cento rispetto al primo; la flessione dell'attività, osservata anche in base al precedente rilascio dei dati e non anticipata dai principali previsori, ha interessato tutti i maggiori comparti produttivi. La domanda interna ha subito un lieve calo: alla nuova diminuzione degli investimenti e al decumulo delle scorte si è contrapposto il modesto aumento dei consumi (tav. 2 e fig. 14).

La contrazione degli investimenti (-0,9 per cento sul periodo precedente) è stata più intensa per le costruzioni (-1,1). Il contributo positivo delle esportazioni nette discende da una crescita delle vendite all'estero modesta, ma di entità superiore a quella delle importazioni (1,1 e 0,8 per cento, rispettivamente; cfr. il riquadro: *Le determinanti del calo dell'attività economica nella prima metà dell'anno*).

(1) Cfr. Istat, *I nuovi conti nazionali in SEC 2010: innovazioni e ricostruzione delle serie storiche (1995-2013)*.

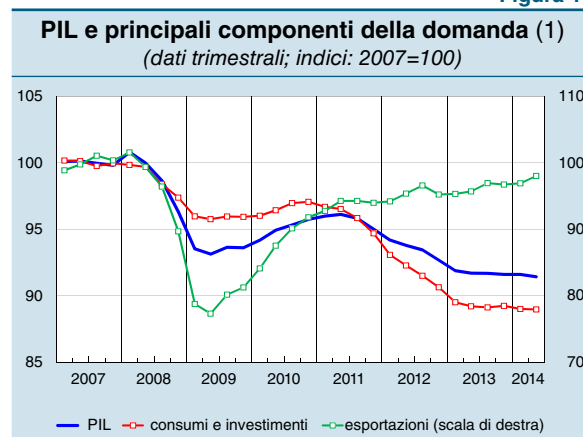
Tavola 2

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

Fonte: Istat.

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

Figura 14



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

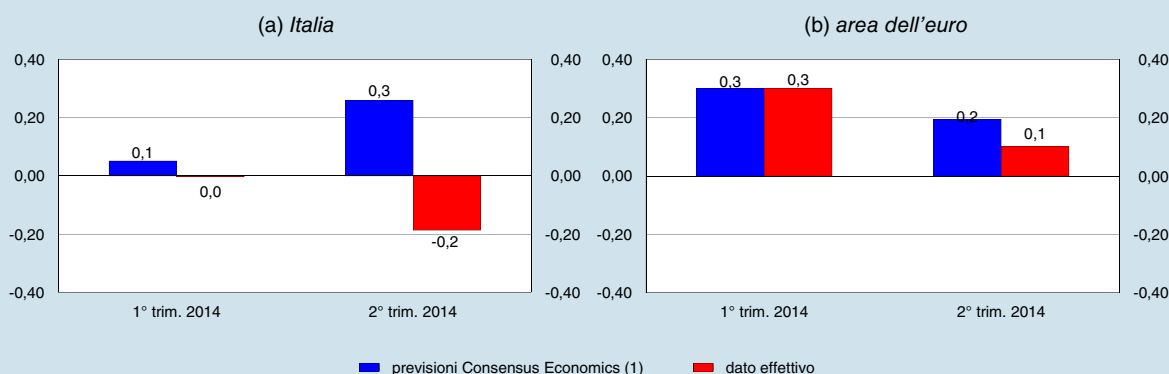
(1) Quantità a prezzi concatenati; dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi.

LE DETERMINANTI DEL CALO DELL'ATTIVITÀ ECONOMICA NELLA PRIMA METÀ DELL'ANNO

Nel primo semestre del 2014 la crescita del prodotto è stata inferiore alle aspettative di tutti i principali previsori in Italia e, in misura minore, nell'area dell'euro. Le previsioni di consenso prefiguravano un consolidamento della ripresa nel nostro paese e nell'area; il prodotto è invece sceso in Italia ed è solo marginalmente aumentato nell'area (figura).

Figura

Crescita del prodotto effettiva e prevista nei primi due trimestri del 2014
(variazioni percentuali sul periodo precedente)



(1) Elaborazioni Banca d'Italia su dati Consensus Economics di gennaio 2014.

L'attività economica in Italia nella prima parte dell'anno ha risentito dell'andamento sfavorevole del commercio con l'estero (nel primo trimestre) e soprattutto della nuova flessione degli investimenti (in entrambi); quest'ultima ha interessato sia la componente in costruzioni sia quella in beni strumentali e mezzi di trasporto. Sono rimasti invece in linea con le attese i consumi privati, che hanno registrato un modesto rialzo grazie al graduale recupero della propensione alla spesa delle famiglie.

Secondo il modello trimestrale della Banca d'Italia, il ristagno delle esportazioni nel primo trimestre (crescite di mezzo punto percentuale in meno rispetto a quanto prefigurato in gennaio) non è attribuibile all'andamento della competitività dei nostri prodotti, ma alla flessione inattesa della domanda mondiale, che spiega per intero lo scostamento della componente dei beni rispetto alle previsioni, a fronte di un andamento delle esportazioni di servizi sostanzialmente in linea con le aspettative.

Nell'immediato futuro il deprezzamento del tasso di cambio dell'euro fin qui osservato dovrebbe tradursi in un graduale sostegno per le vendite all'estero. Le possibilità di una ripresa solida e duratura in Italia e nell'area rimangono tuttavia esposte alle incertezze che circondano le prospettive di crescita dell'economia mondiale, in particolare al possibile inasprimento delle tensioni geopolitiche e a un ulteriore indebolimento della domanda di alcune economie emergenti.

Nella prima metà dell'anno gli investimenti in capitale produttivo in Italia sono stati inferiori di circa quattro punti percentuali rispetto a quanto prefigurato in gennaio. Tale scostamento non si spiega con l'andamento delle determinanti tradizionali dell'attività di accumulazione, quali i tassi di interesse a breve e a lungo termine e la domanda attesa. Vi avrebbe inciso in particolare la maggiore incertezza registrata dagli indici di fiducia, anche in merito alle prospettive della domanda estera, che ha verosimilmente contribuito a posporre eventuali piani di espansione della capacità produttiva, anche per le aziende con vocazione all'esportazione che avevano in precedenza manifestato intenzioni di investimento relativamente più favorevoli. Secondo l'indagine Istat la fiducia delle imprese manifatturiere, sensibilmente peggiorata in agosto, si è ridotta anche in settembre, riportandosi sui livelli osservati nell'estate del 2013.

Nel primo semestre potrebbero inoltre essere venuti meno gli effetti positivi sulle condizioni di liquidità delle imprese derivanti dal provvedimento di sblocco dei debiti delle Amministrazioni pubbliche (cfr. il riquadro: *L'impatto macroeconomico dello sblocco dei debiti delle Amministrazioni pubbliche*, in *Bollettino economico*, n. 72, 2013). Secondo le informazioni più recenti, nel corso del primo semestre i flussi di pagamento alle imprese creditrici hanno rallentato rispetto alla seconda metà del 2013.

In prospettiva l'andamento più recente degli indicatori di fiducia segnala ancora condizioni di incertezza per le imprese, che potrebbero tradursi in ulteriori rinvii dei piani di investimento (cfr. il riquadro: *Le prospettive degli investimenti sulla base delle recenti inchieste presso le imprese*). Un sostegno al processo di accumulazione potrebbe derivare dalle decisioni di politica monetaria adottate in giugno e in settembre per incentivare l'erogazione del credito alle imprese (cfr. il riquadro: *L'impatto delle recenti misure di politica monetaria*, in *Bollettino economico*, n. 3, 2014).

...è proseguita nei mesi estivi

Secondo gli indicatori finora disponibili, nel terzo trimestre il PIL sarebbe ancora lievemente diminuito, come indicato dalla flessione della produzione industriale.

Le prospettive della domanda estera sono diventate più incerte, risentendo dell'a-cuirsi delle tensioni geopolitiche. Il recupero della fiducia di famiglie e imprese, in atto dalla fine dello scorso anno, si è interrotto nell'estate.

L'inflazione è divenuta negativa

L'inflazione al consumo (misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo, IPCA) è risultata negativa sia in agosto sia in settembre (-0,2 e -0,1 per cento sui dodici mesi, rispettivamente). È rimasta positiva al netto delle componenti più volatili come i prezzi dei beni energetici e alimentari, ma è comunque scesa, raggiungendo in agosto il valore più basso mai registrato (0,4 per cento; cfr. il par. 2.6).

2.2 LE IMPRESE

L'attività produttiva nell'industria e nelle costruzioni risente dell'incertezza circa le prospettive della domanda. Nel corso dell'estate gli indicatori di fiducia, fino ad allora in continuo miglioramento, sono lievemente peggiorati in tutti i principali comparti produttivi. L'accumulazione di capitale stenta ancora a ripartire.

La produzione industriale rimane debole

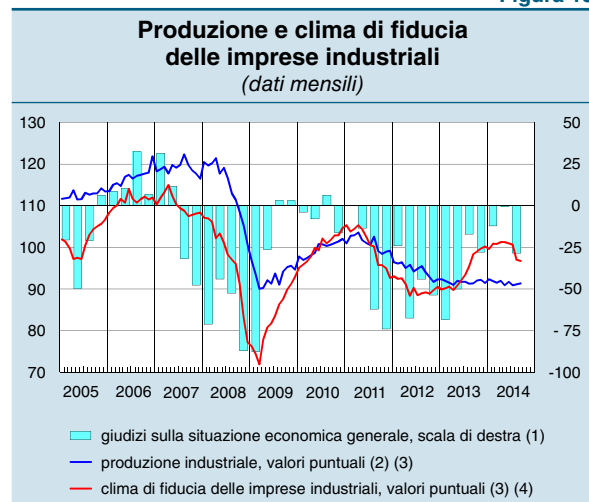
In agosto la produzione industriale è aumentata lievemente, dello 0,3 per cento rispetto a luglio. Sulla base

delle nostre stime per settembre, nella media del terzo trimestre l'attività industriale sarebbe diminuita di circa mezzo punto percentuale, come nel periodo precedente (fig. 15).

La fiducia delle imprese è scesa

Nei mesi estivi il clima di fiducia delle imprese ha interrotto la tendenza al miglioramento che prevaleva in tutti i comparti dalla metà del 2013; gli indici PMI, dopo i picchi toccati nel secondo trimestre, sono scesi lievemente, por-

Figura 15



Fonte: elaborazioni su dati Istat, Tema e Banca d'Italia.
 (1) Saldo in punti percentuali tra le risposte "migliori" e "peggiori" al quesito sulle condizioni economiche generali nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Settembre 2014, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 52, 2014; dati riferiti alle sole imprese industriali. - (2) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi; il dato per settembre 2014 è stimato. - (3) Indice 2010=100. - (4) A giugno 2013 sono state introdotte innovazioni metodologiche che rendono i dati diffusi a partire da quella data non direttamente confrontabili con quelli precedenti.

tandosi in settembre poco al di sopra del livello compatibile con un aumento della produzione nella manifattura, al di sotto nei servizi. Nella rilevazione di settembre dell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita, condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, i giudizi sulle prospettive a breve termine sono diventati più pessimistici, soprattutto nel settore dei servizi.

La diminuzione degli investimenti ha interessato quasi tutti i comparti

Gli investimenti in costruzioni, macchinari e attrezzature si sono ridotti nel secondo trimestre; gli acquisti di mezzi di trasporto sono invece aumentati. Sulla base della rilevazione Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore*, nella seconda metà dell'anno la spesa per investimenti rimarrebbe, nelle intenzioni della maggior parte delle imprese, sugli stessi livelli del primo semestre, nonostante il peggioramento dei giudizi relativi alle condizioni per investire (cfr. il riquadro: *Le prospettive degli investimenti sulla base delle recenti inchieste presso le imprese*).

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

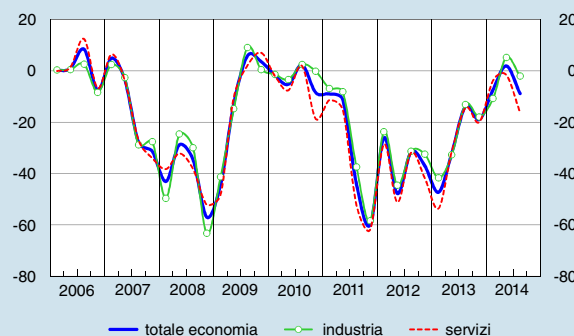
In ottobre la Banca d'Italia ha condotto, congiuntamente con *Il Sole 24 Ore*, il sondaggio trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita delle imprese con almeno 50 addetti. Il miglioramento della fiducia delle imprese, in atto dall'inizio del 2013 e in accelerazione nella prima metà del 2014, ha subito una significativa battuta d'arresto. È tornato ad aumentare il pessimismo circa l'evoluzione della situazione economica generale e della domanda attuale e prospettica, sia nell'industria sia nei servizi. Peggiorano anche i giudizi relativi alle condizioni per investire (figura), soprattutto nei servizi (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Settembre 2014*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 52, 2014); il saldo tra le indicazioni di miglioramento e di peggioramento resta tuttavia su livelli molto superiori a quelli registrati nella media del 2013. Complessivamente nell'anno i piani delle imprese prefigurano una sostanziale stabilizzazione della spesa per investimenti rispetto al 2013.

Tra settembre e ottobre le Filiali della Banca d'Italia hanno inoltre svolto la consueta indagine autunnale sullo stato della congiuntura presso un campione di imprese con almeno 20 addetti nell'industria in senso stretto e nei servizi privati non finanziari, e con almeno 10 nelle costruzioni (cfr. *Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi*, di prossima pubblicazione in *Supplementi al Bollettino Statistico*). La rilevazione ha confermato il permanere di difficoltà cicliche, seppur con alcune indicazioni meno sfavorevoli. Il 34,3 per cento delle imprese dell'industria in senso stretto e il 37,4 di quelle dei servizi ha indicato una diminuzione del fatturato nei primi nove mesi del 2014 rispetto a un anno prima; rispettivamente il 35,7 e il 29,7 per cento ne ha invece segnalato un'espansione (tavola). Il fatturato di fonte estera è stimato in aumento nel comparto manifatturiero. I giudizi sulle vendite all'estero nel complesso dell'anno in corso, rispetto al 2013, risultano positivi per tutti i principali mercati di sbocco, ad eccezione della Russia, per cui prevale l'aspettativa di un calo per effetto delle recenti tensioni geopolitiche in Ucraina.

Per il 2014 il 13,7 per cento delle imprese stima una spesa per investimenti superiore a quella programmata alla fine dell'anno scorso, a fronte del 22,8 che ne segnala una diminuzione. Queste

Figura

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



(1) Saldi tra giudizi di miglioramento e giudizi di peggioramento rispetto al trimestre precedente nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Settembre 2014, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 52, 2014.

ultime indicano incertezza, difficoltà di finanziamento e debolezza della domanda tra le cause principali dello scostamento tra gli investimenti realizzati e quelli programmati.

Le prospettive di una ripresa degli investimenti nel prossimo anno restano incerte: la maggioranza delle imprese indica stabilità della spesa, una quota pari al 22,8 per cento ne anticipa una flessione rispetto al 2014, mentre il 17,8 ne prevede un aumento. Il quadro dell'accumulazione appare più debole nel comparto dei servizi e tra le aziende di minore dimensione.

Tavola

Principali risultati del sondaggio congiunturale presso le imprese dell'industria e dei servizi (1)
(frequenza delle risposte, in percentuale)

RISPOSTE	Industria in senso stretto		Servizi		Totale	
	200 addetti e oltre	Totale	200 addetti e oltre	Totale	200 addetti e oltre	Totale
<i>Andamento del fatturato nei primi 3 trimestri del 2014 rispetto allo stesso periodo del 2013</i>						
Più basso	30,6	34,3	31,9	37,4	31,3	35,9
Praticamente uguale	31,4	30,0	35,3	32,9	33,4	31,5
Più alto	38,0	35,7	32,7	29,7	35,3	32,7
<i>Spesa per investimenti nel 2014 rispetto a quella programmata alla fine del 2013</i>						
Più bassa	24,3	21,2	25,7	24,3	25,1	22,8
Praticamente uguale	58,0	62,8	63,7	64,3	61,0	63,5
Più alta	17,7	16,0	10,5	11,5	14,0	13,7
<i>Spesa per investimenti programmata per il 2015 rispetto a quella del 2014</i>						
Più bassa	16,4	21,7	13,3	24,0	14,8	22,8
Praticamente uguale	53,2	58,6	61,4	60,1	57,4	59,4
Più alta	30,3	19,7	25,3	15,9	27,7	17,8
<i>Produzione industriale nel quarto trimestre 2014 rispetto al terzo</i>						
Più bassa	19,5	22,1	–	–	–	–
Praticamente uguale	46,6	47,3	–	–	–	–
Più alta	33,9	30,6	–	–	–	–
<i>Occupazione media del 2014 rispetto al 2013 (2)</i>						
Più bassa	29,0	26,6	35,1	32,0	32,9	29,7
Praticamente uguale	51,6	52,8	45,8	50,4	47,9	51,4
Più alta	19,4	20,5	19,1	17,6	19,2	18,9

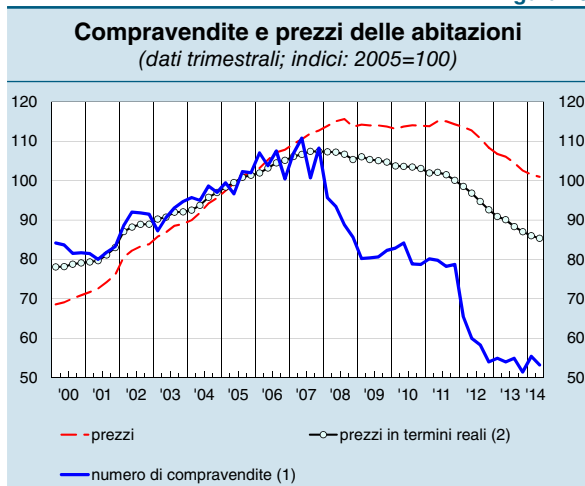
(1) Campione composto da imprese con almeno 20 addetti dell'industria in senso stretto (2.874 unità) e dei servizi privati non finanziari (commercio, alberghi e ristoranti, trasporti e comunicazioni, altri servizi professionali; 1.122 unità). Stima delle percentuali al netto della risposta "non so, non intendo rispondere", effettuata usando per ogni impresa un coefficiente di ponderazione che, per le distribuzioni totali di area geografica, classe dimensionale e settore di attività, tiene conto del rapporto tra le numerosità del campione e dell'universo. Errori standard delle percentuali stimate non superiori allo 0,8 per cento, ovvero intervalli di confidenza (al 95 per cento) al massimo pari a 1,6 punti percentuali. Elaborazioni effettuate su un campione provvisorio. – (2) Valori ponderati per il numero di addetti.

Le prospettive per il settore edile restano incerte

Resta debole l'attività nel settore delle costruzioni. Nel bimestre luglio-agosto la produzione edile è scesa dello 0,7 per cento rispetto al secondo trimestre. Nella rilevazione Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore* i giudizi sulle prospettive a breve termine formulati dalle imprese del settore sono peggiorati, ma risultano ancora meno pessimistici rispetto alla fine dello scorso anno.

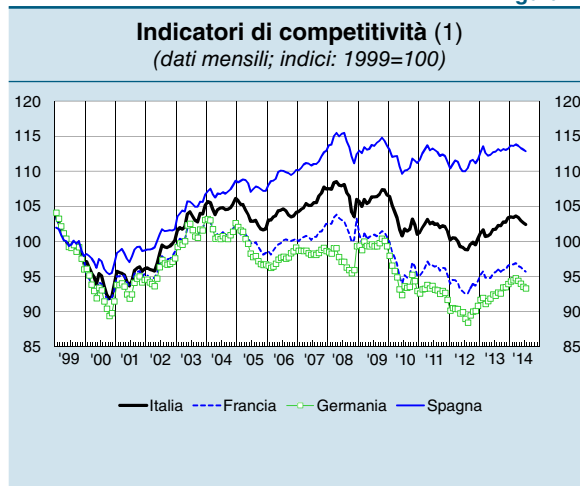
Le compravendite di abitazioni, dopo la caduta registrata dall'avvio della crisi globale, restano stabili sui bassi livelli raggiunti alla fine del 2012, seppur con oscillazioni tra un periodo e l'altro (fig. 16). Nel secondo trimestre di quest'anno, al netto della stagionalità, sono scese, compensando però l'aumento del periodo precedente derivante dalla riduzione delle imposte catastali e di registro. Si è di nuovo attenuata la flessione dei prezzi delle abitazioni (-0,6 per cento sul primo trimestre).

Figura 16



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

Figura 17



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

Il deprezzamento del cambio sostiene la competitività

Secondo valutazioni preliminari, nel bimestre agosto-settembre la competitività di prezzo degli esportatori italiani, misurata sulla base dei prezzi alla produzione dei beni manufatti, è migliorata rispetto al periodo precedente, risentendo prevalentemente del deprezzamento dell'euro (fig. 17).

La perdita complessiva di competitività dall'estate del 2012 resta tuttavia di circa tre punti percentuali: il più apprezzato livello del cambio dell'euro, nonostante i miglioramenti registrati negli ultimi mesi, è stato solo in parte mitigato dall'andamento dei nostri prezzi rispetto a quelli dei principali concorrenti.

La redditività delle imprese rimane modesta

Secondo stime basate sui conti nazionali, nel secondo trimestre la redditività operativa delle imprese – calcolata come rapporto tra margine operativo lordo e valore aggiunto – non ha subito variazioni rilevanti rispetto

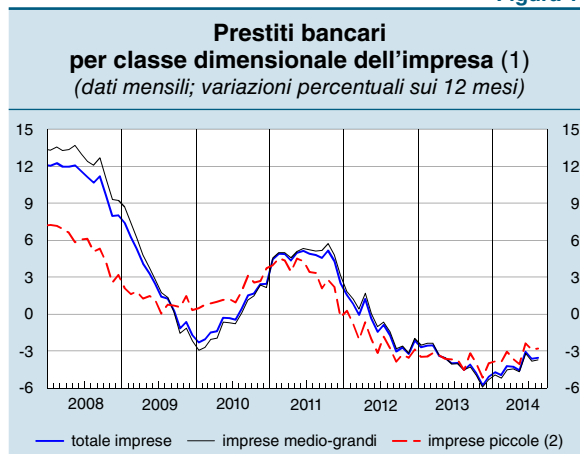
al periodo precedente, rimanendo molto contenuta (al 32,8 per cento, rispetto a una media del 36,4 negli ultimi venti anni). Il fabbisogno finanziario in rapporto al valore aggiunto, già su livelli storicamente bassi, è lievemente sceso, per la diminuzione degli investimenti fissi lordi a fronte di un autofinanziamento pressoché invariato. Il peso degli oneri finanziari è marginalmente aumentato.

I prestiti bancari si sono ridotti, ma in misura minore rispetto ai primi mesi dell'anno

È proseguita la contrazione dei prestiti bancari alle imprese, seppur in misura minore rispetto ai primi mesi dell'anno; lo scorso agosto il calo sui dodici mesi era pari

al 3,5 per cento (fig. 18). Nel secondo trimestre l'indebitamento delle imprese è sceso di circa un punto percentuale, al 76,4 per cento del PIL (fig. 19).

Figura 18



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

La raccolta obbligazionaria è stata negativa

Nel periodo tra aprile e giugno le imprese italiane sono tornate a effettuare rimborsi netti di obbligazioni (per 1,6 miliardi di euro; cfr. tav. 7), dopo sette trimestri di raccolta netta positiva. Secondo dati parzialmente stimati anche tra luglio e settembre la raccolta netta obbligazionaria sarebbe stata negativa; nel secondo trimestre le emissioni lorde di azioni da parte di società non finanziarie residenti in Italia sono state invece consistenti.

2.3 LE FAMIGLIE

I consumi delle famiglie, in forte caduta dall'avvio della crisi del debito sovrano, sono aumentati nella prima metà dell'anno, sia pure in misura contenuta. Vi ha contribuito il deciso miglioramento della fiducia registrato fino alla primavera; nei mesi estivi i giudizi delle famiglie sono tornati a peggiorare, pur restando sui livelli più elevati dal 2011.

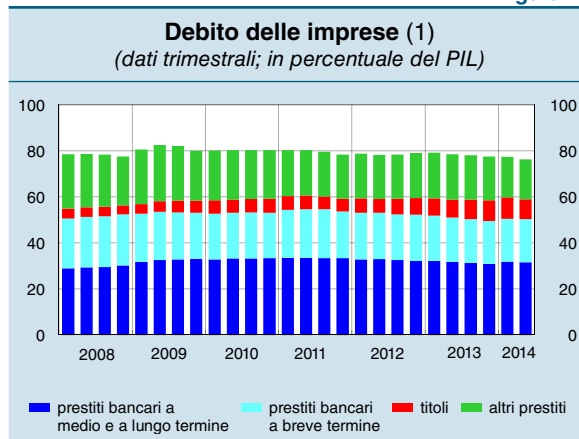
Prosegue il modesto rialzo dei consumi...

Sulla base del SEC 2010 la spesa delle famiglie ha ripreso a crescere dal terzo trimestre del 2013, seppur debolmente e con un'interruzione alla fine dello scorso anno (cfr. il par. 2.1). Il rialzo nei mesi primaverili di quest'anno (0,2 per cento sul periodo precedente), a fronte della flessione del reddito disponibile (-1,4 per cento), è da attribuire verosimilmente al sensibile progresso del clima di fiducia, ulteriormente migliorato dall'inizio dell'anno. La contrazione della spesa in beni semidurevoli e durevoli (-1,6 e -0,3 per cento, rispettivamente) è stata più che compensata dal rialzo degli acquisti di beni non durevoli e di servizi (0,4 e 0,3 per cento).

...ma la fiducia è tornata a peggiorare dall'estate

Nella media giugno-agosto ha significativamente accelerato la produzione industriale nei settori dei beni di consumo; nel terzo trimestre le immatricolazioni di autovetture, corrette per la stagionalità, sono aumentate dello 0,3 per cento su base congiunturale. Nel corso dell'estate la fiducia delle famiglie è tuttavia tornata a peggiorare, risentendo di un maggior pessimismo circa l'andamento del quadro economico generale (fig. 20).

Figura 19



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 dati sul debito privato differiscono da quelli pubblicati in precedenza, per effetto dell'adozione dei nuovi standard contabili previsti dal SEC 2010. Informazioni più dettagliate saranno disponibili in *Indicatori monetari e finanziari. Conti finanziari*, di prossima pubblicazione in *Supplementi al Bollettino Statistico*.

Figura 20



Fonte: elaborazioni su dati Istat. (1) Quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sull'anno precedente. Fino al 2013 dati annuali; per il 2014 variazioni percentuali dei primi 6 mesi sullo stesso periodo del 2013. - (2) Deflazionato con il deflatore della spesa per consumi delle famiglie residenti. - (3) Dati mensili destagionalizzati. Indici: 2005=100. - (4) A giugno 2013 sono state introdotte innovazioni metodologiche che rendono i dati diffusi a partire da quella data non direttamente confrontabili con quelli precedenti. - (5) Dati mensili; medie mobili nei 3 mesi terminanti in quello di riferimento.

Il debito delle famiglie è lievemente aumentato mentre il suo costo è rimasto stabile

Nel secondo trimestre il debito delle famiglie italiane in rapporto al reddito disponibile (che recepisce le modifiche del SEC 2010) è lievemente salito (al 62,7 per cento; fig. 21), ben al di sotto di quello medio dell'area dell'euro (97 per cento circa). Gli oneri sostenuti dalle famiglie per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale), che erano scesi nel corso del 2013, sono rimasti stabili all'8,8 per cento del reddito disponibile.

2.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nel secondo trimestre le esportazioni sono cresciute, grazie alla modesta ripresa del commercio mondiale. In base alle inchieste più recenti, le prospettive sulle nostre vendite all'estero sono tuttavia incerte. Nella prima parte dell'anno sono proseguiti, nel confronto con il 2013, sia il miglioramento del conto corrente sia gli afflussi di capitali verso l'Italia.

Le esportazioni sono cresciute in primavera, si sono indebolite in estate

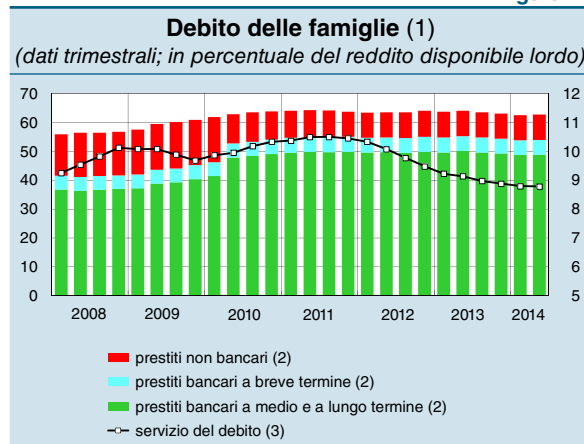
La crescita delle esportazioni in volume nel secondo trimestre (1,1 per cento rispetto al periodo precedente) riflette unicamente l'apporto delle merci, a fronte di una stazionarietà dei servizi. Sono aumentate soprattutto le vendite di beni sui mercati dell'Unione europea. La dinamica dei volumi complessivi è stata trainata dai principali settori di specializzazione del paese (macchinari e prodotti in metallo). I dati preliminari di commercio estero disponibili per il trimestre estivo segnalano però un indebolimento delle nostre esportazioni.

L'aumento delle importazioni nel secondo trimestre (0,8 per cento in volume) è interamente ascrivibile alla componente dei beni, cresciuta dell'1,1 per cento. Vi ha concorso soprattutto il recupero degli acquisti di prodotti petroliferi raffinati e di materie prime energetiche, che erano scesi in misura marcata nel trimestre precedente, anche per via delle miti temperature invernali.

Le attese degli operatori sono nel complesso incerte

Le inchieste congiunturali più recenti segnalano un aumento dell'incertezza: l'indice PMI che misura le valutazioni delle imprese manifatturiere sugli ordini esteri è peggiorato, pur mantenendosi su un livello superiore alla soglia che normalmente indica un'espansione delle vendite; le attese sui volumi esportati sono migliorate, ma senza recuperare i valori medi del 2013. I giudizi qualitativi delle imprese sugli ordini esteri, pure in calo, restano comunque più positivi rispetto all'ultimo biennio (fig. 22).

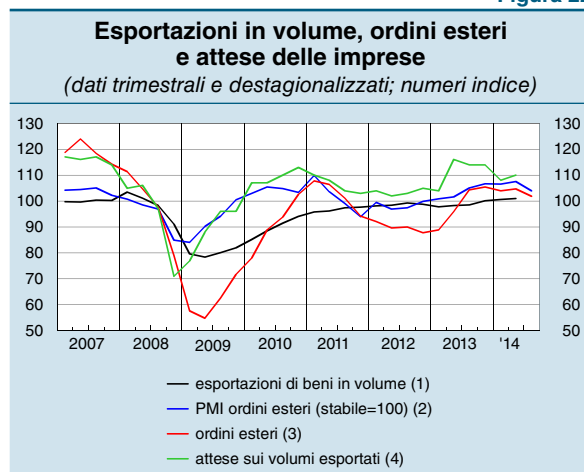
Figura 21



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

(1) Consistenze di fine trimestre e flussi nei 12 mesi terminanti a fine trimestre. I dati dell'ultimo periodo sono provvisori. I debiti includono i prestiti cartolarizzati. – (2) La ripartizione tra prestiti bancari e prestiti non bancari presenta una discontinuità statistica nel 2° trimestre del 2010. Per i riferimenti metodologici, cfr. l'avviso in *Indicatori monetari e finanziari. Conti finanziari*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 58, 2010. – (3) Scala di destra. Stima degli oneri per il servizio del debito (pagamento di interessi più rimborso delle quote di capitale) imputabili alle sole famiglie consumatrici. I dati sul debito privato differiscono da quelli pubblicati in precedenza, per effetto dell'adozione dei nuovi standard contabili previsti dal SEC 2010. Informazioni più dettagliate saranno disponibili in *Indicatori monetari e finanziari. Conti finanziari*, di prossima pubblicazione in *Supplementi al Bollettino Statistico*.

Figura 22



Fonte: Istat, Markit e Thomson Reuters Datastream.

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

**L'avanzo corrente
migliora ulteriormente**

Sulla base dei dati redatti secondo i nuovi standard contabili internazionali (cfr. il riquadro: *I nuovi standard internazionali dei conti con l'estero*), nei primi otto mesi del 2014 il surplus del conto corrente ha continuato a crescere, avvicinandosi a 15 miliardi di euro, oltre il doppio rispetto al corrispondente periodo del 2013 (tav. 3). Il miglioramento è dovuto all'avanzo commerciale (32,5 miliardi) e in particolare al minor deficit energetico.

**Continua l'afflusso
di capitali esteri**

Sono proseguiti gli acquisti di titoli di portafoglio italiani da parte di investitori non residenti. Tra gennaio e agosto gli acquisti netti di titoli pubblici italiani hanno generato afflussi di capitali esteri per quasi 71 miliardi (in forte crescita rispetto ai 13 dell'intero 2013), concentrati nella componente a medio e a lungo termine. I non residenti hanno continuato a investire anche in obbligazioni emesse da banche e da società private e in titoli azionari italiani.

Tavola 3

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

VOCI	2012	2013	gen.- ago. 2013	gen.- ago. 2014
Conto corrente	-8,2	16,6	6,7	14,8
Merci	15,6	36,8	23,8	32,5
prodotti non energetici (2)	75,2	88,0	58,6	60,2
prodotti energetici (2)	-59,6	-51,2	-34,8	-27,7
Servizi	-0,2	2,2	1,4	1,6
Redditi primari	-4,1	-3,5	-3,7	-4,7
Redditi secondari	-19,5	-19,0	-14,8	-14,6
Conto capitale	3,9	-0,1	-2,2	-0,3
Conto finanziario	-14,8	12,0	10,3	23,0
Investimenti diretti	5,3	4,3	-1,0	-4,0
Investimenti di portafoglio	-25,9	-14,6	18,6	-63,2
Derivati	5,8	3,0	2,8	-2,8
Altri investimenti	-1,5	17,7	-11,8	93,1
Variazione riserve ufficiali	1,5	1,5	1,7	-0,1
Errori e omissioni	-10,5	-4,5	5,8	8,6

(1) Secondo i nuovi standard internazionali del BPM6. Per luglio e agosto 2014, dati provvisori. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat.

I NUOVI STANDARD INTERNAZIONALI DEI CONTI CON L'ESTERO

Da questo numero del *Bollettino economico* la Banca d'Italia adotta i nuovi standard internazionali previsti dalla sesta edizione del *Balance of Payments and International Investment Position Manual* dell'FMI (BPM6). Il conto finanziario e la posizione patrimoniale verso l'estero prevedono un maggior grado di dettaglio e una nuova classificazione dei settori istituzionali e degli strumenti, armonizzata con il nuovo sistema europeo dei conti (SEC 2010).

Tra le innovazioni metodologiche più rilevanti, il trattamento delle merci che attraversano la frontiera per essere lavorate senza cambiare di proprietà è ora assimilato alla prestazione di un servizio, senza più influire sulla misurazione dei flussi di merci; viceversa il *merchancing* (1), precedentemente contabilizzato tra i servizi, viene ora incluso nel conto dei beni.

Si introduce inoltre la distinzione tra redditi derivanti da lavoro, attività finanziarie e risorse naturali (primari) e redditi ottenuti dalla redistribuzione attraverso trasferimenti correnti (secondari).

Infine la convenzione di segno che ha tradizionalmente caratterizzato il conto finanziario viene abbandonata: come già avveniva dal lato delle passività, ora valori positivi (negativi) indicano un incremento (riduzione) delle attività.

L'impatto delle innovazioni descritte sui principali saldi dei conti con l'estero è comunque di entità modesta (per maggiori dettagli cfr. l'avviso in *Indicatori monetari e finanziari. Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 55, 2014).

(1) Il *merchancing* è definito come l'acquisto da parte di un residente di beni di un non residente, seguito dalla loro cessione a un altro non residente, senza che i beni transitino nel paese del primo. Le esportazioni nette di beni con operazioni di *merchancing* rappresentano la differenza tra vendite e acquisti di beni.

**Il saldo TARGET2
è migliorato nell'anno,
con oscillazioni**

Grazie agli afflussi di capitali privati, nella media di settembre la posizione debitoria della Banca d'Italia su TARGET2 è stata pari a 162 miliardi, in miglioramento di oltre 120 rispetto al massimo di agosto 2012 (fig. 23). Il saldo passivo ha raggiunto

un minimo di 130 miliardi alla fine di luglio; è tornato ad ampliarsi, per complessivi 67 miliardi, tra agosto e settembre, per poi riprendere il miglioramento in ottobre (circa 25 miliardi nelle prime tre settimane). Il temporaneo aumento del passivo tra agosto e settembre è ascrivibile a motivi tecnici, in particolare al venire a scadenza di un consistente pacchetto di titoli di Stato in mano a non residenti, non coperto da nuove emissioni dato il livello eccezionalmente elevato raggiunto dalle disponibilità complessive di liquidità del Tesoro. Anche la liquidità fornita dall'Eurosistema con la prima operazione mirata di rifinanziamento (cfr. il par. 1.2) può aver permesso alle banche italiane di ridurre la provvista più a breve termine sul mercato interbancario estero.

Alla fine dello scorso giugno la posizione patrimoniale netta sull'estero dell'Italia era negativa per 495 miliardi, pari al 30,5 per cento del PIL. Il miglioramento rispetto a marzo (quasi 18 miliardi) è dovuto in egual misura al surplus di parte corrente e agli aggiustamenti di valutazione, che hanno determinato un aumento del valore di mercato delle attività superiore rispetto alle passività.

2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

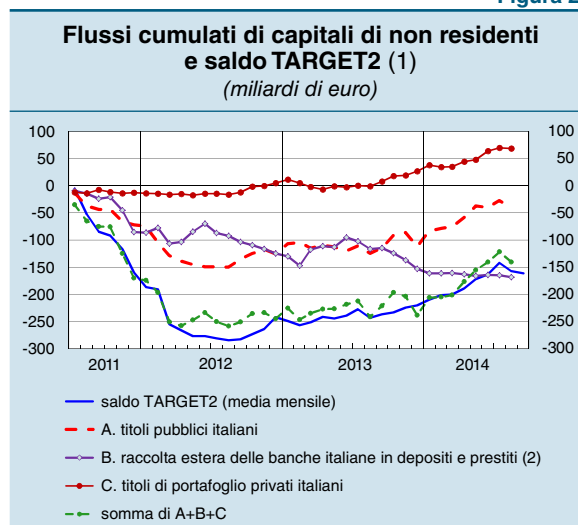
Dopo due anni in calo il numero di occupati è tornato a crescere nel secondo trimestre, seppur debolmente, grazie all'aumento degli addetti nel comparto industriale, escluse le costruzioni. L'intensità di utilizzo della manodopera resta bassa. È diminuito, per la prima volta da tre anni, il numero di persone in cerca di occupazione. Gli andamenti dei mesi estivi e le aspettative delle imprese delineano prospettive ancora incerte.

L'occupazione ha ripreso a crescere, spinta dall'industria in senso stretto

Nel secondo trimestre, dopo due anni di flessione, l'occupazione è tornata a crescere (0,1 per cento rispetto al trimestre precedente, pari a 18.000 persone; fig. 24). Alla dinamica positiva nell'industria in senso stretto e nell'agricoltura si è contrapposto un calo, meno forte che in passato, nel settore delle costruzioni e un'ulteriore diminuzione nei servizi privati (tav. 4). Prosegue la riduzione del numero di lavoratori autonomi, mentre cresce l'occupazione alle dipendenze, in particolare nella componente a tempo determinato. I dati desumibili dalla rete SeCO (Statistiche e Comunica-

Nel secondo trimestre, dopo due anni di flessione, l'occupazione è tornata a crescere (0,1 per cento rispetto al trimestre precedente, pari a 18.000 persone; fig. 24). Alla dinamica positiva nell'industria in senso stretto e nell'agricoltura si è contrapposto un calo, meno forte che in passato, nel settore delle costruzioni e un'ulteriore diminuzione nei servizi privati (tav. 4). Prosegue la riduzione del numero di lavoratori autonomi, mentre cresce l'occupazione alle dipendenze, in particolare nella componente a tempo determinato. I dati desumibili dalla rete SeCO (Statistiche e Comunica-

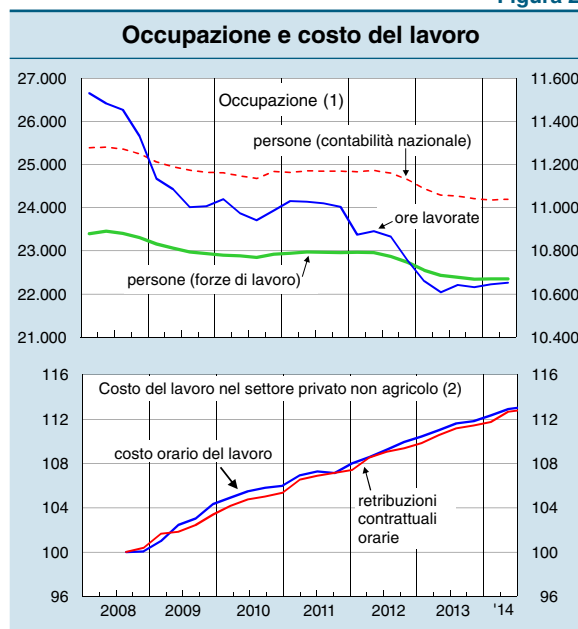
Figura 23



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

hanno determinato un aumento del valore di mercato delle attività superiore rispetto alle passività.

Figura 24



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

(1) Migliaia di persone (scala di sinistra); milioni di ore (scala di destra); dati trimestrali destagionalizzati. – (2) Numeri indice: 3° trimestre 2008=100; dati trimestrali grezzi per le retribuzioni contrattuali orarie, destagionalizzati per il costo orario del lavoro.

Occupazione e disoccupazione

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

VOCI	Consistenze 2° trim. 2014	Variazioni			
		3° trim. 2013	4° trim. 2013	1° trim. 2014	2° trim. 2014
Totale occupati	24.199	-0,1	-0,2	-0,1	0,1
di cui: <i>industria in senso stretto</i>	4.310	..	0,4	-0,1	0,3
<i>servizi privati (1)</i>	10.280	-0,4	-0,1	-0,2	-0,2
<i>dipendenti</i>	18.060	-0,2	-0,3	..	0,3
<i>autonomi</i>	6.140	0,2	..	-0,5	-0,6
Ore lavorate	10.652	0,3	-0,1	0,1	0,1
di cui: <i>industria in senso stretto</i>	1.904	1,3	0,2	1,3	-0,5
<i>servizi privati (1)</i>	4.830	-0,2	0,2	0,2	0,3
<i>dipendenti</i>	7.243	0,2	-0,4	0,5	0,4
<i>autonomi</i>	3.409	0,5	0,5	-0,6	-0,6
Persone in cerca di occupazione	3.191	1,2	1,6	0,5	-0,6
Forze di lavoro	25.544	-0,1	..	0,1	-0,1

Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali* (per gli occupati e le ore lavorate) e *Rilevazione sulle forze di lavoro* (per le persone in cerca di occupazione e le forze di lavoro).

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

zioni Obbligatorie), basati sulle segnalazioni obbligatorie di assunzioni e cessazioni di dieci Regioni e due Province autonome, confermano la crescita del numero di assunzioni a tempo determinato e l'accelerazione di quelle con contratto di apprendistato. Le informazioni preliminari relative ai mesi di luglio e agosto indicano l'assestamento dell'occupazione sui livelli registrati nel secondo trimestre.

Al lieve aumento del numero di occupati ha corrisposto un analogo incremento delle ore lavorate, che ha mantenuto invariata l'intensità di utilizzo della manodopera, sui livelli del trimestre precedente. Dopo la stabilità dei primi tre mesi dell'anno, le ore autorizzate di Cassa integrazione guadagni hanno registrato un calo nel secondo trimestre, attribuibile alle componenti ordinaria e in deroga; la flessione è proseguita nel periodo estivo.

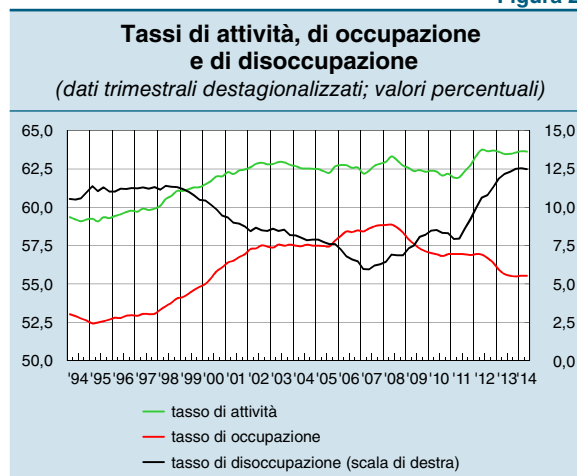
La disoccupazione si è ridotta

Nel secondo trimestre l'offerta di lavoro ha continuato a ristagnare (-0,1 per cento; tav. 4). Il numero di persone in cerca di occupazione è sceso dello 0,6 per cento, invertendo una tendenza in atto da tre anni. La flessione ha interessato in particolare la componente maschile (-2,3 per cento), prevalente nei settori che hanno registrato una crescita del numero di addetti. Per contro il numero di donne in cerca di lavoro è aumentato dell'1,5 per cento (0,7 nel trimestre precedente). Al netto dei fattori stagionali, il tasso di disoccupazione è lievemente diminuito, al 12,5 per cento, mentre quello giovanile è ulteriormente cresciuto, raggiungendo il 43,4 per cento. Nei mesi di luglio e agosto il tasso di disoccupazione si è mantenuto sui livelli registrati nel secondo trimestre (fig. 25).

Le retribuzioni contrattuali hanno rallentato

Sulla base dei conti nazionali, nel secondo trimestre il costo orario del lavoro nel settore privato non agricolo è aumentato dell'1,4 per cento. La crescita delle retribuzioni contrattuali si è ridotta, per effetto degli andamenti nelle costruzioni e nei servizi privati. Per contro le componenti non contrattuali sono lievemente aumentate, mantenendosi in linea con le nostre previsioni di moderata crescita per il biennio 2014-15.

Figura 25



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

Le prospettive restano incerte

Nonostante i modesti miglioramenti, le prospettive di ripresa dell'occupazione rimangono incerte. Nel secondo trimestre la quota di posti vacanti rispetto al totale delle posizioni lavorative è rimasta pressoché stabile, segnalando la persistente debolezza della domanda di lavoro. Nei mesi estivi le aspettative sull'andamento dell'occupazione a tre mesi, rilevate dalle indagini qualitative condotte dall'Istat e dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, sono progressivamente peggiorate in tutti i comparti. L'indagine congiunturale condotta in settembre dalla Banca d'Italia (cfr. *Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi*, di prossima pubblicazione in *Supplementi al Bollettino Statistico*) indica come le prospettive occupazionali per l'anno 2014, negative per il totale del settore privato non agricolo, siano relativamente migliori per le imprese medio-grandi e per quelle esportatrici, generalmente caratterizzate da maggiore efficienza produttiva e competitività internazionale.

2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

In agosto e in settembre l'inflazione al consumo è divenuta negativa. Sono rimaste positive, ma assai contenute, le variazioni sui dodici mesi dei prezzi al netto dei beni alimentari e dell'energia. Secondo le previsioni degli operatori professionali, nei prossimi cinque anni l'inflazione risalirebbe solo lentamente. Resta elevato il rischio di un periodo prolungato di bassa inflazione.

L'inflazione ha raggiunto un valore lievemente negativo

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo ha segnato variazioni negative sui dodici mesi in agosto e in settembre (-0,2 e -0,1 per cento, rispettivamente; tav. 5 e fig. 26). Dall'avvio della serie storica ciò si era verificato solo nel luglio 2009 e

Tavola 5

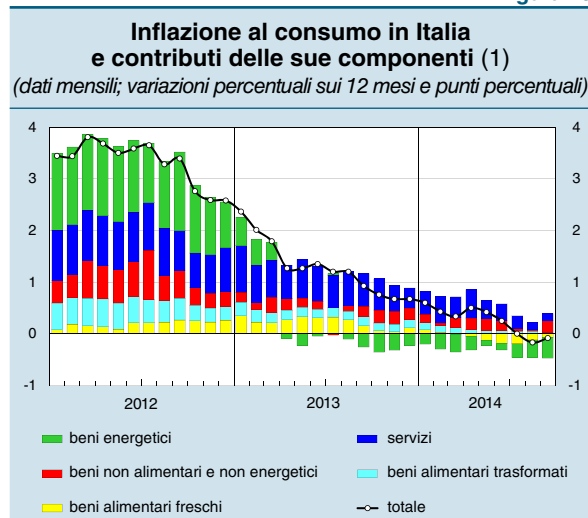
PERIODO	Indicatori di inflazione in Italia (variazioni percentuali sui 12 mesi)						
	IPCA (1)			IPC (2)		IPP (3)	
	Indice generale	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale a tassazione costante (4)	Indice generale a 1 mese (5)		Al netto di energetici e alimentari	Indice generale
2011	2,9	2,0	2,6	2,8	–	1,3	5,1
2012	3,3	2,0	2,5	3,0	–	1,7	4,1
2013	1,3	1,3	1,1	1,2	–	1,1	-1,2
2013 – gen.	2,4	1,7	2,2	2,2	0,2	1,6	0,7
feb.	2,0	1,4	1,9	1,9	0,0	1,3	0,5
mar.	1,8	1,5	1,7	1,6	0,1	1,4	0,0
apr.	1,3	1,2	1,1	1,1	-0,2	1,1	-1,1
mag.	1,3	1,4	1,1	1,1	0,0	1,3	-1,1
giu.	1,4	1,2	1,3	1,2	0,1	1,1	-0,7
lug.	1,2	1,0	1,1	1,2	0,1	1,1	-1,5
ago.	1,2	1,2	1,2	1,2	0,2	1,1	-2,4
set.	0,9	1,3	0,9	0,9	0,0	1,2	-2,2
ott.	0,8	1,2	0,3	0,8	-0,1	1,1	-2,5
nov.	0,7	1,1	0,2	0,7	-0,1	1,1	-2,3
dic.	0,7	0,9	0,3	0,7	0,1	0,8	-2,1
2014 – gen.	0,6	0,9	0,3	0,7	0,2	0,9	-1,5
feb.	0,4	0,9	0,1	0,5	-0,1	0,9	-1,7
mar.	0,3	0,9	-0,1	0,4	0,0	0,8	-1,9
apr.	0,5	1,1	0,2	0,6	0,0	1,0	-1,7
mag.	0,4	0,8	0,0	0,5	-0,1	0,7	-1,7
giu.	0,2	0,7	-0,2	0,3	-0,1	0,7	-1,8
lug.	0,0	0,5	-0,3	0,1	-0,1	0,6	-1,9
ago.	-0,2	0,4	-0,6	-0,1	0,0	0,5	-2,0
set.	-0,1	0,5	-0,5	-0,2	0,0	0,4	....

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.

(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (2) Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale; differisce dall'indice armonizzato essenzialmente per una diversa modalità di rilevazione dei prezzi dei prodotti medicinali e delle vendite promozionali. – (3) Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno. – (4) Indice calcolato dall'Istat sottraendo dai prezzi di vendita l'impatto delle variazioni delle imposte indirette nell'ipotesi che esse siano state traslate immediatamente e per intero. – (5) Indice generale al netto della componente stagionale.

per fattori diversi da quelli ora in atto (cfr. il riquadro: *L'andamento dell'inflazione in Italia*). Circa un terzo della flessione rispetto al secondo trimestre è ascrivibile alla riduzione dei prezzi dei prodotti energetici conseguente al taglio in luglio delle tariffe del gas. Al netto delle componenti più volatili (energia e alimentari), la variazione dell'indice ha raggiunto i valori più bassi nel confronto storico (0,4 per cento in agosto e 0,5 in settembre); alla prorata debolezza della domanda interna si sono accompagnati fattori come gli elevati sconti applicati in occasione dei saldi estivi per abbigliamento e calzature e l'impatto delle condizioni meteorologiche avverse sui prezzi dei servizi turistici. Anche l'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale (IPC) ha registrato variazioni negative in agosto e in settembre (-0,1 e -0,2 per cento sui dodici mesi, rispettivamente), per la prima volta dal 1959.

Figura 26



L'ANDAMENTO DELL'INFLAZIONE IN ITALIA

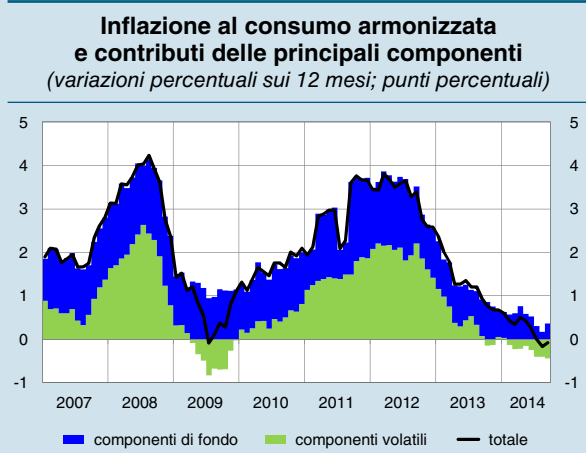
L'inflazione al consumo in Italia, in calo da oltre un biennio, ha toccato in agosto e in settembre un livello leggermente negativo (-0,1 per cento sui dodici mesi sulla base dell'indice armonizzato; -0,2 per cento secondo l'indice nazionale).

Un valore negativo dell'inflazione armonizzata era stato raggiunto, per un solo mese, dopo la crisi finanziaria del 2008-09, quando l'IPCA era sceso dello 0,1 per cento nel luglio 2009. In quell'occasione il calo dell'indice dei prezzi aveva riflesso l'impatto sulle componenti più volatili (prezzi dei prodotti energetici e alimentari) della debolezza dei corsi internazionali delle materie prime alimentari e dell'eccezionale caduta del prezzo del petrolio dai massimi dell'estate del 2008.

Al contrario nell'attuale fase ciclica un contributo sostanziale alla diminuzione dell'inflazione proviene anche dalle componenti di fondo (prezzi dei beni industriali non energetici e dei servizi): l'inflazione core è infatti scesa a valori molto bassi (0,5 per cento in settembre; figura A). La decelerazione è stata più accentuata per l'abbigliamento, i beni e servizi di comunicazione, i servizi alberghieri e assicurativi.

Il recente indebolimento dell'inflazione di fondo è in larga misura attribuibile al persistere di condizioni cicliche sfavorevoli e all'intensificarsi, nell'ultimo biennio, del loro impatto sui prezzi al consumo. Nel periodo più recente la risposta dei prezzi al grado di capacità inutilizzata è infatti divenuta più elevata, in Italia e in altri paesi dell'area

Figura A



dell'euro. La figura B riporta le stime dell'elasticità dell'inflazione di fondo all'output gap in Italia (1): questa sarebbe almeno triplicata rispetto ai livelli registrati prima del 2012; risultati simili emergono anche per il complesso dell'area e, tra i maggiori paesi, per la Spagna e la Francia (2).

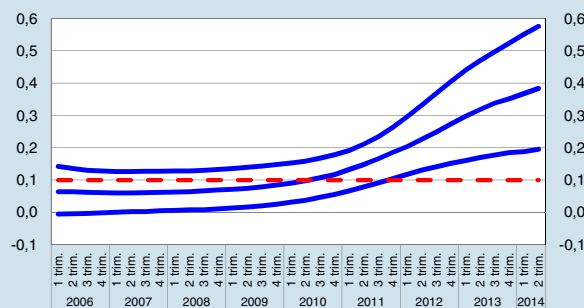
Alla maggiore reattività dei prezzi alle condizioni cicliche ha verosimilmente contribuito la più rapida risposta delle aspettative di inflazione a breve e a medio termine agli andamenti congiunturali. Un modello lineare indica che le aspettative a due anni nell'area dell'euro, misurate in base agli inflation swap, hanno reagito rapidamente alle risorse inutilizzate nell'economia, ma anche alle sorprese di inflazione registrate nell'ultimo biennio. Secondo nostre analisi, queste ultime hanno contribuito a indurre anche un graduale ma continuo aggiustamento verso il basso dell'inflazione attesa su orizzonti progressivamente più lontani. L'ampiezza e la lunghezza della recessione, ben più elevate rispetto al passato, la caduta permanente dei livelli di consumo e il periodo eccezionalmente lungo di sottoutilizzo degli impianti possono inoltre aver dato luogo a effetti non lineari, inducendo le imprese a più rapide riduzioni dei listini.

(1) Le stime sono basate su un'equazione che lega l'inflazione corrente a quella passata e all'output gap, definito come la differenza percentuale fra prodotto effettivo e prodotto potenziale.

(2) Cfr. M. Riggi e F. Venditti, *Surprise! Euro area inflation has fallen*, Banca d'Italia, «Questioni di economia e finanza», n. 237, 2014.

Figura B

Elasticità dell'inflazione core all'output gap (1)



(1) Le linee blu rappresentano il 15°, il 50° e l'85° percentile della distribuzione dei coefficienti, variabili nel tempo, stimati con metodi non parametrici; la linea tratteggiata rossa mostra la stima ottenuta nel periodo 2004-2012 con un modello a coefficienti costanti. L'output gap utilizzato è quello stimato dalla Commissione europea nello *European Economic Forecast Spring 2014*, trimestralizzato con un'interpolazione quadratica.

La moderazione dei prezzi riguarda un numero ampio di voci di spesa

In settembre meno di un terzo delle componenti individuali dell'indice armonizzato ha mostrato variazioni negative sui dodici mesi, una quota in lieve aumento rispetto alla primavera, ma inferiore al massimo di agosto (35 per cento); il 61 per cento delle voci ha registrato rincari sotto l'1,0 per cento (contro una media del 27 per cento nel periodo 2001-2013).

Le pressioni provenienti dai prezzi all'origine rimangono deboli

Si è accentuata la flessione dei prezzi alla produzione (-2,0 per cento sui dodici mesi in agosto); la variazione dei prezzi dei beni non alimentari destinati al consumo finale, che fornisce indicazioni sull'andamento futuro dei corrispettivi prezzi al consumo, è rimasta su livelli modesti, allo 0,8 per cento sui dodici mesi.

Le imprese intervistate in settembre nell'indagine trimestrale condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* prefigurano ancora modesti adeguamenti dei listini, a causa della persistente debolezza della domanda interna e delle politiche di prezzo dei principali concorrenti. Secondo gli indicatori PMI, in settembre le imprese hanno segnalato una riduzione dei propri prezzi di vendita e un'attenuazione della crescita dei costi dei propri input dopo i forti aumenti registrati nel corso dell'estate.

Le attese sono state riviste al ribasso

In ottobre gli operatori professionali intervistati da Consensus Economics hanno rivisto nuovamente al ribasso le proiezioni di inflazione, allo 0,2 per cento nel 2014 e allo 0,6 nel 2015 (1,1 e 1,3 per cento, rispettivamente, in gennaio).

Gli analisti si attendono che la crescita dei prezzi al consumo si mantenga contenuta anche su orizzonti più lunghi: le aspettative per i prossimi dieci anni prefigurano un ritorno dell'inflazione al 2,0 per cento solo nel 2019. Secondo l'ultima indagine Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore*, la dinamica dei prezzi attesa dalle imprese risulta ancora più contenuta: l'inflazione rimarrebbe inferiore all'1 per cento almeno fino al 2018.

2.7 LE BANCHE

È proseguita la contrazione dei prestiti alle imprese, che ha risentito, dal lato dell'offerta, della persistente rischiosità dei prenditori di fondi e, dal lato della domanda, in misura maggiore rispetto ai trimestri precedenti, della debolezza del quadro congiunturale. Le indagini presso le imprese mostrano tuttavia un lieve miglioramento delle condizioni di accesso al credito per le sole aziende di maggiore dimensione. Continua la riduzione del costo dei nuovi finanziamenti al settore produttivo e il miglioramento del grado di patrimonializzazione delle banche.

La flessione del credito continua

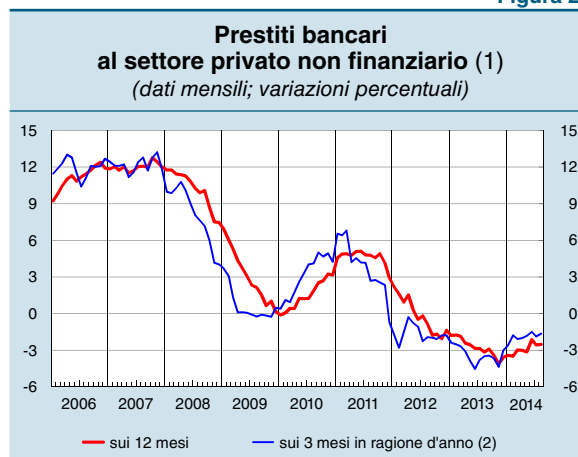
La flessione del credito al settore privato non finanziario è proseguita a ritmi invariati (-1,7 per cento nei tre mesi terminanti in agosto, in ragione d'anno e al netto dei fattori stagionali; fig. 27), subendo dal lato della domanda l'indebolimento dell'attività economica (cfr. il par. 2.2). Il calo del credito è stato marcato nel comparto delle società non finanziarie (-2,6 per cento), modesto per le famiglie (-0,4 per cento): per queste ultime in particolare si è attenuata la contrazione dei mutui per l'acquisto di abitazioni (-0,2 per cento, da -0,7), mentre si è accentuata quella degli altri prestiti (-0,9 per cento, da -0,1).

Tra la fine di maggio e quella di agosto la raccolta al dettaglio delle banche italiane (tav. 6) presso le famiglie residenti è aumentata, riflettendo principalmente la dinamica della componente a vista (cresciuta su base annua del 6,1 per cento, dal 4,7 in maggio). Nello stesso periodo sono invece diminuiti sia i collocamenti netti di obbligazioni allo sportello sia la raccolta interbancaria all'estero.

La domanda di prestiti rimane debole, le condizioni di offerta sono migliorate per le imprese maggiori

Le banche intervistate nell'ambito dell'indagine sul credito bancario (*Bank Lending Survey*) riportavano, per il secondo trimestre, un contenuto allentamento delle politiche creditizie nei confronti sia delle imprese sia delle famiglie (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*), a fronte di una domanda ancora debole da parte delle prime e in aumento nel caso delle seconde. In base alle informazioni preliminari relative a luglio e agosto, il miglioramento delle condizioni di offerta si sarebbe interrotto, principalmente a causa del recente peggioramento del quadro congiunturale. I sondaggi più recenti presso le aziende segnalano condizioni di accesso al credito differenziate per classe dimensionale di impresa: l'allentamento dei criteri di offerta avrebbe riguardato solo le imprese più grandi, mentre permarranno maggiori difficoltà per le aziende di minore dimensione.

Figura 27



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

Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)

VOCI	Consistenze di fine mese (2)		Variazioni percentuali sui 12 mesi (3)	
	Maggio 2014	Agosto 2014	Maggio 2014	Agosto 2014
Attività				
Prestiti a residenti in Italia (4)	1.834	1.814	-2,8	-2,2
a imprese (5)	822	819	-4,7	-3,8
a famiglie (6)	598	596	-1,0	-0,8
Attività verso controparti centrali (7)	59	85	-27,0	9,6
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (8)	547	542	-3,5	-6,6
titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	413	410	-1,8	-4,3
Attività verso l'Eurosistema (9)	16	10	-32,4	-49,7
Attività sull'estero (10)	290	294	-5,6	-2,1
Altre attività (11)	1.250	1.248	-7,9	-5,5
Totale attivo	3.995	3.993	-5,4	-3,9
Passività				
Depositi di residenti in Italia (4) (12) (13)	1.274	1.311	2,6	5,2
Depositi di non residenti (10)	309	304	-6,1	-8,5
Passività verso controparti centrali (7)	98	124	-34,4	-13,7
Obbligazioni (13)	505	483	-6,5	-8,9
Passività verso l'Eurosistema (9)	216	164	-16,5	-32,2
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	137	137	-11,4	-13,3
Capitale e riserve	405	416	5,8	8,7
Altre passività (14)	1.051	1.055	-9,9	-5,6
Totale passivo	3.995	3.993	-5,4	-3,9

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di agosto 2014 sono provvisori. – (2) Miliardi di euro. – (3) Corrette per riclassificazioni, variazioni dovute ad aggiustamenti di valore e a fluttuazioni del cambio. Le variazioni dei prestiti alle imprese e alle famiglie sono corrette per le cartolarizzazioni. – (4) Esclude l'operatività nei confronti delle controparti centrali. – (5) Definizione armonizzata, esclude le famiglie produttrici. – (6) Definizione armonizzata, include le famiglie produttrici, le istituzioni sociali senza scopo di lucro e le unità non classificate. – (7) Include le sole operazioni di pronti contro termine. – (8) Esclude obbligazioni di IFM (istituzioni finanziarie e monetarie, ossia banche e fondi comuni monetari) residenti. – (9) L'aggregato comprende i rapporti con l'Eurosistema per operazioni di politica monetaria; cfr. *Indicatori monetari e finanziari. Moneta e banche* in *Supplementi al Bollettino Statistico*, tavv. 1.4a e 1.4b. – (10) Nel periodo considerato queste voci includono prevalentemente operazioni di natura interbancaria. – (11) Include: obbligazioni emesse da IFM residenti; prestiti a IFM residenti; partecipazioni e azioni in società residenti; cassa; quote di fondi comuni monetari; derivati; beni mobili e immobili; altre voci di minore entità. – (12) Esclude le passività connesse con le operazioni di cessione di crediti. – (13) L'aggregato non include le passività nei confronti di IFM residenti. – (14) Include: obbligazioni detenute da IFM residenti; depositi da IFM residenti; quote di fondi comuni monetari; derivati; altre voci di minore entità.

L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO

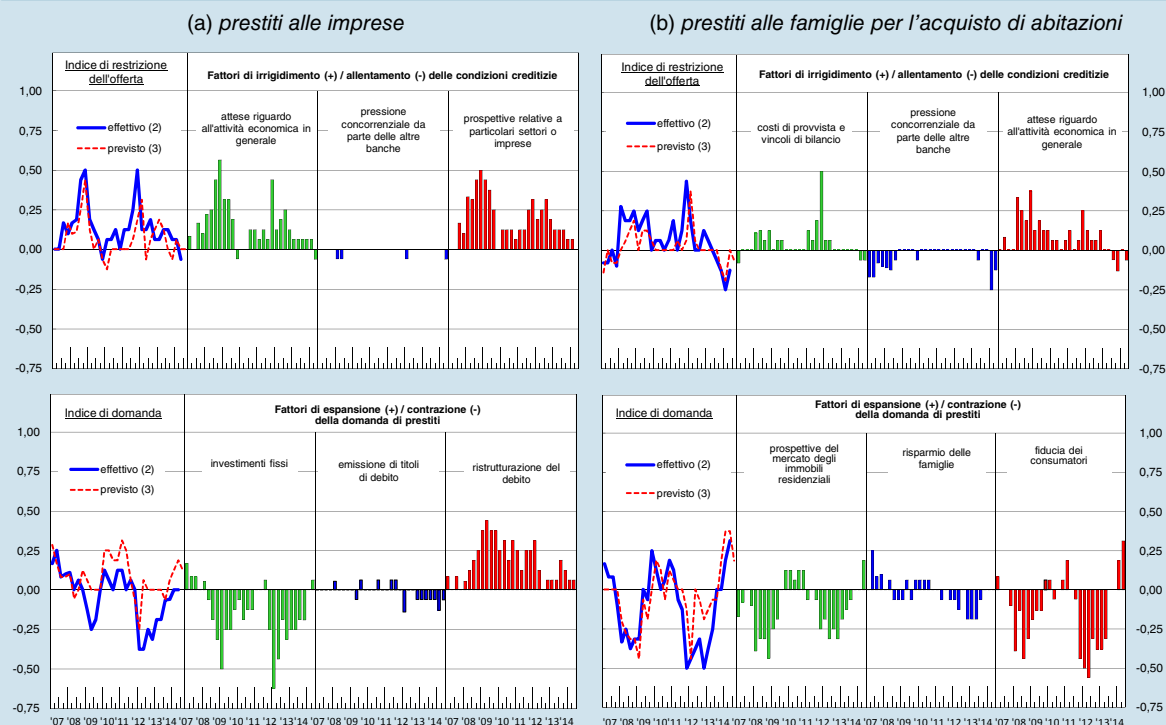
Le banche intervistate in luglio nell'ambito dell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*) indicavano che, nel secondo trimestre, il miglioramento delle attese relative all'attività economica e la maggiore pressione concorrenziale da parte di altre banche avevano indotto un allentamento dei criteri adottati nella concessione dei prestiti, marcato per le famiglie e più contenuto per le imprese (figura A) (1). L'allentamento delle politiche creditizie si era tradotto, per imprese e famiglie, soprattutto in una riduzione dei margini applicati alla media dei prestiti.

Per il terzo trimestre le banche intervistate prevedevano politiche di offerta invariate per i prestiti alle imprese e un nuovo lieve miglioramento delle condizioni praticate alle famiglie.

Secondo le valutazioni degli intermediari la domanda di prestiti da parte delle imprese era rimasta debole, mentre quella di mutui da parte delle famiglie si era ulteriormente rafforzata a fronte, al momento della rilevazione, di un miglior clima di fiducia dei consumatori e di più favorevoli prospettive sul mercato immobiliare.

(1) All'indagine, terminata l'11 luglio, hanno partecipato otto tra i principali gruppi bancari italiani. I risultati per l'Italia sono consultabili sul sito www.bancaditalia.it, quelli per l'area dell'euro sul sito www.ecb.int. Le risposte relative alla rilevazione sul terzo trimestre del 2014 e sulle attese per il successivo saranno rese pubbliche il prossimo 29 ottobre.

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.

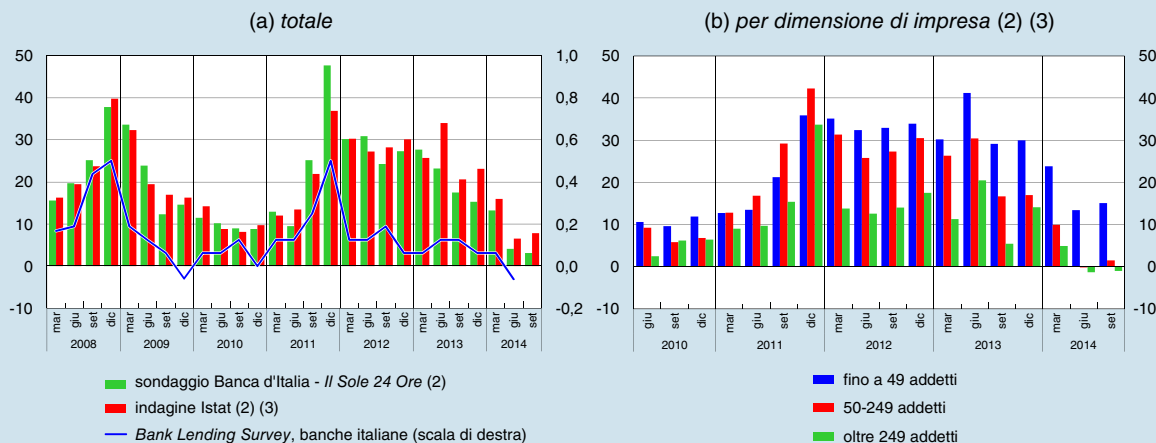
I sondaggi più recenti presso le imprese segnalano tuttavia tensioni residue sull'offerta di credito (figura B), seppur circoscritte a particolari segmenti della clientela.

Sulla base del sondaggio trimestrale condotto in settembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, nel terzo trimestre la percentuale netta di imprese che ha riportato maggiori difficoltà di accesso al credito è scesa lievemente (3,1 per cento, da 4,1 nel secondo) (2). L'andamento dell'indicatore è stato però eterogeneo tra le aziende: quelle con almeno 200 addetti hanno segnalato condizioni di accesso al credito più favorevoli rispetto a giugno, mentre per quelle di minore dimensione i criteri di offerta sarebbero rimasti pressoché invariati.

Indicazioni simili provengono dall'indagine mensile condotta dall'Istat presso le imprese manifatturiere. In settembre è aumentata la percentuale netta di aziende con meno di 50 addetti che segnala condizioni di accesso al credito meno favorevoli rispetto al mese precedente, al 15,1 per cento (13,4 in giugno; figura B); è proseguito, invece, il lieve miglioramento riportato dalle aziende più grandi (oltre i 249 addetti). La dimensione di impresa influisce inoltre sulla probabilità di ottenere credito: la quota di aziende che ha dichiarato di non aver ottenuto il finanziamento richiesto è rimasta significativamente più elevata per quelle di minore dimensione (16 per cento, contro l'8 per le imprese più grandi).

(2) 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.

Indici delle condizioni di accesso al credito da parte delle imprese italiane (1)



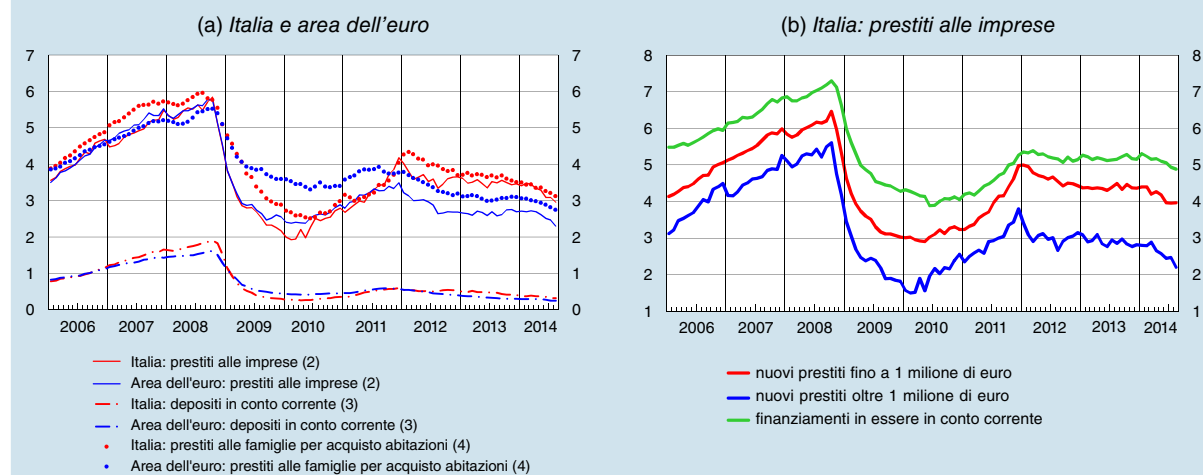
(1) Il sondaggio Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore e l'indagine Istat sono condotti su un campione di imprese appartenenti rispettivamente ai settori dell'industria e dei servizi e a quello manifatturiero. Il dato per l'indagine Istat è tratto dalla rilevazione di fine trimestre; a giugno 2013 sono state 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) Percentuale netta di imprese che riportano difficoltà di accesso al credito. – (3) Istat, *Indagine sulla fiducia delle imprese manifatturiere*.

Il costo dei prestiti a famiglie e imprese continua a ridursi

Il taglio dei tassi ufficiali operato dalla BCE lo scorso giugno ha contribuito a un'ulteriore riduzione del costo del credito. In agosto il tasso medio sui nuovi mutui alle famiglie si è ridotto al 3,1 per cento (3,4 in maggio; fig. 28) e il differenziale rispetto a quello medio praticato nell'area dell'euro è rimasto a 40 punti base; anche il costo medio dei nuovi prestiti alle imprese è sceso sensibilmente, al 3,0 per cento (dal 3,3); è ancora 65 punti base al di sopra di quello medio nell'area dell'euro (70 in maggio).

Figura 28

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



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Valori medi. I tassi sui prestiti e sui depositi si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'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.

Il calo del costo del credito alle imprese italiane è stato di 40 punti base per i finanziamenti di importo superiore al milione di euro (al 2,2 per cento; fig. 28) e di 20 per quelli di importo inferiore (al 4,0 per cento). Anche il tasso medio sui finanziamenti in conto corrente si è ridotto sensibilmente, pur rimanendo ancora elevato (4,9 per cento, dal 5,1).

Prosegue la flessione delle nuove sofferenze in rapporto ai prestiti alle imprese

Nel secondo trimestre il flusso di nuove sofferenze rettificato in rapporto ai prestiti, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, è rimasto stabile rispetto al trimestre precedente, al 2,6 per cento. L'indicatore è sceso per i prestiti alle imprese, al 4,1 per cento. Informazioni preliminari indicano che nei mesi di luglio e agosto l'esposizione complessiva nei confronti dei debitori segnalati per la prima volta in sofferenza è diminuita del 14 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2013.

Migliora lievemente la redditività dei maggiori gruppi bancari...

In base alle relazioni trimestrali consolidate, nel primo semestre la redditività dei cinque maggiori gruppi bancari è leggermente migliorata rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, beneficiando del contenimento dei costi operativi e della riduzione delle rettifiche di valore su crediti (-1,4 e -10,0 per cento, rispettivamente). Il rendimento del capitale e delle riserve (ROE), valutato su base annua,

è migliorato ma resta contenuto (2,5 per cento; 1,9 nello stesso periodo del 2013). Al lieve incremento del margine di interesse (1,2 per cento) si è contrapposta una marcata riduzione dei ricavi da negoziazione (-36,1 per cento); nel complesso il margine di intermediazione è diminuito dell'1,5 per cento.

...e aumenta il grado di patrimonializzazione

Nel primo semestre la dotazione patrimoniale delle banche ha beneficiato del perfezionamento di importanti operazioni di aumento di capitale. Secondo le segnalazioni consolidate semestrali, in giugno il common equity tier 1 ratio dei cinque

maggiori gruppi era pari, in media, al 12,0 per cento; i nuovi coefficienti relativi al tier 1 e al complesso delle risorse patrimoniali (total capital ratio) erano pari al 12,5 e al 16,2 per cento, rispettivamente.

2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

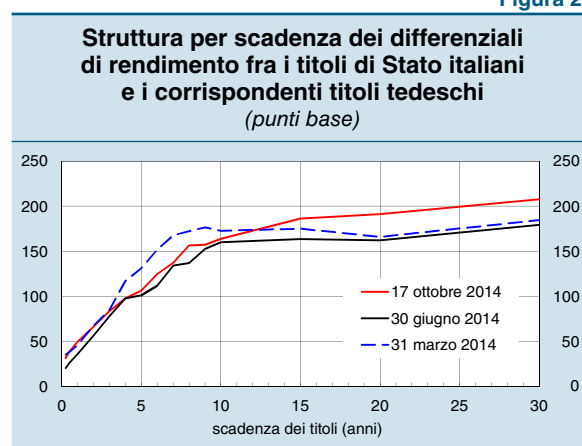
Le condizioni dei mercati finanziari italiani, che si erano mantenute distese nel corso del terzo trimestre, sono tornate a essere molto volatili in ottobre, a causa della reazione degli operatori al deterioramento del quadro congiunturale europeo, acuita dall'insorgere di timori sul quadro politico e finanziario in Grecia. I differenziali di rendimento rispetto ai titoli di Stato tedeschi sono temporaneamente saliti, mentre i corsi azionari sono scesi in misura marcata; parte del movimento è stato riassorbito nei giorni successivi.

Gli spread sui titoli di Stato sono temporaneamente risaliti...

I differenziali di interesse tra i titoli di Stato italiani e i corrispondenti titoli tedeschi, che nel terzo trimestre avevano raggiunto il valore

minimo dal maggio 2011, sono risaliti in misura marcata a metà ottobre, per poi ridiscendere: il 17 ottobre lo spread sulla durata decennale si collocava a 164 punti base, circa 25 in più rispetto alla fine di settembre (fig. 29); nello stesso periodo il rendimento del titolo italiano è aumentato di 16 punti base, al 2,50 per cento. Nel terzo trimestre la discesa era stata favorita dagli interventi espansivi della BCE, nonché dalla ricerca da par-

Figura 29



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

te degli investitori di attività con rendimenti relativamente elevati e volatilità contenuta. Il marcato aumento osservato a metà ottobre è ascrivibile alla reazione al peggioramento del quadro macroeconomico europeo, esacerbata dalle preoccupazioni circa il proseguimento dell'azione di risanamento della Grecia.

...così come quelli sulle obbligazioni delle società non finanziarie

Dopo un calo accentuato nel terzo trimestre, i differenziali di rendimento tra le obbligazioni delle società non finanziarie e i titoli di Stato con merito di credito più elevato sono risaliti in ottobre, a 97 punti base. Dalla fine di giugno i premi sui CDS delle maggiori banche sono aumentati di 31 punti base, a 161, un livello ampiamente superiore a quello delle principali banche tedesche e francesi (82 e 69 punti base, rispettivamente).

Sono proseguiti i rimborsi netti di obbligazioni bancarie

Nel secondo trimestre le banche italiane, così come quelle dell'area dell'euro, hanno effettuato rimborsi netti di obbligazioni (per 28 e 71 miliardi, rispettivamente; tav. 7). Proseguono comunque i collocamenti lordi: sulla base di dati preliminari di fonte Dealogic, nel terzo trimestre le banche italiane avrebbero effettuato emissioni per 4 miliardi (14 nel trimestre precedente), di cui 2 relativi a titoli privi di garanzie reali.

L'indice di borsa è sceso sensibilmente

L'indice di borsa italiano, che era aumentato del 74 per cento tra luglio del 2012 e giugno del 2014, è diminuito dell'11 per cento dalla fine di settembre e del 14 dalla fine di giugno (-9 per cento per le principali società dell'area dell'euro; fig. 30). Il ribasso è dovuto al significativo aumento del premio per il rischio richiesto dagli investitori, a causa anche della maggiore incertezza sul quadro macroeconomico nell'area dell'euro e dell'acuirsi delle tensioni geopolitiche. La crescita degli utili attesi e la diminuzione dei tassi a lungo termine sui titoli considerati più sicuri hanno invece sostenuto le quotazioni azionarie. L'inasprirsi del premio per il rischio azionario potrebbe essere influenzato anche dal sensibile aumento della variabilità attesa dell'indice di borsa (desunta dai prezzi delle opzioni), che è tornata ai livelli del febbraio 2013.

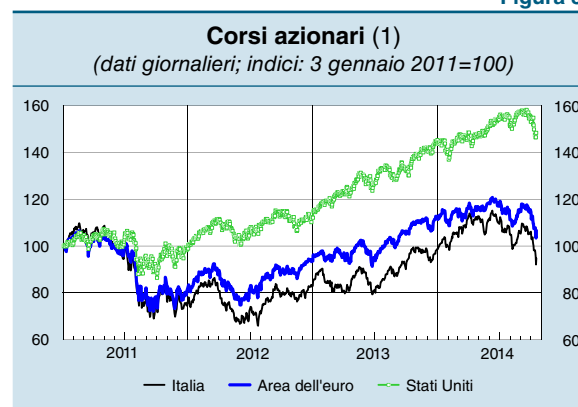
Emissioni nette di obbligazioni (1) (miliardi di euro)

PERIODO	Banche	Altre società finanziarie	Società non finanziarie	Totale
Italia				
2012	83,2	-5,6	12,7	90,3
2013	-80,3	-16,7	22,4	-74,5
2013 - 1° trim.	-29,8	-3,2	3,8	-29,2
2° trim.	-14,8	-2,5	3,5	-13,9
3° trim.	-21,5	-3,4	8,6	-16,3
4° trim.	-14,2	-7,5	6,6	-15,2
2014 - 1° trim.	-48,5	-8,6	3,3	-53,8
2° trim.	-28,3	2,2	-1,6	-27,7
Area dell'euro				
2012	5,7	-0,6	121,9	127,0
2013	-352,8	-50,1	85,4	-317,5
2013 - 1° trim.	-117,8	-19,1	17,3	-119,6
2° trim.	-99,3	16,3	11,5	-71,5
3° trim.	-92,2	-12,5	31,3	-73,4
4° trim.	-43,5	-34,8	25,3	-52,9
2014 - 1° trim.	-116,2	-35,8	18,2	-133,8
2° trim.	-70,9	49,3	22,1	0,5

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

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

Figura 30



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

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

I corsi sono scesi marcatamente in tutti i comparti e in misura maggiore in quelli dei prodotti petroliferi, dei servizi, nel settore industriale e in quello delle telecomunicazioni (del 19, 17, 16 e 15 per cento, rispettivamente).

La raccolta netta dei fondi comuni si è ridotta

Secondo dati di fonte Assogestioni, nel secondo trimestre l'afflusso netto di risparmio verso i fondi comuni aperti di diritto italiano ed estero si è ridotto a 18 miliardi, da 25 nel trimestre precedente. Nei comparti flessibile e obbligazionario la raccolta netta è stata consistente, mentre in quello monetario i riscatti di quote hanno superato le sottoscrizioni.

2.9 LA FINANZA PUBBLICA

Alla fine di settembre il Governo ha aggiornato le previsioni di finanza pubblica, per tener conto del peggioramento della congiuntura: per il 2014 la stima del disavanzo delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al prodotto è stata portata dal 2,6 al 3,0 per cento. A metà ottobre è stata presentata la legge di stabilità. Il passaggio alle regole statistiche del SEC 2010 ha comportato per il 2013 una revisione dell'indebitamento netto, dal 3,0 al 2,8 per cento del PIL, e del debito, dal 132,6 al 127,9 (cfr. il riquadro: *I conti delle Amministrazioni pubbliche secondo il SEC 2010*).

I CONTI DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE SECONDO IL SEC 2010

A settembre sono stati resi noti i conti annuali delle Amministrazioni pubbliche redatti secondo il nuovo sistema contabile SEC 2010.

Il nuovo standard statistico modifica i criteri metodologici per la definizione del perimetro delle Amministrazioni pubbliche, con l'inclusione di alcuni soggetti operanti prevalentemente in ambito locale e del Gestore dei Servizi Energetici; è stato inoltre variato il trattamento contabile di alcune voci del conto economico.

Dal lato delle erogazioni, le principali innovazioni riguardano: (a) le spese militari e quelle per ricerca e sviluppo, classificate come investimenti invece che come consumi intermedi; (b) l'esclusione dagli interessi passivi dei flussi di interessi netti relativi a operazioni in strumenti finanziari derivati (che avevano accresciuto tale spesa per 3,2 miliardi nel 2013); (c) l'inclusione di alcuni crediti di imposta, per i quali è stata riconosciuta la natura di spesa, registrati per l'intero ammontare nell'anno in cui si sono formati.

Dal lato delle entrate, le principali innovazioni riguardano: (a) il gettito dell'IVA, ora registrato al lordo della componente destinata al finanziamento del bilancio della UE (con un corrispondente aumento dei trasferimenti al resto del mondo dal lato delle spese); (b) l'inclusione delle componenti della tariffa elettrica destinate al finanziamento degli incentivi alle energie rinnovabili (compensate, dal lato della spesa, da un corrispondente flusso di contributi alla produzione).

Il passaggio al SEC 2010 determina per il 2013 una revisione al ribasso dell'indebitamento netto di 0,2 punti percentuali in rapporto al prodotto (di cui 0,1 attribuibili alla revisione al rialzo del PIL); la riduzione della spesa per interessi (riconducibile principalmente alla menzionata modifica) è solo parzialmente compensata da quella dell'avanzo primario. La contrazione di 4,8 punti del rapporto tra debito e prodotto è dovuta alla revisione al rialzo del PIL nominale.

La Nota di aggiornamento stima l'indebitamento netto al 3,0 per cento del PIL, dal 2,8 del 2013

Lo scorso 30 settembre, con la *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2014*, il Governo ha rivisto le previsioni di finanza pubblica di aprile (tavv. 8 e 9): tra il 2013 e il 2014 l'indebitamento netto aumenterebbe di 0,2 punti percentuali del PIL, raggiungendo il 3,0 per cento, mentre in aprile era stato previsto un calo di 0,4 punti. La revisione riflette quella dell'avanzo

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

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

(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 2013. – (3) Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2013. – (4) Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2014. Questi dati risentono, diversamente dagli altri riportati nella tavola, del passaggio alle regole statistiche del SEC 2010. – (5) Documento di economia e finanza 2014.

primario, sostanzialmente attribuibile al peggioramento della dinamica attesa del prodotto (per il quale si prevede ora una contrazione dello 0,3 per cento, contro una crescita dello 0,8 nelle valutazioni di aprile; in termini nominali la crescita si ridurrebbe dall'1,7 allo 0,5 per cento).

Nelle nuove stime del Governo le entrate aumenterebbero, rispetto al 2013, dello 0,5 per cento e le spese primarie dell'1,3; l'incidenza sul prodotto della spesa per interessi diminuirebbe leggermente, al 4,7 per cento.

Anche l'indebitamento netto strutturale peggiorerebbe Nel quadro programmatico l'indebitamento netto strutturale (ossia al netto degli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee) aumenterebbe nel 2014 di 0,3 punti percentuali di PIL rispetto al 2013, collocandosi allo 0,9 per cento. Il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto sarebbe pari al 131,6 per cento, in crescita di 3,7 punti percentuali (a fronte dei 2,3 stimati in aprile). Il peggioramento è dovuto interamente al minor tasso di crescita del PIL.

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

VOCI	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Indebitamento netto	46,0	....	....	....	....	....
in % del PIL	2,8	3,0	2,9	1,8	0,8	0,2
Avanzo primario	32,2	....	....	....	....	....
in % del PIL	2,0	1,7	1,6	2,7	3,4	3,9
Spesa per interessi	78,2	....	....	....	....	....
in % del PIL	4,8	4,7	4,5	4,5	4,2	4,1
Indebitamento netto strutturale	....	....	....	....	....	....
in % del PIL	0,7	0,9	0,9	0,4	0,0	0,0
Debito	2.069,8	2.140,6	2.196,9	2.228,3	2.241,4	2.241,8
in % del PIL	127,9	131,6	133,4	131,9	128,6	124,6
Debito al netto del sostegno ai paesi della UEM (2)	2.014,2	2.079,0	2.134,9	2.165,8	2.178,4	2.178,3
in % del PIL	124,4	127,8	129,7	128,2	125,0	121,0

Fonte: Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2014.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti. – (2) Al netto dei prestiti diretti alla Grecia, della quota di pertinenza dell'Italia dei prestiti erogati dallo European Financial Stability Facility (EFSF) e del contributo al capitale dell'ESM.

L'andamento dei conti appare coerente con le stime del Governo: il fabbisogno si riduce...

L'andamento dei conti pubblici fin qui osservato appare in linea con la stima indicata nella *Nota di aggiornamento* per l'indebitamento netto, tenendo conto anche delle disomogeneità nei criteri di calcolo di quest'ultimo rispetto al fabbisogno.

Nei primi otto mesi del 2014 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni è stato pari a 42,8 miliardi, inferiore di 17,8 rispetto

a quello dello stesso periodo dello scorso anno (fig. 31). Il fabbisogno – al netto delle principali operazioni finanziarie (che lo hanno accresciuto nel 2013 di 3,6 miliardi) e delle risorse destinate al sostegno ai paesi della UEM (8,7 miliardi nel 2013; 4,7 nel 2014) – è inferiore a quello dello scorso anno di circa 10 miliardi. Tenendo conto dell'andamento atteso degli incassi fiscali, il miglioramento dovrebbe in larga parte riassorbirsi entro la fine dell'anno.

Nei primi nove mesi del 2014 le entrate tributarie contabilizzate nel bilancio dello Stato al netto di lotto e lotterie sono aumentate (1,2 miliardi, 0,4 per cento). Le imposte dirette sono diminuite (-3,8 miliardi, -2,4 per cento); quelle indirette sono cresciute (5,0 miliardi, 4,2 per cento), per effetto dell'aumento dell'aliquota ordinaria dell'IVA entrato in vigore alla fine del 2013 e degli incassi delle accise sugli oli minerali (1,8 miliardi, 10,9 per cento; fig. 32), sui quali ha influito una disomogeneità contabile tra il 2013 e il 2014. Tenendo conto di quest'ultima, le entrate tributarie dello Stato sono leggermente diminuite; nell'intero anno a una dinamica negativa degli incassi dello Stato dovrebbe contrapporsi un aumento del gettito delle Amministrazioni locali, sostenuto dalle imposte immobiliari.

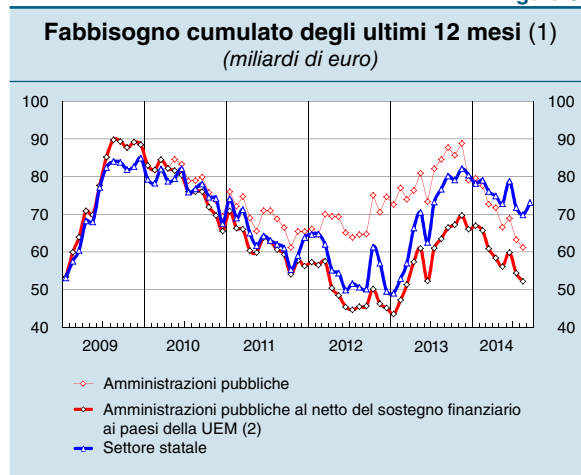
...ma il saldo dei conti trimestrali di competenza mostra un peggioramento

In base alle stime diffuse dall'Istat, nel primo semestre del 2014 l'indebitamento netto è stato pari al 3,8 per cento del PIL, superiore di 0,3 punti percentuali rispetto al corrispondente periodo dello scorso anno (tav. 10).

Le spese totali sono diminuite (-0,4 per cento), principalmente per la contrazione della spesa in conto capitale (-6,1 per cento). La crescita delle uscite primarie correnti (0,2 per cento) è stata sostenuta dall'aumento delle prestazioni sociali (1,4 per cento), solo in parte compensato dalla riduzione delle spese per il personale e dei consumi intermedi (-0,8 e -1,7 per cento, rispettivamente). Le entrate sono diminuite (-1,1 per cento), riflettendo il calo delle imposte dirette e di quelle in conto capitale.

Nei primi otto mesi dell'anno il debito delle Amministrazioni pubbliche è cresciuto di 78,6 miliardi, a fronte dei 71,5 registrati nel corrispondente periodo del 2013. L'incremento ha riflesso, oltre al fabbisogno, l'aumento delle disponibilità liquide del Tesoro (44,8 miliardi); l'emissione di titoli sopra la pari, l'apprezzamento dell'euro e gli effetti della rivalutazione dei BTP indicizzati all'inflazione ne hanno invece contenuto l'incremento per 5,7 miliardi.

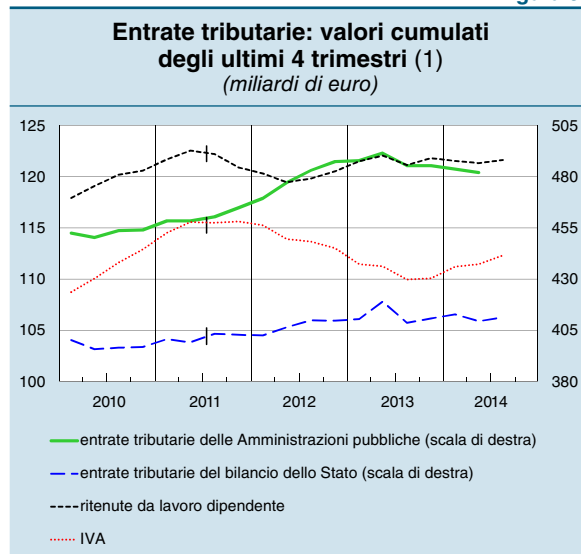
Figura 31



Fonte: Ministero dell'Economia e delle finanze, per il fabbisogno del Settore statale.

(1) Al netto delle dismissioni mobiliari. – (2) Sono escluse le passività connesse con i prestiti in favore di Stati membri della UEM, erogati sia bilateralmente sia attraverso l'EFSF, e con il contributo al capitale dell'ESM.

Figura 32



Fonte: Istat, per le entrate tributarie delle Amministrazioni pubbliche; Rendiconto generale dell'Amministrazione dello Stato e bilancio dello Stato per le altre variabili.

(1) Dal settembre 2011 i dati del bilancio dello Stato non includono il gettito di pertinenza della Regione Trentino-Alto Adige e delle Province autonome di Trento e Bolzano.

Il Governo posticipa al 2017 il raggiungimento del pareggio strutturale

In considerazione del quadro macroeconomico avverso e della volontà di approvare in tempi rapidi un pacchetto di riforme strutturali volto ad accrescere il potenziale dell'economia, il Governo programma di posticipare al 2017 il conseguimento del pareggio di bilancio in termini strutturali, valutando tale slittamento coerente con i margini di flessibilità presenti nelle regole europee. In particolare per il 2015 si prevede una manovra espansiva dello 0,7 per cento del PIL rispetto alle previsioni a legislazione vigente, che consentirebbe comunque una riduzione dell'indebitamento netto di 0,1 punti percentuali del prodotto (al 2,9 per cento). La correzione strutturale sarebbe analoga. La temporanea deviazione dal sentiero di avvicinamento al pareggio di bilancio, approvata dal Parlamento con una procedura rafforzata, sarà valutata dalla Commissione europea e dal Consiglio della UE.

Nei programmi il saldo strutturale migliorerebbe nel biennio 2016-17 di circa 0,5 punti percentuali del PIL l'anno, raggiungendo l'obiettivo di medio termine. L'avanzo primario in rapporto al prodotto aumenterebbe gradualmente, dall'1,6 per cento nel 2015 al 3,9 nel 2018. La spesa per interessi scenderebbe dal 4,5 al 4,1 per cento del PIL, beneficiando di un'ulteriore riduzione del differenziale di rendimento tra i titoli decennali italiani e quelli tedeschi.

Il rapporto tra debito e prodotto si ridurrebbe dal 2016

Il rapporto tra il debito e il prodotto salirebbe nel 2015 al 133,4 per cento; inizierebbe a ridursi nel 2016, un anno dopo rispetto a quanto previsto in aprile, raggiungendo il 124,6 per cento nel 2018.

Il Governo ha approvato il disegno di legge di stabilità

Il disegno di legge di stabilità, approvato dal Consiglio dei Ministri lo scorso 15 ottobre, specifica le misure volte a conseguire gli obiettivi programmatici indicati nella *Nota di aggiornamento*. Sulla base delle informazioni attualmente disponibili, i principali interventi includerebbero sgravi sul costo del lavoro relativamente ai contratti a tempo indeterminato: verrebbe esclusa la componente lavoro dalla base imponibile dell'IRAP e azzerati per un triennio i versamenti contributivi per le nuove assunzioni. Inoltre il credito di imposta a favore dei lavoratori dipendenti con redditi medio-bassi sarebbe reso permanente e verrebbe prevista la possibilità, per i lavoratori dipendenti del settore privato che ne facciano richiesta, di ricevere mensilmente in busta paga il trattamento di fine rapporto maturando. Alla copertura contribuirebbero anche interventi di revisione della spesa.

Tavola 10

Conto economico trimestrale delle Amministrazioni pubbliche
(milioni di euro e variazioni percentuali)

VOCI	1° semestre			
	2013	2014	Variazioni sul semestre corrispondente	
			2013	2014
TOTALE SPESE	390.791	389.341	0,5	-0,4
Spese correnti al netto degli interessi	322.837	323.500	1,8	0,2
di cui: redditi da lavoro dipendente	76.665	76.023	-1,1	-0,8
consumi intermedi	42.431	41.726	1,0	-1,7
prestazioni sociali in denaro	149.821	151.964	2,6	1,4
Interessi passivi	39.164	38.797	-8,1	-0,9
Spese in c/capitale	28.790	27.044	-1,3	-6,1
di cui: investimenti fissi lordi	19.055	17.873	-4,4	-6,2
TOTALE ENTRATE	362.782	358.858	2,1	-1,1
Entrate correnti	359.004	356.545	1,5	-0,7
di cui: imposte dirette	106.496	104.465	5,9	-1,9
imposte indirette	120.041	120.353	-2,8	0,3
contributi sociali	97.134	97.325	-0,1	0,2
Entrate in c/capitale	3.778	2.313	105,7	-38,8
di cui: imposte in c/capitale	2.406	870	285,0	-63,8
INDEBITAMENTO NETTO	-28.009	-30.483		
Saldo primario	11.155	8.314		
Per memoria:				
PIL	791.653	794.296	-1,2	0,3

Fonte: Istat, Conto economico trimestrale delle Amministrazioni pubbliche.

DOCUMENTAZIONE STATISTICA

Informazioni più estese sono contenute nell'Appendice statistica del Bollettino Economico disponibile all'indirizzo internet www.bancaditalia.it/pubblicazioni

INDICE

A1	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Stati Uniti	45
A2	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Giappone	46
A3	Conto economico delle risorse e degli impieghi: area dell'euro	47
A4	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia	48
A5	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	49
A6	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	50
A7	Indici armonizzati dei prezzi al consumo nei maggiori paesi dell'area dell'euro	51
A8	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	52
A9	Prestiti bancari in Italia per area geografica e settore di attività economica	53
A10	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	54
A11	Debito delle Amministrazioni pubbliche	55

Conto economico delle risorse e degli impieghi: Stati Uniti (1)*(dati destagionalizzati; variazioni percentuali sul periodo precedente e contributi alla crescita, espressi in ragione d'anno)*

PERIODO	PIL		Spesa famiglie residenti		Spesa delle AA.PP.		Investimenti		Domanda nazionale (2)		Esporta- zioni	Importa- zioni	Esporta- zioni nette	Scorte
	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Contri- buto	
2010	2,5	1,9	1,3	0,1	..	1,5	0,2	2,9	3,0	11,9	12,7	-0,5	1,5	
2011	1,6	2,3	1,6	-3,0	-0,7	6,3	0,9	1,6	1,6	6,9	5,5	..	-0,1	
2012	2,3	1,8	1,3	-1,4	-0,3	8,3	1,2	2,2	2,3	3,3	2,3	..	0,2	
2013	2,2	2,4	1,6	-2,0	-0,4	4,7	0,7	1,9	2,0	3,0	1,1	0,2	0,1	
2012 – 1° trim.	2,3	2,8	1,9	-2,7	-0,6	9,1	1,2	2,3	2,4	1,3	1,7	-0,1	-0,2	
2° trim.	1,6	1,3	0,9	-0,4	-0,1	4,4	0,6	1,6	1,6	4,8	4,0	..	0,3	
3° trim.	2,5	1,9	1,3	2,7	0,5	3,1	0,5	2,0	2,1	2,1	-0,6	0,4	-0,2	
4° trim.	0,1	1,9	1,3	-6,0	-1,2	6,6	1,0	-0,7	-0,7	1,5	-3,5	0,8	-1,8	
2013 – 1° trim.	2,7	3,6	2,5	-3,9	-0,8	2,7	0,4	2,7	2,8	-0,8	-0,3	-0,1	0,7	
2° trim.	1,8	1,8	1,2	0,2	..	4,9	0,7	2,2	2,3	6,3	8,5	-0,5	0,3	
3° trim.	4,5	2,0	1,4	0,2	..	6,6	1,0	3,8	3,9	5,1	0,6	0,6	1,5	
4° trim.	3,5	3,7	2,5	-3,8	-0,7	6,3	1,0	2,3	2,4	10,0	1,3	1,1	-0,3	
2014 – 1° trim.	-2,1	1,2	0,8	-0,8	-0,2	0,2	..	-0,4	-0,4	-9,2	2,2	-1,7	-1,2	
2° trim.	4,6	2,5	1,8	1,7	0,3	9,5	1,5	4,8	4,9	11,1	11,3	-0,3	1,4	

Fonte: statistiche nazionali.

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

Conto economico delle risorse e degli impieghi: Giappone (1)*(dati destagionalizzati; variazioni percentuali sul periodo precedente e contributi alla crescita, espressi in ragione d'anno)*

PERIODO	PIL			Spesa famiglie residenti		Spesa per consumi delle AA.PP.		Investimenti		Domanda nazionale (2)		Esportazioni	Importazioni	Esportazioni nette	Scorte
	Variazioni	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Variazioni	Contributo	Contributo
2010	4,7	2,8	1,7	1,9	0,4	-0,2	-0,1	2,9	2,9	24,4	11,1	1,7	0,9		
2011	-0,5	0,3	0,2	1,2	0,2	1,4	0,3	0,4	0,4	-0,4	5,9	-0,9	-0,3		
2012	1,5	2,0	1,2	1,7	0,4	3,4	0,7	2,3	2,3	-0,2	5,3	-0,9	0,1		
2013	1,5	2,0	1,2	2,0	0,4	2,6	0,5	1,8	1,8	1,6	3,4	-0,3	-0,3		
2011 – 1° trim.	-6,9	-6,9	-4,1	0,2	..	-0,2	..	-5,9	-5,9	-2,9	5,3	-1,2	-1,6		
2° trim.	-2,7	4,0	2,3	1,3	0,3	0,5	0,1	1,8	1,7	-26,6	-1,2	-4,5	-1,0		
3° trim.	10,8	6,6	4,0	0,5	0,1	6,9	1,4	6,8	6,7	44,6	13,4	3,9	1,4		
4° trim.	0,6	2,4	1,4	1,0	0,2	15,8	3,0	3,7	3,6	-11,9	6,9	-3,0	-1,1		
2012 – 1° trim.	4,1	1,5	0,9	6,0	1,2	-0,6	-0,1	3,6	3,6	11,9	8,3	0,4	1,6		
2° trim.	-2,2	1,7	1,0	-2,3	-0,5	2,2	0,4	-0,7	-0,7	-1,9	7,2	-1,4	-1,7		
3° trim.	-2,7	-1,9	-1,2	1,5	0,3	-4,1	-0,9	-0,7	-0,7	-15,2	-3,0	-1,9	1,1		
4° trim.	-0,5	1,8	1,1	2,7	0,5	-2,2	-0,5	0,1	0,1	-12,0	-7,6	-0,5	-1,1		
2013 – 1° trim.	5,1	4,2	2,6	3,5	0,7	-0,7	-0,2	3,3	3,3	18,1	4,8	1,7	0,3		
2° trim.	3,4	3,0	1,8	2,3	0,5	11,2	2,2	3,1	3,1	12,8	9,6	0,2	-1,3		
3° trim.	1,8	0,8	0,5	0,4	0,1	10,9	2,2	3,4	3,4	-2,8	7,3	-1,6	0,6		
4° trim.	-0,5	1,5	0,9	0,8	0,2	5,2	1,1	1,9	1,9	1,1	15,7	-2,4	-0,3		
2014 – 1° trim.	6,0	8,4	5,1	-0,7	-0,1	19,1	4,0	6,6	6,7	28,6	28,0	-0,8	-2,1		
2° trim.	-7,1	-19,0	-12,6	0,3	0,1	-18,0	-4,5	-10,7	-11,6	-2,0	-20,6	4,3	5,5		

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali.

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

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

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	Prodotto interno lordo	Importazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Spesa per consumi delle famiglie residenti (2)	Spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche	Esportazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	Totale			
Quantità a prezzi concatenati									
2009	-4,5	-11,4	-6,4	....	....	-11,0	-1,0	2,4	-12,7
2010	2,0	9,7	4,0	....	....	-0,5	0,8	0,8	11,0
2011	1,6	4,3	2,4	....	....	1,5	0,2	-0,2	6,6
2012	-0,7	-1,0	-0,8	....	....	-3,4	-1,3	-0,2	2,4
2013	-0,5	1,2	..	....	....	-2,4	-0,7	0,2	2,0
2012 – 2° trim.	-0,3	-0,4	-0,3	....	....	-1,5	-0,5	0,1	0,8
3° trim.	-0,1	0,2	..	....	....	-0,6	..	-0,3	1,1
4° trim.	-0,5	-0,7	-0,5	....	....	-0,7	-0,5	..	-0,7
2013 – 1° trim.	-0,3	-0,1	-0,3	....	....	-2,0	-0,3	0,3	-0,1
2° trim.	0,3	1,5	0,6	....	....	0,5	0,1	..	1,9
3° trim.	0,1	1,4	0,5	....	....	0,5	0,3	0,2	0,6
4° trim.	0,3	0,4	0,3	....	....	0,6	-0,1	-0,2	1,1
2014 – 1° trim.	0,3	0,6	0,4	....	....	0,3	0,2	0,7	0,3
2° trim.	0,1	1,3	0,4	....	....	-0,9	0,3	0,2	1,3
Prezzi impliciti									
2009	1,0	-6,4	....	....	....	-0,8	-0,7	2,0	-3,2
2010	0,7	5,2	....	....	....	1,3	1,6	0,6	3,2
2011	1,1	5,9	....	....	....	1,7	2,3	0,8	3,6
2012	1,3	2,5	....	....	....	1,3	1,9	0,8	1,9
2013	1,3	-1,3	....	....	....	0,3	1,1	1,3	-0,3
2012 – 2° trim.	0,3	0,1	....	....	....	0,4	0,3	0,7	0,1
3° trim.	0,4	0,2	....	....	....	0,3	0,1	0,2	0,5
4° trim.	0,5	-0,2	....	....	....	0,2	0,5	-0,1	0,1
2013 – 1° trim.	0,3	-0,5	....	....	....	-0,2	0,3	0,8	-0,2
2° trim.	0,3	-0,8	....	....	....	..	0,1	0,1	-0,3
3° trim.	0,2	-0,3	....	....	....	0,2	0,3	0,4	-0,3
4° trim.	0,2	-0,4	....	....	....	0,2	0,1	..	-0,1
2014 – 1° trim.	0,3	-0,5	....	....	....	-0,1	0,3	0,3	-0,3
2° trim.	0,1	-0,3	....	....	....	..	0,1	..	-0,1

Fonte: Eurostat.

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

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

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	Prodotto interno lordo	Importazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Spesa per consumi delle famiglie residenti (2)	Spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche	Esportazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	Totale			
Quantità a prezzi concatenati									
2009	-5,5	-12,9	-7,1	-9,6	-10,3	-9,9	-1,6	0,5	-18,1
2010	1,7	12,4	3,7	-3,6	3,1	-0,5	1,2	0,5	11,8
2011	0,6	0,5	0,6	-3,7	..	-1,9	..	-1,8	5,2
2012	-2,3	-8,0	-3,5	-6,6	-8,3	-7,4	-4,0	-1,5	2,0
2013	-1,9	-2,7	-2,1	-6,8	-3,8	-5,4	-2,8	-0,7	0,6
2012 – 2° trim.	-0,4	-1,8	-0,7	-1,4	-2,3	-1,8	-0,6	-0,8	1,2
3° trim.	-0,4	-0,2	-0,3	-2,2	-1,8	-2,0	-0,8	0,2	1,3
4° trim.	-0,8	-2,7	-1,2	-0,8	-1,2	-1,0	-0,9	-1,2	-1,4
2013 – 1° trim.	-0,8	-0,3	-0,7	-4,4	-1,7	-3,2	-1,2	0,4	0,1
2° trim.	-0,2	-0,9	-0,4	-0,4	0,3	..	-0,6	0,2	0,4
3° trim.	..	2,2	0,4	0,2	-0,5	-0,1	0,2	-0,9	1,3
4° trim.	-0,1	-0,4	-0,2	-1,2	1,2	..	..	0,6	-0,2
2014 – 1° trim.	..	..	..	-1,4	-1,6	-1,5	0,1	-0,3	0,2
2° trim.	-0,2	0,8	..	-1,1	-0,6	-0,9	0,2	0,1	1,1
Prezzi impliciti									
2009	2,0	-7,8	..	1,7	-0,5	0,7	-0,4	1,9	-2,0
2010	0,3	6,6	1,6	2,5	2,2	2,4	1,4	0,4	2,3
2011	1,5	6,8	2,6	4,2	0,8	2,6	2,9	-0,2	4,0
2012	1,6	3,4	2,0	2,4	1,2	1,8	2,8	-0,1	2,0
2013	1,4	-1,8	0,7	0,8	0,2	0,5	1,2	0,4	-0,1
2012 – 2° trim.	0,5	-0,1	0,3	0,3	1,2	0,8	0,7	0,5	0,3
3° trim.	0,1	0,7	0,2	0,2	1,9	1,0	0,2	..	0,5
4° trim.	0,4	-0,5	0,2	0,5	0,1	0,3	0,6	-0,5	-0,2
2013 – 1° trim.	0,4	-0,5	0,2	0,2	-0,7	-0,3	0,3	0,8	..
2° trim.	0,5	-1,5	0,1	..	-0,1	..	0,3	-0,5	-0,3
3° trim.	0,3	0,1	0,2	0,3	..	0,1	0,2	0,5	..
4° trim.	0,2	-0,8	..	..	-1,2	-0,6	-0,1	..	-0,2
2014 – 1° trim.	..	-0,5	-0,1	-0,4	1,6	0,6	0,3	-0,1	-0,3
2° trim.	-0,1	-0,4	-0,2	-0,2	0,1	-0,1	..	-1,3	-0,2

Fonte: Istat.

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

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

PERIODO	Redditi per ora lavorata	Produttività oraria			Costo del lavoro per unità di prodotto
		di cui:			
		Valore aggiunto (2)	Ore lavorate		
Totale industria al netto delle costruzioni					
2010	1,1	10,0	9,5	-0,4	-8,0
2011	2,7	2,2	3,0	0,8	0,4
2012	3,6	0,9	-1,1	-2,0	2,6
2013	2,2	0,6	-0,6	-1,2	1,6
2012 – 1° trim.	2,7	0,0	-0,8	-0,8	2,7
2° trim.	4,0	1,2	-1,0	-2,2	2,8
3° trim.	4,1	1,8	-0,8	-2,5	2,3
4° trim.	3,9	1,3	-1,4	-2,7	2,5
2013 – 1° trim.	4,3	1,8	-1,6	-3,4	2,4
2° trim.	1,6	-0,2	-0,9	-0,7	1,8
3° trim.	2,1	-0,3	-1,0	-0,7	2,4
4° trim.	1,0	1,5	1,5	0,0	-0,5
2014 – 1° trim.	0,2	-0,2	1,0	1,1	0,4
2° trim.	1,2	0,1	0,6	0,5	1,1
Servizi					
2010	1,2	0,4	0,9	0,6	0,8
2011	1,5	0,9	1,7	0,8	0,6
2012	2,1	0,7	0,0	-0,7	1,3
2013	1,7	0,8	0,1	-0,7	1,0
2012 – 1° trim.	2,4	1,0	0,5	-0,5	1,4
2° trim.	2,1	1,1	0,2	-0,9	1,1
3° trim.	2,3	0,3	-0,1	-0,5	1,9
4° trim.	1,7	0,6	-0,3	-0,8	1,1
2013 – 1° trim.	2,5	1,1	-0,4	-1,5	1,5
2° trim.	1,5	0,5	0,0	-0,5	1,0
3° trim.	1,6	1,0	0,2	-0,8	0,6
4° trim.	1,5	0,6	0,6	0,0	0,8
2014 – 1° trim.	0,8	0,5	1,0	0,6	0,3
2° trim.	1,2	0,5	0,7	0,2	0,7
Totale economia					
2010	1,3	2,1	2,0	-0,1	-0,8
2011	2,0	1,5	1,8	0,3	0,5
2012	2,6	0,9	-0,5	-1,4	1,7
2013	1,9	0,8	-0,3	-1,1	1,1
2012 – 1° trim.	2,7	1,0	0,0	-1,0	1,7
2° trim.	2,7	1,2	-0,3	-1,6	1,5
3° trim.	2,8	0,8	-0,6	-1,4	2,0
4° trim.	2,3	0,8	-0,9	-1,6	1,5
2013 – 1° trim.	3,0	1,4	-0,9	-2,3	1,6
2° trim.	1,6	0,4	-0,5	-0,9	1,2
3° trim.	1,8	0,8	-0,2	-1,0	1,0
4° trim.	1,4	0,9	0,7	-0,2	0,5
2014 – 1° trim.	0,7	0,5	1,0	0,5	0,3
2° trim.	1,3	0,5	0,6	0,1	0,8

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat basati su SEC95.

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

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

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

Fonte: elaborazioni su dati Istat basati su SEC95.

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

Indici armonizzati dei prezzi al consumo nei maggiori paesi dell'area dell'euro
(indici: 2005=100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Francia		Germania		Italia		Spagna		Area dell'euro (1)	
	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici
2010	1,7	1,0	1,2	0,6	1,6	1,7	2,1	0,8	1,6	1,0
2011	2,3	1,1	2,5	1,2	2,9	2,0	3,1	1,2	2,7	1,4
2012	2,2	1,5	2,1	1,3	3,3	2,0	2,4	1,3	2,5	1,5
2013	1,0	0,7	1,6	1,2	1,3	1,3	1,5	1,3	1,4	1,1
2012 – gen.	2,6	1,5	2,3	1,3	3,4	2,0	2,0	0,9	2,7	1,5
feb.	2,5	1,4	2,5	1,4	3,4	2,0	1,9	0,8	2,7	1,5
mar.	2,6	1,7	2,3	1,3	3,8	2,5	1,8	0,8	2,7	1,6
apr.	2,4	1,6	2,2	1,4	3,7	2,3	2,0	0,7	2,6	1,6
mag.	2,3	1,6	2,2	1,5	3,5	2,2	1,9	0,8	2,4	1,6
giu.	2,3	1,8	2,0	1,3	3,6	2,3	1,8	0,8	2,4	1,5
lug.	2,2	1,8	1,9	1,2	3,6	2,6	2,2	1,1	2,4	1,7
ago.	2,4	1,7	2,2	1,2	3,3	2,0	2,7	1,0	2,6	1,5
set.	2,2	1,5	2,1	1,2	3,4	1,8	3,5	1,8	2,6	1,5
ott.	2,1	1,2	2,1	1,2	2,8	1,4	3,5	2,3	2,5	1,5
nov.	1,6	1,0	1,9	1,2	2,6	1,4	3,0	2,2	2,2	1,4
dic.	1,5	1,0	2,0	1,5	2,6	1,6	3,0	2,1	2,2	1,5
2013 – gen.	1,4	0,9	1,9	1,1	2,4	1,7	2,8	2,1	2,0	1,3
feb.	1,2	0,7	1,8	1,2	2,0	1,4	2,9	2,1	1,8	1,3
mar.	1,1	0,8	1,8	1,8	1,8	1,5	2,6	2,2	1,7	1,5
apr.	0,8	0,5	1,1	0,6	1,3	1,2	1,5	1,8	1,2	1,0
mag.	0,9	0,6	1,6	1,1	1,3	1,4	1,8	2,0	1,4	1,2
giu.	1,0	0,5	1,9	1,2	1,4	1,2	2,2	1,9	1,6	1,2
lug.	1,2	0,7	1,9	1,2	1,2	1,0	1,9	1,5	1,6	1,1
ago.	1,0	0,6	1,6	1,2	1,2	1,2	1,6	1,4	1,3	1,1
set.	1,0	0,8	1,6	1,3	0,9	1,3	0,5	0,5	1,1	1,0
ott.	0,7	0,9	1,2	1,0	0,8	1,2	0,0	-0,1	0,7	0,8
nov.	0,8	1,0	1,6	1,7	0,7	1,1	0,3	0,0	0,9	0,9
dic.	0,8	0,8	1,2	0,7	0,7	0,9	0,3	-0,1	0,8	0,7
2014 – gen.	0,8	0,8	1,2	1,2	0,6	0,9	0,3	-0,1	0,8	0,8
feb.	1,1	1,4	1,0	1,2	0,4	0,9	0,1	0,0	0,7	1,0
mar.	0,7	1,1	0,9	0,9	0,3	0,9	-0,2	-0,3	0,5	0,7
apr.	0,8	1,2	1,1	1,4	0,5	1,1	0,3	0,1	0,7	1,0
mag.	0,8	1,1	0,6	0,7	0,4	0,8	0,2	-0,1	0,5	0,7
giu.	0,6	0,9	1,0	1,1	0,2	0,7	0,0	-0,1	0,5	0,8
lug.	0,6	0,9	0,8	1,2	0,0	0,5	-0,4	-0,1	0,4	0,8
ago.	0,5	1,2	0,8	1,2	-0,2	0,4	-0,5	0,0	0,4	0,9
set.	0,4	0,9	0,8	1,2	-0,1	0,5	-0,3	-0,2	0,3	0,8

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

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

PERIODO	Conto corrente					Conto capitale		
	Totale	Merci	Servizi	Redditi primari	Redditi secondari	Totale	Attività intangibili	Trasferimenti unilaterali
2010	-55.711	-21.730	-9.153	-4.826	-20.002	46	-75	121
2011	-50.385	-18.583	-6.156	-6.392	-19.253	1.032	-49	1.081
2012	-8.224	15.587	-157	-4.143	-19.510	3.912	1.788	2.124
2013	16.573	36.816	2.212	-3.492	-18.963	-82	-3.385	3.302
2012 – 3° trim.	703	5.701	1.371	-1.840	-4.530	80	-14	94
4° trim.	4.618	7.824	-652	1.033	-3.587	4.307	2.237	2.070
2013 – 1° trim.	-5.293	4.300	-2.086	464	-7.971	-2.409	-2.412	3
2° trim.	5.279	11.250	1.807	-4.351	-3.428	127	-190	317
3° trim.	6.421	9.688	2.765	-1.103	-4.929	12	-160	171
4° trim.	10.167	11.578	-274	1.498	-2.636	2.188	-623	2.811
2014 – 1° trim.	-884	8.499	-1.929	582	-8.036	-593	-520	-72
2° trim.	6.147	12.773	1.623	-4.674	-3.574	271	-167	438
2012 – ago.	-1.756	159	-35	-401	-1.478	35	-5	39
set.	-1.434	559	521	-1.093	-1.421	-23	-34	11
ott.	1.620	2.764	89	-424	-809	1.611	764	847
nov.	1.241	2.424	-559	385	-1.009	1.480	743	737
dic.	1.757	2.636	-182	1.072	-1.769	1.216	730	486
2013 – gen.	-3.902	-1.163	-733	176	-2.182	-561	-572	12
feb.	-1.084	1.715	-559	319	-2.559	-595	-602	8
mar.	-307	3.748	-795	-31	-3.229	-1.253	-1.237	-16
apr.	1.222	2.781	228	-663	-1.124	-41	-78	37
mag.	1.138	4.408	573	-3.026	-816	-38	-74	36
giu.	2.919	4.061	1.006	-661	-1.488	206	-38	244
lug.	6.281	6.328	1.416	333	-1.796	52	-31	83
ago.	423	1.952	269	-171	-1.628	27	-47	74
set.	-283	1.408	1.080	-1.266	-1.506	-68	-82	14
ott.	4.129	4.351	208	258	-688	960	-138	1.098
nov.	2.990	3.321	-387	804	-748	844	-129	974
dic.	3.048	3.906	-95	436	-1.199	383	-356	739
2014 – gen.	-1.471	928	-504	146	-2.040	-119	-109	-10
feb.	267	3.162	-637	361	-2.619	-135	-116	-19
mar.	320	4.409	-788	75	-3.376	-338	-295	-43
apr.	2.869	4.381	155	-430	-1.237	-17	-80	63
mag.	948	4.452	529	-3.181	-852	-8	-72	64
giu.	2.331	3.940	939	-1.063	-1.485	296	-16	312
lug.	(7.195)	(7.908)	(1.070)	(-222)	(-1.561)	(-15)	(-46)	(31)
ago.	(2.312)	(3.326)	(798)	(-356)	(-1.456)	(-10)	(-36)	(26)

(1) Dati elaborati secondo i nuovi standard internazionali previsti dalla sesta edizione del *Balance of Payments and International Investment Position Manual* dell'FMI (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	Ist. sociali senza scopo di lucro e unità non classificabili e non classificate	Totale	
			medio- grandi	piccole (2)	famiglie produttrici (3)				
<i>Centro Nord</i>									
2011 – dic.	-0,9	-2,4	2,3	3,0	-0,6	1,3	3,7	9,8	1,7
2012 – dic.	4,6	4,4	-2,2	-2,0	-2,9	-2,4	0,2	-1,6	0,0
2013 – mar.	0,3	1,3	-2,6	-2,5	-3,2	-2,6	-0,2	-1,3	-1,2
giu.	-0,7	-4,2	-4,2	-4,3	-3,8	-2,9	-0,3	-3,1	-2,8
set.	-4,6	-8,6	-4,2	-4,5	-3,2	-2,7	-0,6	-3,5	-3,9
dic.	-2,5	-4,9	-5,4	-5,7	-4,1	-3,1	-0,8	-3,4	-3,8
2014 – mar.	0,3	-5,5	-4,5	-4,8	-3,1	-2,6	-0,6	-3,2	-3,0
giu.	2,4	-3,2	-3,2	-3,3	-2,4	-2,0	-0,4	-2,2	-1,7
lug.	2,9	-3,7	-3,9	-4,1	-3,0	-2,1	-0,3	-0,4	-2,0
ago.	2,3	-3,2	-3,8	-4,0	-2,9	-2,0	-0,3	-0,7	-2,0
<i>Mezzogiorno</i>									
2011 – dic.	3,0	-10,4	3,5	4,4	1,0	1,2	3,9	3,2	3,4
2012 – dic.	-1,7	-4,5	-2,1	-1,8	-2,9	-3,2	-0,4	-0,8	-1,4
2013 – mar.	-2,5	-4,3	-2,1	-1,8	-2,8	-3,0	-0,8	1,9	-1,6
giu.	-2,8	-0,5	-2,9	-2,7	-3,4	-3,4	-1,1	1,1	-2,1
set.	-2,6	0,2	-3,2	-3,2	-3,3	-3,2	-1,6	-1,5	-2,5
dic.	-5,4	-3,0	-3,1	-2,9	-3,4	-3,0	-1,5	-3,0	-2,7
2014 – mar.	-5,0	-1,5	-2,8	-2,8	-2,9	-2,8	-1,4	-5,0	-2,4
giu.	-5,1	-4,3	-2,4	-2,4	-2,5	-2,5	-1,0	-4,0	-2,1
lug.	-4,1	34,7	-2,3	-2,2	-2,5	-2,1	-0,7	-1,5	-1,4
ago.	-3,9	36,1	-2,1	-2,0	-2,5	-2,1	-0,7	-1,5	-1,3
<i>ITALIA</i>									
2011 – dic.	-0,5	-2,6	2,5	3,2	-0,2	1,3	3,7	9,1	1,9
2012 – dic.	4,0	4,2	-2,2	-2,0	-2,9	-2,6	0,0	-1,5	-0,2
2013 – mar.	0,0	1,2	-2,5	-2,4	-3,2	-2,7	-0,3	-1,0	-1,3
giu.	-0,9	-4,1	-4,0	-4,1	-3,7	-3,0	-0,5	-2,7	-2,7
set.	-4,4	-8,4	-4,1	-4,3	-3,2	-2,8	-0,8	-3,3	-3,7
dic.	-2,8	-4,9	-5,1	-5,3	-4,0	-3,1	-0,9	-3,4	-3,7
2014 – mar.	-0,2	-5,5	-4,2	-4,5	-3,1	-2,6	-0,8	-3,4	-2,9
giu.	1,6	-3,2	-3,1	-3,2	-2,4	-2,1	-0,6	-2,4	-1,8
lug.	2,3	-2,9	-3,6	-3,8	-2,9	-2,1	-0,4	-0,6	-1,9
ago.	1,7	-2,4	-3,5	-3,7	-2,8	-2,1	-0,4	-0,8	-1,9

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di agosto 2014 sono provvisori. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto dell'effetto delle cartolarizzazioni, riclassificazioni e altre variazioni non derivanti da transazioni. - (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo con numero di addetti inferiore a 20. Società semplici, società di fatto e imprese individuali con meno di 20 addetti. - (3) Società semplici, società di fatto e imprese individuali fino a 5 addetti.

Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche (1)
 (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)	
2011	-3,6	-3,1	1,3	43,0	0,2	4,1	44,9	19,0	0,0	63,9	9,2
2012	7,0	-1,3	20,4	25,0	0,9	23,7	76,9	-10,1	0,0	66,8	29,5
2013	-1,8	-2,2	-11,0	91,4	-3,0	4,8	80,4	-3,2	-10,0	77,1	13,0
2011 – mar.	-2,0	-1,6	12,4	10,5	1,3	0,3	22,5	8,3	0,0	30,8	4,7
giu.	1,1	-0,9	-5,6	32,8	1,1	2,1	31,6	-15,5	0,0	16,1	1,4
set.	-3,7	-0,4	9,1	-23,1	-1,6	-0,3	-19,5	34,0	-0,8	14,5	1,0
dic.	0,9	-0,3	-14,5	22,8	-0,7	2,0	10,4	-7,9	0,8	2,6	2,1
2012 – mar.	8,0	-1,2	31,4	0,4	-0,2	7,4	47,0	-10,2	-5,6	36,8	8,0
giu.	-3,9	0,5	-1,5	17,8	1,9	8,5	22,8	-11,7	-2,4	11,2	8,6
set.	4,8	-1,2	5,1	4,2	-0,3	0,2	14,0	0,2	-22,7	14,2	0,5
dic.	-1,9	0,7	-14,6	2,6	-0,6	7,6	-6,9	11,5	30,7	4,6	12,5
2013 – mar.	0,3	-1,4	5,0	42,5	-0,6	0,4	47,5	-11,5	-10,7	36,1	1,1
giu.	-5,1	-0,7	6,5	32,9	0,6	4,2	39,1	-30,4	-8,6	8,7	7,1
set.	0,2	0,2	0,6	-4,4	-2,0	-1,2	-6,9	35,5	7,3	28,6	0,7
dic.	2,8	-0,3	-23,1	20,4	-1,0	1,5	0,6	3,1	2,1	3,7	4,1
2014 – mar.	6,2	-0,5	3,5	46,1	-0,5	-1,3	54,0	-24,3	-6,5	29,8	0,0
giu.	2,4	-0,3	-1,6	50,7	-3,3	1,8	49,9	-43,3	-27,0	6,6	4,3
2013 – gen.	1,7	-1,2	6,5	28,1	-1,6	-0,2	34,5	-33,7	-13,0	0,8	0,4
feb.	-4,5	-0,6	0,3	-2,2	0,1	0,6	-5,7	18,5	-0,1	12,7	0,7
mar.	3,1	0,4	-1,8	16,7	0,9	0,0	18,8	3,8	2,4	22,6	0,0
apr.	-3,1	0,0	3,0	6,5	0,6	0,0	7,1	3,9	-1,1	11,0	2,9
mag.	0,3	-0,6	3,6	24,9	0,3	2,4	31,5	-20,4	-0,1	11,1	2,9
giu.	-2,4	-0,2	-0,1	1,5	-0,3	1,9	0,5	-13,9	-7,4	-13,4	1,3
lug.	1,2	-0,1	-1,1	0,8	-3,5	-0,5	-3,1	8,1	13,0	5,0	0,5
ago.	-0,2	0,9	0,1	-13,1	0,8	-0,4	-12,9	21,8	-6,0	8,9	0,0
set.	-0,7	-0,6	1,6	7,9	0,7	-0,3	9,0	5,6	0,3	14,7	0,2
ott.	-2,0	-0,3	-0,5	21,2	-1,6	-0,3	16,8	-6,7	6,6	10,1	2,9
nov.	-0,2	-0,1	-2,5	21,1	-0,1	0,6	18,9	-11,5	-10,6	7,4	0,7
dic.	5,0	0,2	-20,1	-21,9	0,7	1,2	-35,2	21,4	6,1	-13,8	0,5
2014 – gen.	4,3	-0,6	6,7	10,2	0,8	-0,4	21,6	-20,2	-4,4	1,4	0,0
feb.	-1,4	-0,1	-2,8	23,4	-1,2	-0,5	17,6	-6,8	0,6	10,7	0,0
mar.	3,3	0,3	-0,4	12,6	-0,1	-0,4	14,9	2,8	-2,7	17,7	0,0
apr.	-1,8	-0,1	-1,5	28,7	0,0	1,3	26,6	-15,5	2,5	11,2	4,3
mag.	1,1	-0,2	0,3	19,3	-0,1	-0,1	20,6	-14,9	-2,8	5,7	0,0
giu.	3,1	0,0	-0,4	2,7	-3,3	0,6	2,7	-13,0	-26,7	-10,3	0,0
lug.	-2,7	0,3	-1,6	7,3	0,1	-2,4	0,7	-4,5	-3,3	-3,8	0,2
ago.	-0,9	0,5	-2,1	-16,8	-0,4	-0,1	-20,4	27,3	-1,6	6,9	0,2

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

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

PERIODO	Monete e depositi		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)
2011	153,2	22,1	131,2	1.473,0	132,8	17,4	3,1	1.907,6	24,3	0,0	35,4	13,1
2012	160,2	20,8	151,6	1.503,4	133,6	41,1	26,9	1.989,9	34,4	0,0	27,2	42,7
2013	158,4	18,6	140,6	1.594,3	130,6	46,0	34,1	2.069,8	37,6	10,0	24,7	55,6
2011 – mar.	154,9	23,6	142,2	1.430,9	133,8	13,7	0,8	1.875,5	34,9	0,0	35,8	8,7
giu.	156,0	22,7	136,6	1.466,9	135,0	15,8	2,2	1.910,3	50,4	0,0	36,5	10,0
set.	152,3	22,3	145,7	1.445,1	133,4	15,5	2,2	1.892,0	16,4	0,8	36,3	11,0
dic.	153,2	22,1	131,2	1.473,0	132,8	17,4	3,1	1.907,6	24,3	0,0	35,4	13,1
2012 – mar.	161,3	20,8	162,6	1.474,0	132,6	24,8	11,1	1.955,3	34,5	5,6	33,6	21,1
giu.	157,3	21,3	161,1	1.496,6	134,5	33,3	19,7	1.982,9	46,1	7,9	26,5	29,7
set.	162,1	20,1	166,2	1.500,3	134,2	33,6	20,2	1.996,4	45,9	30,7	25,4	30,2
dic.	160,2	20,8	151,6	1.503,4	133,6	41,1	26,9	1.989,9	34,4	0,0	27,2	42,7
2013 – mar.	160,5	19,4	156,5	1.544,7	133,0	41,5	28,0	2.036,2	45,9	10,7	24,6	43,7
giu.	155,4	18,7	163,1	1.579,1	133,6	45,7	32,2	2.076,8	76,3	19,4	27,1	50,8
set.	155,6	18,8	163,7	1.573,6	131,6	44,5	32,9	2.068,9	40,8	12,1	26,3	51,5
dic.	158,4	18,6	140,6	1.594,3	130,6	46,0	34,1	2.069,8	37,6	10,0	24,7	55,6
2014 – mar.	164,6	18,1	144,1	1.637,0	130,1	44,7	34,1	2.120,5	61,9	16,5	25,1	55,6
giu.	167,0	17,8	142,5	1.686,1	126,8	46,5	35,6	2.168,9	105,3	43,5	25,8	59,9
2013 – gen.	161,9	19,6	158,1	1.531,0	132,0	41,0	27,3	2.023,9	68,1	13,0	26,3	43,0
feb.	157,4	19,0	158,4	1.528,9	132,1	41,5	28,0	2.018,4	49,6	13,1	25,8	43,7
mar.	160,5	19,4	156,5	1.544,7	133,0	41,5	28,0	2.036,2	45,9	10,7	24,6	43,7
apr.	157,4	19,4	159,6	1.550,9	133,6	41,5	28,0	2.043,0	42,0	11,9	26,8	46,6
mag.	157,7	18,9	163,2	1.577,5	133,9	43,8	30,9	2.076,2	62,4	11,9	26,6	49,5
giu.	155,4	18,7	163,1	1.579,1	133,6	45,7	32,2	2.076,8	76,3	19,4	27,1	50,8
lug.	156,5	18,6	162,0	1.580,2	130,1	45,2	32,7	2.074,0	68,2	6,4	28,1	51,3
ago.	156,3	19,5	162,1	1.567,4	130,9	44,8	32,7	2.061,5	46,4	12,4	26,8	51,3
set.	155,6	18,8	163,7	1.573,6	131,6	44,5	32,9	2.068,9	40,8	12,1	26,3	51,5
ott.	153,6	18,5	163,2	1.595,0	130,0	44,2	32,9	2.086,0	47,5	5,5	26,4	54,4
nov.	153,4	18,4	160,7	1.616,4	129,9	44,8	33,6	2.105,2	59,0	16,1	26,1	55,1
dic.	158,4	18,6	140,6	1.594,3	130,6	46,0	34,1	2.069,8	37,6	10,0	24,7	55,6
2014 – gen.	162,7	18,0	147,3	1.603,2	131,4	45,6	34,1	2.090,2	57,9	14,4	23,7	55,6
feb.	161,3	17,9	144,5	1.626,5	130,2	45,1	34,1	2.107,6	64,7	13,8	22,8	55,6
mar.	164,6	18,1	144,1	1.637,0	130,1	44,7	34,1	2.120,5	61,9	16,5	25,1	55,6
apr.	162,8	18,0	142,6	1.665,3	130,1	46,0	35,6	2.146,7	77,4	14,0	26,8	59,9
mag.	163,9	17,8	142,9	1.684,2	130,1	45,9	35,6	2.166,9	92,3	16,8	24,9	59,9
giu.	167,0	17,8	142,5	1.686,1	126,8	46,5	35,6	2.168,9	105,3	43,5	25,8	59,9
lug.	164,3	18,1	140,8	1.692,9	126,9	44,1	35,8	2.168,9	109,7	46,8	26,2	60,1
ago.	163,4	18,6	138,7	1.675,9	126,4	43,9	36,0	2.148,4	82,4	48,4	24,4	60,3

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