



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

gennaio 2015

1 | 2015



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 1 / 2015
Gennaio

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

Relazione annuale

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

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

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

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

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

© Banca d'Italia, 2015

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

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

Direttore responsabile

Eugenio Gaiotti

Comitato di redazione

Alberto Locarno (coordinamento), Effrosyni Adamopoulou, Francesco Caprioli, Pietro Cova, Virginia Di Nino, Ivan Faiella, Juri Marcucci, Marianna Riggi, Tiziano Ropele, Enrico Tosti

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

Riquadri: Riccardo Cristadoro, Claire Giordano, Stefano Piersanti, Pietro Rizza, Lisa Rodano

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 9 gennaio 2015, salvo diversa indicazione

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

INDICE

LA SINTESI	5
1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
1.1 Il ciclo internazionale	7
1.2 L'area dell'euro	11
1.3 I mercati finanziari internazionali	14
2 L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	17
2.2 Le imprese	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	26
2.7 Le banche	28
2.8 Il mercato finanziario	32
2.9 La finanza pubblica	34
2.10 Le prospettive	39
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	47

INDICE DEI RIQUADRI

Il calo dei corsi del greggio	9
Gli investimenti delle imprese italiane nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita	19
L'offerta e la domanda di credito	29
Regole di bilancio europee e obiettivi per i conti pubblici dell'Italia	36
Le ipotesi tecniche	40
La sensibilità del quadro macroeconomico alle ipotesi sul profilo di consolidamento dei conti pubblici	44

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

Accelera l'attività economica negli Stati Uniti, ma le prospettive globali restano incerte

L'attività economica ha accelerato nettamente negli Stati Uniti, crescendo oltre le attese. Le prospettive a breve e a medio termine per l'economia mondiale restano tuttavia incerte, per la persistente debolezza nell'area dell'euro e in Giappone, per il prolungarsi del rallentamento in Cina e per la brusca frenata in Russia. La forte caduta del prezzo del petrolio, determinata sia dall'ampliamento dell'offerta sia dalla debolezza della domanda, può contribuire a sostenere la crescita, ma non è priva di rischi per la stabilità finanziaria dei paesi esportatori.

La volatilità sui mercati risente dell'instabilità politica in Grecia

La volatilità sui mercati finanziari nell'area dell'euro è aumentata dopo l'indizione, per la fine di gennaio, delle elezioni politiche in Grecia: le possibili ripercussioni di eventuali mutamenti negli orientamenti delle politiche economiche e nella gestione del debito pubblico del paese alimentano le preoccupazioni per la coesione dell'area. I tassi di interesse sui titoli greci a tre anni hanno superato il 15 per cento; a una flessione delle borse europee si è accompagnata una sostanziale stabilità dei premi per il rischio dei titoli di Stato nei paesi periferici, verosimilmente per effetto del consolidarsi delle attese di ulteriori misure di politica monetaria da parte della BCE. In Italia il declassamento del debito sovrano, deciso in dicembre da Standard & Poors per le incerte prospettive di crescita, non ha avuto effetti significativi sui rendimenti dei titoli pubblici.

Per contrastare la deflazione il Consiglio direttivo della BCE intende ampliare la dimensione del bilancio

Nell'area dell'euro i prezzi al consumo sono scesi in dicembre. La flessione dei corsi petroliferi contribuirà a sostenere i consumi, ma potrebbe accrescere i rischi di

un radicamento di aspettative di riduzione della dinamica dei prezzi e di un aumento dei tassi di interesse reali, aggravando gli oneri dei settori indebitati. Per contrastare questi rischi e ricondurre le aspettative verso la stabilità dei prezzi, il Consiglio direttivo della BCE ha ribadito l'intenzione di ampliare la dimensione del bilancio dell'Eurosistema, per riportarlo in prossimità dei livelli registrati nel marzo 2012. Il ricorso alle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine, finora inferiore a quanto inizialmente atteso, potrebbe risultare insufficiente; il Consiglio, che valuterà nuovamente la situazione alla fine di gennaio, è pronto ad ampliare la dimensione, la composizione e la frequenza degli interventi.

In Italia aumentano i consumi, ma gli investimenti non sono ancora ripartiti

In Italia negli ultimi trimestri i consumi hanno ripreso a crescere in misura contenuta, in linea con l'andamento del reddito disponibile sostenuto dalle misure adottate dal Governo. Il loro contributo alla crescita dell'economia è stato controbilanciato dalla flessione degli investimenti, frenati dagli ampi margini di capacità inutilizzata, dall'elevata incertezza sulle prospettive della domanda e dalle difficoltà dell'edilizia. Secondo le indicazioni disponibili, nel quarto trimestre dello scorso anno il prodotto sarebbe marginalmente sceso.

L'occupazione, cresciuta nel terzo trimestre, si riduce nei mesi di ottobre e di novembre

Nei mesi estivi del 2014 il numero di occupati è aumentato, seppur lievemente; dopo tre trimestri di sostanziale stagnazione il monte ore lavorate è tornato a crescere sia nell'industria in senso stretto sia nei servizi privati. Ciò nonostante il tasso di disoccupazione è salito, spinto dall'incremento del tasso di attività. La ripresa dell'occupazione rimane tuttavia fragile, come segnalato dai dati preliminari di ottobre e di

novembre: le aspettative delle imprese circa l'evoluzione della domanda di lavoro nei primi mesi del 2015 continuano a essere negative.

L'inflazione risente della domanda debole e del calo del prezzo del petrolio

La dinamica dei prezzi al consumo resta debole: in dicembre è stata pari a -0,2 per cento nell'area e a -0,1 in Italia; potrebbe continuare a ridursi per effetto del calo dei prezzi dei prodotti energetici. Sulla base del recente sondaggio Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore, le imprese prevedono di mantenere sostanzialmente stabili nel 2015 i prezzi di vendita dei propri prodotti.

Le condizioni del credito migliorano gradualmente

Secondo le rilevazioni più recenti le condizioni di offerta di credito alle imprese sono migliorate, ma restano più stringenti per quelle di minore dimensione; i tassi di interesse medi sui nuovi prestiti sono scesi gradualmente, pur mantenendosi superiori a quelli dell'area dell'euro (di circa 30 punti base per imprese e famiglie). Fattori di domanda legati alla debolezza degli investimenti, unitamente alla percezione di un alto rischio di credito per alcune categorie di imprese, frenano ancora la dinamica dei finanziamenti.

Le prospettive per il prossimo biennio dipendono dal vigore della ripresa degli investimenti...

Le nostre proiezioni prefigurano per l'economia italiana una crescita modesta quest'anno, più sostenuta il prossimo: nello scenario centrale risulterebbe attorno allo 0,4 e all'1,2 per cento, rispettivamente. Resta ampia l'incertezza attorno a questi valori. Sarà cruciale l'intensità della ripresa della spesa per investimenti; un rapido miglioramento delle prospettive di domanda e delle condizioni finanziarie potrebbe accrescerla, nonostante l'elevato grado di capacità produttiva inutilizzata. Un andamento più favorevole dell'attività si avrebbe se il prezzo del petrolio si mantenesse sui valori registrati negli ultimi giorni.

...e dalle politiche economiche

Nel complesso l'attività economica, oltre a trarre vantaggio dalla caduta del prezzo del petrolio e dalla graduale accelerazione

degli scambi internazionali, verrebbe sostenuta dall'orientamento espansivo della politica monetaria, riflesso anche nel deprezzamento dell'euro, e dalle misure di riduzione del cuneo fiscale disposte con la legge di stabilità. Rischi per l'attività economica possono derivare dal riacutizzarsi di tensioni sui mercati finanziari internazionali, per il peggioramento della situazione politica in Grecia e della crisi in Russia, nonché per l'indebolimento della congiuntura nelle economie emergenti. I rischi che l'inflazione rimanga troppo bassa troppo a lungo derivano dal persistere di ampi margini di capacità produttiva inutilizzata, il cui impatto sulla dinamica dei prezzi sembra essere aumentato negli ultimi anni, e dalla possibilità di un ulteriore peggioramento delle aspettative.

Le proiezioni sono sensibili alle ipotesi sulla politica di bilancio

Per l'Italia il consolidamento di bilancio resta un obiettivo essenziale. Il nostro scenario macroeconomico incorpora gli effetti della legge di stabilità, con la quale il Governo, nel confermare l'impegno a proseguire nell'azione di risanamento dei conti pubblici, ne ha adeguato il ritmo al quadro congiunturale. Ciò contribuisce a evitare un prolungamento della fase recessiva, che avrebbe conseguenze sfavorevoli sul rapporto tra il debito e il prodotto nel prossimo biennio.

Misure monetarie aggressive possono contrastare i rischi di deflazione

Misure aggressive di sostegno monetario possono contribuire a contrastare le pressioni al ribasso sui prezzi e la debolezza dell'attività economica nell'area. Nelle nostre valutazioni un'espansione del bilancio dell'Eurosistema, che si riflettesse in una riduzione dei tassi di interesse sui titoli di Stato a più lungo termine pari a 50 punti base e in un deprezzamento dell'euro del 5 per cento, si tradurrebbe in un livello del PIL più elevato di circa mezzo punto percentuale nel biennio 2015-16, sia in Italia sia nel complesso dell'area; l'inflazione risulterebbe più alta di due-tre decimi di punto in ciascun anno. Gli effetti sarebbero maggiori se si tenesse conto anche dell'impatto che le nuove misure potrebbero avere sulla fiducia e sulle aspettative di inflazione di famiglie e imprese.

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

L'attività economica accelera negli Stati Uniti, ma resta debole nei paesi emergenti; sulle prospettive della crescita globale gravano rischi di un ulteriore rallentamento dell'economia cinese e di un deterioramento della situazione economica e finanziaria in Russia. Il forte calo dei corsi petroliferi ha riflesso un ampio e inatteso aumento dell'offerta e ha risentito anche di un indebolimento della domanda. Diviene più pronunciata la divergenza negli orientamenti di politica monetaria fra le diverse aree.

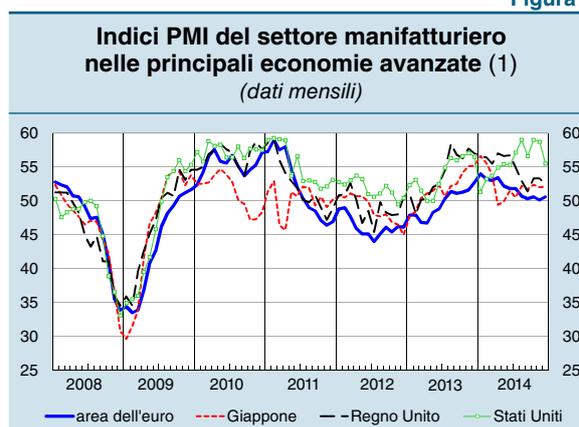
L'attività ha accelerato negli Stati Uniti ma ha continuato a contrarsi in Giappone

La crescita negli Stati Uniti ha accelerato nel terzo trimestre più di quanto atteso (5,0 per cento in ragione d'anno), beneficiando del rafforzamento dei consumi. In Giappone tuttavia il calo del prodotto è proseguito inaspettatamente anche nel terzo trimestre (-1,9 per cento in ragione d'anno, da -7,3 nel secondo) a causa di una nuova flessione degli investimenti, solo parzialmente compensata da un modesto recupero dei consumi. Il governo ha adottato un pacchetto di stimolo di dimensioni ridotte per il 2015 mirato alle piccole imprese, alle aree rurali e alla ricostruzione post-tsunami e ha rinviato all'aprile 2017 l'aumento dell'imposta sui consumi programmato per il prossimo autunno. Secondo le valutazioni dei responsabili per gli acquisti (fig. 1) e sulla base delle indicazioni provenienti dal mercato del lavoro, nello scorcio dell'anno l'attività economica avrebbe continuato a espandersi, pur se a ritmi meno intensi, negli Stati Uniti e avrebbe ripreso a crescere in Giappone.

La dinamica delle economie emergenti rimane debole e decelera rapidamente in Russia

Il rallentamento dell'attività registrato in Cina nel terzo trimestre (al 7,3, dal 7,5 per cento su base tendenziale) sarebbe proseguito nella parte finale dell'anno; nel 2014 per la prima volta il PIL effettivo potrebbe risultare inferiore all'obiettivo di crescita annuale dichiarato (7,5 per cento). La crescita è rimasta robusta in India (5,3 per cento su base tendenziale nel terzo trimestre) e, secondo alcuni sondaggi, avrebbe accelerato negli ultimi mesi del 2014; continua il ristagno in Brasile (0,2 per cento nel terzo trimestre), dove il PIL è frenato dalla debolezza degli investimenti che proseguirebbe anche nel quarto trimestre. È in rapido deterioramento la situazione economica e finanziaria in Russia, sulla cui economia gravano le sanzioni imposte dall'Occidente alla fine di luglio, la brusca caduta del prezzo del greggio e il crollo del rublo, che hanno indotto un'ulteriore riduzione della fiducia di consumatori e imprese; l'attività economica ha rallentato nel terzo trimestre (0,6 per cento) e si è contratta in novembre.

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.

Nel complesso del 2014 la crescita del commercio mondiale resta moderata

Il deciso rafforzamento del commercio internazionale di beni nel terzo trimestre (8,4 per cento in ragione d'anno) si sarebbe attenuato nel quarto, per via di un nuovo indebolimento della domanda da parte dell'area dell'euro e dell'Asia. Nonostante la ripresa del secondo semestre, nel 2014 la crescita si arresterebbe al 3,1 per cento, restando inferiore a quella del PIL e alla media storica.

Il prezzo del greggio ha toccato il livello minimo dal marzo 2009

La forte flessione dei corsi petroliferi, in atto da giugno, si è ulteriormente intensificata nel quarto trimestre (fig. 2). Il calo è da ascrivere sia all'inaspettato aumento dell'offerta, connesso in particolare con il netto incremento dell'attività estrattiva statunitense, sia alla debolezza dei consumi, in particolare in Asia (cfr. il riquadro: *Il calo dei corsi del greggio*).

Le quotazioni sono scese ai minimi dal marzo 2009 (48,8 dollari al barile per la qualità Brent); i contratti futures anticipano recuperi molto contenuti nel corso del 2015. Negli ultimi mesi del 2014 si è invece attenuato il calo dei prezzi delle materie prime non energetiche.

L'inflazione globale scende

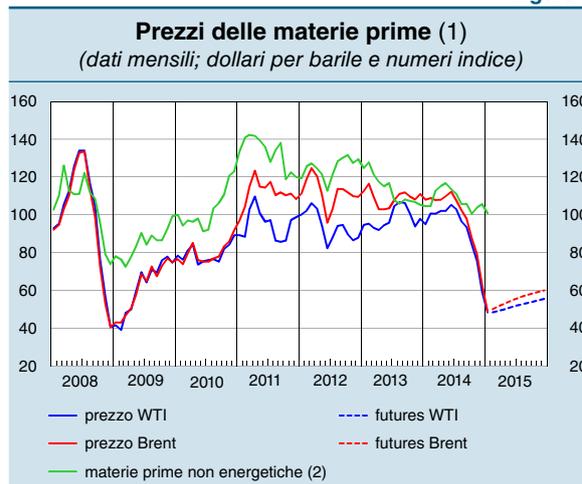
Nel quarto trimestre l'inflazione al consumo è diminuita quasi ovunque, risentendo anche della flessione dei prezzi delle materie prime.

Negli Stati Uniti è scesa in novembre (all'1,3 per cento, dall'1,7 in ottobre); anche l'inflazione di riferimento per la Riserva federale, misurata dal deflatore dei consumi al netto dei prodotti energetici e alimentari, si è attenuata (fig. 3). La crescita dei prezzi si colloca al valore più basso dal 2001 nel Regno Unito (1,0 per cento) e sta rapidamente diminuendo in Giappone (2,4 per cento in novembre, dal picco del 3,7 in maggio). Con riferimento ai principali paesi emergenti, in dicembre l'inflazione si conferma debole in Cina e in India (1,5 e 5,0 per cento, rispettivamente); rimane elevata in Brasile (6,4) e continua ad accelerare in Russia (11,4) per effetto del forte deprezzamento del rublo e del rincaro dei prodotti agroalimentari, conseguente alla decisione di bloccare le importazioni provenienti dai principali paesi avanzati.

Negli Stati Uniti e nel Regno Unito sono attesi rialzi nei tassi di interesse; in Giappone lo stimolo monetario si accentua

Lo scorso novembre la Riserva federale ha interrotto, come annunciato, il programma di acquisto di *mortgage-backed securities* e di obbligazioni del Tesoro e, nella riunione di metà dicembre, ha confermato l'intervallo-obiettivo per il tasso sui federal funds (a 0,0-0,25 per cento). In dicembre il Monetary Policy Committee della Banca d'Inghilterra ha lasciato invariato il tasso di riferimento (0,5 per cento) e la quantità di attività finanziarie detenute nel proprio portafoglio (375 miliardi di sterline). I mercati attendono l'avvio della normalizzazione delle condizioni

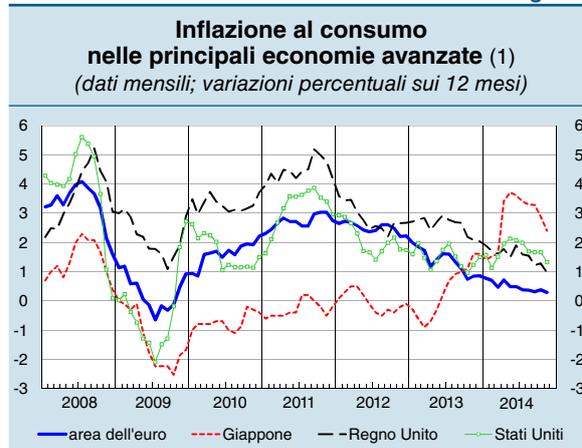
Figura 2



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

(1) Per i prezzi a pronti, dati medi mensili fino a dicembre 2014; l'ultimo dato si riferisce al 9 gennaio 2015. - (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.

monetarie negli Stati Uniti intorno alla metà dell'anno e nel Regno Unito in primavera. Alla fine di ottobre la Banca del Giappone ha inaspettatamente deciso di rafforzare il programma di espansione quantitativa.

Nei paesi emergenti gli orientamenti delle politiche monetarie continuano a divergere

Nei principali paesi emergenti le politiche monetarie hanno seguito andamenti differenziati, dettati dalle divergenti condizioni macroeconomiche. La Banca centrale cinese ha, da un lato, accresciuto le azioni di vigilanza per limitare la leva finanziaria e ridimensionare il sistema bancario ombra, dall'altro, ridotto i tassi di riferimento su prestiti e depositi bancari. La Banca centrale dell'India ha confermato i propri orientamenti che, secondo le attese dei mercati, porterebbero nei primi mesi del 2015 a un allentamento di 100 punti base del tasso ufficiale di sconto. La Banca centrale del Brasile ha intrapreso un nuovo ciclo di restrizione monetaria volto a riconciliare le aspettative con gli obiettivi di inflazione. In novembre la Banca centrale russa ha annunciato l'abbandono dell'ancoraggio del rublo all'euro e al dollaro; in dicembre ha attuato il più forte rialzo dei tassi mai deciso, portando quello di riferimento al livello massimo dalla crisi del 1998 (17 per cento).

Sulle prospettive di un graduale aumento della crescita gravano ancora rischi al ribasso

Le proiezioni dell'OCSE, diffuse in novembre, hanno nuovamente corretto al ribasso la crescita del prodotto mondiale: 3,7 per cento nel 2015, con una lieve accelerazione rispetto allo scorso anno (tav. 1); 3,8 nelle stime del Fondo monetario internazionale di ottobre. Le condizioni cicliche globali resterebbero eterogenee: la crescita si manterrebbe solida negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in India, acquisirebbe lentamente vigore in Giappone, nell'area dell'euro e in Brasile. Proseguirebbe per contro lo strutturale rallentamento cinese. Su tali prospettive continuano a prevalere rischi al ribasso: pesano negativamente i persistenti problemi strutturali di alcune economie emergenti e l'incertezza sui tempi e sull'intensità della ripresa nell'area dell'euro.

Tavola 1

Scenari macroeconomici
(variazioni percentuali sull'anno precedente)

VOCI	OCSE			Consensus Economics	
	2014	2015	2016	2014	2015
PIL					
Mondo	3,3	3,7	3,9	-	-
Paesi avanzati					
<i>area dell'euro</i>	0,8	1,1	1,7	0,8	1,1
<i>Giappone</i>	0,4	0,8	1,0	0,3	1,2
<i>Regno Unito</i>	3,0	2,7	2,5	3,0	2,6
<i>Stati Uniti</i>	2,2	3,1	3,0	2,3	3,0
Paesi emergenti					
<i>Brasile</i>	0,3	1,5	2,0	0,1	0,6
<i>Cina</i>	7,3	7,1	6,9	7,3	7,0
<i>India (1)</i>	5,4	6,6	6,8	5,6	6,3
<i>Russia</i>	0,3	0,0	1,6	0,4	-0,9
Commercio mondiale (2)	3,0	4,5	5,5	-	-

Fonte: OCSE, *Economic Outlook*, n. 96, novembre 2014; Consensus Economics, dicembre 2014.

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

IL CALO DEI CORSI DEL GREGGIO

Tra i mesi di giugno e dicembre dello scorso anno, dopo una lunga fase di quotazioni elevate, il prezzo del petrolio si è dimezzato, segnando una riduzione più rapida e netta rispetto a quella delle altre materie prime, in atto già dal 2013. A determinare questa brusca caduta hanno concorso fattori sia dal lato dell'offerta sia da quello della domanda.

L'offerta ha continuato a crescere grazie a una produzione superiore alle attese in Iran, Iraq e Libia e, soprattutto, al boom dell'estrazione di greggio da scisti rocciosi (*light tight oil*, LTO) negli Stati Uniti, derivante dall'applicazione delle tecniche di frantumazione idraulica di formazioni rocciose (*fracking*) già sperimentate con successo per il gas di scisto (*shale gas*). Nello scorso quadriennio la produzione statunitense è aumentata di oltre il 50 per cento, ovvero di 4 milioni di barili al giorno (mb/g), un incremento superiore alle previsioni. Dal lato della domanda, la deludente crescita del Giappone e

dell'area dell'euro nel secondo e nel terzo trimestre, unitamente ai segnali di un rallentamento più intenso di quanto atteso in Cina, hanno indotto gli operatori a rivedere ripetutamente al ribasso le previsioni di consumo di petrolio per il 2014 e il 2015.

Dalla scorsa estate il succedersi di sorprese positive per la produzione e negative per il consumo si è riflesso in crescenti attese di un eccesso di offerta (figura A). Tra luglio e dicembre l'Agenzia internazionale per l'energia (International Energy Agency, IEA) ha ridotto la domanda prevista per il 2014 e il 2015, rispettivamente di 0,3 e 0,8 mb/g, e aumentato le stime di produzione dei paesi non OPEC, con un conseguente incremento dell'offerta globale di 0,7 e 0,8 mb/g (qualora si assuma invariata la produzione OPEC al livello dell'ultimo trimestre disponibile). I dati suggeriscono che una parte non trascurabile del calo osservato nei corsi del greggio dipenda dal ridimensionamento della domanda attesa (1).

Figura A

Eccesso di offerta stimato per il 2014 e il 2015 (1)
(milioni di barili al giorno)



Fonte: elaborazioni su dati IEA.

(1) L'eccesso di offerta per il 2014 e il 2015 è calcolato sottraendo le stime di domanda globale di petrolio, diffuse mensilmente dalla IEA a quelle di offerta globale. La IEA diffonde previsioni di offerta solo per i paesi non OPEC; il dato complessivo è dunque stimato, assumendo l'offerta del cartello dell'OPEC invariata al livello dell'ultimo trimestre disponibile in ciascuna data di previsione. Le previsioni per il 2015 sono disponibili solo da luglio 2014.

L'esame delle quotazioni infragiornaliere del petrolio consente di quantificare l'impatto degli eventi che hanno concorso alla loro diminuzione nel secondo semestre del 2014: sorprese negative sull'andamento della domanda mondiale contribuiscono a quasi metà del calo così spiegato, tuttavia la flessione giornaliera più marcata (oltre l'8 per cento) si è verificata in connessione con la decisione dell'OPEC dello scorso 27 novembre di mantenere invariata la propria produzione. Questa decisione è stata interpretata come un mutamento di strategia da parte del cartello dei produttori, in particolare dell'Arabia Saudita, per difendere le proprie quote di mercato dall'espansione dell'offerta statunitense. Prezzi del petrolio notevolmente inferiori ai 100 dollari al barile potrebbero infatti rendere non profittevole l'esplorazione dei giacimenti di LTO, caratterizzati da più elevati costi di estrazione che tuttavia il progresso nelle tecniche di *fracking* sta gradualmente riducendo. Nell'immediato la produzione di LTO non dovrebbe risentire del calo dei prezzi, ma sarebbero scoraggiate le attività di esplorazione e trivellazione di nuovi pozzi in molti siti americani (2). Nel medio periodo ciò potrebbe limitare lo sviluppo della produzione statunitense.

(1) È stato stimato che circa il 40 per cento della flessione del prezzo del greggio WTI tra giugno e novembre possa essere spiegato dalle dinamiche della domanda (<http://econbrowser.com/archives/2014/12/oil-prices-as-an-indicator-of-global-economic-conditions>).

(2) Alcune importanti compagnie petrolifere statunitensi (tra cui ConocoPhillips e Continental Resources) hanno già annunciato tagli nei propri piani di investimento. Sul settore energetico pesano anche gli alti livelli di indebitamento, che si sono tradotti in un aumento dei premi per il rischio nel comparto high yield, in cui le obbligazioni emesse dalle imprese del settore rappresentano circa un quinto del totale (cfr. il par. 1.3).

Prezzi del greggio su valori prossimi a 50 dollari al barile implicano un trasferimento di reddito dai paesi esportatori ai paesi importatori di poco inferiore a 1.000 miliardi di dollari annui, se confrontati con le quotazioni prevalenti lo scorso giugno. Il Fondo monetario internazionale ha stimato che, qualora i prezzi del greggio si attestassero intorno ai 50 dollari al barile e si attribuisse il 60 per cento del calo a fattori di offerta, si avrebbe un aumento del PIL mondiale compreso tra 0,4 e 0,8 punti percentuali alla fine del biennio 2015-16; secondo le stime dell'OCSE e sulla base delle ipotesi del Fondo, per i soli paesi avanzati l'incremento sarebbe di 0,6 punti percentuali. Gli effetti espansivi potrebbero tuttavia essere minori nel caso in cui, con tassi di politica monetaria prossimi allo zero, la flessione del prezzo del greggio inducesse anche una riduzione delle aspettative di inflazione e un conseguente aumento dei tassi di interesse reali; parimenti risulterebbero inferiori se fosse stata sottostimata la parte del calo ascrivibile a debolezza della domanda (3).

Esiste inoltre il rischio di trasmissione ai mercati internazionali dell'instabilità economica nei paesi esportatori, in molti dei quali quotazioni del greggio elevate avevano finora finanziato una rapida espansione della spesa pubblica. Nelle economie maggiormente dipendenti dalle esportazioni di petrolio, il calo dei corsi si è già riflesso in un deprezzamento del cambio più marcato rispetto ad altri paesi emergenti (figura B). In Russia il deprezzamento è stato particolarmente accentuato per l'inasprimento delle sanzioni deciso in luglio dalla UE e dagli Stati Uniti (cfr. *Bollettino economico*, n. 4, 2014), che ha indotto ingenti deflussi di capitali e messo a rischio la stabilità finanziaria del paese.

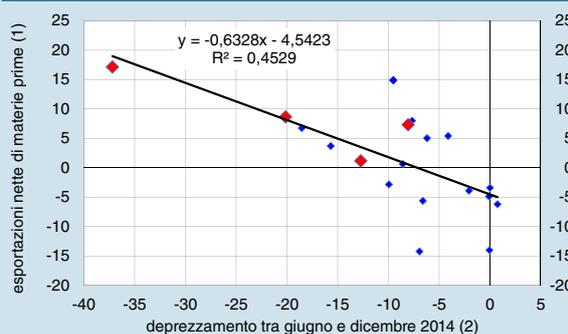
Infine l'effetto espansivo della discesa dei corsi petroliferi dipende da quanto persistente il calo viene ritenuto dagli agenti e dal grado di incertezza relativo agli sviluppi futuri. Da un lato la dispersione delle quotazioni attese è cresciuta, segnalando una maggiore incertezza, dall'altro c'è chi ritiene che le condizioni fondamentali nel mercato del greggio non siano mutate e che una ripresa dei consumi anticipata o una più decisa riduzione della produzione non convenzionale indurrebbero un rapido rincaro (4). Questi fattori potrebbero contribuire a ridurre l'effetto positivo dell'attuale calo.

(3) F. Lippi e A. Nobili, *Oil and the macroeconomy: a quantitative structural analysis*, Banca d'Italia, «Temi di discussione», n. 704, 2009; L. Kilian, "Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market", *American Economic Review*, 99, 3, 2009, pp. 1053-1069.

(4) L'ultimo *World Energy Outlook* della IEA anticipa una risalita delle quotazioni sopra i 100 dollari nel medio termine; alcuni economisti osservano che la *shale revolution* avrà effetti solo transitori sul mercato del petrolio, che rimarrà strutturalmente in scarsità di offerta (J.D. Hamilton, *The Changing Face of World Oil Markets*, «NBER working paper», n. 20355, 2014).

Figura B

Dipendenza dalle esportazioni di materie prime ed entità del deprezzamento delle valute



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.

(1) In quote percentuali sul PIL, dati riferiti al 2013; in rosso sono evidenziati i paesi esportatori netti di petrolio. - (2) Variazione del cambio nominale rispetto al dollaro, punti percentuali.

1.2 L'AREA DELL'EURO

La crescita economica nell'area dell'euro rimane modesta. In dicembre l'inflazione al consumo è scesa su valori negativi, per la prima volta da ottobre del 2009. Le due operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine condotte in settembre e in dicembre hanno determinato solo un modesto ampliamento del bilancio dell'Eurosistema, che il Consiglio direttivo della Banca centrale europea intende aumentare ulteriormente; il Consiglio prevede di rivedere dimensione, composizione e frequenza delle proprie operazioni, ricorrendo anche ad acquisti di attività su larga scala per contrastare i rischi connessi con un periodo eccessivamente prolungato di bassa inflazione.

Nel terzo trimestre del 2014 il PIL è cresciuto in misura modesta...

Nel terzo trimestre del 2014 il PIL dell'area è cresciuto dello 0,2 per cento (fig. 4), sostenuto dal rialzo dei consumi (0,5 e 0,3 per cento quelli delle famiglie e delle Amministrazioni pubbliche, rispettivamente). La domanda nazionale è stata frenata dalla nuova flessione degli investimenti (-0,3 per cento) e dalla variazione delle scorte; quella estera netta ha fornito un contributo alla crescita pressoché nullo. Tra le maggiori economie il prodotto è tornato ad aumentare in Francia (0,3 per cento) e molto lievemente in Germania (0,1 per cento), mentre è diminuito in Italia (-0,1 per cento). L'economia francese ha beneficiato dell'espansione dei consumi pubblici e privati e della variazione delle scorte. In Germania un modesto sostegno all'attività è derivato dall'accelerazione della spesa delle famiglie e delle Amministrazioni pubbliche.

...e aumenterebbe di poco anche nel quarto

Gli indicatori più recenti confermano la debolezza ciclica dell'economia dell'area dell'euro e prefigurano per il quarto trimestre una crescita ancora contenuta, con andamenti differenziati tra paesi. In dicembre l'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che fornisce una stima della variazione trimestrale del PIL dell'area depurata dalle oscillazioni di breve periodo, si è riportato su valori coerenti con una crescita modesta (fig. 5). Nello stesso mese lo staff dell'Eurosistema ha ulteriormente rivisto al ribasso le proiezioni per la crescita, allo 0,8 per cento per il 2014 e all'1,0 nel 2015.

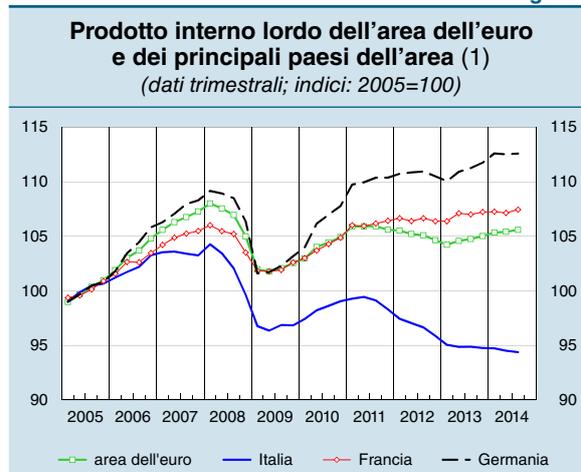
I prezzi sono scesi...

Sulla base di stime preliminari, in dicembre la variazione dei prezzi al consumo è scesa su valori negativi (-0,2 per cento sui dodici mesi; fig. 6), risentendo della dinamica dei prezzi dei beni energetici (-6,3 per cento); al netto delle componenti più volatili è lievemente salita, allo 0,8 per cento. Sulla base dei dati definitivi sinora disponibili, in novembre per circa un terzo delle voci elementari incluse nel paniere la variazione del prezzo sui dodici mesi è stata negativa. Tra le componenti di fondo, le riduzioni di prezzo hanno interessato quasi il 50 per cento dei beni e circa il 10 per cento dei servizi. Le pressioni all'origine continuano a essere negative: in novembre i prezzi alla produzione sono scesi dell'1,6 per cento rispetto allo stesso mese del 2013, per il calo delle componenti relative ai beni energetici, alimentari e intermedi.

...e l'inflazione resterebbe molto bassa nel 2015 e nel medio periodo

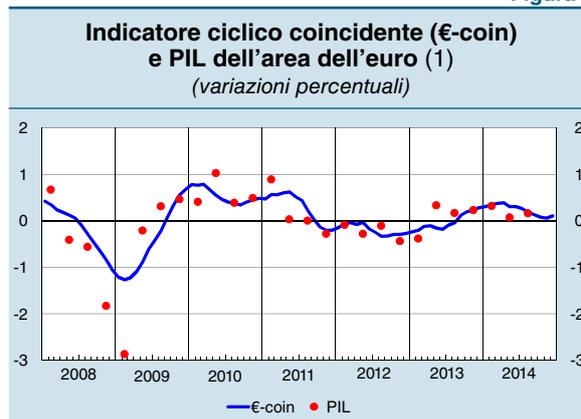
Sulla base delle inchieste congiunturali la dinamica dei prezzi resterebbe debole anche nei prossimi mesi: in dicembre le attese delle imprese circa la variazione dei propri listini si sono ulteriormente ridotte, confermandosi al di sotto della soglia compatibile con un aumento dei prezzi. Secondo gli analisti censiti nello

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: <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/indicatore-coin-dicembre-2014>. 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.

stesso mese da Consensus Economics, nel 2015 l'inflazione dell'area sarebbe pari allo 0,6 per cento, leggermente al di sotto della proiezione dello staff dell'Eurosistema di dicembre (0,7 per cento, ulteriormente rivista al ribasso rispetto ai precedenti esercizi); su orizzonti più lunghi risalirebbe solo lentamente, rimanendo a lungo ben inferiore al valore coerente con la definizione di stabilità dei prezzi.

Continua la flessione del credito alle imprese

È proseguito – in attenuazione rispetto ai mesi precedenti – il calo dei prestiti alle imprese, diminuiti dello

0,4 per cento in ragione d'anno nei tre mesi terminanti in novembre (dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni). L'erogazione di credito alle famiglie è aumentata a tassi contenuti (1,1 per cento). La crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario M3 resta molto bassa (al 3,1 per cento, dal 2,0 in agosto), nonostante l'andamento delle componenti più liquide dell'aggregato abbia beneficiato dei bassi rendimenti sugli strumenti alternativi a quelli monetari.

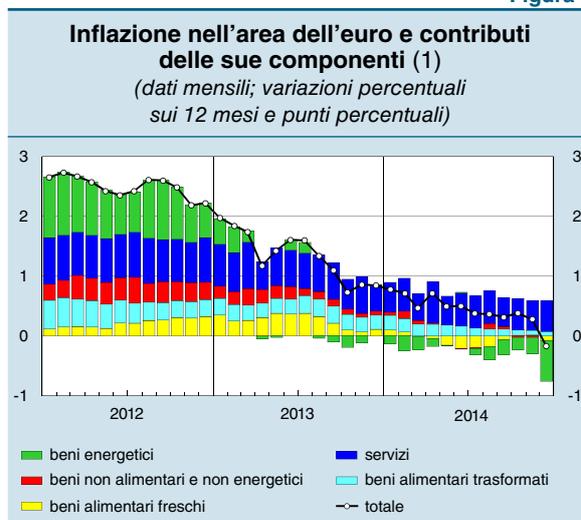
Sono state condotte operazioni monetarie espansive

Dando seguito alle decisioni adottate il 2 ottobre dal Consiglio direttivo della BCE, sono stati avviati il programma di acquisti di titoli emessi a fronte della cartolarizzazione di crediti bancari a imprese e famiglie (Asset-Backed Securities Purchase Programme, ABSPP) e quello di obbligazioni bancarie garantite (Covered Bond Purchase Programme, CBPP3); alla data del 9 gennaio erano stati acquistati circa 1,8 miliardi di euro di asset-backed securities e 31,3 di covered bond. L'11 dicembre è stata condotta la seconda operazione mirata 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).

Vi hanno partecipato 306 intermediari dell'area (255 nella prima operazione di settembre), che hanno ottenuto fondi per un totale di 129,8 miliardi di euro (82,6 nella precedente); alle controparti della Banca d'Italia sono stati assegnati 28,7 miliardi sia nell'operazione di settembre sia in quella di dicembre. La richiesta complessiva di liquidità da parte del sistema bancario dell'area in queste due operazioni è stata pari a poco più della metà dell'ammontare massimo erogabile (circa 400 miliardi); ciò ha riflesso verosimilmente la fase di debolezza dell'economia dell'area, che ha inciso negativamente sulla domanda di credito.

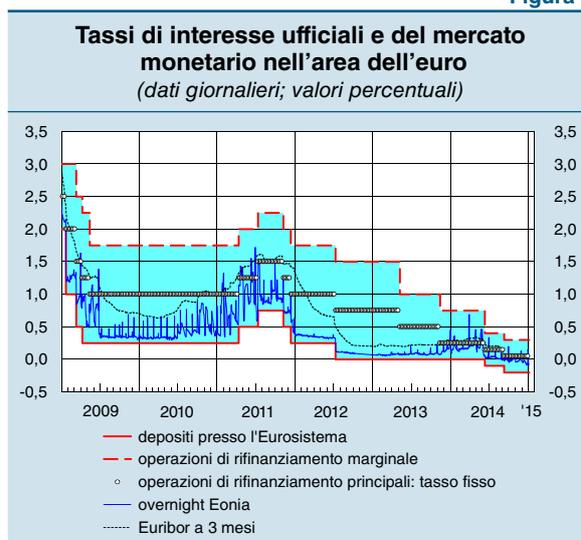
La liquidità detenuta dalle banche presso l'Eurosistema in eccesso rispetto all'obbligo di riserva è aumentata a 210 miliardi, contribuendo a mantenere i tassi sul mercato monetario su valori molto bassi (fig. 7).

Figura 6



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e BCE.
(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo; per dicembre 2014 stime preliminari.

Figura 7



Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.

Il Consiglio direttivo della BCE è pronto a ricorrere a nuove misure

In seguito alle due operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine, e al netto degli importi non rinnovati nelle altre operazioni in scadenza, il bilancio dell'Eurosistema si è portato a circa 2.170 miliardi, da poco meno di 2.000 a metà settembre. Il Consiglio direttivo della BCE ha espresso la propria intenzione di aumentare la dimensione del bilancio fino al livello raggiunto nel marzo 2012 (circa 3.000 miliardi), per contrastare i rischi crescenti per la stabilità dei prezzi; ha inoltre confermato l'impegno a rivedere, nella misura in cui sarà necessario, la dimensione, la composizione e la frequenza delle proprie operazioni ricorrendo anche ad acquisti di attività su larga scala per fronteggiare i rischi connessi con un periodo eccessivamente prolungato di bassa inflazione.

L'incertezza politica in Grecia si è riflessa sulla volatilità

In Grecia sono state indette nuove elezioni per il prossimo 25 gennaio, il cui esito potrebbe avere implicazioni per la politica economica greca; l'attuale incertezza si è riflessa sulla volatilità dei mercati finanziari internazionali. All'inizio di dicembre l'Eurogruppo ha espresso apprezzamento per il significativo aggiustamento di bilancio compiuto dal paese e per il conseguente miglioramento delle prospettive dell'economia; ha inoltre esortato la Grecia a garantire una rapida e completa attuazione di tutte le misure concordate con la Commissione europea, la BCE e l'FMI. L'Eurogruppo ha manifestato il proprio favore all'estensione di due mesi, richiesta dal governo greco, dei termini per la realizzazione di tali riforme cui è condizionata l'erogazione dell'ultima tranche di aiuti prevista nell'ambito dell'attuale programma di sostegno (1,8 miliardi di euro da erogare entro febbraio del 2015); si è infine dichiarato disponibile a concedere alla Grecia, qualora ne faccia richiesta, l'accesso a una *precautionary credit line* dello European Stability Mechanism, a condizione che vengano portate a termine le riforme concordate.

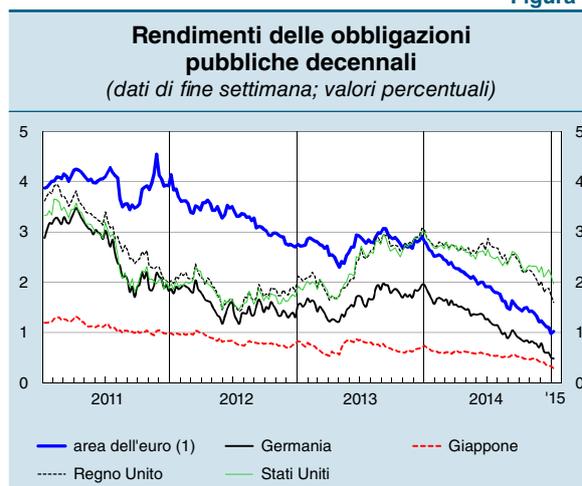
1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

Sui mercati finanziari internazionali è tornata ad aumentare la volatilità, anche in seguito alle ripercussioni del forte ribasso del petrolio sui paesi emergenti che esportano materie prime energetiche e, nell'area dell'euro, all'indizione di nuove elezioni in Grecia. Nell'area i premi per il rischio sovrano sono rimasti pressoché invariati, ad eccezione di quelli della Grecia, aumentati in misura marcata. In termini effettivi nominali l'euro si è deprezzato.

Prosegue la discesa dei tassi a lungo termine nelle economie avanzate

I rendimenti dei titoli di Stato decennali delle economie avanzate hanno continuato a diminuire, a causa del calo delle aspettative di inflazione e, da dicembre, per effetto della ricomposizione dei portafogli verso attività ritenute più sicure; possono avervi contribuito anche i timori di una prolungata fase di ristagno dell'attività economica e di un connesso calo del potenziale di crescita. Alla fine dello scorso anno i rendimenti negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Germania e in Giappone si collocavano a 2,0, 1,6, 0,5 e 0,3 per cento, rispettivamente, con una riduzione media di oltre 50 punti base dall'inizio del trimestre (fig. 8).

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; il dato esclude Cipro, Estonia, Grecia, Lussemburgo, Malta, Slovacchia, Slovenia, Lituania e Lettonia.

Gli spread sovrani sono rimasti stabili ovunque, fuorché in Grecia

I mercati finanziari dell'area dell'euro hanno risentito dell'indizione di nuove elezioni in Grecia. I tassi di interesse sui titoli greci a tre anni hanno superato il 15 per cento, livello raggiunto nel 2010 in occasione del primo programma di sostegno. A una flessione delle borse europee si è accompagnata però una sostanziale stabilità degli spread dei titoli di Stato nei paesi periferici, verosimilmente perché non sono state influenzate le attese di ulteriori misure di politica monetaria da parte della BCE (cfr. il par. 2.8). Nel complesso del periodo gli spread a dieci anni con la Germania sono rimasti sostanzialmente invariati in Italia, Portogallo e Spagna, mentre sono aumentati in misura marcata in Grecia (fig. 9).

I premi per il rischio sulle obbligazioni delle imprese sono aumentati

Dalla fine di settembre i premi per il rischio sulle obbligazioni investment grade delle imprese sono saliti per i titoli denominati in dollari (28 punti base; fig. 10), mentre sono rimasti invariati per quelli denominati in euro. Nel comparto dei titoli high yield in dollari, gli spread hanno registrato rialzi ben più consistenti (80 punti base), a causa principalmente delle obbligazioni delle imprese del settore energetico che hanno risentito del calo dei prezzi del petrolio. I premi per il rischio di credito delle banche, desumibili dagli spread sui credit default swap a cinque anni, sono aumentati nell'area dell'euro (di 11 punti base), mentre si sono ridotti negli Stati Uniti (di 5 punti base).

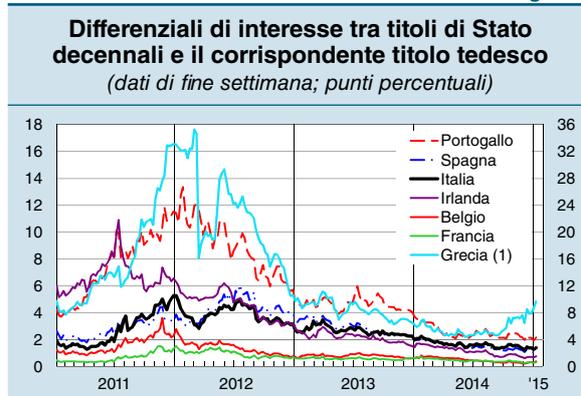
Sui mercati azionari è cresciuta la volatilità

Le quotazioni azionarie hanno registrato ampie oscillazioni nel quarto trimestre (fig. 11). Dalla fine di settembre gli indici di borsa sono cresciuti solo negli Stati Uniti e in Giappone, dove hanno beneficiato, rispettivamente, del buon andamento dell'economia e della nuova fase espansiva di politica monetaria avviata dalla Banca del Giappone. Nel complesso del periodo la volatilità è salita (fig. 12).

Le economie emergenti registrano deflussi di capitali e deprezzamento delle valute

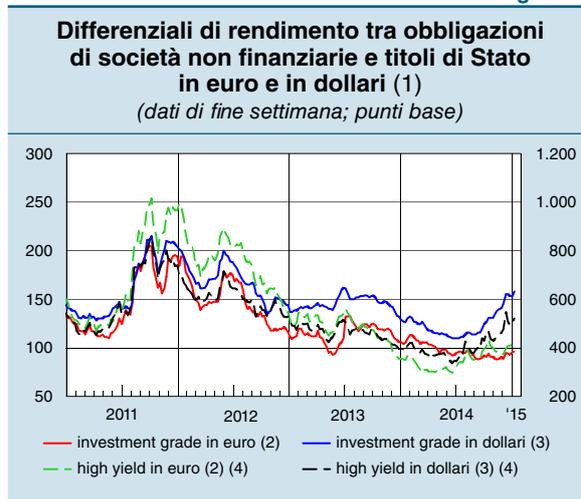
Nella parte finale del 2014 le condizioni finanziarie nei mercati emergenti sono rapidamente peggiorate: la volatilità è tornata a crescere, pur mantenendosi sotto i valori di inizio trimestre; sono aumentati i deflussi di capitali nel comparto azionario e, in misura minore, nell'obbligazionario. Gli indici azionari sono scesi soprattutto in Europa orientale e in America latina. Il brusco calo dei corsi petroliferi ha colpito le economie esportatrici di greggio; gli spread sovrani sono tornati sui livelli massimi dal 2011 e le valute si sono deprezzate. In Russia, dove pesano

Figura 9



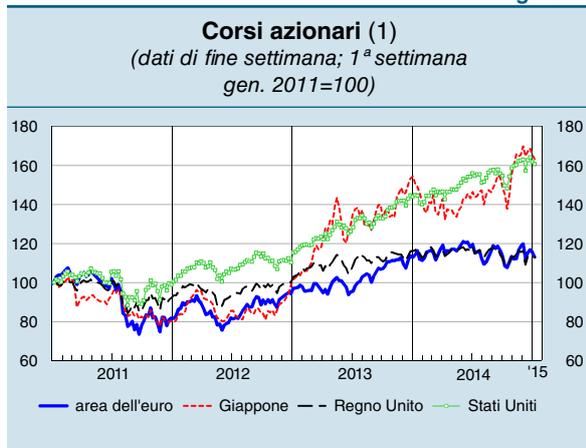
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream. (1) Scala di destra.

Figura 10



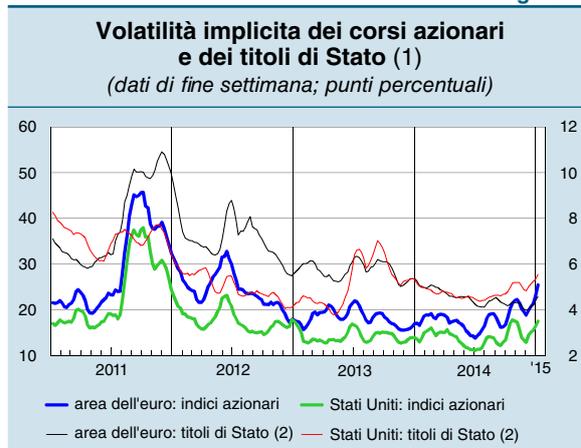
Fonte: Merrill Lynch. (1) Le obbligazioni investment grade sono quelle emesse da imprese con elevato merito di credito (rating non inferiore a BBB- o Baa3); le obbligazioni high yield sono quelle emesse da imprese con rating inferiore a BBB- o Baa3. - (2) Obbligazioni a tasso fisso e con vita residua 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



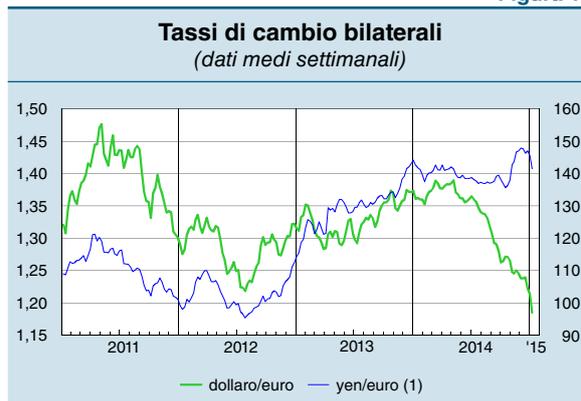
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.
(1) Medie mobili a 5 giorni. Indici azionari: indice VSTOXX per l'area dell'euro e indice VIX per gli Stati Uniti. Titoli di Stato: volatilità implicita nelle opzioni sui contratti futures sul Bund tedesco per l'area dell'euro e sul Treasury Note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

anche il forte rallentamento economico e le sanzioni imposte dall'Occidente, il cambio ha perso oltre il 18 per cento rispetto al dollaro nel solo mese di dicembre, nonostante gli interventi a sostegno della valuta attuati dalla Banca centrale.

In termini effettivi nominali l'euro si è deprezzato

In termini effettivi nominali l'euro si è indebolito (1,7 per cento nel trimestre): il tasso di cambio si è significativamente deprezzato nei confronti del dollaro statunitense (del 7,2 per cento), è rimasto sostanzialmente invariato rispetto allo yen, mentre si è decisamente rafforzato rispetto al rublo (del 35,5 per cento) (fig. 13).

Figura 13



Fonte: BCE.
(1) Scala di destra.

2 L'ECONOMIA ITALIANA

2.1 LA FASE CICLICA

In Italia la debolezza degli investimenti risente dei margini ancora ampi di capacità inutilizzata. Prosegue invece la lenta ripresa dei consumi delle famiglie, in atto dall'estate 2013. Gli scambi con l'estero continuano a sostenere la dinamica del prodotto, malgrado le oscillazioni della domanda mondiale.

La modesta diminuzione del PIL...

Nei mesi estivi dello scorso anno il PIL italiano è sceso dello 0,1 per cento rispetto al periodo precedente (fig. 14); il valore aggiunto è diminuito nell'industria, soprattutto nelle costruzioni, mentre è risultato pressoché stabile nei servizi e nell'agricoltura. L'attività economica è stata frenata dal calo degli investimenti (-1,0 per cento; tav. 2), sia in costruzioni sia in beni strumentali, solo in parte compensato dal rialzo dei consumi delle famiglie (0,1 per cento). La domanda estera netta ha continuato a sostenere la dinamica del PIL (per 0,1 punti percentuali).

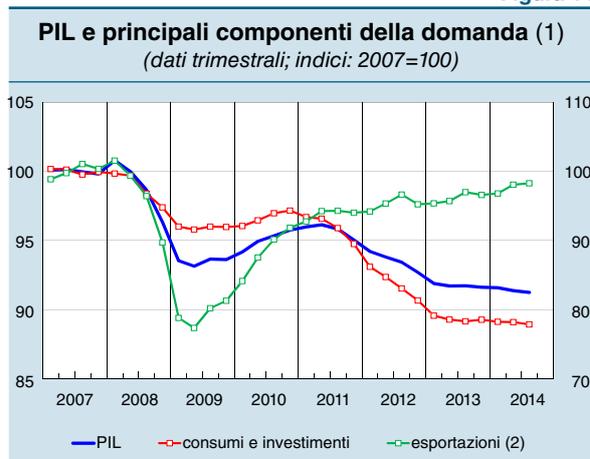
...si è estesa agli ultimi mesi del 2014

Sulla base delle indicazioni finora disponibili, il PIL sarebbe marginalmente sceso nel trimestre conclusivo del 2014; nello stesso periodo, secondo nostre stime, la produzione industriale sarebbe diminuita di quasi mezzo punto percentuale in termini congiunturali. Le inchieste qualitative nei mesi autunnali indicano valutazioni di famiglie e imprese e prospettive della domanda estera ancora incerte.

Un miglioramento nella prima parte dell'anno è possibile, ma ancora incerto

Secondo i principali osservatori un'inversione di tendenza dell'attività produttiva potrebbe verificarsi nella prima parte dell'anno; ne sarebbe tuttavia condizione necessaria un ritorno dell'accumulazione di capitale su valori positivi

Figura 14



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

Tavola 2

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

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

(cfr. il par. 2.10). Gli indicatori prospettici indicano ancora elevata incertezza; secondo nostre valutazioni la probabilità di un punto di svolta nei primi mesi dell'anno si collocherebbe attorno al 50 per cento.

In dicembre i prezzi sono tornati a scendere

La variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) è risultata in dicembre pari a -0,1 per cento, riflettendo il calo dei prezzi delle componenti più volatili. Anche al netto dei beni energetici e alimentari l'inflazione rimane molto contenuta, risentendo degli ampi margini di capacità produttiva inutilizzata: in dicembre si è attestata allo 0,7 per cento (cfr. il par. 2.6).

2.2 LE IMPRESE

Nello scorso trimestre si è lievemente attenuato il pessimismo delle imprese sulla situazione economica generale. Per quasi metà delle aziende la spesa per investimenti nel 2015 rimarrebbe invariata; le imprese che prefigurano un aumento degli investimenti prevalgono tuttavia su quelle che ne pianificano una riduzione. L'accumulazione continua a risentire di un basso utilizzo della capacità produttiva e di prospettive della domanda ancora incerte.

La produzione industriale è ancora scesa in autunno

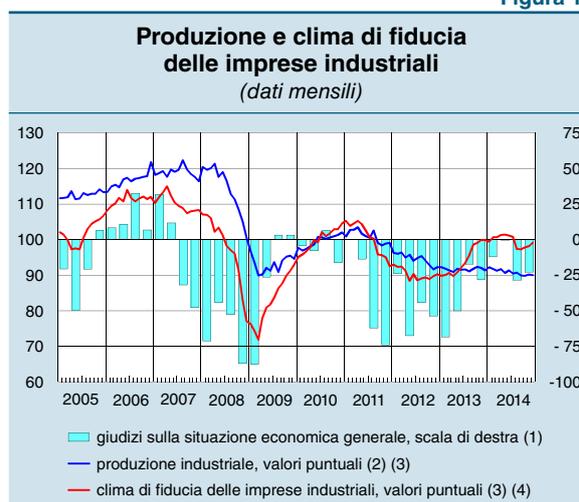
In novembre l'attività industriale è cresciuta dello 0,3 per cento sul mese precedente, sospinta dagli aumenti nei principali comparti produttivi ad eccezione di quello energetico. Sulla base delle nostre stime per dicembre, la produzione industriale sarebbe diminuita di poco meno di mezzo punto percentuale nell'ultimo trimestre dell'anno (-1,0 per cento nel terzo; fig. 15) e di quasi un punto percentuale nel complesso del 2014.

Il clima di fiducia delle imprese si è stabilizzato dopo il calo estivo

Gli indicatori qualitativi, peggiorati alla fine della scorsa estate dopo essere migliorati in primavera (1), si sono stabilizzati negli ultimi mesi; il clima di fiducia nel comparto manifatturiero ha segnato solo un marginale recupero.

Nella rilevazione trimestrale presso le imprese, condotta in dicembre in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, le aziende indicano ancora un peggioramento della situazione economica generale, ma in misura lievemente meno accentuata che in precedenza (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese italiane nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*).

Figura 15



Fonte: elaborazioni su dati Istat, Terna e Banca d'Italia.
 (1) Saldo in punti percentuali tra le risposte "migliori" e "peggiori" al quesito sulle condizioni economiche generali nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Dicembre 2014, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 2, 2015; dati riferiti alle sole imprese industriali. - (2) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi; il dato per dicembre 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.

(1) La temporanea discrepanza rispetto a segnali quantitativi stabilmente negativi avrebbe riflesso la revisione al ribasso dei livelli di attività ritenuti normali dalle imprese dovuta alla prolungata fase recessiva (cfr. A. Conti e C. Rondinelli, *Tra il dire e il fare: il divario tra giudizi degli imprenditori e andamenti della produzione nell'industria*, Banca d'Italia, «Questioni di economia e finanza», di prossima pubblicazione).

Gli investimenti risentono delle incerte prospettive della domanda

Il calo degli investimenti nel terzo trimestre (-1,0 per cento sul periodo precedente) ha interessato sia quelli in costruzioni (-0,9) sia quelli in beni strumentali (-1,1). Sulla base del recente sondaggio Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore*, nel 2015 la spesa per investimenti in termini nominali rimarrebbe sostanzialmente invariata nel complesso, con una prevalenza della quota di imprese che ne prefigura un'espansione rispetto a quella che ne pianifica una riduzione (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese italiane nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*).

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

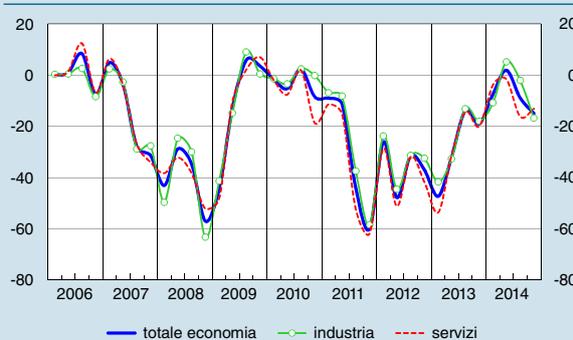
Nell'indagine trimestrale della Banca d'Italia, condotta tra il 1° e il 17 dicembre in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* su un campione di imprese dell'industria in senso stretto, dei servizi e delle costruzioni con almeno 50 addetti (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Dicembre 2014*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 2, 2015), la quota di imprese che rileva un peggioramento della situazione economica generale resta superiore a quella delle imprese che indica un miglioramento, ma con una modesta riduzione del saldo negativo rispetto all'inchiesta di settembre. Le imprese prevedono che la loro attività sarà influenzata negativamente dall'incertezza circa l'evoluzione del quadro macroeconomico e politico.

Le condizioni per investire, lievemente peggiorate per le imprese che operano nel comparto industriale, sono invece in modesto miglioramento per quelle del terziario (figura A). Per il complesso del 2015 la spesa per investimenti in termini nominali rimarrebbe sostanzialmente invariata per quasi la metà delle aziende; la quota di imprese che segnala un aumento degli investimenti prevale in misura non trascurabile sulla percentuale di quelle che pianifica una riduzione (tavola). Le valutazioni sono analoghe con riferimento agli andamenti nel primo semestre del 2015. Le aziende con migliori condizioni di accesso al credito, con minori problemi di liquidità e soprattutto con attese positive sull'evoluzione della domanda dei propri prodotti hanno una maggiore probabilità di accrescere la spesa per investimenti nel corso del 2015 (figura B).

I risultati relativi alle imprese delle costruzioni confermano le difficoltà cicliche del settore e la cautela nei piani di investimento. La percentuale di aziende che dichiara una diminuzione

Figura A

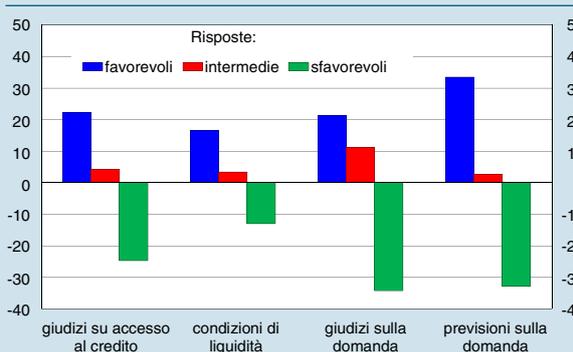
Giudizio sulle condizioni per investire rispetto al trimestre precedente (1)
(dati trimestrali; punti percentuali)



(1) Saldi tra giudizi di miglioramento e giudizi di peggioramento rispetto al trimestre precedente nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Dicembre 2014, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 2, 2015.

Figura B

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



(1) Saldi tra la percentuale di imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi che si attende una spesa nominale per investimenti superiore nel 2015 rispetto all'anno precedente e la quota di imprese che si aspetta una spesa inferiore, suddivisi secondo le modalità di risposta alle domande sull'accesso al credito, le condizioni attese di liquidità, i giudizi e le prospettive per la domanda di propri prodotti nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Dicembre 2014, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 2, 2015.

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

RISPOSTE	Industria in senso stretto	Servizi	Industria in senso stretto e servizi
Spesa per investimenti programmata per il 2015 rispetto a quella effettuata nel 2014			
Più alta	29,4	25,9	27,7
Praticamente uguale	47,6	48,8	48,2
Più bassa	23,0	25,3	24,1
Spesa per investimenti programmata per il primo semestre del 2015 rispetto al secondo del 2014			
Più alta	26,3	28,0	27,1
Praticamente uguale	50,4	47,4	48,9
Più bassa	23,3	24,6	23,9

(1) Percentuali ponderate per il numero di imprese nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Dicembre 2014, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 2, 2015. Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

della spesa in beni capitali nella media del 2015 e nel primo semestre dell'anno è più elevata di quella che ne segnala un incremento; prevale in ogni caso la quota di operatori che si attende che la spesa rimanga invariata.

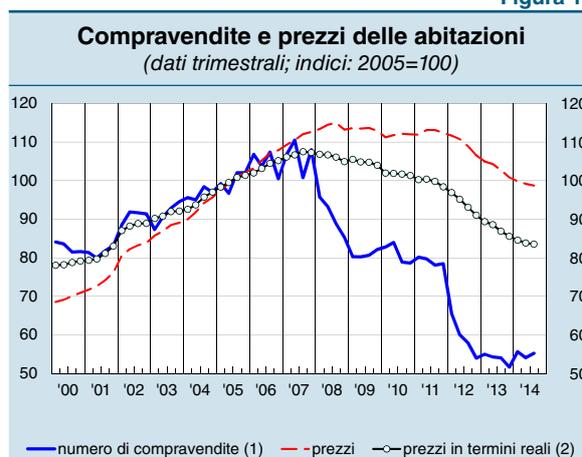
Sulla base delle inchieste presso le imprese manifatturiere coordinate dalla Commissione europea e condotte nel bimestre ottobre-novembre, la flessione degli investimenti osservata in Italia nel 2014 sarebbe principalmente riconducibile alla debolezza della domanda, mentre il freno derivante dai vincoli finanziari si sarebbe attenuato sensibilmente rispetto agli anni precedenti. Secondo le attese delle imprese, nel 2015 questi fattori tornerebbero ad avere un'influenza favorevole sulla dinamica dell'accumulazione. Gli acquisti di beni strumentali sarebbero tuttavia volti prevalentemente al rimpiazzo di macchinari e attrezzature già installati, mentre l'incidenza della spesa destinata all'ampliamento della capacità produttiva si confermerebbe modesta, sia rispetto ai livelli osservati prima dell'avvio della crisi finanziaria globale, sia nel confronto con la media dei paesi dell'area dell'euro.

Il numero di compravendite di immobili è aumentato ma il settore delle costruzioni rimane debole

Nel terzo trimestre il numero di compravendite di abitazioni ha segnato un deciso rialzo, pur collocandosi ancora poco al di sopra dei livelli minimi toccati nel 2013 (fig. 16). Le transazioni sono aumentate in misura marcata anche nel comparto non residenziale. Nello stesso periodo è proseguita, pur attenuandosi, la flessione dei prezzi delle case in atto dalla fine del 2011. In ottobre la produzione nel settore delle costruzioni, valutata nelle medie mobili di tre termini, è aumentata dello 0,9 per cento. Nella rilevazione di dicembre Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore* i giudizi sulle prospettive a breve termine delle imprese del comparto restano improntati al pessimismo.

Nel terzo trimestre il numero di compravendite di abitazioni ha segnato un deciso rialzo, pur collocandosi ancora poco al di sopra dei livelli minimi toccati nel 2013 (fig. 16). Le transazioni sono aumentate in misura marcata anche nel comparto non residenziale. Nello stesso periodo è proseguita, pur attenuandosi, la flessione dei prezzi delle case in atto dalla fine del 2011. In ottobre la produzione nel settore delle costruzioni, valutata nelle medie mobili di tre termini, è aumentata dello 0,9 per cento. Nella rilevazione di dicembre Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore* i giudizi sulle prospettive a breve termine delle imprese del comparto restano improntati al pessimismo.

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.

La competitività continua a migliorare

Nella media del bimestre settembre-ottobre la competitività delle imprese italiane, misurata sulla base dei prezzi alla produzione di beni manufatti, è ulteriormente migliorata (fig. 17), beneficiando del deprezzamento del cambio; la tendenza positiva è stata comune ai principali partner nell'area dell'euro. Le condizioni di competitività nel nostro paese restano tuttavia più sfavorevoli di quasi tre punti percentuali rispetto all'estate del 2012, periodo di minimo del cambio dell'euro.

La redditività delle imprese è lievemente diminuita

Secondo stime basate sui conti nazionali, nel terzo trimestre del 2014 la redditività delle imprese – calcolata come rapporto tra margine operativo lordo e valore aggiunto nei dodici mesi terminanti in settembre – è lievemente diminuita, al 31,9 per cento. Il peso degli oneri finanziari è rimasto pressoché stabile, mentre gli investimenti fissi lordi (in rapporto al valore aggiunto) si sono ulteriormente ridotti, determinando una contrazione del fabbisogno finanziario.

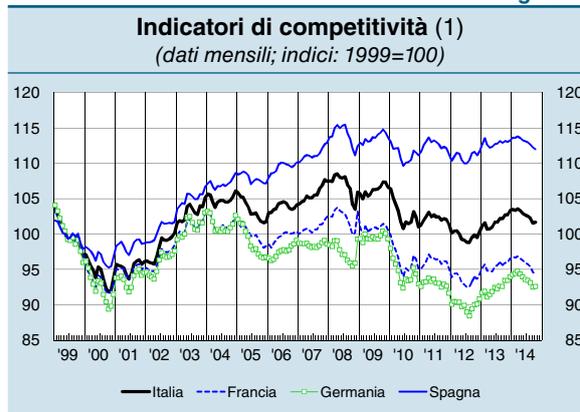
La contrazione dei prestiti bancari alle imprese prosegue a un ritmo più moderato...

...mentre dal terzo trimestre la raccolta obbligazionaria netta è tornata positiva

Nei dodici mesi terminanti in novembre è proseguita la contrazione dei prestiti bancari alle imprese (incluse le famiglie produttrici), ma in misura minore rispetto ai mesi precedenti (-2,4 per cento; fig. 18); in estate il debito complessivo delle imprese in percentuale del PIL è lievemente sceso rispetto al periodo precedente, attestandosi al 77,3 per cento (fig. 19).

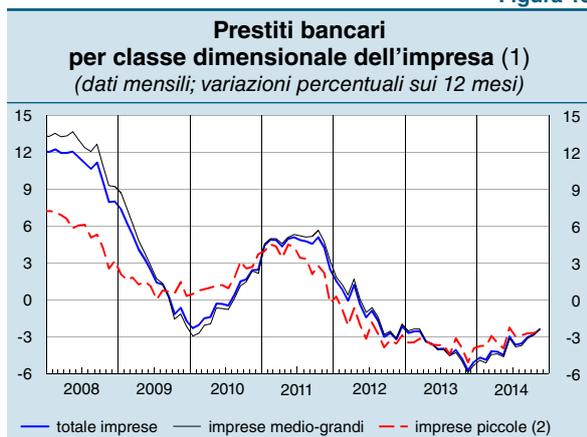
Nel terzo trimestre del 2014 le emissioni nette di obbligazioni delle imprese italiane sono state positive (per 2,8 miliardi di euro, contro rimborsi netti per 1,5 miliardi nel trimestre precedente; cfr. tav. 7). Nello stesso periodo sono diminuite le emissioni lorde di azioni da parte di società non finanziarie residenti in Italia. Secondo dati parzialmente stimati, tra ottobre e dicembre la raccolta obbligazionaria netta sarebbe stata lievemente positiva.

Figura 17



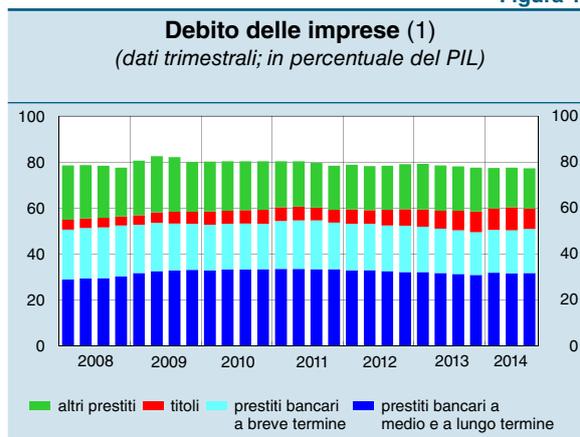
Fonte: elaborazioni su dati FMI, OCSE ed Eurostat.
(1) Nei confronti di 61 paesi concorrenti; calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti. Un aumento dell'indice segnala una perdita di competitività; l'ultimo dato disponibile si riferisce al mese di ottobre 2014.

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.

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.

2.3 LE FAMIGLIE

I consumi privati continuano ad aumentare in misura contenuta, riflettendo gli acquisti di beni durevoli. Sulla spesa delle famiglie, che potrebbe beneficiare dell'aumento del reddito disponibile registrato nei mesi estivi, pesa tuttavia il peggioramento del clima di fiducia connesso con l'incertezza sulla situazione economica.

Prosegue il rialzo dei consumi, sospinto dall'acquisto di beni durevoli...

I consumi delle famiglie sono aumentati dello 0,1 per cento nel terzo trimestre, confermando una tendenza in atto dall'estate del 2013. Il lieve rialzo è stato sostenuto dalla spesa per beni durevoli e semidurevoli (1,9 e 1,1 per cento, rispettivamente), a fronte del ristagno delle altre componenti. La graduale ripresa delle immatricolazioni di autoveicoli è proseguita nel quarto trimestre: corrette per la stagionalità sono aumentate del 2,1 per cento rispetto al periodo precedente. Al recupero del reddito disponibile registrato in estate (1,9 per cento in termini reali; fig. 20), che ha beneficiato delle misure a favore delle famiglie con reddito medio-basso inserite nella legge di stabilità, si è accompagnato un rialzo della propensione al risparmio (10,8 per cento, quasi un punto percentuale in più rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente); sulla spesa per consumi pesano ancora le difficili condizioni del mercato del lavoro (cfr. il par. 2.5) e l'incertezza sulla situazione economica delle famiglie.

...ma diminuisce la fiducia delle famiglie

Nella seconda metà dell'anno l'indice del clima di fiducia dei consumatori ha registrato un ribasso; pur restando ben al di sopra dei minimi toccati nel 2012, è tornato in dicembre appena sopra i livelli del gennaio 2014. Sulle valutazioni delle famiglie ha gravato il deterioramento dei giudizi sia sulla situazione personale sia sulla situazione economica del paese, che avevano invece sospinto il recupero di fiducia nel primo semestre.

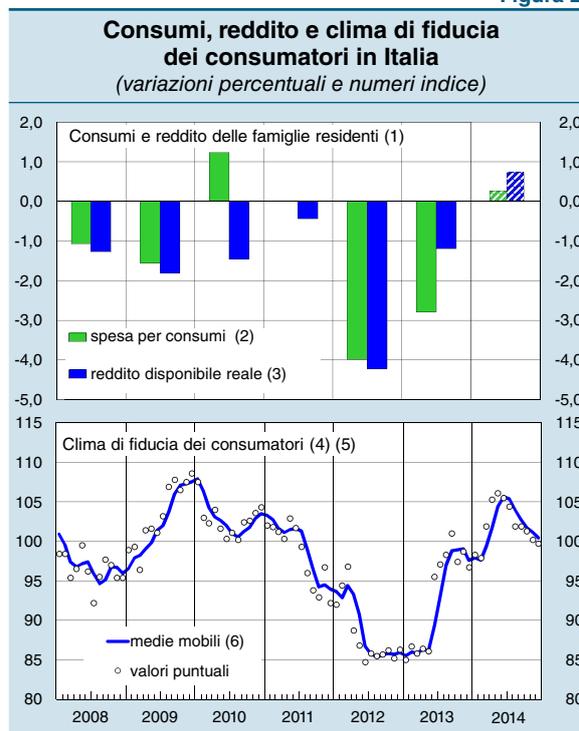
Il debito delle famiglie e il suo costo rimangono sostanzialmente stabili

Nel terzo trimestre il debito delle famiglie italiane in rapporto al reddito disponibile si è lievemente ridotto (al 62,0 per cento; fig. 21),

Nella seconda metà dell'anno l'indice del clima di fiducia dei consumatori ha registrato un ribasso; pur restando ben al di sopra dei minimi toccati nel 2012, è tornato in dicembre appena sopra i livelli del gennaio 2014. Sulle valutazioni delle famiglie ha gravato il deterioramento dei giudizi sia sulla situazione personale sia sulla situazione economica del paese, che avevano invece sospinto il recupero di fiducia nel primo semestre.

Nel terzo trimestre il debito delle famiglie italiane in rapporto al reddito disponibile si è lievemente ridotto (al 62,0 per cento; fig. 21),

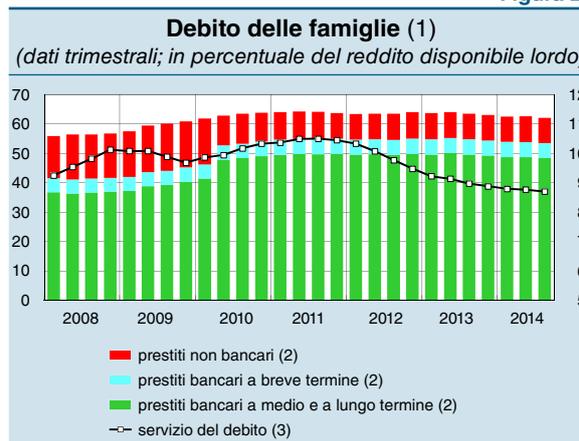
Figura 20



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Variazioni percentuali sull'anno precedente. Fino al 2013 dati annuali; per il 2014 variazioni percentuali dei primi 9 mesi sullo stesso periodo del 2013. Include anche le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (2) Quantità a prezzi concatenati. – (3) Deflazionato con il deflatore della spesa per consumi delle famiglie (valori concatenati con anno di riferimento 2010). – (4) Dati mensili destagionalizzati. Indici: 2005=100. – (5) A giugno 2013 sono state introdotte innovazioni metodologiche che rendono i dati diffusi a partire da quella data non direttamente confrontabili con quelli precedenti. – (6) Dati mensili; medie mobili nei 3 mesi terminanti in quello di riferimento.

Figura 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.

ben al di sotto di quello medio dell'area dell'euro (97 per cento circa). È proseguito il calo dei tassi sui nuovi prestiti alle famiglie (per l'acquisto di abitazioni e per il credito al consumo); gli oneri sostenuti per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale), in rapporto al reddito disponibile, si sono lievemente ridotti all'8,7 per cento.

2.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nel terzo trimestre le esportazioni hanno decelerato per il ristagno della domanda proveniente dagli altri paesi dell'area dell'euro. Le inchieste più recenti sulle prospettive delle vendite all'estero delineano un quadro in espansione, ma incerto. È proseguito il miglioramento del saldo di conto corrente e sono aumentati gli acquisti di titoli italiani azionari e di debito dall'estero.

Le esportazioni hanno decelerato...

Nel terzo trimestre le esportazioni in volume di beni e servizi hanno rallentato, crescendo dello 0,2 per cento rispetto al periodo precedente (1,3 nel secondo trimestre); le vendite di beni sono aumentate (0,5 per cento), quelle di servizi si sono contratte (-0,8).

Alla sostanziale stagnazione delle esportazioni di beni sui mercati della UE si è contrapposto un aumento delle vendite sugli altri mercati. I settori trainanti sono stati quelli dei mezzi di trasporto, dell'elettronica e della farmaceutica, il più dinamico negli ultimi anni; il comparto della meccanica ha fornito un contributo modesto. I dati disponibili per il trimestre autunnale segnalano però un incremento delle esportazioni nei paesi UE e una diminuzione di quelle verso l'esterno dell'Unione.

...mentre le importazioni si sono ridotte

Le importazioni sono tornate a ridursi nel terzo trimestre (-0,3 per cento in volume). La componente dei beni ha registrato un aumento dello 0,6 per cento, determinato dal recupero degli acquisti di prodotti chimico-farmaceutici, meccanici e dei mezzi di trasporto, a fronte di un forte calo delle importazioni in volume di

materie prime energetiche. Quest'ultimo si è riflesso nella riduzione degli acquisti dalla Russia e dai paesi OPEC; le importazioni dai paesi UE e da quelli asiatici sono invece aumentate.

Le prospettive sulle vendite estere restano incerte

Dalle indagini congiunturali più recenti emerge un quadro di forte incertezza sulle prospettive della domanda dei nostri prodotti all'estero, che risente degli sviluppi del commercio mondiale: l'indice di valutazione delle imprese manifatturiere sugli ordini esteri (PMI) si è nuovamente ridotto, pur restando al di sopra della soglia che indica un'espansione delle vendite; le attese sui volumi esportati sono peggiorate, così come i giudizi qualitativi sugli ordini esteri (fig. 22).

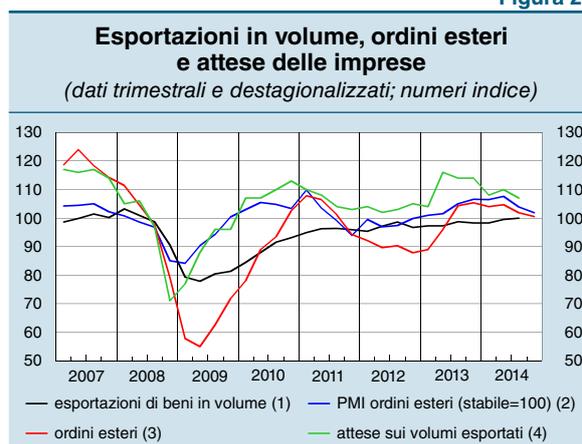
Le attese sui volumi esportati sono peggiorate, così come i giudizi qualitativi sugli ordini esteri (fig. 22).

L'avanzo corrente continua a migliorare

Il saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti, tornato positivo nel 2013,

ha continuato a crescere arrivando a 24,7 miliardi di euro nei primi undici mesi del 2014, quasi il doppio rispetto al corrispondente periodo dell'an-

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 viene sommato il valore 100. – (4) Inchiesta congiunturale trimestrale dell'Istat presso le imprese, relativa alle attese per i 3 mesi successivi; saldo percentuale delle risposte "favorevole" e "sfavorevole", al quale viene sommato il valore 100.

no precedente (tav. 3). Il miglioramento è stato determinato dal saldo delle merci e in particolare dalla riduzione del deficit nella componente dei prodotti energetici (quasi 10 miliardi), soprattutto in conseguenza delle minori quantità importate (oltre che per il recente andamento dei corsi petroliferi; cfr. il riquadro: *Il calo dei corsi del greggio*).

Nel 2014 si sono registrati rilevanti afflussi netti di capitali esteri

Dopo un'interruzione in agosto e in settembre, gli acquisti esteri di titoli pubblici italiani sono ripresi in ottobre e in novembre, in particolare nella componente a medio e a lungo termine. Nel comparto degli investimenti di portafoglio, tra gennaio e novembre del 2014, gli afflussi netti di capitali esteri sono stati pari a 112,9 miliardi, grazie soprattutto ad acquisti netti di titoli pubblici (72,3 miliardi, poco meno del doppio rispetto al corrispondente periodo del 2013), concentrati nella componente a medio e a lungo termine; negli stessi mesi i non residenti hanno investito anche in titoli di debito emessi da soggetti privati e in titoli azionari (nel complesso 40,6 miliardi).

Il saldo TARGET2 si è stabilizzato

Alla fine di dicembre la posizione debitoria della Banca d'Italia su TARGET2 è salita a 209 miliardi; la media mensile, meno soggetta a oscillazioni giornaliere, è stata pari a 187 miliardi, un valore simile a quello dei due mesi precedenti (fig. 23). L'ampliamento del saldo passivo nella seconda metà del 2014, concentrato nei mesi estivi, ha risentito soprattutto della politica messa in atto dal Tesoro, che ha attinto alle proprie eccezionalmente ampie disponibilità di cassa e ridotto l'emissione di nuovi titoli di debito, in media sottoscritti per poco meno di un terzo da investitori esteri (cfr. *Bollettino economico*, n. 4, 2014). Il temporaneo aumento registrato alla fine di dicembre è attribuibile in larga misura a operazioni interbancarie ed è stato riassorbito nei primi giorni del nuovo anno: il 15 gennaio il disavanzo di TARGET2 ammontava a 190 miliardi, un livello inferiore di 7 miliardi a quello registrato alla fine del settembre scorso.

Alla fine del terzo trimestre del 2014 la posizione patrimoniale netta sull'estero dell'Italia era negativa per 483,3 miliardi, pari al 29,8 per cento del PIL. Il miglioramento rispetto a giugno (per 10,3 miliardi) è principalmente dovuto al surplus del conto corrente registrato nel terzo trimestre; vi hanno inoltre concorso aggiustamenti di valutazione derivati da un aumento del valore di mercato delle attività, in parte legato al recente apprezzamento del dollaro, superiore a quello delle passività, connesso con la riduzione dello spread.

Tavola 3

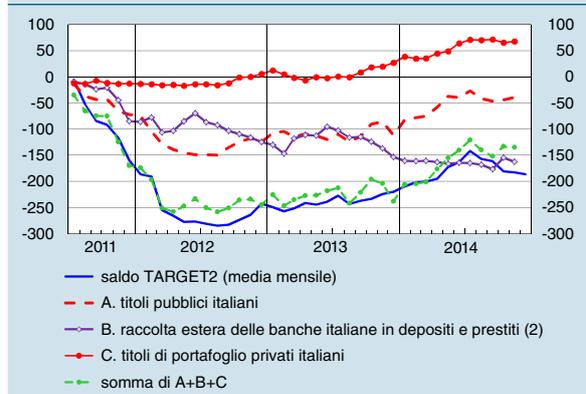
Bilancia dei pagamenti dell'Italia (1)
(saldi in miliardi di euro)

VOCI	2012	2013	gen.-nov. 2013	gen.-nov. 2014
Conto corrente	-8,2	16,6	13,5	24,7
Merci	15,6	36,8	32,9	44,6
prodotti non energetici (2)	75,2	88,0	80,0	82,0
prodotti energetici (2)	-59,6	-51,2	-47,1	-37,4
Servizi	-0,2	2,2	2,3	1,6
Redditi primari	-4,1	-3,5	-3,9	-4,5
Redditi secondari	-19,5	-19,0	-17,8	-17,0
Conto capitale	3,9	-0,1	-0,5	1,9
Conto finanziario	-14,8	12,0	9,6	41,8
Investimenti diretti	5,3	4,3	12,3	8,2
Investimenti di portafoglio	-25,9	-14,6	-39,7	-27,9
Derivati	5,8	3,0	2,2	-3,3
Altri investimenti	-1,5	17,7	33,4	65,4
Variazione riserve ufficiali	1,5	1,5	1,4	-0,7
Errori e omissioni	-10,5	-4,5	-3,5	15,2

(1) Secondo i nuovi standard internazionali del *Balance of Payments and International Investment Position Manual* dell'FMI. Per ottobre e novembre 2014 dati provvisori. - (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat.

Figura 23

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



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

2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Figura 24

Nel terzo trimestre del 2014 il numero di occupati è lievemente aumentato e, dopo nove mesi di sostanziale stagnazione, il monte ore lavorate è tornato a crescere. Tale dinamica non si è però tradotta in una riduzione del tasso di disoccupazione, a causa dell'incremento dell'offerta di lavoro. L'ulteriore aumento del tasso di disoccupazione nel bimestre ottobre-novembre ha invece risentito anche del lieve calo dell'occupazione. Le aspettative delle imprese circa l'evoluzione della domanda di lavoro nei primi mesi del 2015 restano incerte.

Nel terzo trimestre le ore lavorate hanno ripreso a crescere...

Secondo i conti nazionali nel terzo trimestre il monte ore lavorate nel complesso dell'economia, al netto dei

fattori stagionali, è tornato a crescere (fig. 24). Alla ripresa hanno contribuito sia l'industria in senso stretto sia i servizi privati (0,5 e 0,2 per cento, rispettivamente, sul periodo precedente; tav. 4). Nonostante l'incremento delle ore autorizzate, si è ridotto, rispetto ai mesi primaverili, l'effettivo ricorso delle imprese alla Cassa integrazione guadagni.

...l'occupazione alle dipendenze è lievemente aumentata...

Il lieve incremento del numero di occupati (0,2 per cento rispetto al trimestre precedente) è dovuto alla componente alle dipendenze (0,3 per cento), cresciuta prevalentemente nei servizi privati e nelle posizioni a tempo determinato (grazie soprattutto al minor numero di cessazioni a termine). È scesa ulteriormente la componente autonoma (-0,1 per cento), in particolare nell'industria, ma in misura minore rispetto ai primi sei mesi dell'anno.



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

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

Tavola 4

Occupazione e disoccupazione

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

VOCI	Consistenze 3° trim. 2014	Variazioni			
		4° trim. 2013	1° trim. 2014	2° trim. 2014	3° trim. 2014
Totale occupati	24.273	-0,2	-0,1	0,1	0,2
di cui: <i>industria in senso stretto</i>	4.297	0,6	-0,2	0,3	-0,5
<i>servizi privati (1)</i>	10.357	-0,1	..	-0,1	0,5
<i>dipendenti</i>	18.131	-0,2	..	0,3	0,3
<i>autonomi</i>	6.141	0,1	-0,5	-0,6	-0,1
Ore lavorate	10.673	..	0,1	-0,1	0,3
di cui: <i>industria in senso stretto</i>	1.920	0,6	1,2	-0,4	0,5
<i>servizi privati (1)</i>	4.825	0,2	0,2	..	0,2
<i>dipendenti</i>	7.265	-0,2	0,3	0,2	0,6
<i>autonomi</i>	3.408	0,6	-0,5	-0,6	-0,1
Persone in cerca di occupazione	3.283	0,9	2,2	-0,8	2,2
Forze di lavoro	25.669	..	0,3	-0,1	0,3

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

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

...ma è salito il tasso di disoccupazione

Nel terzo trimestre del 2014 il tasso di disoccupazione è aumentato al 12,8 per cento, dal 12,6 del periodo precedente, sospinto, come nei primi mesi dell'anno, quasi interamente dalla crescita del tasso di attività (fig. 25). All'incremento dell'offerta di lavoro (circa 80.000 persone) hanno contribuito sia le fasce più anziane della popolazione, verosimilmente in conseguenza dei nuovi requisiti anagrafici previdenziali, sia quelle più giovani. Nel complesso l'incremento del tasso di disoccupazione ha interessato prevalentemente persone già attive da tempo, mentre è diminuito il numero di disoccupati da meno di un anno. Nel successivo bimestre ottobre-novembre il tasso di disoccupazione è aumentato (in novembre al 13,4 per cento; al 43,9 nella fascia 15-24 anni), riflettendo in questo caso anche un lieve calo dell'occupazione. A tale flessione potrebbe aver contribuito il rinvio delle assunzioni in vista degli incentivi introdotti dalla legge di stabilità in vigore da gennaio.

La dinamica del costo del lavoro rimane moderata

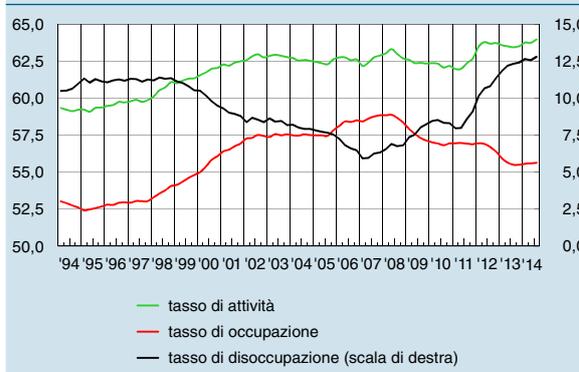
Sulla base dei conti nazionali, nel terzo trimestre il costo orario del lavoro nel settore privato non agricolo è cresciuto, su base annua, dell'1,5 per cento (1,7 nello stesso periodo del 2013), in linea con le retribuzioni contrattuali. Per effetto del protratto calo della produttività oraria il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) del settore privato non agricolo è aumentato del 2,3 per cento.

Le prospettive restano incerte

Le indagini qualitative condotte dall'Istat negli ultimi mesi del 2014 non segnalano un chiaro miglioramento delle aspettative delle imprese sulla dinamica dell'occupazione a tre mesi, coerentemente con la sostanziale stazionarietà, dalla fine del 2013, del tasso di posti vacanti.

Figura 25

Tassi di attività, di occupazione e di disoccupazione
(dati trimestrali destagionalizzati; valori percentuali)



Fonte: Istat, Rilevazione sulle forze di lavoro.

2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

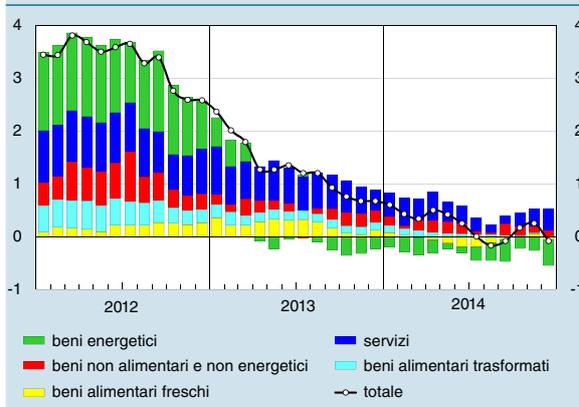
Nei mesi finali del 2014 l'inflazione al consumo è rimasta su valori estremamente bassi, tornando appena negativa in dicembre. La debolezza del quadro inflazionistico discende sia dalla dinamica negativa della componente energetica sia dalla persistente moderazione delle componenti di fondo. Le pressioni provenienti dai prezzi all'origine restano contenute. Resta elevato il rischio di un periodo prolungato di bassa inflazione, acuito dall'intensificarsi della flessione dei prezzi del petrolio. Nella media del 2015, secondo nostre stime aggiornate, l'inflazione sarebbe lievemente negativa.

La variazione dei prezzi è lievemente negativa

Negli ultimi mesi del 2014 l'inflazione si è mantenuta su valori pressoché nulli (fig. 26; tav. 5). In dicembre

Figura 26

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



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

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

PERIODO	IPCA (1)			IPC (2)		IPP (3)	
	Indice generale	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale a tassazione costante (4)	Indice generale a 1 mese (5)		Indice generale	
2011	2,9	2,0	2,6	2,8	–	1,3	5,1
2012	3,3	2,0	2,5	3,0	–	1,7	4,1
2013	1,3	1,3	1,1	1,2	–	1,1	-1,2
2014	0,2	0,7	-0,1	0,2	–	0,7	....
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	-2,1
set.	-0,1	0,5	-0,5	-0,2	0,0	0,4	-2,0
ott.	0,2	0,6	0,2	0,1	0,2	0,5	-1,5
nov.	0,3	0,6	0,3	0,2	0,0	0,5	-1,6
dic.	-0,1	0,7	-0,1	0,0	-0,1	0,7	....

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.

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

la variazione dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), rispetto al periodo corrispondente del 2013, è stata appena negativa (-0,1 per cento), per il calo dei prezzi dei prodotti energetici (-5,3 per cento) e, in misura minore, di quelli dei beni alimentari (-0,3 per cento). L'inflazione di fondo (calcolata escludendo le componenti più volatili dell'indice) è lievemente salita (0,7 per cento); per effetto della perdurante debolezza dell'attività economica e delle pressioni contenute sui costi, rimane tuttavia su livelli molto bassi nel confronto storico. La moderazione dei prezzi è diffusa a un numero elevato di componenti individuali dell'indice IPCA: la quota di quelle che in dicembre mostrava variazioni negative sui dodici mesi era pari al 38 per cento, un valore superiore alla media del biennio 2009-2010 (circa il 20 per cento). Nella media del 2014 l'IPCA è aumentato dello 0,2 per cento, contro l'1,3 del 2013.

Le pressioni all'origine restano deboli

Nei mesi autunnali i prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno hanno continuato a ridursi (-1,6 per cento in novembre su base tendenziale), riflettendo soprattutto la contrazione della componente energetica (-5,2 per cento); 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 assai modesti, allo 0,6 per cento.

Nelle attese degli operatori l'inflazione risalirebbe solo lentamente

In dicembre le aspettative di inflazione per la media del 2015 degli operatori professionali, censiti da Consensus Economics prima del deciso accentuarsi della flessione dei corsi petroliferi, sono state riviste al ribasso, allo 0,4 per cento. Secondo le rilevazioni dell'Istat di dicembre, anche nella percezione delle famiglie resta elevato il rischio di un'inflazione eccessivamente bassa per un periodo prolungato: circa il 55 per cento degli intervistati si aspetta prezzi in diminuzione o stabili nei prossimi dodici mesi, appena al di sotto del picco registrato a settembre del 2009. La quota di famiglie che prefigura una diminuzione si attesta tuttavia su livelli ancora modesti (intorno al 7,0 per cento). Sulla base della rilevazione Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore* di dicembre, la debolezza della domanda continua a incidere in misura rilevante sulla moderazione dei prezzi praticati dalle imprese; nei prossimi dodici mesi i listini riprenderebbero a crescere in misura più contenuta di quanto emerso nella precedente indagine.

2.7 LE BANCHE

È proseguita, con una lieve moderazione rispetto ai mesi precedenti, la contrazione dei prestiti alle imprese, risentendo, dal lato della domanda, della debolezza degli investimenti e, dal lato dell'offerta, della persistente rischiosità dei prenditori di fondi. Secondo le recenti indagini presso le banche e le aziende le condizioni di offerta di credito alle imprese sono lievemente migliorate, ma restano più difficili per quelle di minore dimensione. Continua il calo dei tassi sui prestiti alle imprese e alle famiglie.

Prosegue la flessione del credito alle imprese, che risente sia della bassa domanda...

Il credito al settore privato non finanziario è diminuito dell'1,2 per cento nei tre mesi terminanti in novembre (in ragione d'anno e al netto dei fattori stagionali; fig. 27). I prestiti alle società non finanziarie si sono ridotti dell'1,8 per cento – in lieve attenuazione rispetto ai mesi precedenti (-2,4 in agosto) – risentendo della debolezza dell'attività economica (cfr. il par. 2.2); la flessione dei prestiti alle famiglie è rimasta più contenuta (-0,4 per cento).

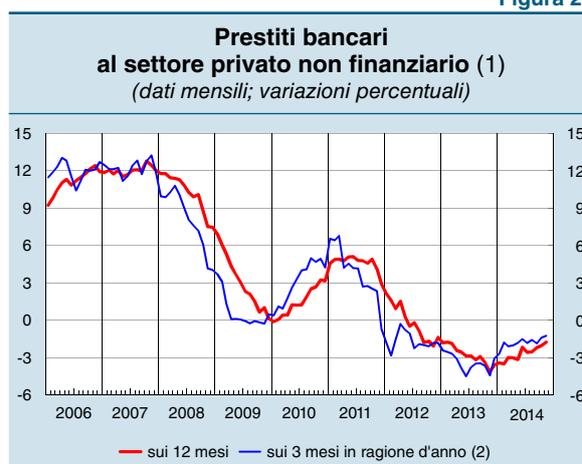
Nei dodici mesi terminanti in novembre il calo dei finanziamenti alle imprese è stato lievemente meno marcato per gli intermediari appartenenti ai primi cinque gruppi bancari rispetto alle altre banche (-2,2 e -2,7 per cento, rispettivamente). Con riferimento al settore di attività economica, la contrazione del credito si è attenuata per il comparto manifatturiero e per quello dei servizi (al -1,7 e -2,4 per cento, rispettivamente); rimane più accentuata per il settore delle costruzioni (-5,4).

Tra la fine di agosto e quella di novembre la raccolta al dettaglio delle banche italiane presso le famiglie residenti è lievemente aumentata, riflettendo principalmente l'accelerazione dei depositi in conto corrente (cresciuti su base annua del 7,7 per cento, dal 6,1 in agosto). Nello stesso periodo sono diminuiti i collocamenti netti di obbligazioni allo sportello e la raccolta interbancaria all'estero (tav. 6).

...sia delle condizioni di offerta, in miglioramento solo per le grandi aziende

Le banche intervistate nell'ambito dell'indagine sul credito bancario (*Bank Lending Survey*) riportavano, per il terzo trimestre del 2014, condizioni di offerta di credito invariate rispetto al periodo precedente nei confronti sia delle

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)	
	Agosto 2014	Novembre 2014	Agosto 2014	Novembre 2014
Attività				
Prestiti a residenti in Italia (4)	1.814	1.816	-2,2	-1,2
a imprese (5)	819	818	-3,8	-2,6
a famiglie (6)	596	596	-0,7	-0,5
Attività verso controparti centrali (7)	85	95	9,6	-1,9
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (8)	542	549	-6,6	-4,7
titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	410	422	-4,3	-1,2
Attività verso l'Eurosistema (9)	10	12	-49,7	-25,9
Attività sull'estero (10)	294	304	-2,1	2,2
Altre attività (11)	1.248	1.239	-5,5	-5,7
Totale attivo	3.993	4.016	-3,9	-3,0
Passività				
Depositi di residenti in Italia (4) (12) (13)	1.311	1.331	5,2	6,1
Depositi di non residenti (10)	304	309	-8,5	-5,3
Passività verso controparti centrali (7)	124	130	-13,7	-6,3
Obbligazioni (13)	483	466	-8,9	-12,1
Passività verso l'Eurosistema (9)	164	175	-32,2	-23,2
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	137	133	-13,3	-12,7
Capitale e riserve	416	418	8,7	8,4
Altre passività (14)	1.055	1.053	-5,6	-6,2
Totale passivo	3.993	4.016	-3,9	-3,0

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di novembre 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.

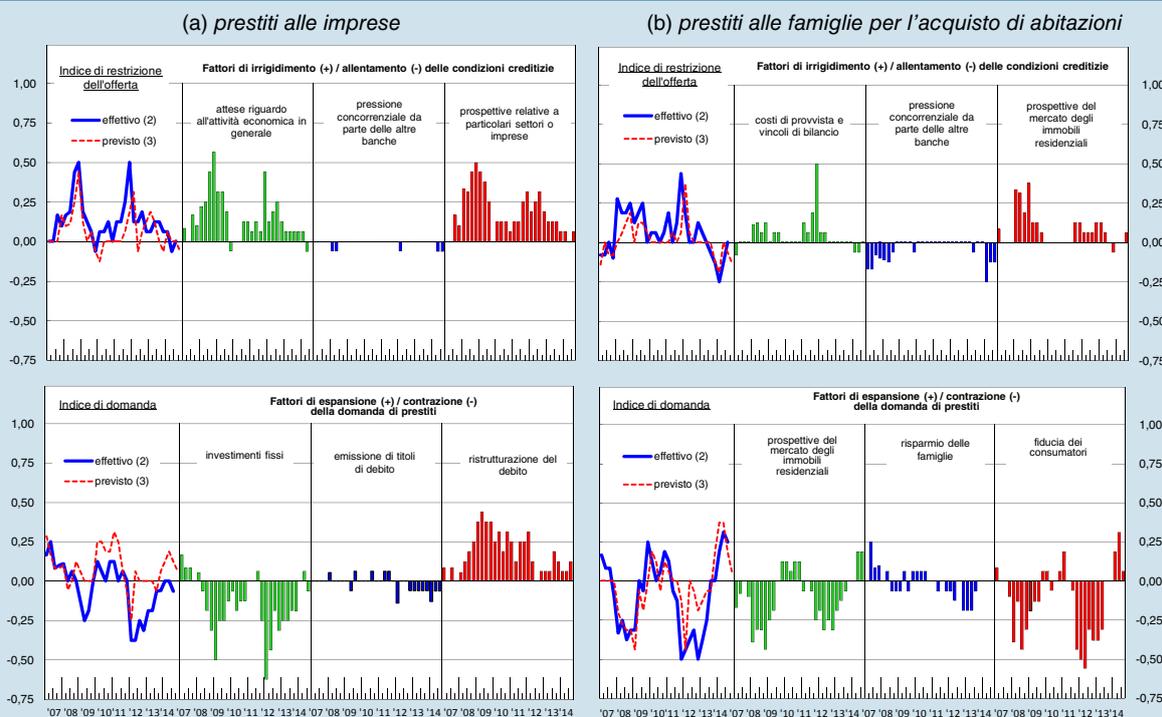
imprese sia delle famiglie (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*), a fronte di una domanda ancora debole per le prime e in aumento per le seconde. Secondo informazioni preliminari relative al mese di novembre, gli intermediari – anche a seguito dei fondi ottenuti con l'operazione mirata di rifinanziamento di settembre – avrebbero allentato lievemente i criteri di concessione di prestiti alle imprese. I sondaggi più recenti presso le aziende segnalano condizioni di accesso al credito ancora differenziate per classe dimensionale di impresa: più favorevoli per le grandi e in lieve peggioramento per quelle di minore dimensione.

L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO

Le banche intervistate in ottobre nell'ambito dell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*) hanno indicato che, nel terzo trimestre del 2014, le condizioni di offerta del credito sono rimaste nel complesso invariate rispetto al periodo precedente (figura A)(1). I criteri adottati nella concessione dei prestiti hanno beneficiato di una maggiore pressione concorrenziale, favorendo, in base alle indicazioni fornite da alcune banche, la clientela con merito di credito elevato; tuttavia è rimasto ancora rilevante il rischio percepito connesso con le prospettive di particolari settori o imprese e, nel caso delle famiglie, con la riduzione del valore delle garanzie reali indotta dal calo dei prezzi degli immobili.

(1) All'indagine, terminata il 9 ottobre, 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 quarto trimestre del 2014 e sulle attese per il successivo saranno rese pubbliche il prossimo 20 gennaio.

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.

Gli intermediari hanno continuato a segnalare una diminuzione dei margini sulla media dei prestiti, a fronte di un incremento di quelli applicati alle imprese più rischiose. La domanda di finanziamenti da parte delle imprese è tornata a contrarsi lievemente, risentendo della dinamica negativa degli investimenti in capitale fisso, mentre quella di mutui si è ulteriormente rafforzata, beneficiando di attese più favorevoli sull'evoluzione del mercato immobiliare.

Dall'indagine condotta in settembre dalle sedi regionali della Banca d'Italia (*Regional Bank Lending Survey*), che fornisce indicazioni di maggiore dettaglio sulle politiche creditizie degli intermediari, è emerso che nella prima metà del 2014 i criteri di offerta hanno registrato un lieve allentamento per le imprese manifatturiere, a fronte di un irrigidimento per quelle operanti nel comparto delle costruzioni. Inoltre le banche minori hanno praticato condizioni sensibilmente differenziate per area geografica: più distese al Nord, più restrittive al Centro-Sud (2).

In base alle informazioni più recenti, le banche intervistate hanno segnalato un nuovo allentamento delle condizioni di offerta, ascrivibile in larga parte al ricorso alle recenti operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine della BCE; secondo alcuni intermediari queste misure favorirebbero un aumento del credito erogato e una diminuzione del margine sui prestiti per le imprese con merito creditizio più elevato. Non emergerebbero invece segnali di una ripresa della domanda di prestiti da parte delle imprese.

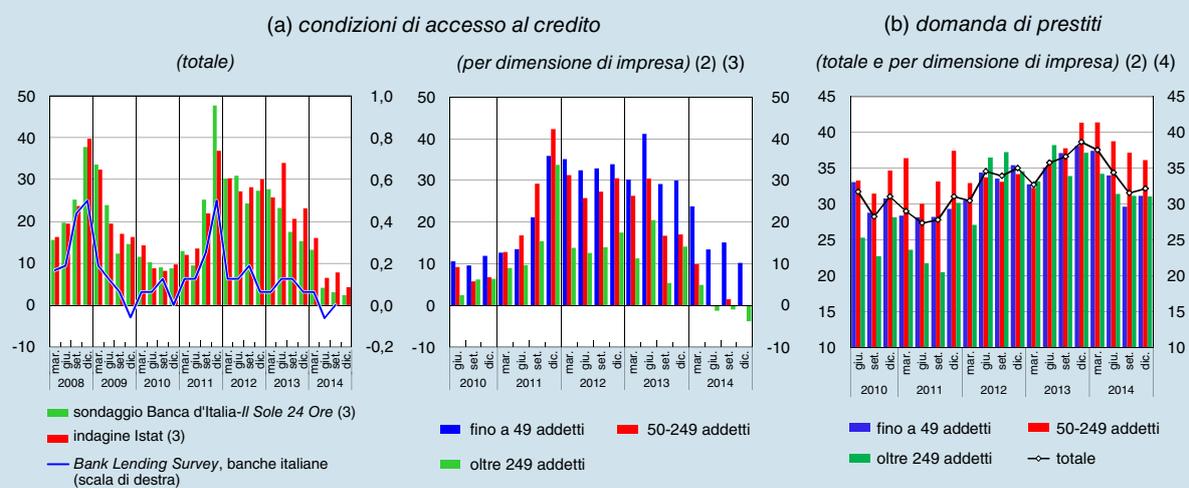
(2) Cfr. *La domanda e l'offerta di credito a livello territoriale*, Banca d'Italia, «Economie regionali», n. 44, 2014.

I sondaggi condotti presso le aziende continuano a segnalare condizioni di accesso al credito ancora differenziate per classe dimensionale di impresa: in dicembre sia la rilevazione trimestrale condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, sia l'indagine mensile dell'Istat sul clima di fiducia delle imprese manifatturiere hanno evidenziato un miglioramento rispetto a settembre per le aziende più grandi, a fronte di condizioni di accesso al credito ancora sfavorevoli per quelle di minore dimensione (figura B). Anche la quota di imprese che ha dichiarato di non avere ottenuto il finanziamento richiesto è risultata sensibilmente più elevata per le aziende minori (14,5 per cento, contro 6,5 per quelle più grandi).

Secondo l'indagine dell'Istat la domanda di prestiti da parte delle imprese manifatturiere, in calo dall'inizio del 2014, è rimasta debole nel quarto trimestre (figura B).

Figura B

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



(1) Il sondaggio Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore e l'indagine Istat sono condotti su un campione di imprese appartenenti rispettivamente ai settori dell'industria e dei servizi e a quello manifatturiero. Il dato per l'indagine Istat è tratto dalla rilevazione di fine trimestre; a giugno 2013 sono state introdotte alcune innovazioni metodologiche, riguardanti il campione e le tecniche di rilevazione, che rendono non direttamente confrontabile il dato con quello dei periodi precedenti. Per la Bank Lending Survey, cfr. figura A. – (2) Istat, *Indagine sulla fiducia delle imprese manifatturiere*. – (3) Percentuale netta di imprese che riportano difficoltà di accesso al credito. La percentuale netta è calcolata come differenza tra la percentuale di risposte indicanti un peggioramento delle condizioni di accesso al credito e la percentuale di quelle indicanti un miglioramento. – (4) Quota di imprese che hanno avuto contatti con le banche ottenendo un finanziamento oppure il rifiuto del prestito richiesto (media trimestrale).

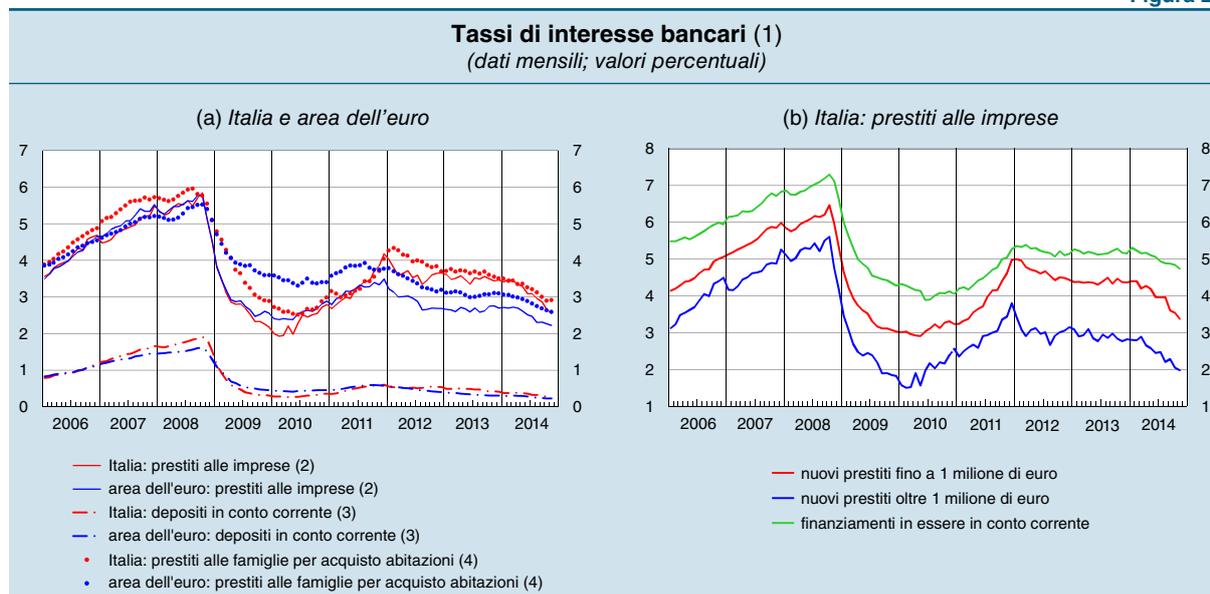
Il costo dei prestiti a famiglie e imprese continua a diminuire

Il taglio dei tassi ufficiali operato dalla BCE lo scorso settembre ha contribuito a un'ulteriore diminuzione del costo del credito. Tra agosto e novembre il tasso medio sui nuovi mutui alle famiglie e quello sui nuovi prestiti alle imprese sono scesi di due e quattro decimi di punto percentuale rispettivamente, collocandosi al 2,9 e 2,6 per cento; è proseguito il calo del differenziale rispetto ai corrispettivi tassi medi praticati nell'area dell'euro (per entrambi a 30 punti base, da 40 e 65).

La diminuzione del costo dei prestiti alle imprese italiane ha riguardato sia le piccole aziende sia quelle di maggiore dimensione: il costo dei nuovi finanziamenti di importo inferiore al milione di euro è sceso di 60 punti base (al 3,4 per cento; fig. 28), quello dei prestiti di importo superiore si è ridotto di 20 punti base (al 2,0 per cento).

Il rapporto tra nuove sofferenze e prestiti è rimasto invariato

Nel terzo trimestre il flusso di nuove sofferenze rettificato in rapporto ai prestiti, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, è rimasto stabile al 2,6 per cento. L'indicatore è salito di un decimo di punto, al 4,1 per cento, per i prestiti alle



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.

imprese. La qualità del credito nei confronti delle aziende operanti nel settore delle costruzioni è peggiorata; quella per le imprese manifatturiere e dei servizi ha registrato un miglioramento. Per le famiglie le nuove sofferenze in rapporto ai prestiti sono diminuite di tre decimi, all'1,2 per cento. Informazioni preliminari indicano che nel bimestre ottobre-novembre l'esposizione complessiva nei confronti dei debitori segnalati per la prima volta in sofferenza si è ridotta del 9 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2013; su base congiunturale il calo è stato più contenuto.

Migliora lievemente la redditività dei maggiori gruppi bancari

Secondo le relazioni trimestrali consolidate, nei primi nove mesi del 2014 la redditività dei cinque maggiori gruppi bancari, pur restando bassa, è aumentata rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente: il rendimento del capitale e delle riserve, espresso su base annua, si è attestato al 2,1 per cento (dall'1,5). Il miglioramento è riconducibile principalmente al calo delle rettifiche di valore su crediti (-6,8 per cento) e alla crescita dei ricavi da commissioni (5,3 per cento). Nonostante la crescita del margine di interesse (2,1 per cento), quello di intermediazione si è leggermente ridotto (-0,8 per cento) per effetto della marcata contrazione dei ricavi da negoziazione. La flessione del risultato di gestione (-0,6 per cento) è stata attenuata dall'azione di contenimento dei costi operativi (-1,0 per cento).

Alla fine di settembre i coefficienti patrimoniali dei primi cinque gruppi sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto a giugno: il common equity tier 1 ratio, il tier 1 ratio e il total capital ratio erano pari, rispettivamente, al 12,0, 12,5 e 16,1 per cento.

2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

I rendimenti dei titoli di Stato non hanno finora risentito degli sviluppi politici in Grecia, pur con un aumento della volatilità; hanno inoltre beneficiato delle attese di interventi espansivi da parte della BCE. È invece diminuito l'indice di borsa.

Il rendimento dei titoli di Stato a lungo termine è diminuito sensibilmente

Il declassamento del rating del debito italiano da parte di Standard & Poor's (da BBB a BBB-), avvenuto il 5 dicembre e motivato soprattutto dalle incerte prospettive di crescita del Paese, nonché dai rischi al ribasso per l'inflazione, non ha avuto ripercussioni sui rendimenti dei nostri titoli di Stato, che hanno beneficiato anche delle attese di ulteriori interventi della BCE a sostegno della stabilità dei prezzi. Negli ultimi giorni l'incertezza politica in Grecia e la possibile instabilità conseguente al brusco calo delle quotazioni del petrolio si sono tradotte in un aumento della volatilità, ma hanno influenzato solo marginalmente i nostri mercati finanziari. Nel complesso dalla fine di settembre lo spread tra i titoli di Stato italiani a dieci anni e il corrispondente Bund tedesco è rimasto invariato a 139 punti (fig. 29); nello stesso periodo il rendimento del titolo italiano si è ridotto di 45 punti base, all'1,88 per cento.

I premi per il rischio sul debito delle imprese sono rimasti stabili

Dalla fine di settembre i differenziali di rendimento fra le obbligazioni delle società non finanziarie e i titoli di Stato dell'area dell'euro con merito di credito più elevato sono rimasti in media stabili, a 95 punti. Nello stesso periodo i premi sui credit default swap (CDS) delle maggiori banche italiane sono aumentati di 33 punti base, a 165 punti; anche i premi sui CDS delle principali banche francesi sono saliti, seppur in misura più contenuta (a 80 punti base), mentre quelli degli intermediari tedeschi sono rimasti stabili.

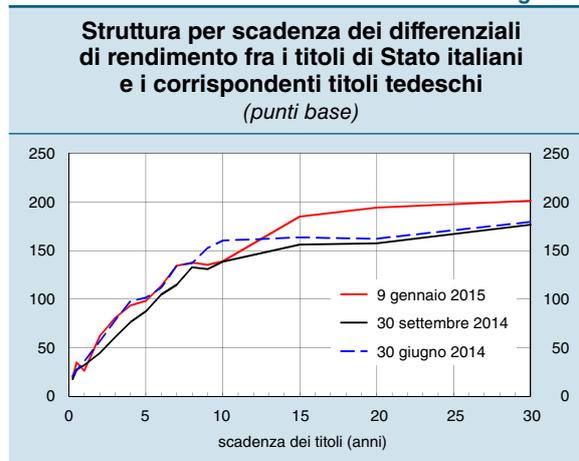
Sono proseguiti i rimborsi netti di obbligazioni bancarie

Nel terzo trimestre sono proseguiti i rimborsi netti di obbligazioni bancarie, sia in Italia sia nell'area dell'euro (per 38 e 80 miliardi, rispettivamente; tav. 7). Sulla base di dati preliminari di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, anche nel quarto trimestre l'attività di collocamento da parte delle banche italiane sarebbe rimasta debole (4 miliardi, come nel trimestre precedente).

L'indice generale di borsa è diminuito in misura marcata

Dallo scorso ottobre l'indice della borsa italiana è diminuito del 10 per cento

Figura 29



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Tavola 7

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

PERIODO	Banche	Altre società finanziarie	Società non finanziarie	Totale
Italia (2)				
2012	83,2	-5,6	13,2	90,6
2013	-80,3	-16,8	22,7	-74,4
2013 – 1° trim.	-29,8	-3,2	3,8	-29,2
2° trim.	-14,8	-2,5	3,5	-13,8
3° trim.	-21,5	-3,5	8,6	-16,3
4° trim.	-14,2	-7,6	6,9	-15,0
2014 – 1° trim.	-48,5	-8,4	3,3	-53,6
2° trim.	-28,3	2,2	-1,5	-27,7
3° trim.	-37,6	-6,9	2,8	-41,7
Area dell'euro				
2012	5,0	-1,5	122,8	126,2
2013	-353,1	-50,7	85,6	-318,3
2013 – 1° trim.	-117,9	-19,3	17,6	-119,5
2° trim.	-99,5	16,3	11,1	-72,1
3° trim.	-92,2	-13,0	32,1	-73,1
4° trim.	-43,5	-34,6	24,6	-53,5
2014 – 1° trim.	-116,6	-35,6	17,8	-134,4
2° trim.	-69,5	46,6	21,2	-1,6
3° trim.	-80,4	-6,6	14,1	-72,9

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

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

(-3 nel complesso dell'area dell'euro; fig. 30). Il calo delle quotazioni è stato determinato da un aumento del premio per il rischio richiesto dagli investitori, i cui effetti sono stati superiori al contributo positivo scaturito dalla riduzione dei tassi di interesse a lungo termine sui titoli con maggiore merito di credito. La variabilità attesa dei corsi azionari, desunta dai prezzi delle opzioni sugli indici di borsa, ha registrato ampie oscillazioni; nel complesso del periodo è aumentata, tornando ai livelli registrati nel febbraio 2013.

La raccolta netta dei fondi comuni è tornata a crescere

Secondo dati di fonte Asogestioni, nel terzo trimestre del 2014 gli afflussi netti di risparmio verso i

fondi comuni aperti di diritto italiano ed estero sono tornati ad aumentare (a 26 miliardi, da 18 nel trimestre precedente). La raccolta netta è stata particolarmente consistente nei comparti flessibile e obbligazionario.

2.9 LA FINANZA PUBBLICA

Sulla base dei dati disponibili si può valutare che l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche sia rimasto per il terzo anno consecutivo su livelli prossimi al 3 per cento del prodotto, nonostante il protrarsi della recessione. Nelle previsioni ufficiali, che tengono conto della legge di stabilità per il 2015 approvata in dicembre dal Parlamento, nell'anno in corso l'indebitamento netto scenderebbe dal 3,0 al 2,6 per cento del prodotto. La posizione di bilancio dell'Italia, insieme a quelle della Francia e del Belgio, sarà valutata a marzo dalla Commissione europea tenendo conto anche dei progressi nella realizzazione del programma di riforme strutturali.

Al netto di alcune operazioni finanziarie, nel 2014 il fabbisogno del settore statale è leggermente aumentato

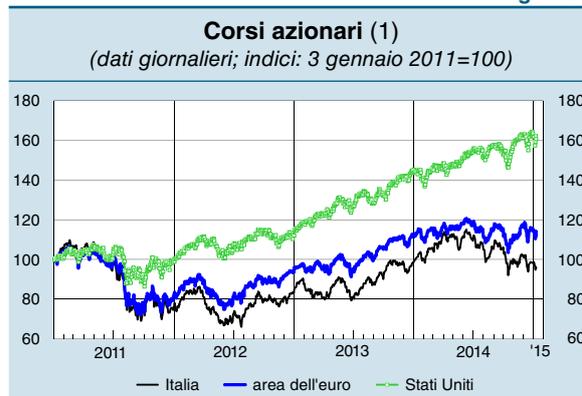
Nonostante l'atteso ridimensionamento dell'avanzo di dicembre, nel 2014 il fabbisogno del settore statale è diminuito di 3,6 miliardi rispetto al 2013, a 76,8 (fig. 31); escludendo

gli effetti di alcune operazioni finanziarie che non incidono sull'indebitamento netto, il fabbisogno è lievemente aumentato.

L'andamento dei conti pubblici è coerente con un indebitamento netto prossimo al 3 per cento del PIL

Nei primi undici mesi del 2014 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche, al netto delle dismissioni mobiliari, è stato pari a 73,1 miliardi, 19,6 in meno rispetto al corrispon-

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.

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 paesi della UEM, erogati sia bilateralmente sia attraverso lo European Financial Stability Facility (EFSF), e con il contributo al capitale dello European Stability Mechanism (ESM).

dente periodo dello scorso anno. Il miglioramento, destinato a ridursi con il mese di dicembre, è in larga misura attribuibile alle sopra indicate operazioni finanziarie e al calo della quota di competenza dell'Italia dei prestiti erogati dall'EFSF (6,7 miliardi nel 2013; 1,8 nel 2014). Nel complesso i dati disponibili sono coerenti con un indebitamento netto prossimo al 3 per cento del prodotto (tav. 8).

Il rapporto tra debito e PIL è in aumento in presenza di una crescita nulla del prodotto nominale

Alla fine di novembre il debito delle Amministrazioni pubbliche ammontava a 2.160 miliardi; in dicembre il debito dovrebbe essere fortemente diminuito, per effetto dell'avanzo delle Amministrazioni pubbliche e per il calo delle disponibilità liquide del Tesoro. Complessivamente si può valutare che nell'anno il rapporto tra il debito e il prodotto sia salito di circa quattro punti percentuali, collocandosi in prossimità del 132 per cento. A fronte di una sostanziale invarianza del prodotto nominale (al denominatore del rapporto), la variazione dell'incidenza ha riflesso essenzialmente l'incremento delle passività. Vi hanno influito le occorrenze finanziarie riconducibili all'indebitamento netto e quelle connesse con gli esborsi per debiti commerciali pregressi di parte corrente (valutabili in oltre 10 miliardi), l'aumento delle disponibilità liquide del Tesoro (8,8 miliardi) e il sostegno ai paesi dell'area dell'euro in difficoltà (4,7 miliardi); in senso opposto, la variazione nominale del debito sarebbe stata contenuta dagli scarti di emissione (8,7 miliardi).

In base alle stime diffuse dall'Istat, nei primi nove mesi dello scorso anno l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è stato pari al 3,7 per cento del prodotto, superiore di 0,3 punti rispetto al corrispondente periodo del 2013 (tav. 9). Il peggioramento è dovuto alla contrazione delle entrate (-0,7 per cento), principalmente spiegata dal calo delle imposte dirette (-2,2 per cento). Sul lato delle erogazioni, la riduzione della spesa per interessi (-3,1 per cento) ha interamente compensato il moderato aumento della spesa primaria corrente (0,5). Le prestazioni sociali in denaro sono cresciute (2,3 per cento), anche per l'introduzione dal mese di maggio del credito di imposta per i lavoratori

Tavola 8

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

VOCI	2012	2013	2014	2015
Indebitamento netto	48.618	45.958	....	....
in % del PIL	3,0	2,8	3,0	2,6
Avanzo primario	35.456	32.243	....	....
in % del PIL	2,2	2,0	1,7	1,9
Spesa per interessi	84.074	78.201	....	....
in % del PIL	5,2	4,8	4,7	4,5
Debito	1.989.934	2.069.841	....	....
in % del PIL	122,2	127,9	131,6	133,1
Debito al netto del sostegno ai paesi della UEM (2)	1.947.269	2.014.220	....	....
in % del PIL	119,6	124,4	....	....

Fonte: Istat, per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche del 2012-13, tavole aggiornate del Documento programmatico di bilancio 2015, ottobre 2014, per gli anni 2014-15.

(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 dall'EFSF e del contributo al capitale dell'ESM.

Tavola 9

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

VOCI	9 mesi			
	2013	2014	Variazioni sui 9 mesi dell'anno precedente	
			2013	2014
TOTALE SPESE	581.223	581.302	0,6	0,0
Spese correnti al netto degli interessi	480.515	483.002	1,6	0,5
di cui: redditi da lavoro dipendente	113.882	112.944	-1,2	-0,8
consumi intermedi	62.546	62.345	-0,7	-0,3
prestazioni sociali in denaro	224.176	229.402	2,7	2,3
Interessi passivi	57.488	55.678	-6,0	-3,1
Spese in c/capitale	43.220	42.622	-1,6	-1,4
di cui: investimenti fissi lordi	28.549	26.529	-3,1	-7,1
TOTALE ENTRATE	540.258	536.615	0,5	-0,7
Entrate correnti	535.471	533.324	0,1	-0,4
di cui: imposte dirette	157.812	154.282	1,3	-2,2
imposte indirette	177.540	180.239	-2,9	1,5
contributi sociali	149.884	150.486	-0,2	0,4
Entrate in c/capitale	4.787	3.291	54,7	-31,3
di cui: imposte in c/capitale	2.673	1.037	119,5	-61,2
INDEBITAMENTO NETTO	-40.965	-44.687		
Saldo primario	16.523	10.991		
Per memoria:				
PIL	1.193.478	1.193.640	-0,7	0,0

Fonte: Istat, Conto economico trimestrale delle Amministrazioni pubbliche.

dipendenti con redditi medio bassi. I redditi da lavoro dipendente hanno continuato a diminuire (-0,8 per cento), risentendo dei limiti al turnover e del mancato rinnovo dei contratti nel settore pubblico. La spesa in conto capitale si è ridotta (-1,4 per cento), nonostante l'aumento di alcuni crediti di imposta registrati tra le altre uscite in conto capitale secondo i criteri del nuovo sistema europeo dei conti (SEC 2010).

Secondo informazioni preliminari, nel 2014 le entrate tributarie contabilizzate nel bilancio dello Stato, al netto degli incassi di lotto e lotterie, sono diminuite di 3,3 miliardi rispetto all'anno precedente (-0,8 per cento). La riduzione delle imposte dirette (-8,9 miliardi; -3,9 per cento) riflette principalmente quella dell'Ires, connessa anche con il venir meno dell'aumento temporaneo della misura dell'acconto del 2013. Le imposte indirette sono cresciute (5,6 miliardi; 3,2 per cento) soprattutto per effetto dell'aumento dell'aliquota ordinaria dell'IVA in vigore dall'ottobre 2013 e degli incassi delle accise sugli oli minerali (1,8 miliardi; 7,7 per cento), sui quali ha influito una disomogeneità contabile tra il 2013 e il 2014; tenendo conto di quest'ultima, il calo delle entrate tributarie è più ampio.

**Il Parlamento
ha approvato la legge
di stabilità per il 2015**

In ottobre il Governo, dopo un confronto con la Commissione europea, si è impegnato ad accentuare la correzione strutturale nel 2015 rispetto a quanto programmato inizialmente, portandola nelle proprie valutazioni a 0,3 punti percentuali del prodotto (cfr. il riquadro: *Regole di bilancio europee e obiettivi per i conti pubblici dell'Italia*). Sulla base delle più recenti previsioni ufficiali, che includono questi ulteriori aggiustamenti, l'indebitamento netto scenderebbe dal 3,0 per cento del prodotto stimato per il 2014 al 2,6 nel 2015; si collocherebbe all'1,8 per cento nel 2016 e allo 0,8 nel 2017. La manovra, che nel 2015 accresce lievemente l'indebitamento rispetto alle stime tendenziali a legislazione vigente, si caratterizza per una significativa riduzione del cuneo sul lavoro, in parte finanziata da misure di contrasto all'evasione e da riduzioni di spesa (2).

(2) Cfr. L.F. Signorini, *Audizione preliminare all'esame dei documenti di bilancio per il triennio 2015-2017*, testimonianza presso la Camera dei deputati, Roma, 3 novembre 2014.

REGOLE DI BILANCIO EUROPEE E OBIETTIVI PER I CONTI PUBBLICI DELL'ITALIA

Le regole europee mirano ad assicurare la solidità delle finanze pubbliche, garantendo al contempo adeguati margini di flessibilità nella conduzione delle politiche di bilancio.

La parte preventiva del Patto di stabilità e crescita (regolamento CE 7 luglio 1997, n. 1466) impegna a conseguire un obiettivo di medio termine per l'indebitamento netto strutturale (ossia corretto per gli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee) che, per ciascun paese, tenga conto del livello del debito pubblico, dei costi futuri derivanti dall'invecchiamento della popolazione e dei margini necessari per condurre adeguate politiche anticicliche. Nel caso dell'Italia l'obiettivo è il pareggio di bilancio. Finché l'obiettivo non viene raggiunto è di norma richiesto un miglioramento annuale del saldo di bilancio strutturale di almeno lo 0,5 per cento del PIL.

L'aggiustamento deve essere maggiore in presenza di un elevato debito pubblico o di fasi favorevoli del ciclo economico; può ridursi in presenza di fasi congiunturali sfavorevoli. Il codice di condotta per l'attuazione del Patto di stabilità e crescita fa riferimento alla differenza tra il livello del prodotto in termini reali e il suo livello potenziale (output gap) per l'identificazione delle diverse fasi cicliche. Con la comunicazione n. 12 dello scorso 13 gennaio la Commissione europea ha precisato la dimensione della correzione da richiedere ai paesi membri in base ai livelli dell'output gap (tavola). Nel caso dell'Italia, che nelle previsioni della Commissione nel 2015 avrebbe un output gap pari a -3,4 per cento, la correzione richiesta dalla parte preventiva del Patto sarebbe pari allo 0,25 per cento del prodotto.

Aggiustamento strutturale richiesto in relazione alle diverse situazioni congiunturali

Situazione ciclica		Aggiustamento strutturale richiesto	
		debito al di sotto del 60 per cento del PIL e nessun rischio di sostenibilità	debito al di sopra del 60 per cento del PIL o rischi di sostenibilità
Tasso di crescita del prodotto < 0 oppure output gap < -4%	<i>Exceptionally bad times</i>	Nessun aggiustamento richiesto	
-4% ≤ Output gap < -3%	<i>Very bad times</i>	0%	0,25%
-3% ≤ Output gap < -1,5%	<i>Bad times</i>	0% se la crescita del prodotto è inferiore a quella potenziale 0,25% se la crescita del prodotto è superiore a quella potenziale	0,25% se la crescita del prodotto è inferiore a quella potenziale 0,50% se la crescita del prodotto è superiore a quella potenziale
-1,5% ≤ Output gap < 1,5%	<i>Normal times</i>	0,5%	> 0,5%
Output gap ≥ 1,5%	<i>Good times</i>	> 0,5% se la crescita del prodotto è inferiore a quella potenziale ≥ 0,75% se la crescita del prodotto è superiore a quella potenziale	≥ 0,75% se la crescita del prodotto è inferiore a quella potenziale ≥ 1,0% se la crescita del prodotto è superiore a quella potenziale

Fonte: Commissione europea.

La parte preventiva del Patto prevede ulteriori margini di flessibilità; in particolare temporanee deviazioni dall'obiettivo o dal percorso di avvicinamento a quest'ultimo sono ammesse a fronte di: (a) eventi eccezionali con rilevanti ripercussioni negative sulle finanze pubbliche di un paese membro; (b) una grave recessione economica per l'area dell'euro o per l'Unione; (c) riforme strutturali con effetti positivi e verificabili sulla sostenibilità di lungo periodo dei conti pubblici. La recente comunicazione della Commissione ha meglio specificato i criteri di applicazione dei margini di flessibilità (anche per la parte correttiva del Patto) nel caso di riforme strutturali, nonché di alcune spese per investimenti (*investment clause*) considerate assimilabili a riforme strutturali (1). È stato altresì chiarito che i contributi nazionali al Fondo europeo per gli investimenti strutturali, in fase di costituzione, saranno esclusi dal calcolo della correzione strutturale in quanto verranno considerati esborsi temporanei. Inoltre tali contributi non rileveranno (entro certi limiti) ai fini dell'avvio della Procedura per disavanzi eccessivi (PDE).

La parte correttiva del Patto (regolamento CE 7 luglio 1997, n. 1467) stabilisce che l'indebitamento netto non possa superare la soglia del 3 per cento. Se il disavanzo rimane in prossimità di tale soglia, sconfinamenti sono consentiti in circostanze eccezionali e per un periodo limitato di tempo. Viene stabilito inoltre che il debito debba mantenersi entro il 60 per cento del PIL; se superiore è previsto un obbligo di riduzione a un "ritmo adeguato". I paesi che non rispettano tali regole sono assoggettati alla PDE nell'ambito della quale vengono definiti i tempi dell'aggiustamento di bilancio necessario e sono previste sanzioni più severe rispetto alla parte preventiva.

La regola sul debito è divenuta pienamente operativa solo nel dicembre 2011, a seguito della riforma del Patto (inclusa nel cosiddetto *six-pack*) che ha definito il "ritmo adeguato" di riduzione del rappor-

(1) La Commissione ha chiarito che un paese membro può temporaneamente deviare dal percorso di avvicinamento verso il proprio obiettivo di medio termine per finanziare alcune spese per investimenti (puntualmente identificate nella comunicazione) a condizione che: (a) la crescita del prodotto risulti negativa oppure l'output gap sia inferiore a -1,5 per cento; (b) l'indebitamento netto non ecceda la soglia del 3 per cento; (c) il livello degli investimenti complessivi non risulti in riduzione rispetto al passato; (d) la deviazione sia riassorbita entro l'orizzonte del Programma di stabilità e convergenza. La Commissione ha inoltre sottolineato che, rispetto alle linee guida precedenti, tale margine di flessibilità fa adesso riferimento alla situazione congiunturale del paese stesso e non a quella dell'area dell'euro o della UE e, in quanto tale, potrebbe avere un'applicazione più ampia.

to tra debito e prodotto. Tale riduzione viene considerata adeguata qualora la differenza fra l'incidenza del debito sul prodotto e la soglia del 60 per cento diminuisca di un ventesimo all'anno nella media di un triennio. I paesi che nel 2011 erano soggetti alla PDE beneficiano di un periodo transitorio di tre anni dopo la correzione del disavanzo eccessivo durante il quale, pur non dovendo rispettare tale prescrizione, sono soggetti a specifici vincoli riguardanti la variazione del saldo strutturale. Nel valutare un eventuale divario rispetto alla regola sul debito (compresi i vincoli previsti per il periodo transitorio) vanno presi in esame tutti gli eventuali fattori rilevanti che possano avervi influito.

Per l'Italia il primo anno in cui si valuterà l'adeguatezza della riduzione del rapporto tra debito e prodotto sarà il 2016. Il giudizio riguarderà il triennio precedente (applicazione *backward*), sia includendo sia escludendo gli effetti del ciclo economico, nonché le previsioni per gli anni 2015-17 (applicazione *forward*). Sarà sufficiente rispettare la regola in uno di questi tre casi.

Il triennio 2013-15 costituisce il periodo transitorio durante il quale è richiesto un miglioramento del saldo strutturale coerente con il rispetto della regola prevista nel 2016. All'indomani della chiusura della PDE, tale aggiustamento era stato quantificato in poco più di un punto percentuale del prodotto per ciascun anno del triennio 2013-15. Nelle stime contenute nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2014*, tenendo conto della correzione strutturale realizzata nel 2013 e di quella attesa per il 2014, l'ulteriore miglioramento del saldo strutturale da conseguire nel 2015 per garantire il rispetto della regola è pari a 2,2 punti percentuali del prodotto; 2,5 nelle valutazioni della Commissione europea.

La manovra di bilancio programmata dal Governo per il 2015 comporta un miglioramento del saldo strutturale di 0,3 punti nelle stime ufficiali e di 0,1 in quelle della Commissione: il divario riflette differenze nella previsione per il disavanzo e nella valutazione dell'impatto del ciclo economico. I programmi del Governo mirano a utilizzare pienamente la flessibilità delle regole di bilancio, facendo in particolare riferimento: (a) alle condizioni congiunturali sfavorevoli; (b) al rischio che la correzione richiesta, se realizzata, impedisca la ripresa o addirittura induca una nuova contrazione del prodotto; (c) all'impegno dell'Italia a realizzare in tempi brevi riforme strutturali con effetti positivi sul potenziale di crescita dell'economia e sulla sostenibilità di lungo periodo delle finanze pubbliche.

Alla fine di ottobre la Commissione europea, nella valutazione preliminare sulle proposte di legge di bilancio per il 2015 dei paesi dell'Unione, non ha riscontrato casi di "grave scostamento" dalle regole (2). Lo scorso 28 novembre la stessa Commissione ha tuttavia indicato che l'Italia è a rischio di violazione della regola sul debito (con conseguente possibilità dell'avvio della PDE) e che la sua posizione, insieme a quella di Francia e Belgio, sarà valutata a marzo del 2015 tenendo conto della versione definitiva delle rispettive leggi di bilancio, nonché dei progressi nella realizzazione delle riforme strutturali che i rispettivi governi si sono impegnati ad attuare (3). All'inizio di dicembre l'Eurogruppo ha riconosciuto che le sfavorevoli circostanze macroeconomiche e la bassa inflazione hanno reso più complesso il rispetto della regola del debito, rendendo molto onerosa la piena conformità agli obiettivi da essa stabiliti; ha tuttavia rilevato che la correzione strutturale programmata per il 2015 è, nelle valutazioni della Commissione europea, inferiore a quanto richiesto dalla parte preventiva del Patto e che pertanto misure efficaci saranno necessarie per conseguire un rafforzamento dell'aggiustamento strutturale (4).

(2) Cfr. la dichiarazione del Vice presidente della Commissione europea del 29 ottobre 2014 (http://europa.eu/rapid/press-release_STATEMENT-14-344_en.htm?locale=en).

(3) Cfr. la comunicazione della Commissione europea del 28 novembre 2014 (http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/dbp/2014/communication_to_euro_area_member_states_2014_dbp_en.pdf).

(4) Cfr. la comunicazione dell'Eurogruppo dell'8 dicembre 2014 (<http://www.eurozone.europa.eu/newsroom/news/2014/12/eurogroup-statement-on-the-draft-budgetary-plans-2015/>).

2.10 LE PROSPETTIVE

Le prospettive di crescita... Le proiezioni per il biennio 2015-16 presentate in questo Bollettino prefigurano un graduale ritorno alla crescita in Italia quest'anno e una più robusta espansione nel 2016 (tav. 10 e fig. 32). L'attività economica verrebbe sostenuta dall'orientamento espansivo della politica monetaria e dalle misure disposte nella legge di stabilità, che riducono il cuneo fiscale; beneficerebbe inoltre della graduale accelerazione degli scambi internazionali, del deprezzamento del cambio e della flessione del prezzo del petrolio (cfr. il riquadro: *Le ipotesi tecniche*).

...dipendono da quelle dell'accumulazione di capitale e dal contesto internazionale La ripresa sarebbe tuttavia frenata da un andamento ancora debole degli investimenti e presenterebbe elementi di fragilità, connessi con le prospettive di crescita tuttora modeste nell'area dell'euro e in alcune economie emergenti, con le possibili turbolenze sui mercati finanziari e valutari e con il perdurare di condizioni di incertezza e bassa fiducia (cfr. il par. 2.1).

Nel complesso del 2014, sulla base degli indicatori finora disponibili, si stima che il PIL dell'Italia si sia ridotto dello 0,4 per cento (-1,9 nel 2013). L'attività economica tornerebbe a espandersi in maniera moderata all'inizio di quest'anno, per poi rafforzarsi lievemente nei trimestri successivi: nello scenario centrale la crescita sarebbe dello 0,4 per cento quest'anno e raggiungerebbe l'1,2 il prossimo. Al termine dell'orizzonte di proiezione il prodotto si collocherebbe ancora oltre sette punti percentuali sotto il livello del 2007.

Lo scenario incorpora condizioni monetarie espansive Le proiezioni incorporano condizioni monetarie e finanziarie più espansive rispetto al quadro presentato in luglio, indotte dalle misure decise dal Consiglio direttivo della BCE e dall'attesa di ulteriori interventi (cfr. il par 1.2). Secondo le aspettative dei mercati il tasso di interesse a tre mesi si manterrebbe stabile per tutto il periodo a livelli pressoché nulli; i rendimenti dei BTP decennali aumenterebbero progressivamente, raggiungendo il 2,6 per cento nel 2016. Gli effetti del miglioramento delle condizioni finanziarie sarebbe-

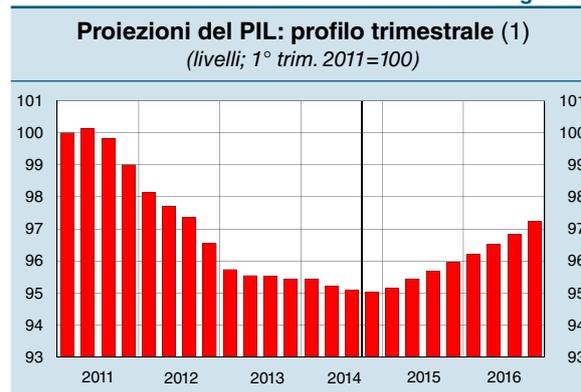
Tavola 10

Scenario macroeconomico in Italia (variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)			
VOCI	2014	2015	2016
PIL (1)	-0,4	0,4	1,2
Consumi delle famiglie	0,3	0,9	0,9
Consumi collettivi	-0,2	-0,5	-0,6
Investimenti fissi lordi	-2,6	-0,7	2,5
di cui: <i>investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto</i>	-1,7	-0,7	3,6
Esportazioni totali	1,7	3,7	5,9
Importazioni totali	0,3	3,4	5,7
Variazione delle scorte (2)	-0,5	-0,1	0,0
IPCA	0,2	-0,2	0,7
IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici	0,7	0,6	0,8
Occupazione (3)	0,0	0,5	0,3
Tasso di disoccupazione (4)	12,8	12,8	12,8
Competitività all'export (5)	0,1	3,6	0,4
Saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti (6)	1,8	2,5	2,5

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

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

Figura 32



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

(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. Dati storici fino al 3° trimestre del 2014; proiezioni per i trimestri successivi.

ro tuttavia in parte compensati dalla revisione al ribasso dell'inflazione attesa, che, in presenza di tassi nominali a breve ormai prossimi al limite inferiore, si tradurrebbe in un sostegno ai tassi di interesse reali.

LE IPOTESI TECNICHE

Le principali ipotesi alla base dello scenario macroeconomico sono le seguenti:

- gli scambi internazionali, aumentati di meno del 3 per cento nella media del 2014, accelerano al 4 nel 2015 e al 5,2 nel 2016; nel biennio 2015-16 la domanda estera ponderata per i mercati di destinazione delle nostre esportazioni si espande a un ritmo medio prossimo al 4,3 per cento (1);
- il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro, 1,33 nella media del 2014, scende a 1,20 nel biennio 2015-16 (2);
- il prezzo del greggio (qualità Brent), pari a circa 100 dollari al barile nella media del 2014, scende a 58,5 nel 2015 e risale a 66,3 nel 2016;
- il tasso di interesse a tre mesi sul mercato interbancario (Euribor) rimane pressoché costante allo 0,1 per cento nel prossimo biennio;
- il tasso di interesse sui BTP a dieci anni è pari al 2,3 per cento nel 2015 e risale al 2,6 l'anno successivo, in linea con le aspettative dei mercati;
- coerentemente con le ipotesi sottostanti allo scenario previsivo dell'Eurosistema (cfr. BCE, *Bollettino mensile*, n. 12, 2014), gli effetti delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine e dei programmi di acquisto di asset-backed securities e di covered bond sono inclusi solo per la parte che si è già riflessa nei valori correnti e attesi dei tassi di interesse e sul cambio;
- lo scenario previsivo incorpora le misure contenute nella legge di stabilità. In particolare sono inclusi: il sostegno ai redditi medio-bassi; il taglio dell'IRAP per la componente relativa al costo del lavoro; la riduzione dei contributi sociali per i datori di lavoro del settore privato che nel corso del 2015 assumeranno nuovi dipendenti con contratto a tempo indeterminato.

(1) Le valutazioni sull'attività economica globale e le prospettive per la domanda estera sono coerenti con quelle sottostanti al quadro previsivo per l'area dell'euro concordato tra le banche centrali dell'Eurosistema e presentato nel Bollettino mensile della BCE dello scorso dicembre, aggiornate per tener conto dei più recenti andamenti congiunturali.

(2) Le ipotesi tecniche su tassi di interesse, tasso di cambio e prezzo del petrolio sono calcolate sulla base delle quotazioni, a pronti e a termine, osservate sui mercati nelle dieci giornate lavorative precedenti il 13 gennaio.

Tavola

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

VOCI	2014	2015	2016
Commercio internazionale	2,9	4,0	5,2
Domanda estera potenziale	2,8	3,7	4,8
Dollaro/euro (1)	1,33	1,20	1,20
Cambio effettivo nominale (2)	-0,2	1,7	0,0
Prezzo del greggio (3)	99,4	58,5	66,3
Tasso Euribor a 3 mesi (1)	0,2	0,1	0,1
Tasso BOT a 1 anno (1)	0,5	0,3	0,3
Tasso BTP a 10 anni (1)	2,9	2,3	2,6

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

(1) Medie annue. – (2) Il tasso di cambio effettivo è calcolato attribuendo alle valute dei principali partner commerciali dell'Italia un peso commisurato alla loro quota nell'interscambio con il nostro paese. Variazioni positive indicano un deprezzamento. – (3) Dollari per barile, qualità Brent.

La domanda globale e il cambio favorirebbero le esportazioni

Il quadro prefigura una ripresa delle esportazioni nel corso del biennio (al 3,7 per cento nel 2015 e al 5,9 nell'anno successivo), favorita dall'ipotesi di una moderata espansione dell'economia globale e dal deprezzamento del cambio dell'euro registrato dalla metà del 2014 (fig. 33); si valuta che quest'ultimo fattore – che ha riguardato principalmente la quotazione rispetto al dollaro – contribuisca a una maggiore crescita delle esportazioni per oltre un punto percentuale. La dinamica delle vendite all'estero risulterebbe sostanzialmente in linea con quella del commercio mondiale.

Gli investimenti potrebbero tornare a crescere gradualmente...

L'andamento degli investimenti resta cruciale nel determinare le prospettive di crescita. Lo scenario centrale, attorno al quale è tuttavia elevata l'incertezza, presuppone che il profilo trimestrale mostri un miglioramento già nella prima metà del 2015, con un ritorno a ritmi di crescita positivi. Nella media dell'anno l'accumulazione di capitale, dopo il calo osservato nel 2014, rimarrebbe tuttavia ancora lievemente negativa; tornerebbe poi a crescere l'anno prossimo del 2,5 per cento. La ripresa degli investimenti, finora frenati dalla restrizione del credito e dagli ampi margini di capacità produttiva inutilizzata, sarebbe principalmente ascrivibile alla componente in macchinari e attrezzature, che beneficerebbe in misura maggiore del graduale miglioramento delle prospettive di domanda, soprattutto estera, e delle più favorevoli condizioni di finanziamento. La componente edilizia, sulla quale continua a gravare la prolungata debolezza del mercato delle abitazioni, continuerebbe a scendere nell'anno in corso per poi stabilizzarsi nel successivo.

...con un miglioramento delle condizioni di offerta del credito

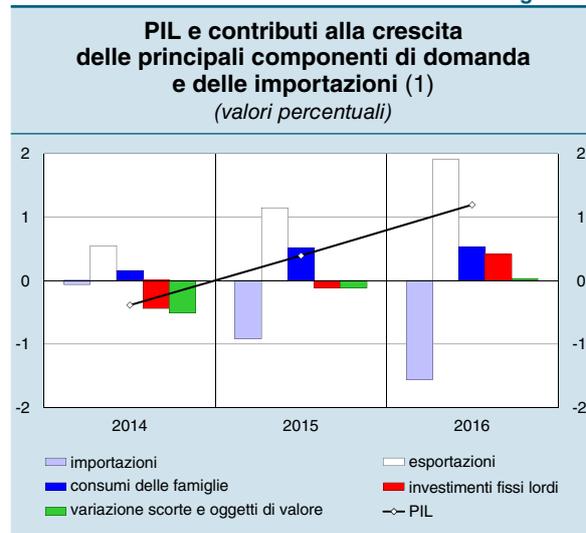
Grazie all'orientamento espansivo della politica monetaria, le condizioni del mercato del credito migliorerebbero in modo graduale, coerentemente con le indicazioni provenienti dai sondaggi (cfr. il par. 2.7). Il costo medio dei finanziamenti alle imprese scenderebbe ancora quest'anno e il prossimo: i tassi bancari sarebbero superiori di circa tre punti percentuali ai corrispondenti rendimenti del mercato monetario; il differenziale sarebbe più basso (di quasi un punto percentuale) rispetto al picco della crisi, ma più elevato nel confronto con la media storica, segnalando condizioni ancora non del tutto distese. Il credito alle imprese tornerebbe a espandersi a partire dall'inizio del 2016; quello alle famiglie migliorerebbe più rapidamente, soprattutto nella componente dei mutui, meno rischiosa.

I consumi continuerebbero ad aumentare...

I consumi acquisirebbero gradualmente vigore, per effetto della ripresa del reddito disponibile in parte connessa con le misure inserite nella legge di stabilità per sostenere i redditi medio-bassi. Il tasso di risparmio delle famiglie, salito nel 2014 al 10 per cento (dal 9,1 nel 2013), arriverebbe nel biennio 2015-16 al 10,5, mantenendosi tuttavia su valori ancora inferiori a quelli osservati prima della crisi finanziaria (fig. 34).

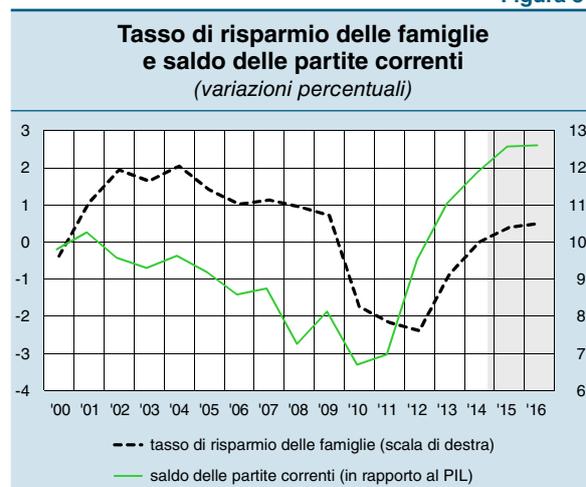
Nelle nostre valutazioni gli interventi a sostegno dei redditi medio-bassi innalzerebbero i consumi di circa mezzo punto percentuale, cumulativamente, nel periodo 2015-16. Nel complesso le misure espansive contenute nella legge di stabilità

Figura 33



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

Figura 34



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

(il sostegno alle famiglie e la riduzione del cuneo fiscale a carico delle imprese) avrebbero un impatto positivo sul PIL pari a circa lo 0,8 per cento nel biennio 2015-16; le coperture previste sottrarrebbero quasi 0,6 punti percentuali di prodotto. L'effetto potrà essere più accentuato se gli interventi saranno percepiti da famiglie e imprese come parte di un orientamento duraturo della politica economica.

...con un lento rafforzamento del mercato del lavoro

L'occupazione misurata in unità standard, sostanzialmente invariata nel 2014, si espanderebbe complessivamente di poco meno dell'1,0 per cento nel biennio 2015-16; circa un terzo dell'aumento deriverebbe dalle misure di riduzione del cuneo fiscale contenute nella legge di stabilità (in particolare, il taglio dell'IRAP e la decontribuzione per i lavoratori assunti nel 2015 con contratti a tempo indeterminato). La produttività del lavoro nel settore privato tornerebbe a crescere, in media, di poco oltre lo 0,5 per cento nel 2015-16. Il tasso di disoccupazione resterebbe tuttavia sostanzialmente invariato, al 12,8 per cento, per il contemporaneo aumento dell'offerta di lavoro.

Prosegue il miglioramento dei conti con l'estero...

Grazie al minor disavanzo energetico, riconducibile alle basse quotazioni del greggio, proseguirebbe il miglioramento del saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti, che raggiungerebbe il 2,5 per cento del prodotto nel 2015 e si manterrebbe al medesimo livello anche nel 2016.

...e di quelli pubblici

Si stima che l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche scenda lievemente quest'anno e più significativamente il prossimo. In tale quadro l'incidenza del debito pubblico sul PIL tornerebbe a ridursi solo a partire dal 2016. Le valutazioni sui conti pubblici tengono conto dei provvedimenti inseriti nella legge di stabilità; riflettono quindi il permanere di un orientamento sostanzialmente neutrale della politica di bilancio, dopo le forti correzioni del biennio 2012-13.

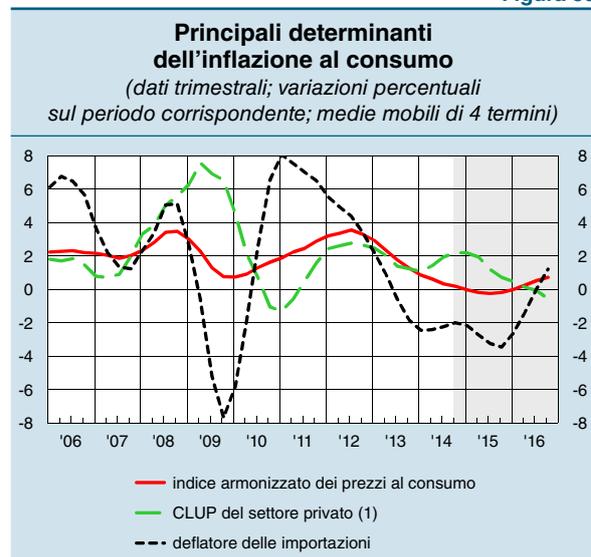
L'inflazione rimane debole

La variazione dell'indice dei prezzi al consumo, scesa allo 0,2 per cento nella media del 2014, sarebbe marginalmente negativa quest'anno (-0,2 per cento), risentendo in larga misura del forte calo delle quotazioni del petrolio. Al netto delle componenti energetica e alimentare l'aumento dei prezzi sarebbe comunque basso, pari allo 0,6 per cento; rimarrebbe al di sotto dell'1,0 per cento anche nel 2016 (fig. 35). Resterebbero deboli le componenti interne dell'inflazione, riflettendo l'influenza dell'ampia capacità produttiva inutilizzata: il deflatore del PIL aumenterebbe dello 0,6 per cento nel 2015, per portarsi all'1,0 l'anno successivo. I margini di profitto tornerebbero a espandersi moderatamente nel 2016, beneficiando del rafforzamento dell'attività economica.

I fattori sottostanti le revisioni rispetto a luglio

Le proiezioni sull'andamento del PIL e dell'inflazione, come quelle degli altri principali istituti, sono state sensibilmente riviste al ribasso rispetto a quelle pubblicate in luglio. Il profilo di crescita è inferiore di 0,9 punti percentuali quest'anno (fig. 36); vi contribuisce principalmente la mancata ripresa dell'attività di accumulazione fin qui re-

Figura 35



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

gistrata e un'evoluzione della domanda estera più lenta di quanto precedentemente atteso (cfr. il riquadro: *Le determinanti del calo dell'attività economica nella prima metà dell'anno*, in *Bollettino economico*, n. 4, 2014); tali fattori più che compensano gli effetti espansivi derivanti dal forte calo del prezzo in euro del petrolio (inferiore di circa il 60 per cento rispetto alla metà del 2014, con un effetto sul PIL quantificabile in circa 0,5 punti percentuali) e dal deprezzamento del cambio, pari a quasi il 13 per cento rispetto al dollaro e a quasi l'1,5 per cento in termini effettivi, cui corrisponde un impatto sul PIL attorno a 0,1 punti percentuali. La stima dell'inflazione, rivista al ribasso per il 2015 di un punto percentuale, riflette la dinamica delle quotazioni delle materie prime importate e, in misura minore, un andamento più moderato dei prezzi interni, legato alla debolezza della domanda.

Le altre proiezioni

Le proiezioni di crescita presentate in questo Bollettino sono in linea con quelle più recenti degli altri principali previsori (tav. 11), ad eccezione dell'OCSE, che stima un PIL stagnante nel 2015. Il profilo dell'inflazione risulta più elevato nelle valutazioni della Commissione europea e dell'FMI.

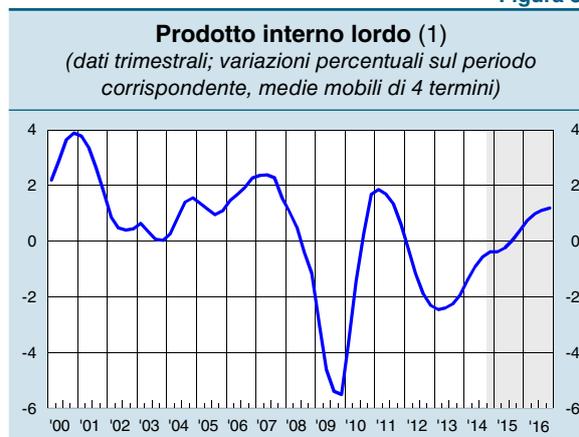
Resta elevata l'incertezza

Lo scenario descritto continua a essere soggetto a elevata incertezza (fig. 37). Sull'andamento dell'attività economica potrebbero incidere al ribasso il riacutizzarsi di tensioni sui mercati finanziari internazionali, connesso con l'evolversi della situazione politica in Grecia e con la crisi in Russia, e un indebolimento delle economie emergenti. I rischi sull'inflazione risentono dell'eventualità di un'ulteriore flessione delle aspettative. Il quadro è anche sensibile a deviazioni della politica fiscale dal profilo ipotizzato (cfr. il riquadro: *La sensibilità del quadro macroeconomico alle ipotesi sul profilo di consolidamento dei conti pubblici*).

Un quadro più favorevole potrebbe risultare dall'espansione del bilancio dell'Eurosistema...

Misure aggressive di sostegno monetario potrebbero contrastare la bassa inflazione e la debolezza dell'attività economica nell'area dell'euro e in Italia. Nelle nostre valutazioni un'espansione del bilancio dell'Eurosistema che si riflettesse in una riduzione dei tassi di interesse sui titoli di Stato a lungo termine pari a 50 punti base e in un deprezzamento dell'euro del 5 per cento nei confronti delle principali valute internazionali, potrebbe determinare, nel biennio 2015-16, un livello del PIL complessivamente superiore di 0,5 punti percentuali per l'Italia e di un ammontare non dissimile per l'area dell'euro; i prezzi al consumo sarebbero più elevati, complessivamente, di circa mezzo punto percentuale sia in Italia sia nell'area dell'euro. Oltre ai due canali diretti qui considerati, ne sarebbero verosimilmente attivati anche altri, non meno importanti ma di difficile quantificazione, quali ad esempio gli effetti sulla fiducia e sulle aspettative di inflazione delle famiglie e delle imprese.

Figura 36



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

(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. Dati storici fino al 3° trimestre del 2014; proiezioni per i trimestri successivi.

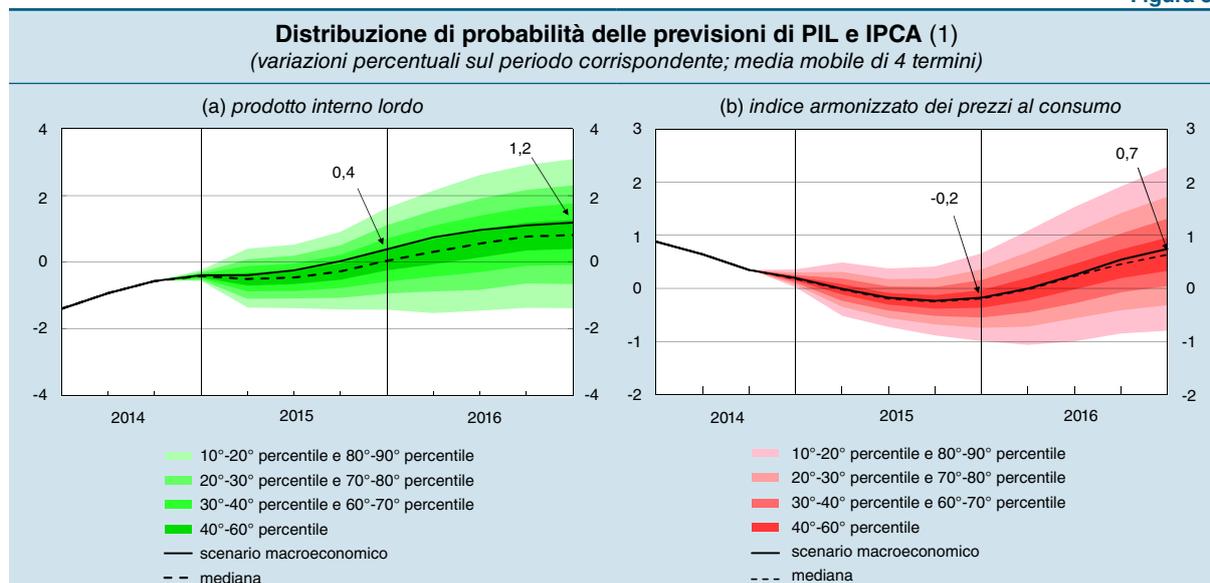
Tavola 11

Previsioni di altre organizzazioni (variazioni percentuali sul periodo precedente)

VOCI	PIL (1)		Inflazione (2)	
	2015	2016	2015	2016
FMI (ottobre)	0,8	1,3	0,5	1,1
OCSE (novembre)	0,2	1,0	0,0	0,6
Commissione europea (novembre)	0,6	1,1	0,5	2,0
Consensus Economics (dicembre)	0,4	...	0,4	...

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2014; OCSE, *Economic Outlook*, n. 96, novembre 2014; Commissione europea, *European Economic Forecast Autumn 2014*, novembre 2014; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, dicembre 2014.

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



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

...e da una ripresa più accentuata della domanda estera o da un miglioramento della fiducia

La ripresa dell'attività economica potrebbe rivelarsi più accentuata di quanto prefigurato se il prezzo del petrolio si mantenesse sui valori osservati negli ultimi giorni e nel caso di una maggiore elasticità della domanda estera rispetto al PIL mondiale; questa dipende dalla composizione merceologica degli scambi e dalla fase ciclica, ed è attualmente al di sotto di quanto, in media, storicamente osservato. Si valuta che in tal caso l'impatto sul prodotto possa raggiungere mezzo punto percentuale nel biennio 2015-16. Un effetto più contenuto (due decimi di punto) si avrebbe qualora la riduzione dell'incertezza sulle prospettive di domanda consentisse un recupero più rapido della fiducia di imprese e famiglie, tale da riportarla su valori in linea con la media storica, determinando una ripresa più forte degli investimenti e dei consumi.

LA SENSIBILITÀ DEL QUADRO MACROECONOMICO ALLE IPOTESI SUL PROFILO DI CONSOLIDAMENTO DEI CONTI PUBBLICI

Il consolidamento dei conti pubblici e, in particolare, la riduzione dell'elevato livello del rapporto tra debito pubblico e PIL restano obiettivi cruciali per il nostro paese (cfr. il riquadro: *Regole di bilancio europee e obiettivi per i conti pubblici dell'Italia*). Con la *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2014* e con la legge di stabilità per il 2015, il Governo ha confermato l'impegno a mantenere il disavanzo entro il 3 per cento del prodotto e a procedere nella riduzione dell'incidenza del debito sul PIL; tenendo conto dell'eccezionale durata e profondità della recessione e per evitare una spirale recessiva della domanda, ha prefigurato un processo di riequilibrio più graduale di quanto in precedenza previsto (cfr. *Bollettino economico*, n. 4, 2014).

Le implicazioni per il quadro economico del sentiero di aggiustamento di bilancio programmato dal Governo possono essere valutate mediante simulazioni controfattuali; a titolo illustrativo viene qui presa in esame una più pronunciata correzione del saldo strutturale nel 2015, pari allo 0,5 per cento

Previsioni macroeconomiche con e senza misure correttive aggiuntive
(variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)

	Scenario di base		Correzione di bilancio dello 0,5%			
	2015	2016	moltiplicatore basso		moltiplicatore alto	
			2015	2016	2015	2016
PIL	0,4	1,2	0,2	1,1	-0,2	1,1
Occupazione	0,5	0,3	0,5	0,2	0,4	0,0
Deflatore dei consumi	-0,2	0,7	-0,2	0,6	-0,2	0,5
Deflatore del PIL	0,6	1,0	0,6	0,9	0,5	0,8
Indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche (1)	2,7	2,2	2,3	1,8	2,4	2,1
Debito delle Amministrazioni pubbliche (1)	133,8	132,7	133,7	132,4	134,4	133,5

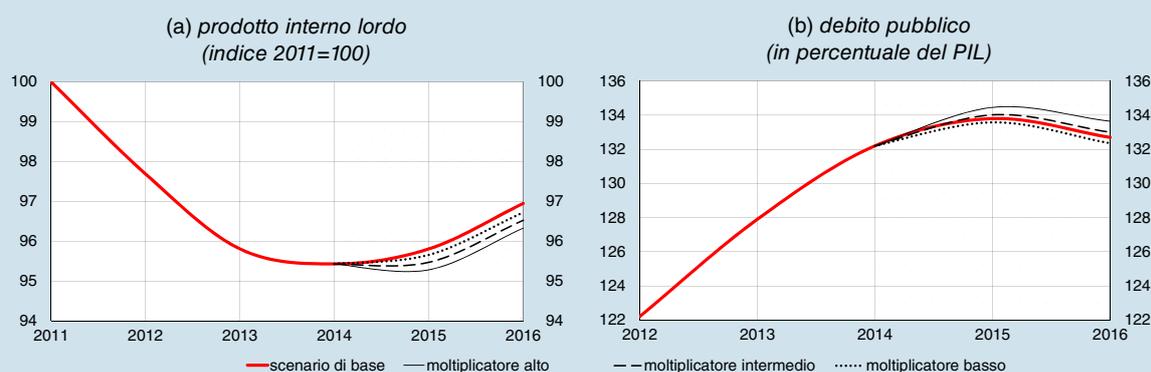
(1) In percentuale del PIL; il profilo del debito pubblico e dell'indebitamento nello scenario di base coincide con quello incorporato nelle previsioni della Commissione europea, *European Economic Forecasts. Autumn 2014*.

del prodotto a partire da un quadro previsionale che incorpora le misure incluse nella legge di stabilità per il 2015 (fatte le dovute proporzioni, le conclusioni valgono anche per manovre di importi differenti) (1).

L'impatto delle misure di bilancio sul PIL (il cosiddetto moltiplicatore fiscale) non è una costante, ma può variare significativamente in funzione, in primo luogo, della composizione della manovra, ma anche della fase ciclica. Durante i periodi recessivi le misure possono avere effetti indiretti sulla fiducia e sulle condizioni di liquidità di famiglie e imprese, fattori che negli anni scorsi hanno contribuito ad aggravare l'intensità della recessione (2); inoltre l'impatto di un rallentamento dell'attività economica sui prezzi e sul deflatore del PIL può essere particolarmente pronunciato (3).

Figura

Livello del PIL e del debito pubblico



(1) Lo scenario macroeconomico di base è quello presentato in questo Bollettino; il profilo del debito pubblico e dell'indebitamento coincide con quello incorporato nelle previsioni della Commissione europea nello *European Economic Forecasts. Autumn 2014*.

(2) Cfr. F. Busetti e P. Cova, *L'impatto macroeconomico della crisi del debito sovrano: un'analisi controfattuale per l'economia italiana*, Banca d'Italia, «*Questioni di economia e finanza*», n. 201, 2013.

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

Data questa incertezza, sono state condotte simulazioni con diverse composizioni delle misure di consolidamento delle finanze pubbliche, cui corrispondono valori dei moltiplicatori di bilancio compresi tra un minimo relativamente basso (0,3 nel primo anno e 0,5 nel secondo) (4) e un massimo pari a 1,1 e 1,3, rispettivamente nel primo e nel secondo anno (5). Considerando lo stato della congiuntura, è verosimile che la dimensione effettiva dei moltiplicatori sia in questo momento relativamente elevata; il valore più basso dell'intervallo considerato sarebbe plausibile se, ad esempio, la manovra fosse composta da aumenti della tassazione concentrati su contribuenti non soggetti a vincoli di liquidità.

I risultati per i due casi estremi sono mostrati nella tavola e nella figura. In presenza di un'accelerazione della correzione dei conti pubblici della dimensione ipotizzata, l'economia italiana si troverebbe quest'anno ancora in recessione o rimarrebbe, nella migliore delle ipotesi, pressoché ferma: il prodotto nel 2015 si contrarrebbe di 0,2 punti percentuali con un moltiplicatore elevato; sarebbe poco più che stagnante con un moltiplicatore basso. Si ridurrebbe ulteriormente l'inflazione, già ben al di sotto del valore coerente con la definizione di stabilità dei prezzi: la crescita cumulata del deflatore del PIL risulterebbe inferiore di circa tre decimi di punto percentuale nel biennio 2015-16 in presenza di un moltiplicatore elevato, mentre sarebbe inferiore di circa uno con un moltiplicatore basso.

Aggravando la debolezza ciclica, le misure correttive potrebbero non consentire di ridurre il rapporto tra il debito e il prodotto nel biennio 2015-16. Nel caso di moltiplicatore elevato, tale rapporto si innalzerebbe nel 2015 al 134,4 per cento (rispetto al 133,8) e rimarrebbe ben al di sopra dello scenario di riferimento anche l'anno successivo; nel caso più favorevole, il rapporto tra debito e PIL si ridurrebbe marginalmente. Nell'insieme le simulazioni indicano che, tenendo conto anche degli effetti sulla dinamica dei deflatori, in presenza di un moltiplicatore anche poco superiore a 0,5, interventi correttivi sui conti pubblici non sarebbero in grado di ridurre l'incidenza del debito sul prodotto nel biennio (6).

Un quadro più completo può essere ottenuto con una serie di simulazioni stocastiche, basate sull'analisi dei rischi presentata in questo Bollettino (cfr. il par. 2.10). I risultati indicano che la probabilità che l'economia italiana rimanga in recessione anche nel 2015 sarebbe pari a circa il 50 per cento nel caso di un intervento correttivo con moltiplicatore relativamente basso e quasi il 60 nel caso di moltiplicatore meno favorevole. La probabilità che il consolidamento abbia un effetto controproducente sul rapporto tra debito e PIL nel prossimo biennio sarebbe pari al 50 per cento nello scenario più favorevole e aumenterebbe al 65 in quello più sfavorevole.

(4) In condizioni cicliche normali questi valori corrispondono a una correzione attuata principalmente con un aumento dell'imposizione fiscale o una riduzione dei trasferimenti.

(5) Questi valori, sempre in condizioni cicliche normali, si ottengono nel caso di aggiustamento basato principalmente su tagli alle spese dirette (acquisti di beni e servizi e investimenti).

(6) Va comunque rilevato che estendendo l'orizzonte temporale dell'analisi oltre i cinque anni, un aggiustamento di bilancio dovrebbe ridurre il rapporto tra debito e prodotto in tutti i casi in cui il moltiplicatore è inferiore a 1,5.

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	51
A2	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Giappone	52
A3	Conto economico delle risorse e degli impieghi: area dell'euro	53
A4	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia	54
A5	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	55
A6	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	56
A7	Indici armonizzati dei prezzi al consumo nei maggiori paesi dell'area dell'euro	57
A8	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	58
A9	Prestiti bancari in Italia per area geografica e settore di attività economica	59
A10	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	60
A11	Debito delle Amministrazioni pubbliche	61

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	
3° trim.	5,0	3,2	2,2	4,4	0,8	7,7	1,2	4,1	4,2	4,5	-0,9	0,8	..	

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	1,8	2,3	1,4	1,7	0,3	3,4	0,7	2,6	2,6	-0,2	5,3	-0,9	0,2		
2013	1,6	2,1	1,3	1,9	0,4	3,2	0,7	1,9	1,9	1,5	3,1	-0,3	-0,4		
2011 – 1° trim.	-7,1	-6,7	-4,0	-0,6	-0,1	-1,1	-0,2	-6,1	-6,2	-3,0	5,2	-1,2	-1,7		
2° trim.	-2,4	4,5	2,6	1,9	0,4	1,3	0,3	2,1	2,0	-26,7	-1,3	-4,5	-1,2		
3° trim.	11,0	6,4	3,9	0,5	0,1	6,7	1,3	7,0	6,8	44,9	13,7	3,9	1,7		
4° trim.	0,5	1,8	1,1	1,1	0,2	16,1	3,1	3,5	3,4	-11,9	6,9	-3,0	-1,0		
2012 – 1° trim.	4,6	2,3	1,4	4,8	1,0	-1,8	-0,4	4,2	4,2	11,8	8,3	0,4	2,2		
2° trim.	-1,7	2,8	1,6	-1,6	-0,3	3,1	0,6	-0,2	-0,2	-2,0	7,2	-1,5	-2,1		
3° trim.	-2,0	-1,4	-0,9	1,8	0,4	-4,5	-1,0	-0,1	-0,1	-15,0	-2,9	-1,9	1,3		
4° trim.	-0,9	0,4	0,3	2,7	0,5	-1,2	-0,3	-0,4	-0,4	-12,1	-7,9	-0,5	-1,0		
2013 – 1° trim.	6,0	5,1	3,1	3,3	0,7	2,1	0,4	4,1	4,1	17,9	4,1	1,7	..		
2° trim.	3,0	3,2	1,9	2,6	0,5	10,7	2,1	2,7	2,8	12,4	9,5	0,2	-1,8		
3° trim.	1,6	1,1	0,7	-0,4	-0,1	8,5	1,7	3,1	3,1	-2,4	7,1	-1,5	0,7		
4° trim.	-1,5	-0,3	-0,2	0,4	0,1	5,3	1,1	0,8	0,9	0,8	15,5	-2,3	-0,1		
2014 – 1° trim.	5,8	8,9	5,3	-1,3	-0,3	15,3	3,2	6,4	6,5	28,0	27,2	-0,8	-1,8		
2° trim.	-6,7	-18,8	-12,4	1,2	0,2	-16,2	-3,9	-10,2	-11,0	-1,8	-19,9	4,2	5,1		
3° trim.	-1,9	1,5	0,9	1,1	0,2	-3,5	-0,8	-2,1	-2,2	5,2	3,0	0,3	-2,5		

Fonte: statistiche nazionali.

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

(2) Include la variazione delle scorte.

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

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	Prodotto interno lordo	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	-9,9	-12,5	-11,1	-1,0	2,4	-12,7
2010	2,0	9,7	4,0	-3,5	3,4	-0,4	0,8	0,8	11,0
2011	1,6	4,3	2,4	0,1	3,3	1,6	0,2	-0,2	6,6
2012	-0,7	-1,0	-0,8	-3,9	-2,8	-3,4	-1,3	-0,2	2,4
2013	-0,5	1,2	..	-3,5	-1,3	-2,4	-0,7	0,2	2,0
2012 – 3° trim.	-0,1	..	-0,1	-1,0	-0,9	-1,0	-0,2	-0,2	0,9
4° trim.	-0,4	-0,7	-0,5	-0,9	0,2	-0,4	-0,5	0,1	-0,9
2013 – 1° trim.	-0,4	0,1	-0,3	-2,6	-2,0	-2,3	-0,2	..	0,3
2° trim.	0,3	1,3	0,6	0,2	1,2	0,7	0,1	0,2	1,7
3° trim.	0,2	1,6	0,6	0,8	0,4	0,6	0,1	0,1	0,7
4° trim.	0,2	0,2	0,2	0,1	1,3	0,7	0,1	0,3	0,8
2014 – 1° trim.	0,3	0,4	0,3	0,5	0,1	0,3	0,2	0,1	0,4
2° trim.	0,1	1,3	0,4	-1,7	0,5	-0,7	0,3	0,3	1,4
3° trim.	0,2	1,4	0,5	-0,6	..	-0,3	0,5	0,3	1,3
Prezzi impliciti									
2009	1,0	-6,4	....	....	....	-0,3	-0,7	2,0	-3,2
2010	0,7	5,1	....	....	....	0,9	1,6	0,6	3,1
2011	1,1	5,9	....	....	....	1,5	2,3	0,8	3,6
2012	1,3	2,5	....	....	....	1,4	1,9	0,8	1,9
2013	1,3	-1,3	....	....	....	0,4	1,1	1,3	-0,3
2012 – 3° trim.	0,4	0,3	....	....	....	0,3	0,2	0,2	0,6
4° trim.	0,5	-0,3	....	....	....	0,2	0,5	-0,5	0,1
2013 – 1° trim.	0,3	-0,5	....	....	....	..	0,2	1,3	-0,4
2° trim.	0,4	-0,9	....	....	....	-0,1	0,1	0,2	-0,3
3° trim.	0,1	-0,2	....	....	....	0,2	0,3	0,3	-0,2
4° trim.	0,2	-0,4	....	....	....	..	0,1	-0,3	-0,1
2014 – 1° trim.	0,3	-0,5	....	....	....	0,1	0,2	0,5	-0,3
2° trim.	0,2	-0,2	....	....	....	..	0,2	..	-0,2
3° trim.	0,1	..	....	....	....	0,3	0,1	0,6	..

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	0,4	-18,1
2010	1,7	12,4	3,7	-3,6	3,1	-0,5	1,2	0,6	11,8
2011	0,6	0,5	0,6	-3,7	..	-1,9	..	-1,8	5,2
2012	-2,3	-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 – 3° trim.	-0,4	-0,4	-0,4	-2,2	-1,9	-2,1	-0,9	0,2	1,4
4° trim.	-0,8	-2,8	-1,2	-0,7	-1,5	-1,1	-0,8	-1,2	-1,5
2013 – 1° trim.	-0,9	-0,1	-0,7	-4,4	-1,5	-3,1	-1,2	0,4	0,2
2° trim.	-0,2	-0,9	-0,3	-0,3	0,2	-0,1	-0,6	0,2	0,3
3° trim.	..	2,2	0,5	0,1	-0,3	-0,1	0,1	-0,9	1,3
4° trim.	-0,1	-0,6	-0,2	-1,1	0,7	-0,2	0,1	0,7	-0,4
2014 – 1° trim.	..	-0,7	-0,2	-1,1	-1,1	-1,1	0,1	-0,3	0,2
2° trim.	-0,2	0,9	..	-1,1	-0,5	-0,8	0,2	0,1	1,3
3° trim.	-0,1	-0,3	-0,2	-0,9	-1,1	-1,0	0,1	-0,3	0,2
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 – 3° trim.	0,1	0,7	0,2	0,1	1,9	0,9	0,2	..	0,5
4° trim.	0,4	-0,4	0,2	0,6	..	0,3	0,5	-0,5	-0,2
2013 – 1° trim.	0,3	-0,5	0,2	0,1	-0,7	-0,2	0,3	0,8	-0,1
2° trim.	0,5	-1,5	0,1	..	..	..	0,2	-0,5	-0,3
3° trim.	0,3	..	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,2	0,4	0,1
4° trim.	0,1	-0,7	..	0,1	-1,1	-0,5	-0,1	0,1	-0,2
2014 – 1° trim.	..	-0,5	-0,1	-0,4	1,4	0,5	0,2	..	-0,2
2° trim.	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,2	..	..	-1,3	-0,2
3° trim.	-0,1	0,2	..	0,3	1,1	0,7	-0,1	1,2	0,3

Fonte: Istat.

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

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

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

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat basati su SEC 2010.

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

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

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

Fonte: elaborazioni su dati Istat basati su SEC 2010.

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

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

PERIODO	Francia		Germania		Italia		Spagna		Area dell'euro (1)	
	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici
2010	1,7	1,0	1,2	0,6	1,6	1,7	2,1	0,8	1,6	1,0
2011	2,3	1,1	2,5	1,2	2,9	2,0	3,1	1,2	2,7	1,4
2012	2,2	1,5	2,1	1,3	3,3	2,0	2,4	1,3	2,5	1,5
2013	1,0	0,7	1,6	1,2	1,3	1,3	1,5	1,3	1,4	1,1
2014	0,6	1,0	....	....	0,2	0,7	....	....	(0,4)	(0,8)
2012 – lug.	2,2	1,8	1,9	1,2	3,6	2,6	2,2	1,1	2,4	1,7
ago.	2,4	1,7	2,2	1,2	3,3	2,0	2,7	1,0	2,6	1,5
set.	2,2	1,5	2,1	1,2	3,4	1,8	3,5	1,8	2,6	1,5
ott.	2,1	1,2	2,1	1,2	2,8	1,4	3,5	2,3	2,5	1,5
nov.	1,6	1,0	1,9	1,2	2,6	1,4	3,0	2,2	2,2	1,4
dic.	1,5	1,0	2,0	1,5	2,6	1,6	3,0	2,1	2,2	1,5
2013 – gen.	1,4	0,9	1,9	1,1	2,4	1,7	2,8	2,1	2,0	1,3
feb.	1,2	0,7	1,8	1,2	2,0	1,4	2,9	2,1	1,8	1,3
mar.	1,1	0,8	1,8	1,8	1,8	1,5	2,6	2,2	1,7	1,5
apr.	0,8	0,5	1,1	0,6	1,3	1,2	1,5	1,8	1,2	1,0
mag.	0,9	0,6	1,6	1,1	1,3	1,4	1,8	2,0	1,4	1,2
giu.	1,0	0,5	1,9	1,2	1,4	1,2	2,2	1,9	1,6	1,2
lug.	1,2	0,7	1,9	1,2	1,2	1,0	1,9	1,5	1,6	1,1
ago.	1,0	0,6	1,6	1,2	1,2	1,2	1,6	1,4	1,3	1,1
set.	1,0	0,8	1,6	1,3	0,9	1,3	0,5	0,5	1,1	1,0
ott.	0,7	0,9	1,2	1,0	0,8	1,2	0,0	-0,1	0,7	0,8
nov.	0,8	1,0	1,6	1,7	0,7	1,1	0,3	0,0	0,9	0,9
dic.	0,8	0,8	1,2	0,7	0,7	0,9	0,3	-0,1	0,8	0,7
2014 – gen.	0,8	0,8	1,2	1,2	0,6	0,9	0,3	-0,1	0,8	0,8
feb.	1,1	1,4	1,0	1,2	0,4	0,9	0,1	0,0	0,7	1,0
mar.	0,7	1,1	0,9	0,9	0,3	0,9	-0,2	-0,3	0,5	0,7
apr.	0,8	1,2	1,1	1,4	0,5	1,1	0,3	0,1	0,7	1,0
mag.	0,8	1,1	0,6	0,7	0,4	0,8	0,2	-0,1	0,5	0,7
giu.	0,6	0,9	1,0	1,1	0,2	0,7	0,0	-0,1	0,5	0,8
lug.	0,6	0,9	0,8	1,2	0,0	0,5	-0,4	-0,1	0,4	0,8
ago.	0,5	1,2	0,8	1,2	-0,2	0,4	-0,5	0,0	0,4	0,9
set.	0,4	0,9	0,8	1,2	-0,1	0,5	-0,3	-0,2	0,3	0,8
ott.	0,5	0,8	0,7	1,1	0,2	0,6	-0,2	-0,2	0,4	0,7
nov.	0,4	0,7	0,5	0,9	0,3	0,6	-0,5	-0,2	0,3	0,7
dic.	0,1	0,7	(0,1)	....	-0,1	0,7	(-1,1)	....	(-0,2)	(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 – 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.	6.157	12.773	1.623	-4.664	-3.574	271	-167	438
3° trim.	10.446	13.245	2.155	-1.485	-3.470	425	45	380
2012 – 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.	953	4.452	529	-3.176	-852	-8	-72	64
giu.	2.335	3.940	939	-1.058	-1.485	296	-16	312
lug.	7.533	7.599	1.296	-54	-1.308	196	38	157
ago.	1.528	2.839	113	-245	-1.179	158	12	146
set.	1.385	2.807	747	-1.186	-984	72	-5	77
ott.	(5.461)	(5.548)	(197)	(645)	(-928)	(934)	(-9)	(944)
nov.	(3.482)	(4.497)	(-432)	(377)	(-960)	(851)	(17)	(834)

(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>									
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	-3,1	-2,6	-0,6	-3,7	-3,9
dic.	-2,5	-4,9	-5,4	-5,7	-4,1	-3,1	-0,7	-3,6	-3,8
2014 – mar.	0,3	-5,5	-4,4	-4,8	-3,0	-2,5	-0,5	-3,2	-3,0
giu.	2,4	-3,2	-3,1	-3,3	-2,3	-1,9	-0,4	-2,2	-1,7
set.	2,2	-3,7	-3,2	-3,3	-2,8	-1,9	-0,2	-1,3	-1,7
ott.	2,0	-3,1	-3,0	-3,0	-2,7	-1,9	-0,1	-1,7	-1,5
nov.	4,1	-1,2	-2,5	-2,5	-2,5	-1,7	0,0	-1,8	-0,8
<i>Mezzogiorno</i>									
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	0,3	-3,2	-3,2	-3,2	-3,0	-1,5	-1,4	-2,4
dic.	-5,4	-3,0	-3,0	-2,9	-3,3	-2,8	-1,5	-3,0	-2,6
2014 – mar.	-5,0	-1,4	-2,6	-2,6	-2,6	-2,4	-1,3	-5,0	-2,3
giu.	-5,1	-4,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,1	-1,0	-4,0	-2,0
set.	-4,3	36,1	-2,0	-1,8	-2,4	-2,0	-0,7	-3,5	-1,3
ott.	-6,3	37,5	-2,1	-1,8	-2,7	-2,3	-0,6	-2,4	-1,4
nov.	-5,7	36,6	-1,7	-1,5	-2,2	-1,6	-0,5	-1,1	-1,2
<i>ITALIA</i>									
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	-3,1	-2,7	-0,8	-3,5	-3,7
dic.	-2,8	-4,9	-5,1	-5,3	-3,9	-3,0	-0,9	-3,5	-3,6
2014 – mar.	-0,2	-5,5	-4,2	-4,5	-2,9	-2,5	-0,7	-3,4	-2,9
giu.	1,6	-3,2	-3,0	-3,2	-2,2	-1,9	-0,5	-2,4	-1,7
set.	1,6	-2,9	-3,0	-3,1	-2,7	-1,9	-0,3	-1,5	-1,7
ott.	1,2	-2,3	-2,8	-2,9	-2,7	-2,0	-0,2	-1,8	-1,5
nov.	3,1	-0,5	-2,4	-2,4	-2,5	-1,7	-0,2	-1,7	-0,9

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di novembre 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	
		di cui: raccolta postale							di cui: impieghi della liquidità		di cui: 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	50,6	-3,3	1,8	49,8	-43,3	-27,0	6,5	4,3
set.	-3,7	0,3	-4,9	-20,9	-0,2	-2,4	-32,1	53,7	-1,6	21,6	0,4
2013 – gen.	1,7	-1,2	6,6	28,1	-1,6	-0,2	34,6	-33,7	-13,0	0,9	0,4
feb.	-4,5	-0,6	0,2	-2,2	0,1	0,6	-5,8	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	1,1	-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	2,6	-3,3	0,6	2,6	-13,0	-26,7	-10,4	0,0
lug.	-2,7	0,3	-1,6	7,3	0,1	-2,5	0,6	-4,5	-3,3	-3,9	0,2
ago.	-0,9	0,5	-2,1	-16,7	-0,4	-0,1	-20,2	27,3	-1,6	7,1	0,2
set.	-0,1	-0,4	-1,2	-11,5	0,1	0,2	-12,5	30,9	3,3	18,4	0,0
ott.	-1,5	-0,8	-3,0	30,8	-1,4	-0,5	24,4	-17,8	-1,1	6,6	0,0
nov.	3,1	-0,6	-1,7	0,2	0,2	0,4	2,2	3,2	-9,7	5,4	0,0

(1) Per maggiori informazioni cfr. la sezione: *Appendice metodologica in Supplementi 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	Per memoria			
		di cui: raccolta postale					di cui: connesse con i prestiti dell'EFSF		Disponibilità liquide del Tesoro (2)	di cui: impieghi della liquidità	Depositi presso IFM residenti al netto delle operazioni di liquidità	Sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)
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	1.686,0	126,8	46,5	35,6	2.168,8	105,3	43,5	25,8	59,9
set.	163,3	18,2	137,5	1.662,6	126,6	44,1	36,0	2.134,1	51,6	45,1	24,9	60,3
2013 – gen.	161,9	19,6	158,1	1.531,0	132,0	41,0	27,3	2.024,0	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	2.074,1	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	1.686,0	126,8	46,5	35,6	2.168,8	105,3	43,5	25,8	59,9
lug.	164,3	18,1	140,8	1.692,8	126,9	44,0	35,8	2.168,7	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
set.	163,3	18,2	137,5	1.662,6	126,6	44,1	36,0	2.134,1	51,6	45,1	24,9	60,3
ott.	161,8	17,4	134,5	1.692,5	125,1	43,6	36,0	2.157,5	69,4	46,2	24,1	60,3
nov.	165,0	16,8	132,7	1.693,0	125,4	44,0	36,0	2.160,1	66,2	55,9	23,2	60,3

(1) Per maggiori informazioni cfr. la sezione: *Appendice metodologica in Supplementi 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).