



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Bollettino Economico

ottobre 2015

4 | 2015



**BANCA D'ITALIA**  
EUROSISTEMA

# **Bollettino Economico**

**Numero 4 / 2015**  
**Ottobre**

---

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

**Relazione annuale**

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

**Rapporto sulla stabilità finanziaria**

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

**Economie regionali**

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

**Temi di discussione (Working Papers)**

Collana di studi economici, empirici e teorici

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

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

**Newsletter sulla ricerca economica**

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

**Quaderni di storia economica**

Collana di analisi storica dell'economia italiana

---

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

---

© Banca d'Italia, 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**

Daniela Marconi e Alessandro Secchi (coordinamento), Sara Cecchetti, Andrea Colabella, Ginette Eramo, Davide Fantino, Stefano Federico, Andrea Linarello, Marianna Riggi, Marco Savegnago

Fabrizio Martello, Valentina Memoli e Silvia Mussolin (aspetti editoriali), Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Alessandro Borin, Fabrizio Colonna, Alessio D'Ignazio, Paolo Finaldi Russo, Michele Mancini, Sergio Santoro, Federico Maria Signoretti

**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 ottobre 2015, salvo diversa indicazione

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

# INDICE

LA SINTESI	<b>5</b>
<b>1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE</b>	
1.1 Il ciclo internazionale	<b>8</b>
1.2 L'area dell'euro	<b>13</b>
1.3 I mercati finanziari internazionali	<b>17</b>
<b>2 L'ECONOMIA ITALIANA</b>	
2.1 La fase ciclica	<b>21</b>
2.2 Le imprese	<b>22</b>
2.3 Le famiglie	<b>26</b>
2.4 La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	<b>27</b>
2.5 Il mercato del lavoro	<b>30</b>
2.6 La dinamica dei prezzi	<b>33</b>
2.7 Le banche	<b>35</b>
2.8 Il mercato finanziario	<b>41</b>
2.9 La finanza pubblica	<b>42</b>
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	<b>47</b>

---

## INDICE DEI RIQUADRI

Il rallentamento della Cina e le ripercussioni sull'economia mondiale	<b>8</b>
Le prospettive degli investimenti sulla base delle inchieste presso le imprese	<b>23</b>
L'andamento delle assunzioni e gli effetti delle misure sul mercato del lavoro in base ai dati amministrativi	<b>31</b>
L'offerta e la domanda di credito	<b>37</b>
Una valutazione del Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese	<b>38</b>

---

---

## **AVVERTENZE**

---

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

Segni convenzionali:

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

## LA SINTESI

### **Le prospettive globali risentono delle incertezze sulla Cina**

*Nei principali paesi avanzati prosegue l'espansione dell'attività, ma il rallentamento dell'economia cinese ha inciso negativamente sui corsi delle materie prime e sull'attività nei paesi emergenti. Il percorso di rientro della Cina dagli alti livelli di investimento e di indebitamento costituisce un fattore di fragilità per il paese e un rischio per l'economia globale. L'incertezza del quadro macroeconomico internazionale ha influito sulla decisione della Riserva federale di non avviare il rialzo dei tassi di riferimento in settembre.*

### **Nell'area dell'euro prosegue la ripresa ma vi sono rischi al ribasso...**

*Nell'area dell'euro le informazioni più recenti concordano nel confermare il proseguimento della ripresa dell'attività economica nel periodo estivo. Il rallentamento globale ha avuto finora effetti contenuti sull'area, ma costituisce in prospettiva un rischio al ribasso per la crescita e l'inflazione. Quest'ultima è tornata in settembre su valori lievemente negativi (-0,1 per cento sui dodici mesi), anche a seguito della discesa del prezzo del petrolio.*

### **...che il Consiglio direttivo della BCE è determinato a contrastare**

*Le misure espansive adottate dal Consiglio direttivo della BCE hanno fornito sostegno all'attività economica e alla ripresa del credito. Il Consiglio è determinato a ricorrere a tutti gli strumenti disponibili, inclusa la possibilità di variare dimensione, composizione e durata del programma di acquisto di titoli pubblici e privati, qualora ciò sia necessario a contrastare i rischi al ribasso e ad assicurare il ritorno dell'inflazione verso valori coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi.*

### **È fonte di incertezza anche lo scandalo Volkswagen**

*La frode perpetrata dalla casa tedesca Volkswagen ha inciso sull'andamento dei*

*mercati borsistici e sul clima di fiducia in Germania, introducendo un nuovo elemento di incertezza per le economie europee. Le possibili ripercussioni sono ancora di difficile quantificazione; dipenderanno dall'entità degli effetti sul settore automobilistico nel suo complesso (che ha finora contribuito in misura determinante alla ripresa ciclica), sull'industria tedesca e sull'indotto nei diversi paesi, oltre che sulle aspettative degli investitori e dei consumatori.*

### **In Italia i principali indicatori confermano la ripresa...**

*In Italia l'attività economica ha ripreso a crescere dall'inizio del 2015, a ritmi intorno all'1,5 per cento in ragione d'anno. I segnali congiunturali più recenti – tra i quali l'andamento della produzione industriale, il rafforzamento della fiducia di famiglie e imprese e le inchieste condotte presso i responsabili degli acquisti – indicano la prosecuzione della crescita nel terzo trimestre a tassi analoghi a quelli della prima metà dell'anno. All'espansione del prodotto sta contribuendo, dopo anni di flessione della domanda interna, il consolidamento della ripresa dei consumi privati e il graduale riavvio degli investimenti in capitale produttivo. Sulla base delle recenti indagini, la maggior parte delle imprese valuta che gli effetti diretti del rallentamento dell'economia cinese sulla propria attività siano finora contenuti; sarebbero più marcati solo per alcune grandi aziende esportatrici.*

### **...con sviluppi favorevoli sul mercato del lavoro**

*Nel corso del 2015 l'occupazione è aumentata a ritmi significativi (0,8 per cento nella media dei primi otto mesi sull'anno precedente); l'evidenza finora disponibile indica che l'incremento dell'occupazione dipendente, che ha riflesso soprattutto la ripresa ciclica, ha beneficiato altresì dei recenti provvedimenti adottati dal Governo in tema di decontribuzione e di riforma del mercato del lavoro. Durante l'estate è proseguita la lieve ridu-*

zione del tasso di disoccupazione, quasi raddoppiato tra il 2008 e il 2014. Le imprese sono moderatamente ottimiste sulle prospettive dell'occupazione.

**La crescita dei prezzi rimane debole**

La dinamica dei prezzi al consumo, che ha risentito del nuovo calo delle quotazioni del petrolio, rimane ancora molto bassa (0,2 per cento sui dodici mesi terminanti in settembre); prosegue invece il lento recupero dell'inflazione di fondo, tuttora sostenuta dall'accelerazione dei prezzi dei servizi. Famiglie e imprese si aspettano nei prossimi mesi un'inflazione molto contenuta, ma in graduale ripresa; si è ridotta la quota di consumatori che si attende prezzi in diminuzione.

**Migliorano gradualmente le condizioni creditizie...**

Prosegue il miglioramento del mercato del credito, favorito dalla ripresa ciclica e dalle misure adottate dal Consiglio direttivo della BCE. Dopo un prolungato periodo di flessione, nell'estate i finanziamenti al settore privato non finanziario si sono stabilizzati. Nei dodici mesi terminanti in agosto si è attenuato il calo dei prestiti alle imprese (-0,8 per cento); si è rafforzata la crescita di quelli al settore manifatturiero (portatasi all'1,8 per cento). La dinamica del credito risente delle condizioni delle aziende nei diversi settori: ha continuato a essere più favorevole per quelle che non presentano anomalie nei rimborsi. Il costo dei nuovi prestiti alle imprese ha registrato un'ulteriore lieve diminuzione, anche se resta elevata la dispersione delle condizioni individuali.

**...e rallenta il flusso di nuovi crediti deteriorati**

Il miglioramento del quadro macroeconomico ha inciso favorevolmente sul flusso di nuovi prestiti deteriorati, diminuito nel secondo trimestre. Informazioni preliminari relative ai mesi di luglio e agosto indicano che l'esposizione complessiva delle banche nei confronti dei debitori segnalati per la prima volta in sofferenza avrebbe registrato una diminuzione rispetto al bimestre precedente. La consistenza dei crediti in sofferenza ereditati dalla lunga crisi resta elevata: alla fine di giugno le sofferenze complessive erano pari al 10,3 per cento del totale dei prestiti in essere.

**Sono state approvate misure in campo bancario**

In agosto il Parlamento ha approvato misure per aumentare la rapidità e l'efficienza delle procedure fallimentari ed esecutive e rendere immediatamente deducibili ai fini fiscali svalutazioni e perdite su crediti, con l'obiettivo di rimuovere alcune cause dell'ingente stock di crediti deteriorati e stimolare la creazione di un mercato secondario per queste attività. È tuttora in corso il dialogo tra le autorità italiane e la Commissione europea sull'opportunità di costituire una società specializzata nell'acquisto di sofferenze, con l'obiettivo ultimo di ripristinare un adeguato flusso di credito all'economia.

**Proseguono gli acquisti di titoli italiani dall'estero**

Rimane elevata la propensione degli investitori esteri a detenere titoli di Stato italiani: tra marzo e luglio i non residenti hanno effettuato acquisti netti per 21 miliardi, un ammontare di poco inferiore alle emissioni nette. Il sensibile aumento della posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti TARGET2 osservato dalla primavera rispecchia l'ampia creazione di liquidità e la minore offerta di titoli pubblici, derivanti dalla politica di emissioni del Tesoro e dalle operazioni monetarie attuate dalla Banca d'Italia: entrambi i fattori hanno indotto gli intermediari italiani a ridurre la provvista interbancaria sull'estero e i residenti a riequilibrare il proprio portafoglio verso attività estere.

**Il Governo ha rivisto al rialzo le stime di crescita...**

Nella Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2015, presentata il 18 settembre scorso, il Governo ha rivisto al rialzo le stime di crescita del prodotto per quest'anno e, nel quadro programmatico, per il 2016; le revisioni relative all'anno in corso sono coerenti con le recenti informazioni congiunturali che configurano, per le componenti interne della domanda, un quadro lievemente più favorevole di quello atteso in precedenza.

**...e programma di diminuire il carico fiscale su famiglie e imprese**

Il Governo programma di ridurre il carico fiscale su famiglie e imprese. Per il 2016 la Nota di aggiornamento prevede di disattivare gli inasprimenti previsti dalle clausole di salvaguardia e di introdurre misure di sgravio sulla

*fiscalità immobiliare. Per il prossimo anno le minori entrate sarebbero finanziate solo in parte con tagli di spesa; complessivamente la Nota programma una riduzione della velocità del consolidamento di bilancio. Il rapporto tra il debito e il PIL inizierebbe a ridursi nel 2016. Il quadro dei provvedimenti e delle coperture sarà definito con la legge di stabilità, il cui disegno è stato varato dal Consiglio dei ministri il 15 ottobre.*

**È importante sfruttare le condizioni favorevoli per ridurre il debito**

*L'avvio di una graduale riduzione delle imposte è coerente con l'esigenza di diminuire l'elevata pressio-*

*ne fiscale che costituisce un freno alla crescita. In questa prospettiva gli interventi più direttamente efficaci ai fini di un incremento del potenziale dell'economia sono quelli di riduzione del carico gravante sui fattori della produzione; l'abolizione della tassazione sull'abitazione principale potrebbe avere effetti circoscritti sui consumi. Nel contempo resta importante che il profilo temporale di riequilibrio dei conti pubblici sia tale da assicurare una chiara e progressiva riduzione del debito e che a questo scopo sia sfruttata appieno l'occasione offerta dalle condizioni finanziarie e monetarie eccezionalmente favorevoli e dal progressivo rafforzamento della ripresa.*



# 1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

## 1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

Le prospettive della crescita globale per l'anno in corso e per il prossimo, nuovamente riviste al ribasso, sono esposte ai rischi di un rallentamento dell'economia cinese più intenso del previsto. Ne risentono la dinamica del commercio internazionale e i corsi delle materie prime, scesi ai livelli minimi toccati durante la crisi del 2008-09. In un quadro macroeconomico internazionale ancora assai incerto, la Riserva federale in settembre ha deciso di mantenere invariati i tassi di riferimento.

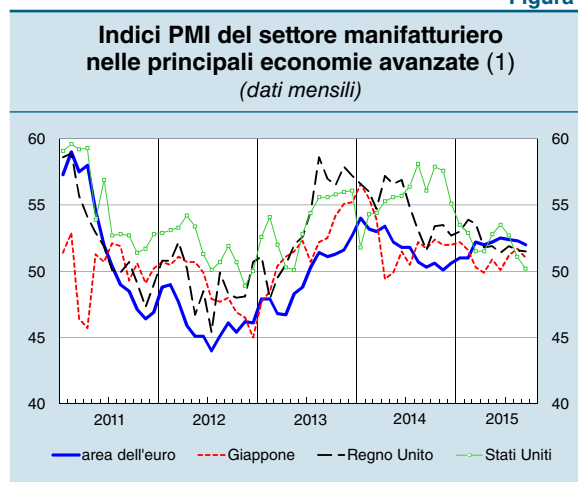
**Nelle economie avanzate l'attività continua a espandersi...**

Nelle principali economie avanzate prosegue l'espansione dell'attività economica, sia pure con diversa intensità. Negli Stati Uniti il PIL ha accelerato più delle attese nel secondo trimestre, al 3,9 per cento in ragione d'anno, con un contributo positivo di tutte le componenti; i dati più recenti indicano che la crescita sarebbe proseguita nel terzo trimestre, anche se a un ritmo più contenuto, sospinta dai consumi delle famiglie. Nel Regno Unito il prodotto continua a espandersi in linea con le previsioni. In Giappone invece l'andamento dell'attività economica appare ancora discontinuo: il PIL si è inaspettatamente contratto nel secondo trimestre (-1,2 per cento), riflettendo un calo sia delle esportazioni, in particolare verso le economie emergenti, sia dei consumi; per il terzo trimestre vi sono indicazioni contrastanti, che si ripercuotono anche nell'andamento volatile degli indici PMI (fig. 1).

**...ma l'evoluzione in Cina ha indebolito le economie emergenti**

Nel secondo trimestre e nei mesi successivi il quadro macroeconomico delle economie emergenti è stato dominato dal rallentamento della Cina, che ha contribuito a indebolire i corsi internazionali delle materie prime, con ricadute negative sulla crescita dei maggiori esportatori (cfr. il riquadro: *Il rallentamento della Cina e le ripercussioni sull'economia mondiale*). In Brasile e in Russia si sono intensificate le spinte recessive, con un deterioramento del clima di fiducia.

Figura 1



Fonte: Markit e Thomson Reuters Datastream.

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

### IL RALLENTAMENTO DELLA CINA E LE RIPERCUSSIONI SULL'ECONOMIA MONDIALE

Nella prima metà del 2015 la crescita dell'economia cinese è scesa al 7,0 per cento sul periodo corrispondente, dal 7,3 nella media del 2014, in linea con gli obiettivi definiti dal governo nell'ambito del processo di transizione verso un modello di sviluppo più bilanciato. Tuttavia è emersa una crescente

discrepanza tra i dati di contabilità nazionale e le informazioni desumibili dall'andamento degli indicatori a più alta frequenza storicamente più correlati alla dinamica del PIL, quali i trasporti interni di merci, le importazioni, la produzione di energia elettrica e quelle di cemento e acciaio. Sulla base di questi dati, alcuni dei principali analisti (1) calcolano che la crescita effettiva dell'economia possa essere stata inferiore anche per oltre due punti percentuali rispetto alle stime di contabilità nazionale.

Gli indicatori menzionati, strettamente correlati all'attività industriale e agli scambi con l'estero, potrebbero tuttavia sottostimare il contributo del settore terziario alla crescita del PIL; tale contributo risulta invece in sensibile aumento, riflettendo il processo di transizione in atto. Nell'ultimo triennio la dinamica del valore aggiunto nel settore dei servizi è stata sistematicamente più elevata di quella del comparto industriale; il peso dei servizi sul prodotto è salito di cinque punti percentuali, pur rimanendo ancora basso nel confronto internazionale (di poco inferiore al 50 per cento del PIL).

Il rallentamento non riguarda soltanto la Cina, ma anche altri paesi dell'Asia e le economie esportatrici di materie prime, che più risentono dell'indebolimento della domanda cinese. Le istituzioni internazionali hanno rivisto al ribasso le prospettive di crescita per la maggior parte dei paesi emergenti e si sono registrati consistenti deflussi di capitali dai loro mercati azionari e obbligazionari: secondo le previsioni dell'Institute of International Finance nel 2015 i flussi netti di capitali verso i paesi emergenti potrebbero essere negativi per la prima volta dal 1988.

I dubbi degli osservatori sull'effettivo ritmo di espansione della Cina nella prima parte del 2015, rafforzati nei mesi seguenti dalla diffusione di una serie di dati macroeconomici peggiori delle attese e dalla svalutazione del renminbi in agosto (cfr. il par. 1.3), sono all'origine delle turbolenze che hanno colpito il mercato finanziario del paese durante l'estate e che si sono trasmesse anche alle altre principali piazze internazionali. Tra la metà di giugno e la fine di agosto i corsi azionari cinesi, correggendo l'eccezionale aumento della prima parte dell'anno, hanno segnato una prolungata caduta, scendendo di circa il 40 per cento. Questo forte calo potrebbe avere un effetto diretto negativo sul PIL attraverso la dinamica del valore aggiunto del settore finanziario, che aveva fornito un contributo importante alla crescita nella prima metà dell'anno. Le ripercussioni sui consumi sarebbero invece nel complesso contenute in considerazione della modesta quota di ricchezza finanziaria delle famiglie detenuta in azioni (8 per cento circa nel 2014).

In una prospettiva più ampia, gli eventi recenti hanno reso manifesti i rischi legati alla necessaria transizione verso un modello di sviluppo meno dipendente dai tradizionali motori di crescita dell'economia cinese (esportazioni e investimenti), maggiormente fondato sui consumi delle famiglie e più guidato dalle forze di mercato. Le autorità del paese hanno confermato l'obiettivo, più volte riaffermato negli ultimi anni, di sostenere il processo di riorientamento dell'economia verso un sentiero di sviluppo più equilibrato e sostenibile.

Il contributo alla crescita del PIL dato dalle esportazioni nette si è ridimensionato notevolmente dopo la crisi finanziaria del 2008-09, sia per la debolezza della domanda estera sia per la ridotta capacità delle merci cinesi di guadagnare ulteriori quote di mercato nei paesi avanzati (figure A e B).

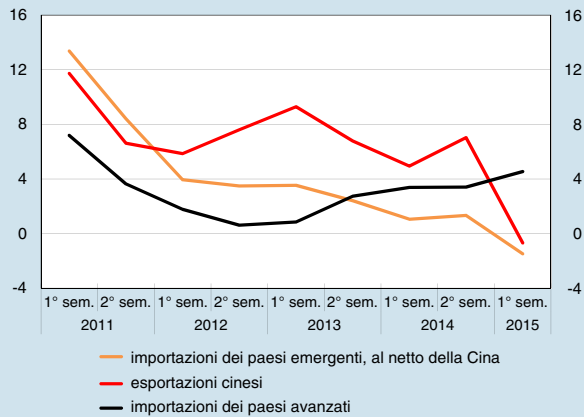
La dinamica degli investimenti, assai elevata fino al 2013 grazie al massiccio piano di stimolo fiscale del 2009-2010 e alla forte espansione del credito, ha rallentato nell'ultimo biennio (figura C). La rapida accumulazione di capitale è però avvenuta in un quadro di progressiva decelerazione dell'attività manifatturiera, rendendo più vulnerabile l'economia cinese. Numerosi comparti dell'industria pesante presentano ora un eccesso di capacità produttiva, mentre i margini di profitto si sono progressivamente

(1) Consensus Economics, *Asia Pacific Consensus Forecasts*, settembre 2015.

Figura A

**Esportazioni della Cina e importazioni complessive dei paesi avanzati ed emergenti (1)**

(dati semestrali; tassi di crescita sull'anno precedente)



Fonte: elaborazioni su dati di fonte nazionale e OCSE.

(1) Le importazioni dei paesi avanzati ed emergenti al netto della Cina sono ottenute aggregando la dinamica trimestrale delle importazioni di singoli paesi (14 avanzati, 17 emergenti).

ridotti (2). L'ampio stock di invenduto frena la ripresa dell'edilizia e gli investimenti pubblici stentano a fornire i flussi di cassa previsti. Ciò si riflette sulla solidità finanziaria delle Amministrazioni locali che hanno sostenuto questi progetti anche contando sugli introiti derivanti dai rialzi dei valori immobiliari, con possibili ricadute tra l'altro sul settore bancario e sul sistema finanziario ombra.

A tali sviluppi si associa un'espansione dei consumi che, sebbene sostenuta, non è ancora sufficiente a compensare il ridimensionamento dello stimolo fornito dall'accumulazione di capitale e dalle esportazioni a seguito dell'incidenza ancora relativamente modesta della spesa delle famiglie in rapporto al PIL (inferiore al 40 per cento).

Dall'estate le autorità cinesi hanno adottato molteplici misure di sostegno di natura fiscale e monetaria e ribadito la determinazione a sostenere l'economia. Un significativo rallentamento della Cina avrebbe ripercussioni negative anche sul resto del mondo, che si potrebbero dispiegare attraverso diversi canali di trasmissione.

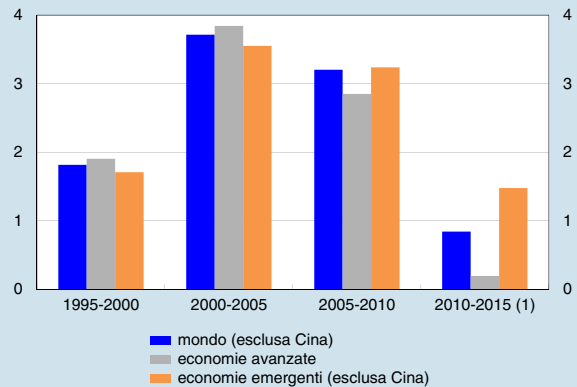
Ripercussioni potrebbero in primo luogo discendere da un'ulteriore frenata degli scambi commerciali. Considerando solo questo canale, secondo nostre valutazioni in linea con quelle dei

(2) Banca Mondiale, *China Economic Update*, giugno 2015.

Figura B

**Crescita delle quote di mercato cinesi nei mercati di destinazione**

(variazioni nel quinquennio; punti percentuali)



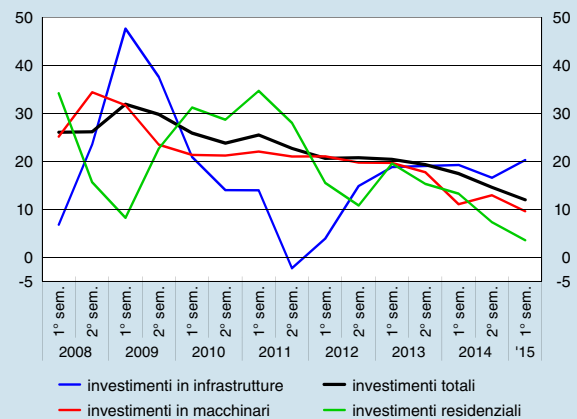
Fonte: elaborazioni su dati OCSE e UN Comtrade.

(1) Il dato al 2015 è stimato sulla base dell'andamento del 1° semestre.

Figura C

**Investimenti fissi lordi**

(dati semestrali; tassi di crescita sull'anno precedente)



Fonte: elaborazioni su dati National Bureau of Statistics of China.

principali analisti e organismi internazionali (3), un calo di un punto percentuale della crescita cinese potrebbe ridurre quella mondiale di un terzo di punto. L'effetto sulle economie avanzate sarebbe più contenuto: circa un decimo di punto per l'area dell'euro, lievemente inferiore per l'Italia. L'impatto potrebbe tuttavia essere più rilevante per alcuni comparti: un brusco calo della dinamica degli investimenti cinesi si ripercuoterebbe negativamente sulle esportazioni di beni capitali, particolarmente dalla Germania, le cui vendite in Cina comprendono peraltro una quota consistente di componenti prodotti in Italia e nel resto dell'Unione europea.

Per le economie emergenti l'effetto complessivo sarebbe circa quattro volte più accentuato. Nella regione asiatica le esportazioni dei paesi più interconnessi con la Cina – come Taiwan, Corea e Giappone – si sono già molto indebolite nel 2015. Le ripercussioni sarebbero particolarmente pronunciate anche per i paesi esportatori di materie prime energetiche e industriali, quali Australia, Brasile, Indonesia e Sudafrica, dato l'elevato peso della Cina sulla domanda mondiale di tali beni. Queste economie risentirebbero non solo della riduzione dei volumi esportati, ma anche della discesa delle quotazioni delle materie prime; il loro indebolimento potrebbe, a sua volta, retroagire negativamente sulla dinamica del commercio mondiale.

Il canale finanziario potrebbe assumere un ruolo importante. Nuovi episodi di instabilità dei mercati cinesi, in un contesto di riduzione della liquidità globale, potrebbero determinare un ulteriore aumento dell'avversione al rischio sui mercati internazionali, intensificando i deflussi di capitali dalle economie emergenti. Tali sviluppi rappresentano un fattore di rischio potenzialmente assai rilevante, benché di difficile valutazione quantitativa.

(3) OCSE, *Economic Outlook*, 96, novembre 2014.

**Le previsioni di crescita dell'attività globale sono state riviste al ribasso**

Le previsioni del Fondo monetario internazionale diffuse in ottobre prefigurano una decelerazione dell'attività economica mondiale nell'anno in corso.

Rispetto a quelle di luglio, le proiezioni per il 2015 sono state riviste solo marginalmente al ribasso per le economie avanzate, in misura più marcata per quelle emergenti, soprattutto per effetto di una più intensa contrazione del PIL in Brasile e in Russia (tav. 1). Nel 2016 l'attività globale dovrebbe lievemente accelerare, sebbene si siano intensificati i rischi al ribasso, associati a un rallentamento più forte in Cina e alle tensioni che potrebbero scaturire dall'avvio della normalizzazione della politica monetaria negli Stati Uniti.

**Il commercio mondiale continua a deludere le attese**

Dopo il brusco calo osservato nel primo trimestre, il commercio mondiale ha ristagnato nel secondo.

L'interscambio commerciale dei paesi emergenti dell'Asia ha continuato a risentire della debolez-

**Tavola 1**

<b>Scenari macroeconomici</b> (variazioni e punti percentuali)					
VOCI	2014	Previsioni ottobre 2015		Revisioni ott. 2015 su lug. 2015	
		2015	2016	2015	2016
<b>PIL</b>					
<b>Mondo</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>3,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>
<b>Paesi avanzati</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>
<i>di cui:</i> area dell'euro	0,9	1,5	1,6	0,0	-0,1
Giappone	-0,1	0,6	1,0	-0,2	-0,2
Regno Unito	3,0	2,5	2,2	0,1	0,0
Stati Uniti	2,4	2,6	2,8	0,1	-0,2
<b>Paesi emergenti</b>	<b>4,6</b>	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>
<i>di cui:</i> Brasile	0,1	-3,0	-1,0	-1,5	-1,7
Cina	7,3	6,8	6,3	0,0	0,0
India	7,3	7,3	7,5	-0,2	0,0
Russia	0,6	-3,8	-0,6	-0,4	-0,8
<b>Commercio mondiale (1)</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>4,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,3</b>

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2015.  
(1) Beni e servizi.

za dei flussi della Cina, mentre nelle economie avanzate la dinamica degli scambi è stata sostenuta da quella dell'area dell'euro e degli Stati Uniti. Secondo l'FMI il commercio mondiale nel 2015 crescerebbe del 3,2 per cento, nove decimi di punto in meno rispetto alle stime diffuse in luglio; tenendo conto del deludente andamento degli scambi osservato nei mesi estivi, particolarmente nelle economie emergenti, le nostre proiezioni restano più pessimistiche, collocando l'espansione poco sopra il 2 per cento.

**I corsi petroliferi tornano a indebolirsi...**

Dallo scorso luglio i corsi petroliferi sono scesi, attestandosi nelle ultime settimane attorno ai 50 dollari al barile sia per la qualità Brent sia per quella WTI, in un quadro di accentuata volatilità (fig. 2). I contratti future anticipano un recupero molto contenuto dei prezzi nell'arco dei prossimi dodici mesi. Nelle stime dell'International Energy Agency la domanda mondiale di greggio resterebbe sensibilmente inferiore alla capacità di offerta, riflettendo la debolezza dell'attività globale. Sull'offerta di greggio inciderà, a partire dal prossimo anno, anche il ritorno sui mercati internazionali della produzione dell'Iran in seguito alla revoca delle sanzioni internazionali. Anche i prezzi delle materie prime non energetiche sono scesi. Rispetto all'inizio di luglio le quotazioni dei prodotti agricoli sono diminuite di quasi il 10 per cento, quelle dei metalli industriali del 12 circa.

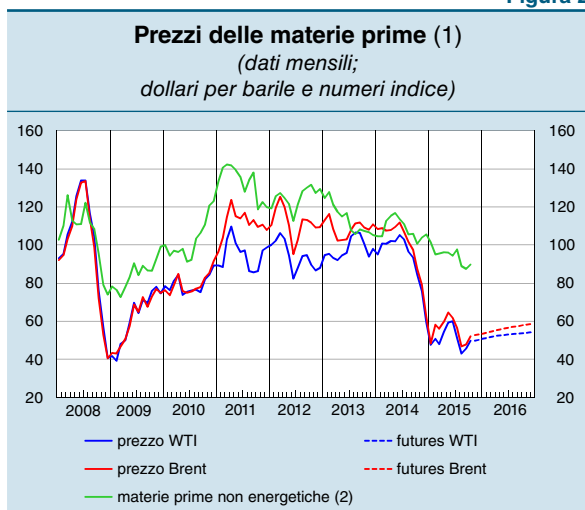
**...comprimendo l'inflazione**

L'inflazione al consumo nelle economie avanzate oscilla attorno allo zero, risentendo principalmente della debolezza dei prezzi delle materie prime (fig. 3); tuttavia, anche al netto delle componenti più volatili, la dinamica dei prezzi si mantiene assai contenuta. Nei paesi emergenti gli andamenti dell'inflazione appaiono più diversificati: molto elevati in Russia e in Brasile (15,7 e 9,5 per cento, rispettivamente), anche per effetto della debolezza del cambio, assai più moderati in India e in Cina (4,4 e 1,6 per cento, rispettivamente).

**Le politiche monetarie rimangono fortemente espansive nei paesi avanzati...**

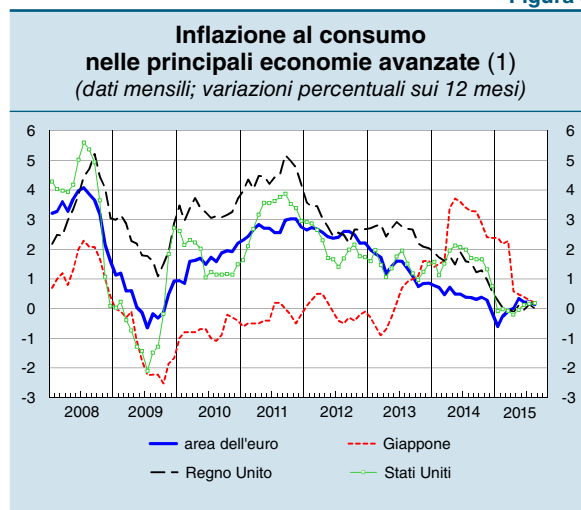
Nella riunione di settembre del Federal Open Market Committee (FOMC) la Riserva federale ha lasciato invariato l'intervallo-obiettivo sui tassi dei federal funds (0,0-0,25 per cento). Il mancato avvio del rialzo dei tassi ha risentito delle preoccupazioni circa il quadro macroeconomico e finanziario internazio-

Figura 2



Fonte: Thomson Reuters Datastream.  
(1) Per i prezzi a pronti, dati medi mensili fino a settembre 2015; l'ultimo dato si riferisce al 9 ottobre 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.

nale e dell'intensificarsi delle pressioni al ribasso sull'inflazione; la decisione scaturisce inoltre dalla valutazione che, sebbene il tasso di disoccupazione (5,1 per cento in agosto) sia prossimo al livello di equilibrio di lungo periodo stimato dal FOMC, permangono margini di miglioramento nel mercato del lavoro lungo altre dimensioni, quali il tasso di partecipazione e la quota di occupati involontariamente a part-time. La grande maggioranza dei membri del FOMC ritiene tuttavia ancora probabile l'avvio della fase di rialzo dei tassi entro la fine dell'anno, sebbene il profilo dei rendimenti futuri attesi sia stato nuovamente rivisto al ribasso; gli operatori di mercato si aspettano invece un primo aumento solo nel 2016 (fig. 4). Le Banche centrali di Giappone e Regno Unito non hanno modificato i rispettivi orientamenti, che rimangono fortemente espansivi.

**...e divergono tra i principali paesi emergenti**

Nei mesi estivi si è accentuata la divergenza tra le politiche monetarie dei principali paesi emergenti, divenute più accomodanti in Cina, India e Russia e più restrittive in Brasile. La Banca centrale cinese ha tagliato sia i tassi di riferimento sia il coefficiente di riserva obbligatoria delle banche; ha immesso liquidità per sostenere gli acquisti di titoli sul mercato azionario e ha venduto riserve valutarie per contenere il deprezzamento del renminbi (cfr. il par. 1.3). In Brasile, a fronte del persistere di forti pressioni inflative, la Banca centrale in luglio ha alzato nuovamente il tasso di riferimento.

## 1.2 L'AREA DELL'EURO

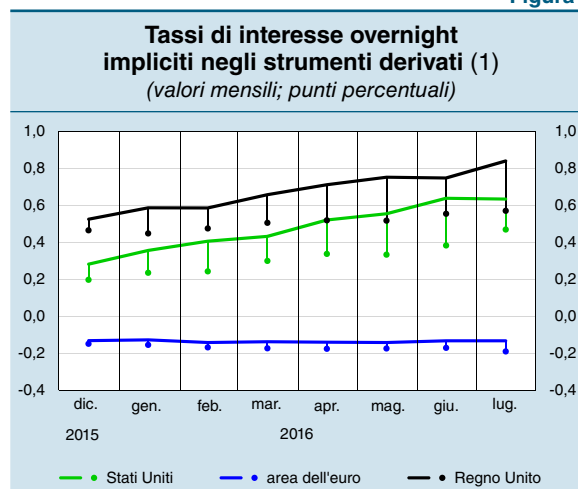
Secondo gli indicatori più recenti, nell'area dell'euro la crescita sarebbe proseguita nei mesi estivi in linea con le attese. Sono tuttavia emersi rischi al ribasso, connessi con l'indebolimento del commercio mondiale e con le turbolenze sui mercati valutari e finanziari. L'inflazione è tornata in territorio negativo. Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea è pronto, qualora necessario, a ricorrere a tutti gli strumenti disponibili.

**La ripresa nell'area è proseguita nel secondo trimestre...**

Nel secondo trimestre il PIL dell'area è cresciuto dello 0,4 per cento rispetto al periodo precedente (fig. 5). L'attività economica è stata sospinta soprattutto dall'interscambio con l'estero, in presenza di una decisa accelerazione delle esportazioni e di un rallentamento delle importazioni; lo stimolo derivante dai consumi delle famiglie è stato in parte compen-

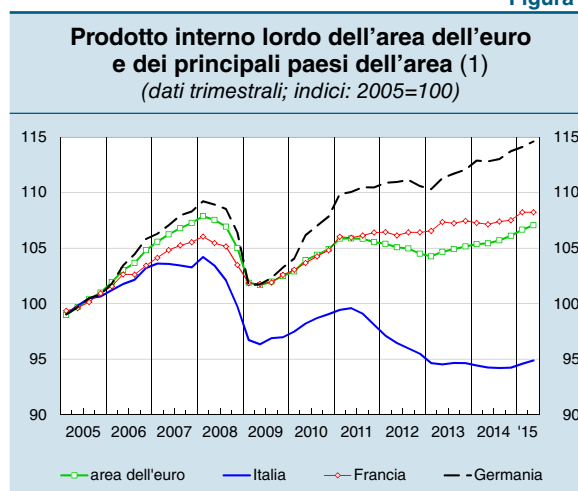
sato.

Figura 4



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Thomson Reuters Datastream. (1) Tasso di interesse atteso implicito nelle quotazioni degli overnight indexed swap (OIS). La linea continua indica i tassi previsti il 17 luglio 2015, i punti segnalano quelli previsti il 9 ottobre 2015.

Figura 5



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

sato dalla diminuzione degli investimenti, in particolare di quelli in costruzioni, e dall'apporto negativo fornito dalla variazione delle scorte. Tra le maggiori economie, il PIL è cresciuto in Italia e in Germania (0,3 e 0,4 per cento, rispettivamente), mentre ha ristagnato in Francia (dopo il forte rialzo nel primo trimestre), risentendo del brusco rallentamento della spesa delle famiglie.

**...e sarebbe continuata in estate...**

Gli indicatori più recenti segnalano che la crescita dell'attività economica sarebbe proseguita nel trimestre estivo a tassi analoghi a quelli del periodo precedente, con andamenti pressoché omogenei tra i maggiori paesi. In settembre l'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che fornisce una stima della dinamica di fondo del PIL dell'area, è rimasto su livelli elevati, pur segnando la prima lieve diminuzione da novembre del 2014 (fig. 6). Anche le inchieste presso le imprese avvalorano prospettive moderatamente favorevoli: in settembre l'indice composito dei responsabili degli acquisti (PMI) delle imprese dell'area è rimasto ampiamente al di sopra della soglia compatibile con un'espansione dell'attività economica.

**...ma nell'ultimo periodo sono emersi rischi al ribasso derivanti dai mercati emergenti...**

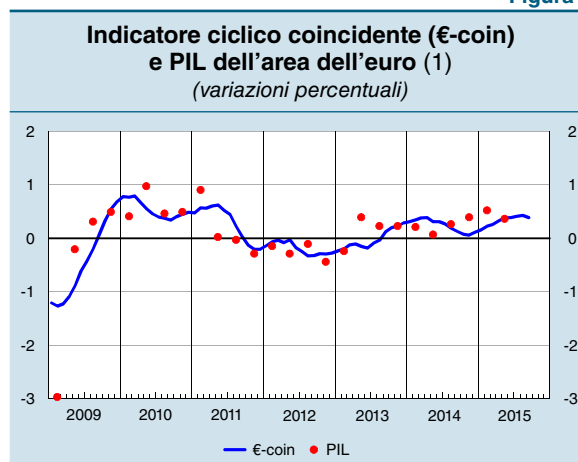
Secondo le proiezioni formulate in settembre dagli esperti della BCE, la crescita nell'area dell'euro si attesterebbe all'1,4 per cento quest'anno e all'1,7 nel 2016. Rispetto a quelle diffuse lo scorso giugno dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive di crescita sono state riviste marginalmente al ribasso, soprattutto per effetto della più debole espansione del commercio con i paesi emergenti.

**...e dalla vicenda Volkswagen**

Alla fine di settembre è emerso un fattore di incertezza derivante dalle possibili ripercussioni della manipolazione dei test sulle emissioni dei motori diesel, che ha minato la credibilità della casa automobilistica tedesca Volkswagen e si è riflesso sull'indice di fiducia dei principali analisti circa le prospettive di crescita in Germania. Gli effetti, ancora difficili da quantificare, dipenderanno da un eventuale impatto sul settore dell'auto e sul suo indotto, comparti che hanno contribuito in misura notevole alla ripresa ciclica nell'area dell'euro. In Germania il peso del settore automobilistico nel suo complesso rappresentava nel 2013 circa il 18 per cento del valore aggiunto manifatturiero e circa il 4 di quello dell'intera economia; dal 2013 il comparto ha contribuito alla crescita della produzione industriale per circa 1,5 punti percentuali in Italia e in Spagna, per 1,0 in Germania e per mezzo punto in Francia.

**L'inflazione è lievemente negativa...**

Sulla base delle stime preliminari, in settembre l'inflazione al consumo è tornata negativa, attestandosi a -0,1 per cento sui dodici mesi (fig. 7). La debolezza del quadro inflazionistico discende dall'andamento ancora fortemente negativo dei prezzi dei beni energetici (-8,9 per cento); al netto delle componenti più volatili, l'inflazione si colloca allo 0,9 per cento, sostenuta dai servizi. I dati sinora disponibili segnalano che in agosto la crescita dei prezzi sui dodici mesi è stata negativa per circa un quarto delle voci elementari incluse nel paniere (era il 35 per cento a gennaio); tra le componenti di fondo, le riduzioni hanno interessato il 31 per cento dei beni e il 13 dei servizi.



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*, 57, 2009. Dettagli sull'indicatore sono disponibili sul sito internet: <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/indicatore-coin-settembre-2015>. Per il PIL, dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente. Per €-coin, stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche.

**...e resterebbe ancora bassa nel medio periodo**

Sulla base delle inchieste congiunturali, l'inflazione si manterrebbe molto bassa nei prossimi mesi: in estate le attese delle imprese manifatturiere circa la variazione dei propri listini sono tornate lievemente negative. Nelle proiezioni degli esperti della BCE diffuse in settembre la dinamica dei prezzi al consumo si attesterebbe allo 0,1 per cento nella media di quest'anno, risalendo all'1,1 nel 2016 e portandosi lievemente al di sotto del 2 per cento solo nel 2017 (1,7 per cento). Rispetto alle proiezioni di giugno, le prospettive per l'inflazione armonizzata sono ora inferiori, soprattutto per via della riduzione delle quotazioni petrolifere.

Le aspettative di inflazione a medio e a lungo termine desunte dai rendimenti degli inflation swap, dopo il significativo aumento della prima metà dell'anno, sono scese su tutte le scadenze (fig. 8). Rispetto all'inizio di luglio quelle a due anni sono diminuite di circa quattro decimi, allo 0,6 per cento; le attese tra cinque e dieci anni si sono contratte in misura più contenuta, all'1,6 per cento.

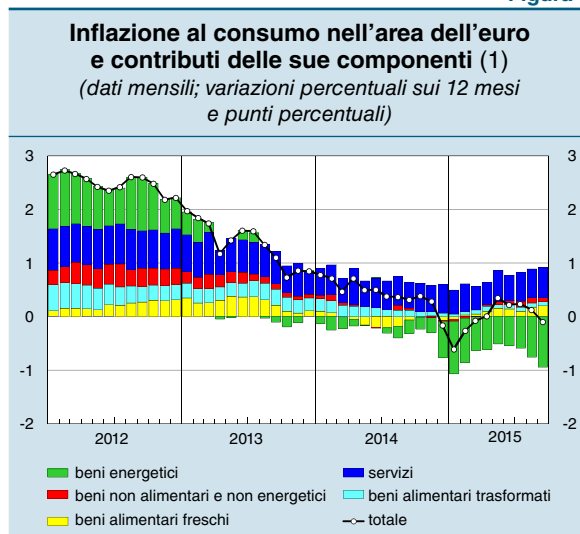
**Proseguono gli acquisti di titoli dell'Eurosistema...**

Gli acquisti di titoli pubblici e privati da parte dell'Eurosistema sono proseguiti con regolarità. Al 9 ottobre erano stati complessivamente acquistati 359 miliardi di titoli pubblici, 125 di obbligazioni bancarie garantite e 13 di asset-backed securities (ABS); alla fine di settembre gli acquisti di titoli pubblici italiani erano pari a circa 55 miliardi, con una vita media residua di 9,3 anni. Nella riunione di inizio settembre il Consiglio direttivo della BCE ha aumentato al 33 per cento il limite massimo acquistabile per singola emissione di titoli del settore pubblico (dal 25 inizialmente stabilito) (1).

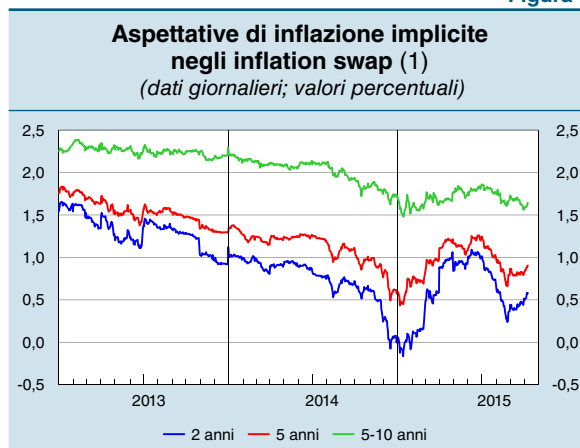
**...e il Consiglio contrasterà i rischi al ribasso per l'inflazione**

Il Consiglio valuta che i rischi verso il basso per l'inflazione e l'attività economica siano aumentati a seguito degli sviluppi sui mercati globali. È pronto, qualora necessario, a modificare dimensione, composizione e durata del programma di acquisto di titoli.

**Figura 7**



**Figura 8**



(1) Cfr. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/pspp-qa.en.html>.



### Resta elevata la liquidità

Lo scorso 30 settembre è stata regolata la quinta operazione mirata di finanziamento a più lungo termine (Targeted Longer-Term Refinancing Operation, TLTRO). Vi hanno partecipato 88 intermediari dell'area, che hanno ottenuto fondi per 15,6 miliardi; alle controparti della Banca d'Italia sono stati assegnati circa 4 miliardi. La ridotta domanda in questa operazione ha riflesso le condizioni di abbondante liquidità. Includendo l'ultima, i fondi erogati al sistema bancario dell'area attraverso le TLTRO ammontano a 400 miliardi (115 alle banche italiane).

Nel complesso la liquidità detenuta dalle banche presso l'Eurosistema in eccesso rispetto all'obbligo di riserva è aumentata a 531 miliardi (da 429 a metà luglio), contribuendo a mantenere i tassi di mercato monetario su livelli molto contenuti (fig. 9).

### Migliorano le condizioni del credito

Le operazioni espansive condotte dalla BCE hanno continuato a sostenere l'afflusso di credito al settore privato e a ridurne il costo. Nei tre mesi terminanti in agosto i prestiti alle imprese nell'area dell'euro sono aumentati sensibilmente (1,5 per cento in ragione d'anno, da -0,2 in maggio; dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni); il credito alle famiglie ha accelerato, all'1,9 per cento (2). Il costo dei finanziamenti alle società non finanziarie si è ancora ridotto, al 2,2 per cento in agosto (fig. 10).

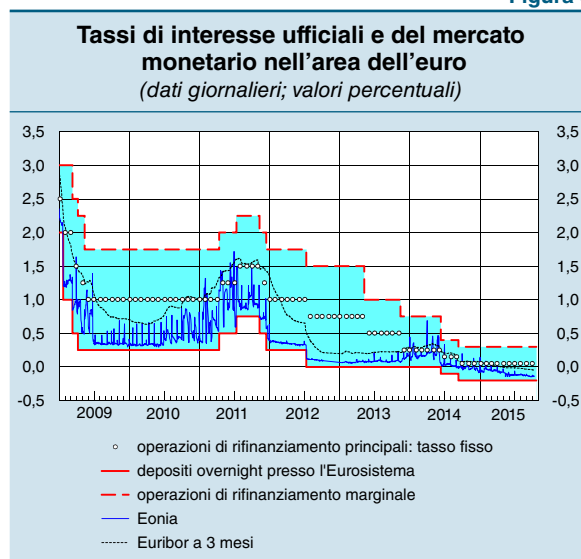
È proseguita, a ritmi pressoché invariati rispetto a maggio, l'espansione dell'aggregato monetario M3 (4,8 per cento nei dodici mesi terminanti in agosto); tale andamento è sospinto dalla vivace dinamica dei depositi in conto corrente (11,9 per cento), che continua a beneficiare della ricomposizione dei portafogli a favore delle attività più liquide.

### È stato avviato un nuovo programma di supporto alla Grecia

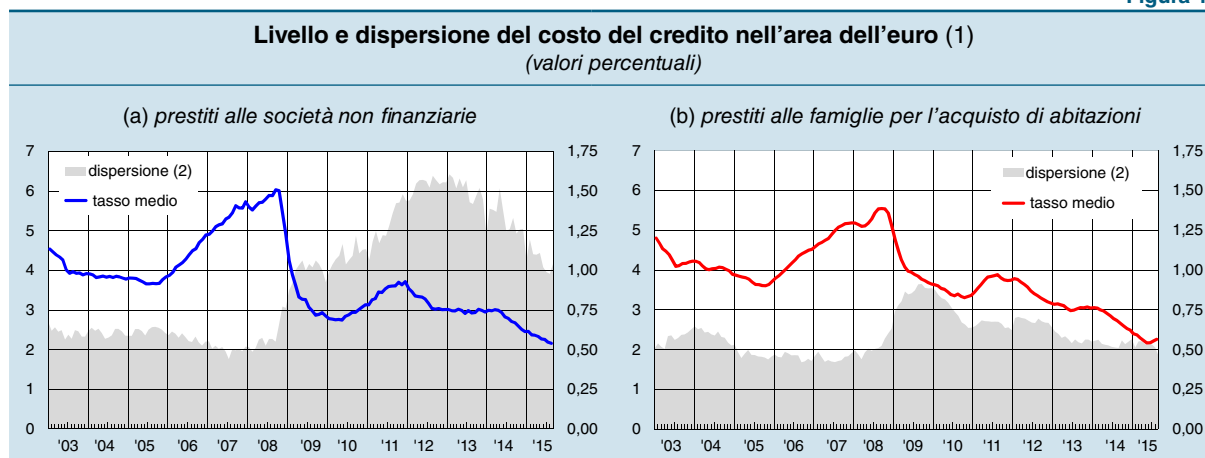
Il 19 agosto è stato avviato il terzo programma di supporto finanziario alla Grecia: lo European Stability Mechanism (ESM) presterà, nell'arco di tre anni, un ammontare massimo di 86 miliardi. L'erogazione degli aiuti è condizionata alla realizzazione da parte del paese di un piano di riforme volte a garantire la sostenibilità delle finanze pubbliche, assicurare la stabilità finanziaria e rafforzare il potenziale di crescita e la competitività dell'economia. È inoltre previsto un piano di privatizzazioni dal quale sono attesi proventi per 50 miliardi. Il programma è stato preceduto da un prestito transitorio di circa 7,2 miliardi approvato il 17 luglio che ha consentito alla Grecia di fare fronte alle imminenti necessità finanziarie e di onorare i debiti scaduti.

(2) In settembre la BCE ha introdotto un nuovo metodo di calcolo del tasso di crescita dei prestiti corretto per le cartolarizzazioni, che tiene conto delle informazioni sull'andamento dei crediti anche nei periodi successivi alla loro cancellazione dai bilanci bancari a seguito di cartolarizzazione o di altre forme di cessione. La nuova metodologia ha comportato una revisione verso il basso dei tassi di crescita dei prestiti per settore nell'area dell'euro; il metodo introdotto è in linea con quello già utilizzato nelle pubblicazioni della Banca d'Italia. Per maggiori dettagli cfr. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150921.en.html>.

Figura 9



Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.



Fonte: BCE.

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

Lo scorso 20 agosto è stata erogata la prima tranche di aiuti, pari a 13 miliardi; contestualmente l'ESM ha accantonato titoli propri per 10 miliardi per interventi in favore del sistema bancario greco; tali titoli potranno essere trasferiti alla Grecia su sua richiesta e previa approvazione dell'ESM stesso. Gli aiuti erogati nell'ambito del nuovo programma e del finanziamento transitorio non aumentano l'esposizione dei conti pubblici dell'Italia nei confronti della Grecia, che rimane pertanto pari a circa 35 miliardi (cfr. *Bollettino economico*, 3, 2015).

### 1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

La volatilità sui mercati finanziari e valutari internazionali – ridottasi in luglio dopo il raggiungimento dell'accordo tra la Grecia e i leader europei – è rapidamente risalita dalla metà di agosto, con il diffondersi di timori di un brusco rallentamento dell'economia cinese e delle sue ripercussioni sul resto del mondo. Tali timori si sono aggravati a seguito dell'improvvisa decisione delle autorità cinesi di modificare il meccanismo di determinazione del tasso di cambio e contestualmente di svalutare il renminbi nei confronti del dollaro, nonché in conseguenza della nuova caduta dei corsi azionari nel paese. Gli eventi in Cina hanno innescato perdite significative sulle piazze finanziarie dei paesi avanzati e delle altre economie emergenti e hanno indotto un marcato deprezzamento del cambio nei paesi produttori di materie prime.

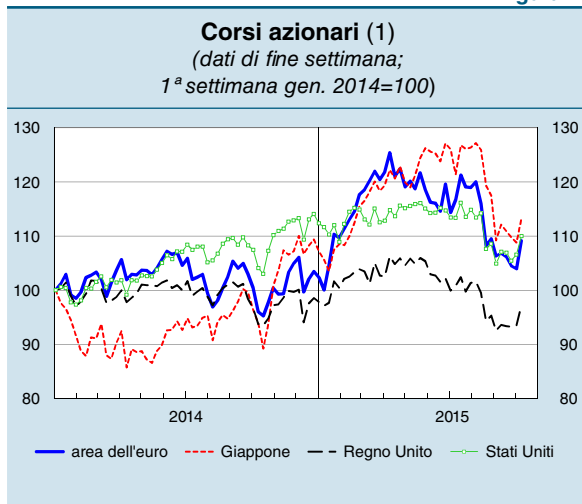
#### La caduta dei corsi azionari in Cina...

In agosto i corsi azionari cinesi hanno subito una nuova, brusca caduta, riflettendo preoccupazioni di un rallentamento dell'economia più marcato rispetto alle attese e correggendo l'eccessivo aumento segnato dai corsi nella prima metà del 2015 (cfr. il riquadro: *Il rallentamento della Cina e le ripercussioni sull'economia mondiale*). Dopo le forti perdite del bimestre precedente, gli indici azionari sono scesi ancora del 30 per cento, riportandosi sui livelli di inizio anno, valori attorno a cui si sono poi stabilizzati.

#### ...si è trasmessa alle piazze finanziarie globali

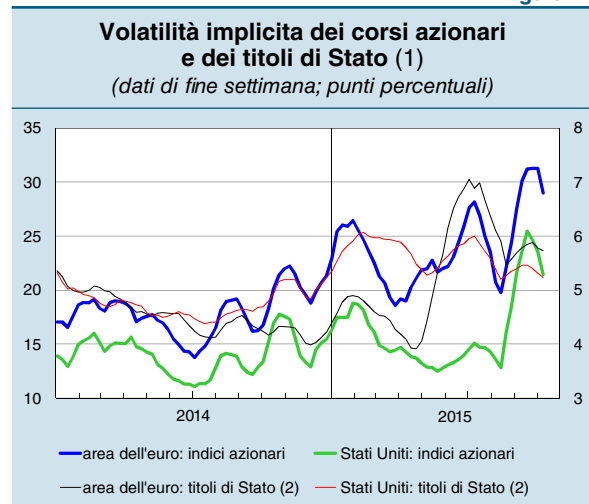
La netta correzione sul mercato azionario cinese si è trasmessa anche alle altre piazze finanziarie globali, in connessione con l'incertezza generata dalla decisione delle autorità del paese asiatico di modificare, dall'11 agosto, le modalità di fissazione giornaliera della parità del renminbi rispetto al dollaro, agganciandola

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.

agli andamenti delle contrattazioni del giorno precedente. La decisione, volta secondo le autorità cinesi a dare più peso alle forze di mercato nella determinazione del cambio, si è tradotta in un'improvvisa, seppur contenuta, svalutazione del renminbi. L'evento ha rafforzato le preoccupazioni di alcuni operatori che la decelerazione in atto dell'attività economica potesse essere più intensa di quanto sostenuto dalle autorità stesse. Le ripercussioni sono state più marcate in Giappone e nell'area dell'euro, dove le quotazioni sono scese di circa il 15 per cento, annullando buona parte dei guadagni accumulati dall'inizio dell'anno (fig. 11).

Al calo registrato nell'area hanno contribuito nell'ultima decade di settembre le turbolenze innescate dal grave scandalo Volkswagen (cfr. il par. 1.2). La volatilità sui mercati azionari si è accentuata, riportandosi su valori storicamente elevati (fig. 12).

**Nei paesi emergenti si sono ampliati gli spread sovrani...**

Gli spread sovrani delle economie emergenti si sono ampliati, più nettamente per i paesi esportatori di materie prime. Dati preliminari indicano un'intensificazione dei deflussi di capitale dai paesi emergenti alla fine di agosto, che si sarebbero poi attenuati nella seconda metà di settembre dopo la decisione della Riserva federale di mantenere invariati i tassi ufficiali.

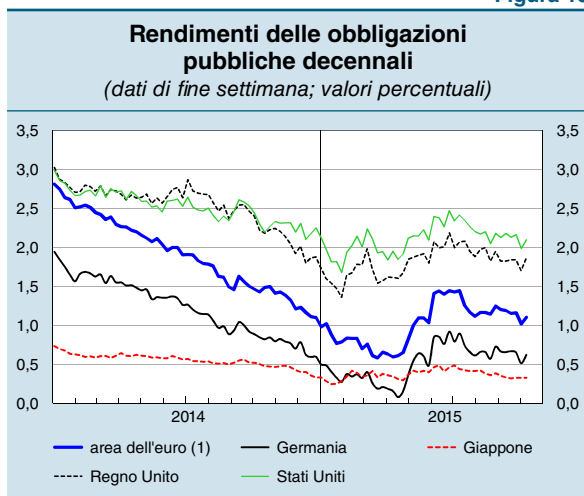
**...e si sono deprezzate le valute**

Le valute dei paesi emergenti si sono nel complesso deprezzate rispetto al dollaro, soprattutto quelle delle economie esportatrici di materie prime; la volatilità dei cambi è salita ai livelli massimi dal 2013. La perdita di valore del renminbi è stata invece contenuta (2,5 per cento nei confronti del dollaro dalla metà di agosto), grazie anche all'azione della Banca centrale cinese, intervenuta ripetutamente dopo la modifica del regime di fissazione del cambio con ingenti vendite di riserve ufficiali (94 miliardi di dollari nel solo mese di agosto).

**Nelle economie avanzate i rendimenti sono scesi...**

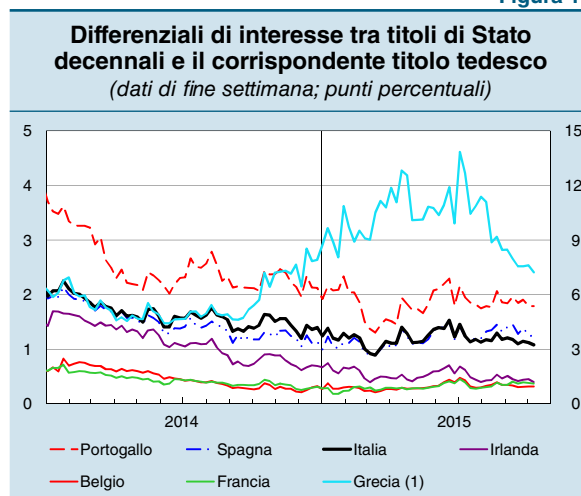
I rendimenti dei titoli di Stato decennali dei principali paesi avanzati sono tornati a scendere, seppur moderatamente, rispecchiando sia il calo delle aspettative di inflazione e crescita, sia la ricerca di investimenti sicuri, in un contesto di accresciuta avversione al rischio (fig. 13).

Figura 13



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

Figura 14



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

**...e gli spread sovrani nell'area dell'euro sono diminuiti**

Nell'area dell'euro, dopo il raggiungimento di un accordo tra la Grecia e i leader europei, i premi per il rischio sui titoli di Stato si sono ridotti; successivamente non hanno risentito delle turbolenze sui mercati finanziari e valutari internazionali (fig. 14).

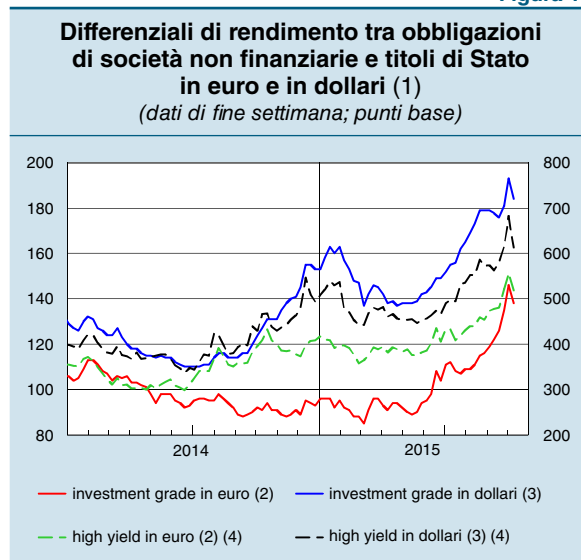
**I premi per il rischio sulle obbligazioni societarie sono saliti**

Dalla fine di giugno i premi per il rischio sulle obbligazioni investment grade emesse dalle società non finanziarie sono aumentati, sia per i titoli denominati in euro sia per quelli in dollari (di 17 e 25 punti base, rispettivamente; fig. 15). L'aumento dei differenziali nel comparto high yield è stato più marcato (78 e 113 punti base per i titoli in euro e in dollari, rispettivamente), soprattutto negli Stati Uniti, dove il segmento risente in maggior misura del calo dei corsi petroliferi. I premi per il rischio di credito delle banche, desumibili dai credit default swap a cinque anni, sono rimasti pressoché invariati nell'area dell'euro, mentre sono moderatamente saliti negli Stati Uniti.

**L'euro si è apprezzato moderatamente**

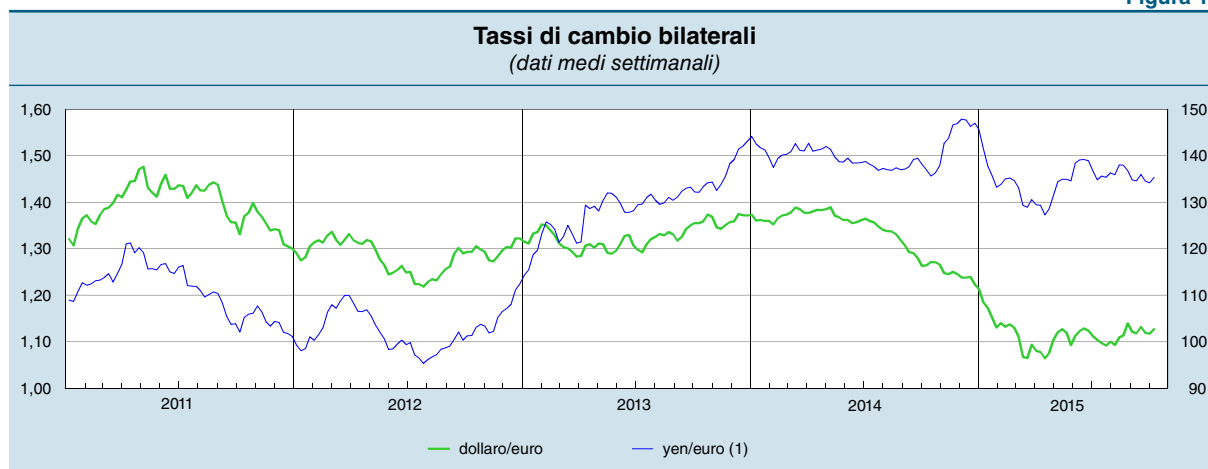
Nel terzo trimestre l'euro ha recuperato parte del deprezzamento osservato nell'ultima parte del 2014 e nei primi mesi di quest'anno, apprezzandosi del 2,4 per cento in termini effettivi nominali. La valuta comune si è lievemente rafforzata

Figura 15



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 16



Fonte: BCE.  
(1) Scala di destra.

rispetto al dollaro, anche in seguito alla decisione della Riserva federale di non innalzare i tassi ufficiali in settembre, a fronte di un lieve indebolimento nei confronti dello yen (fig. 16). Dal 6 novembre 2014, data di avvio dei lavori preparatori del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema, l'euro si è deprezzato del 10 per cento rispetto al dollaro e del 5,2 in termini effettivi nominali.

# 2 L'ECONOMIA ITALIANA

## 2.1 LA FASE CICLICA

Le informazioni più recenti confermano l'uscita dell'economia italiana dalla lunga fase recessiva. L'attività è sostenuta dalla domanda interna, in particolare dai consumi delle famiglie, dalla ricostituzione delle scorte e dagli investimenti in macchinari, attrezzature e beni immateriali, tornati ad aumentare.

**La ripresa avviata  
nella prima metà  
dell'anno...**

In linea con le valutazioni formulate nel *Bollettino economico* dello scorso luglio, nel secondo trimestre l'attività economica è aumentata dello 0,3 per cento sul periodo precedente, quando la crescita era stata pari allo 0,4 per cento (dato rivisto lievemente al rialzo; fig. 17; tav. 2).

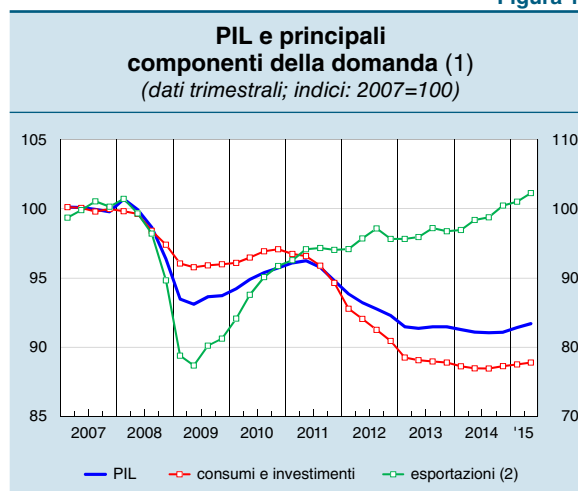
L'attività è stata sospinta dalle componenti interne della domanda e in particolare dalla spesa delle famiglie, soprattutto nel comparto dei beni durevoli. Gli investimenti sono diminuiti, risentendo soprattutto della contrazione di quelli in costruzioni, ma l'accumulazione di macchinari, attrezzature e beni immateriali, dopo il temporaneo calo segnato nel primo trimestre, ha recuperato la moderata tendenza positiva avviata alla fine del 2014 (cfr. il par. 2.2). Il valore aggiunto è salito nei servizi e nell'industria in senso stretto, mentre è tornato a diminuire nelle costruzioni e nell'agricoltura.

**...è proseguita  
nei mesi recenti**

Sulla base degli indicatori più recenti, nel terzo trimestre la crescita del PIL

sarebbe proseguita a ritmi analoghi a quelli del periodo precedente, sostenuta dal rafforzamento dell'attività nei servizi e nella manifattura. In settembre l'indicatore Ita-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che fornisce una stima della dinamica di fondo del PIL, ha segnato il settimo incremento consecutivo, consolidandosi su valori positivi (fig. 18). Tenendo conto anche delle lievi revisioni al rialzo apportate dall'Istat al

Figura 17



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Tavola 2

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

VOCI	2014		2014	2015	
	3° trim.	4° trim.	(2)	1° trim.	2° trim.
PIL	..	..	-0,4	0,4	0,3
Importazioni totali	1,3	0,7	2,9	2,1	1,8
Domanda nazionale (3)	0,1	-0,4	-0,6	0,8	0,5
Consumi nazionali	0,2	0,2	0,1	-0,1	0,2
spesa delle famiglie (4)	0,1	0,1	0,4	-0,1	0,4
altre spese (5)	0,6	0,5	-0,7	..	-0,4
Investimenti fissi lordi	-0,9	0,2	-3,5	1,2	-0,4
costruzioni	-0,8	-0,5	-5,0	0,4	-0,7
altri beni	-0,9	0,9	-1,9	1,9	-0,2
Variaz. delle scorte (6) (7)	0,1	-0,6	-0,1	0,6	0,4
Esportazioni totali	0,6	1,9	3,1	0,7	1,0
Esportazioni nette (7)	-0,2	0,4	0,1	-0,4	-0,2

Fonte: Istat.

(1) Quantità a prezzi concatenati; dati stagionalizzati 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.

PIL della prima metà dell'anno, nel complesso del 2015 la crescita potrebbe rivelarsi lievemente superiore allo 0,7 per cento anticipato nel *Bollettino* dello scorso luglio.

Gli indicatori relativi alla fiducia di famiglie e imprese rimangono favorevoli; sulle prospettive di crescita pesa tuttavia l'acuirsi dei rischi sull'andamento della domanda estera. Il recente scandalo Volkswagen (cfr. il par. 1.2) potrebbe avere ripercussioni sulle imprese italiane che operano nel settore della componentistica; l'entità di tali ripercussioni dipenderà dalle conseguenze della vicenda sul settore automobilistico tedesco nel suo complesso. La Germania costituisce il mercato di destinazione di una quota compresa tra il 20 e il 25 per cento della filiera *automotive* italiana. Secondo l'Associazione Nazionale Filiera Industria Automobilistica (ANFIA), nel 2014 la Volkswagen ha acquistato componenti prodotti da aziende italiane per 1,5 miliardi (pari al 7,7 per cento del totale di esportazioni della filiera).

#### La dinamica dei prezzi resta debole

l'inflazione (misurata dalla variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo, IPCA) si è collocata in settembre allo 0,2 per cento. La debolezza del quadro inflazionistico riflette la dinamica ancora marcatamente negativa della componente energetica; l'inflazione di fondo si è attestata allo 0,8 per cento, sostenuta dal recupero della componente dei servizi (cfr. il par. 2.6).

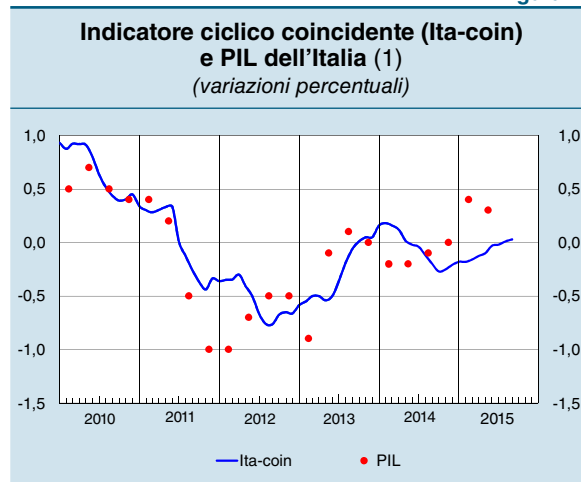
## 2.2 LE IMPRESE

Nei mesi estivi la ripresa dell'attività si è consolidata nella manifattura e nei servizi; il miglioramento ciclico stenta invece ad avviarsi nel comparto delle costruzioni, pur in presenza di qualche segnale positivo sulle prospettive. Le valutazioni delle imprese sulle condizioni per investire si confermano favorevoli; la quota di aziende che prefigura un aumento degli investimenti nel secondo semestre prevale nettamente sulla percentuale di quelle che ne pianifica una riduzione.

#### Prosegue la ripresa della produzione industriale

Sulla base di nostre stime, nel terzo trimestre la produzione industriale avrebbe registrato un incremento superiore al mezzo punto percentuale in termini congiunturali, nonostante il temporaneo calo di agosto, portandosi sul livello più elevato dall'autunno del 2012 (fig. 19).

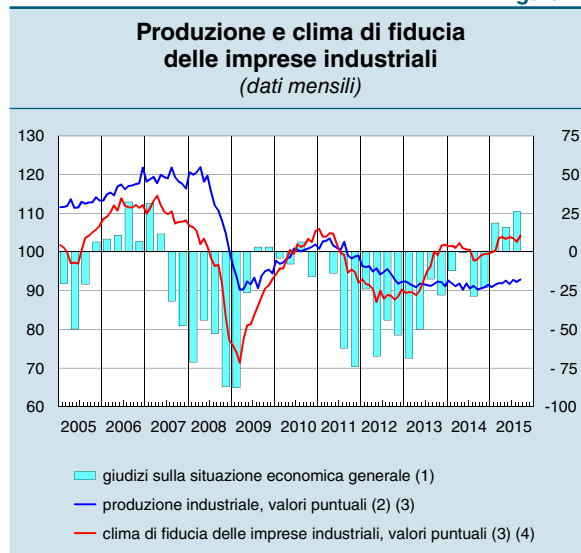
Figura 18



Fonte: Banca d'Italia e Istat.

(1) Per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. il riquadro: *Ita-coin: un indicatore coincidente del ciclo economico italiano*, in *Bollettino economico*, 2, 2015. Per il PIL, dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente. Per Ita-coin, stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche.

Figura 19



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

(1) Scala di destra. Saldo in punti percentuali tra le risposte "migliori" e "peggiori" al quesito sulle condizioni economiche generali nell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Settembre 2015*, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 51, 2015; dati riferiti alle sole imprese industriali. – (2) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi; il dato per settembre 2015 è stimato. – (3) Indice: 2010=100. – (4) A giugno 2013 sono state introdotte innovazioni metodologiche che rendono i dati diffusi a partire da quella data non direttamente confrontabili con quelli precedenti.

**La fiducia delle imprese continua a migliorare...**

Le indagini qualitative prefigurano un ulteriore recupero delle condizioni produttive nei prossimi mesi. Nel terzo trimestre il clima di fiducia delle imprese manifatturiere, pur con alcune oscillazioni, si è attestato su valori elevati, in linea con l'andamento dell'indice PMI; anche i giudizi delle imprese dei servizi privati hanno segnato un netto progresso. Indicazioni coerenti con la prosecuzione della fase espansiva dell'attività produttiva emergono inoltre dalla rilevazione di settembre dell'inchiesta trimestrale presso le imprese condotta in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*. In particolare i giudizi sulla situazione economica generale registrano un netto miglioramento, insieme con le attese sull'evoluzione a breve della domanda.

**...ma i segnali di recupero degli investimenti non sono ancora generalizzati**

Nel secondo trimestre gli investimenti complessivi sono diminuiti (-0,4 per cento sul periodo precedente), frenati dal calo della spesa in costruzioni e da quello degli acquisti di mezzi di trasporto, che avevano segnato un rialzo particolarmente accentuato agli inizi dell'anno. La spesa in macchinari, attrezzature e beni immateriali, che riflette maggiormente le più favorevoli attese sull'andamento della domanda e incide direttamente sul potenziale produttivo, è invece tornata a crescere (0,6 per cento). Le aziende hanno ripreso ad accumulare scorte di magazzino, interrompendo una fase di flessione che si protraveva da un anno. Le valutazioni delle imprese sulle condizioni per investire si confermano favorevoli, più che in luglio; la quota delle aziende che si attende un rialzo della spesa nominale in investimenti nel secondo semestre rispetto al primo supera nettamente quella delle imprese che prefigura una flessione della spesa (cfr. il riquadro: *Le prospettive degli investimenti sulla base delle inchieste presso le imprese*).

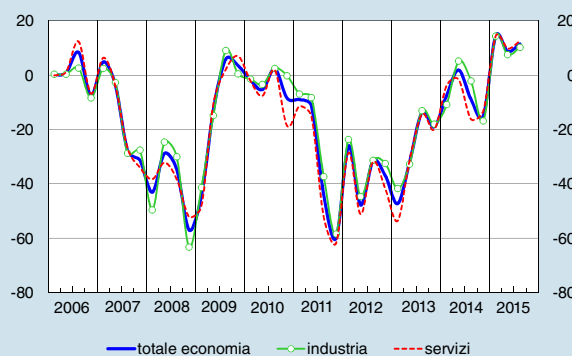
### LE PROSPETTIVE DEGLI INVESTIMENTI SULLA BASE DELLE INCHIESTE PRESSO LE IMPRESE

Il sondaggio trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita delle imprese con almeno 50 addetti, condotto in settembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, ha evidenziato un miglioramento del clima di fiducia dopo la sostanziale stabilizzazione nel trimestre precedente. Le aziende segnalano che sia nel settore dell'industria in senso stretto sia in quello dei servizi è cresciuto l'ottimismo circa l'evoluzione della situazione economica generale (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Settembre 2015*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 51, 2015). Anche le valutazioni relative alla domanda corrente e prospettica sono risultate favorevoli. Rimangono positivi i giudizi sulle condizioni per investire (figura). Nel complesso dell'anno in corso i piani delle imprese prefigurano un aumento della spesa per investimenti rispetto al 2014.

Tra settembre e ottobre di quest'anno le Filiali della Banca d'Italia hanno inoltre svolto la consueta indagine autunnale sullo stato della congiuntura presso un campione di imprese con almeno 20 addetti dell'industria in senso stretto e dei servizi privati non finanziari, e di quelle di costruzione con almeno 10 addetti (cfr. *Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi*, di prossima pubblicazione in *Supplementi al Bollettino Statistico*). La rilevazione ha confermato il consolidamento

Figura

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



(1) Saldi tra giudizi di miglioramento e giudizi di peggioramento rispetto al trimestre precedente nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Settembre 2015, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* presso le imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 51, 2015.



delle favorevoli prospettive degli investimenti, in un contesto di graduale rafforzamento della ripresa ciclica. Il 43,0 per cento delle imprese dell'industria in senso stretto e il 42,3 di quelle dei servizi ha indicato un'espansione del proprio fatturato nei primi nove mesi di quest'anno rispetto allo stesso periodo del 2014; il 27,8 e il 27,3 per cento ne ha invece segnalato una diminuzione (tavola). Nel comparto manifatturiero l'andamento delle vendite all'estero è rimasto favorevole, beneficiando della crescita delle esportazioni verso tutti i maggiori mercati di sbocco inclusa la Cina, con l'eccezione degli altri principali paesi emergenti. Nelle valutazioni di buona parte delle imprese gli effetti dell'attuale rallentamento dell'economia cinese risulterebbero contenuti; si avrebbero invece conseguenze più significative per alcune grandi aziende esportatrici.

Tavola

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

RISPOSTE	Industria in senso stretto	Servizi	Totale
<b>Andamento del fatturato nei primi 3 trimestri del 2015 rispetto allo stesso periodo del 2014</b>			
Più basso	27,8	27,3	27,5
Praticamente uguale	29,3	30,4	29,8
Più alto	43,0	42,3	42,6
<b>Andamento del fatturato estero nei primi 3 trimestri del 2015 rispetto allo stesso periodo del 2014</b>			
Più basso	24,7	24,8	24,7
Praticamente uguale	33,2	41,1	35,4
Più alto	42,1	34,1	39,9
<b>Spesa per investimenti nel 2015 rispetto a quella programmata alla fine del 2014</b>			
Più bassa	15,8	15,0	15,4
Praticamente uguale	67,9	70,6	69,3
Più alta	16,3	14,4	15,3
<b>Spesa per investimenti programmata per il 2016 rispetto a quella del 2015</b>			
Più bassa	15,9	13,3	14,6
Praticamente uguale	58,5	66,5	62,6
Più alta	25,6	20,2	22,9
<b>Occupazione media nel 2015 rispetto al 2014 (2)</b>			
Più bassa	22,6	24,4	23,6
Praticamente uguale	47,2	43,2	44,9
Più alta	30,1	32,4	31,4

(1) Campione composto da imprese con almeno 20 addetti dell'industria in senso stretto (circa 2.751 unità) e dei servizi privati non finanziari (commercio, alberghi e ristoranti, trasporti e comunicazioni, altri servizi professionali; circa 1.066 unità). Stima delle percentuali al netto della risposta "non so, non intendo rispondere", effettuata usando per ogni impresa un coefficiente di ponderazione che, per le distribuzioni totali di area geografica, classe dimensionale e settore di attività, tiene conto del rapporto tra le numerosità del campione e dell'universo. Errori standard delle percentuali stimate non superiori allo 0,8 per cento, ovvero intervalli di confidenza (al 95 per cento) al massimo pari a 1,6 punti percentuali. Elaborazioni effettuate su un campione provvisorio. – (2) Valori ponderati per numero di addetti.

La spesa per investimenti stimata per il 2015 è sostanzialmente in linea con quella programmata alla fine dell'anno precedente per il 70 per cento circa delle imprese, mentre il 15,3 per cento ne segnala un aumento. Nel 2016 dovrebbe proseguire la ripresa degli investimenti, pur in un contesto di incertezza. A fronte di una maggioranza di aziende che indica stabilità della spesa rispetto al 2015, una quota pari al 22,9 per cento ne prevede l'aumento, mentre il 14,6 ne anticipa una flessione.

**Nel settore edile stenta a manifestarsi un'inversione ciclica...**

Il mercato immobiliare si sta riattivando, ma l'inversione del ciclo stenta a manifestarsi nel settore delle costruzioni. Nel secondo trimestre gli investimenti nel comparto sono tornati a diminuire (-0,7 per cento sul periodo precedente); in luglio è proseguita la tendenza al ribasso della produzione edile. Segnali positivi provengono dalle compravendite di abitazioni che, dopo essersi stabilizzate dall'autunno dello scorso anno, nel secondo trimestre sono tornate a crescere del 4,2 per cento sul periodo precedente, al netto della stagionalità (fig. 20). Nello stesso periodo si è pressoché interrotta la prolungata flessione dei prezzi delle case, che usualmente reagiscono con ritardo all'inversione ciclica delle compravendite.

**...anche se le attese migliorano**

In prospettiva segnali favorevoli emergono dal deciso rialzo dell'indice del clima di fiducia delle imprese del settore, in atto dall'inizio dell'anno. Secondo l'indagine trimestrale Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore* condotta in settembre, i giudizi sulle condizioni per investire si confermano favorevoli e la percentuale delle imprese che nei prossimi tre mesi si attende un peggioramento della domanda nel comparto residenziale si è ridimensionata. A tali sviluppi contribuiscono non solo le più favorevoli prospettive macroeconomiche, ma anche il miglioramento delle condizioni di finanziamento: secondo il sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni condotto in luglio, la quota degli acquisti finanziati con mutui ipotecari è aumentata per il terzo trimestre consecutivo.

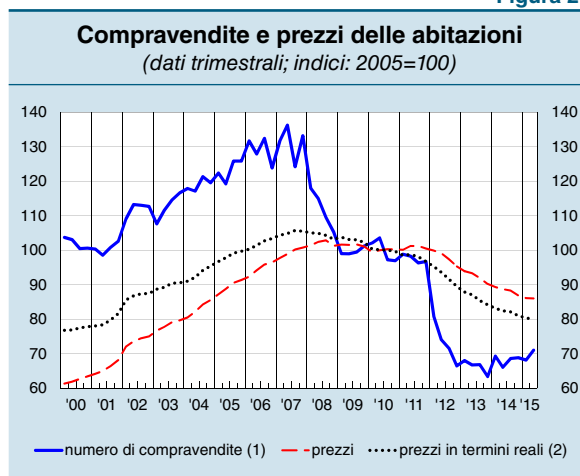
**La competitività di prezzo sarebbe lievemente peggiorata nell'estate**

Valutazioni preliminari per il bimestre agosto-settembre indicano che la competitività degli esportatori italiani, misurata sulla base dei prezzi alla produzione dei beni manufatti, è lievemente peggiorata, risentendo dell'apprezzamento nominale dell'euro. Il guadagno cumulato dalla fine del 2014 resta ampio (superiore a due punti percentuali; fig. 21).

**La redditività delle imprese è rimasta stabile**

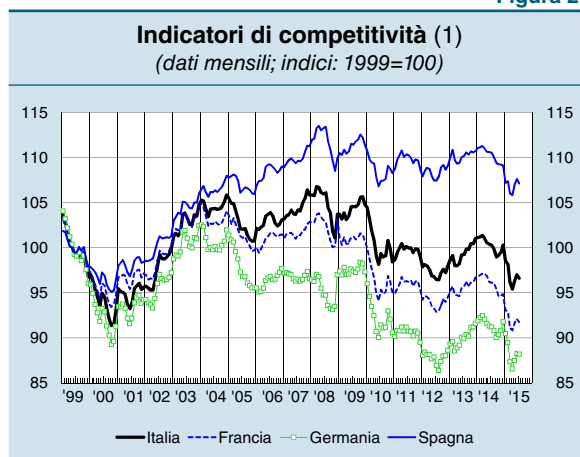
Secondo stime basate sui conti nazionali, nel secondo trimestre la redditività operativa delle imprese – calcolata come rapporto tra margine operativo lordo e valore aggiunto nei dodici mesi terminanti in giugno – è rimasta stabile, su livelli storicamente contenuti. In rapporto al valore aggiunto, gli investimenti

Figura 20



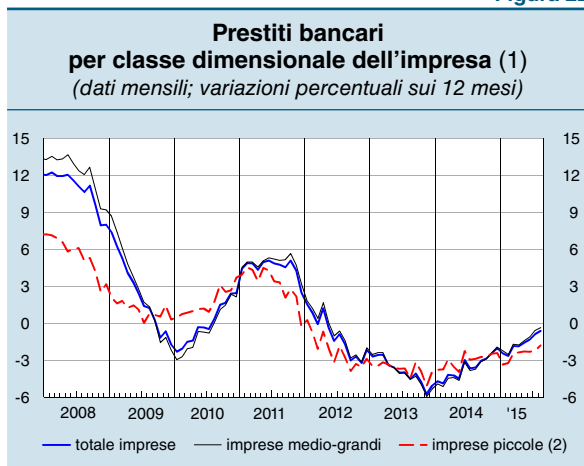
Fonte: elaborazioni su dati OMI, Banca d'Italia, Istat e *Consulente immobiliare*.  
(1) Valori corretti per la stagionalità e per gli effetti di calendario. – (2) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo.

Figura 21



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

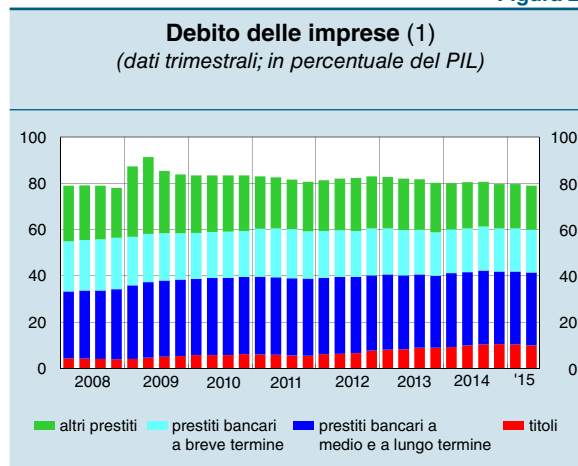
Figura 22



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(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 23



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

(1) I dati si riferiscono ai 12 mesi terminanti nel trimestre considerato. Il debito include i prestiti cartolarizzati. I dati sul debito delle società non finanziarie hanno subito alcune revisioni, principalmente legate alle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. *Conti finanziari e Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero* in *Supplementi al Bollettino Statistico*).

lordi sono aumentati, comportando un incremento del fabbisogno finanziario; l'autofinanziamento è leggermente cresciuto, a fronte di un calo degli oneri finanziari.

**Crescono i prestiti alle imprese manifatturiere**

Si è pressoché annullata la contrazione dei prestiti bancari alle imprese (incluse le famiglie produttrici; fig. 22); negli ultimi mesi si è rafforzata la crescita di quelli alle imprese manifatturiere (cfr. il par. 2.7). Alla fine di giugno il debito complessivo delle imprese in percentuale del PIL è lievemente diminuito, al 79,0 per cento (79,7 alla fine di marzo; fig. 23).

**La raccolta obbligazionaria netta è stata debole**

Nel secondo trimestre la raccolta obbligazionaria netta delle imprese italiane è stata negativa (-3,6 miliardi di euro, da +1,7 nel primo; cfr. tav. 7). Sulla base di dati preliminari di fonte Dealogic, la raccolta sarebbe tornata lievemente positiva tra luglio e settembre. Nei mesi primaverili le emissioni lorde di azioni da parte di società non finanziarie residenti in Italia sono state di piccola entità.

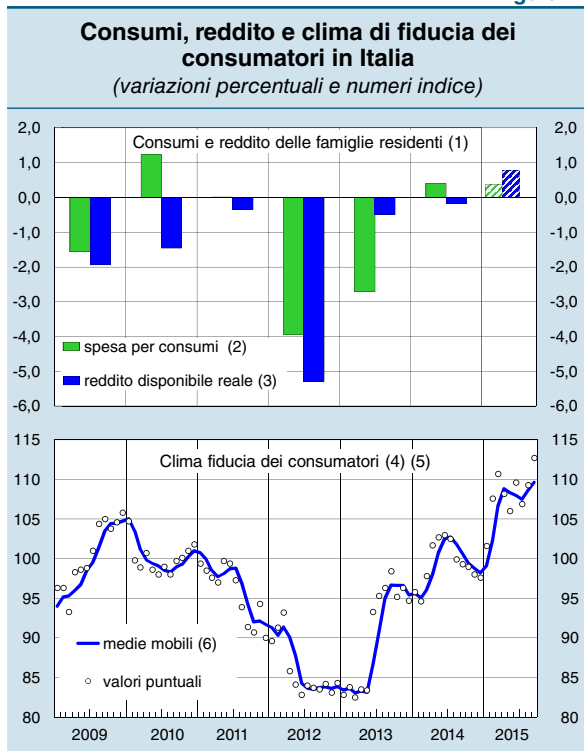
**2.3 LE FAMIGLIE**

Gli indicatori più recenti segnalano che nei mesi estivi si è consolidata la tendenza moderatamente positiva dei consumi delle famiglie, in linea con giudizi favorevoli sul quadro macroeconomico e sul mercato del lavoro e con il recupero del reddito disponibile.

**I consumi continuano ad aumentare moderatamente...**

Nel secondo trimestre i consumi delle famiglie sono aumentati dello 0,4 per cento sul periodo precedente, riprendendo la tendenza positiva in atto dall'estate del 2013, dopo la temporanea battuta d'arresto dei mesi invernali. Il rialzo è stato sostenuto soprattutto dalla spesa in beni durevoli, salita del 3,1 per cento, cui si è aggiunto l'apporto dei servizi (0,2 per cento). Il reddito disponibile, valutato in termini reali, è lievemente cresciuto rispetto al periodo precedente e ha segnato un recupero dell'1,1 per cento sui dodici mesi (fig. 24). La propensione al risparmio è scesa poco al di sotto del 9 per cento, un livello comunque superiore di mezzo punto percentuale rispetto alla primavera dello scorso anno.

Figura 24



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Variazioni percentuali sull'anno precedente. Fino al 2014 dati annuali; per il 2015 variazioni percentuali dei primi 6 mesi sullo stesso periodo del 2014. – (2) Quantità a prezzi concatenati. – (3) Deflazionato con il deflatore della spesa per consumi delle famiglie (valori concatenati con anno di riferimento 2010). – (4) Dati mensili destagionalizzati. Indici: 2010=100. – (5) A giugno 2013 sono state introdotte innovazioni metodologiche che rendono i dati diffusi a partire da quella data non direttamente confrontabili con quelli precedenti. – (6) Dati mensili; medie mobili nei 3 mesi terminanti in quello di riferimento.

**...e la fiducia delle famiglie rimane elevata**

In settembre l'indice della fiducia dei consumatori ha registrato un nuovo incremento, portandosi su livelli massimi nel confronto ciclico. Il miglioramento, diffuso a tutte le componenti, è stato più accentuato per le valutazioni sul quadro economico generale, corrente e atteso, e per le aspettative sul mercato del lavoro.

**Il debito è invariato, così come il suo servizio**

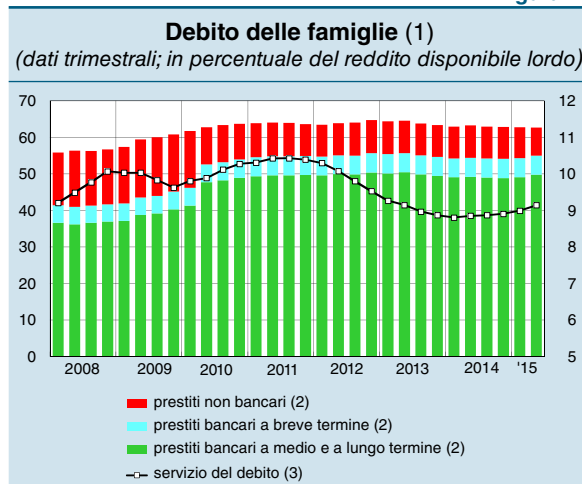
Nel secondo trimestre il debito delle famiglie italiane in rapporto al reddito disponibile è rimasto sostanzialmente invariato (al 62,7 per cento; fig. 25), mantenendosi ben al di sotto di quello medio dell'area dell'euro (96 per cento circa alla fine di marzo). Nella media del trimestre è proseguito il calo dei tassi di interesse per

il credito al consumo e sui nuovi prestiti per l'acquisto di abitazioni; entrambi i tassi sono rimasti su livelli contenuti nel confronto storico anche nei mesi più recenti, nonostante il lieve aumento di quelli sui mutui (cfr. il par. 2.7). Gli oneri sostenuti dalle famiglie per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale), in rapporto al reddito disponibile, si sono mantenuti stabili al 9,1 per cento.

## 2.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

L'andamento delle esportazioni è sostenuto dal recupero di competitività di prezzo registrato nella prima metà dell'anno, in parte ridimensionato dal lieve apprezzamento dell'euro nei mesi estivi, e dal rafforzamento dell'attività economica nell'Unione europea. Nonostante la crescita delle

Figura 25



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

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

Secondo gli indicatori più recenti la crescita dei consumi sarebbe proseguita nel terzo trimestre. Le immatricolazioni di autovetture sono rimaste sostanzialmente stazionarie rispetto al periodo precedente, segnando nei primi nove mesi dell'anno un incremento del 15,3 per cento nel confronto con lo stesso periodo del 2014.

importazioni, sospinte dal consolidamento della domanda interna, il surplus del conto corrente si mantiene elevato, beneficiando del minore deficit energetico.

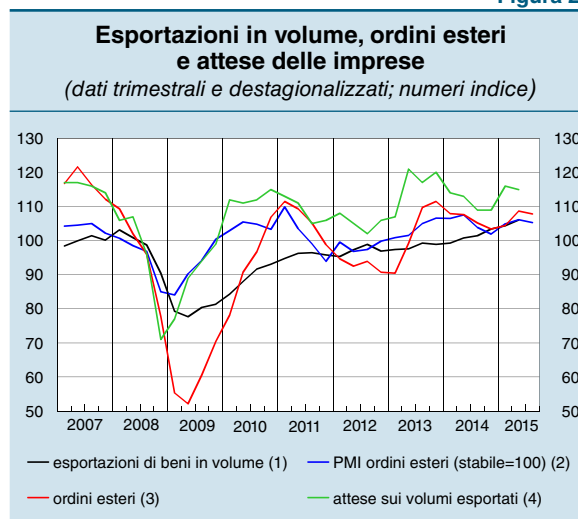
**Nel secondo trimestre sono cresciute le esportazioni...** Nel secondo trimestre le esportazioni di beni e servizi in volume sono aumentate dell'1,0 per cento rispetto al periodo precedente. L'accelerazione delle vendite di merci (1,6 per cento) è stata trainata dalla robusta espansione di quelle verso i paesi della UE; si sono al contrario ridotte le vendite nei mercati extra UE, risentendo del rallentamento congiunturale nei paesi produttori di petrolio e nelle altre economie emergenti. Alla crescita delle esportazioni hanno contribuito principalmente le vendite da parte delle imprese operanti nei settori dei prodotti petroliferi raffinati, della chimica-farmaceutica e del "made in Italy".

**...e le importazioni** Le importazioni di beni e servizi in volume sono cresciute dell'1,8 per cento, sospinte dalla componente dei beni. Il forte rimbalzo degli acquisti dall'estero dall'inizio dell'anno risente della ripresa delle componenti della domanda a più elevata attivazione di beni importati (investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto, esportazioni e scorte).

**Le attese sugli ordini esteri sono favorevoli** Nel corso dell'estate l'andamento delle esportazioni si è indebolito. In luglio le vendite all'estero di merci sono lievemente scese rispetto al mese precedente; in agosto le esportazioni nei paesi extra UE si sono ulteriormente contratte. Nelle valutazioni delle imprese le prospettive sulla domanda estera rimangono favorevoli: l'indice PMI relativo agli ordini esteri delle imprese manifatturiere continua a posizionarsi sopra la soglia compatibile con un'espansione delle vendite (fig. 26).

**Il surplus del conto corrente rimane ampio** Nei primi sette mesi del 2015 il conto corrente ha registrato un attivo di 14,4 miliardi, in lieve aumento rispetto ai 13,4 dello stesso periodo dell'anno precedente; il miglioramento è ascrivibile al minor deficit energetico (tav. 3).

Figura 26



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

Tavola 3

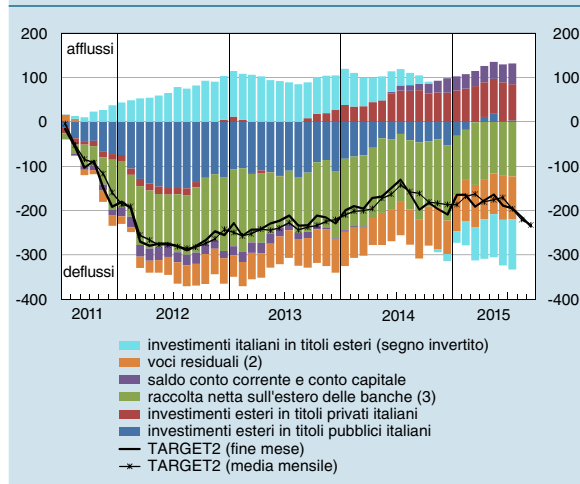
**Bilancia dei pagamenti dell'Italia (1)**  
(saldi in miliardi di euro)

VOCI	2013	2014	gen.-lug. 2014	gen.-lug. 2015
<b>Conto corrente</b>	<b>14,3</b>	<b>31,5</b>	<b>13,4</b>	<b>14,4</b>
Merci	36,0	49,2	27,7	28,7
prodotti non energetici (2)	87,6	90,3	53,5	47,9
prodotti energetici (2)	-51,6	-41,1	-25,8	-19,2
Servizi	0,7	-0,6	-0,4	0,4
Redditi primari	-4,4	-0,5	-2,8	-3,9
Redditi secondari	-18,1	-16,6	-11,2	-10,8
<b>Conto capitale</b>	<b>0,2</b>	<b>3,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,7</b>
<b>Conto finanziario</b>	<b>11,0</b>	<b>46,2</b>	<b>18,0</b>	<b>11,3</b>
Investimenti diretti	0,6	5,0	1,5	9,1
Investimenti di portafoglio	-14,6	-4,5	-88,4	25,0
Derivati	3,0	-3,6	-2,4	0,7
Altri investimenti	20,4	50,2	107,4	-23,6
Variazione riserve ufficiali	1,5	-1,0	0,0	0,1
<b>Errori e omissioni</b>	<b>-3,5</b>	<b>11,4</b>	<b>4,7</b>	<b>-2,4</b>

(1) Secondo gli standard internazionali pubblicati in FMI, *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6 ed., 2009 (BPM6). Per gennaio-luglio 2015 dati provvisori. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat.

Figura 27

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



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

**Gli acquisti esteri di titoli di Stato si mantengono elevati**

La domanda di titoli di Stato da parte degli investitori esteri dall'inizio del 2015 è stata significativa: tra gennaio e luglio gli acquisti netti di titoli pubblici sono stati pari a 56,7 miliardi. Alla fine di giugno la quota di titoli pubblici detenuti da non residenti era pari al 39,6 per cento (dal 38,1 alla fine dello scorso anno); secondo nostre stime circa la metà dell'incremento è attribuibile a investitori diversi dall'Eurosistema e che non rientrano nella categoria dei fondi esteri riconducibili a risparmiatori italiani. I non residenti hanno mostrato interesse anche per i titoli azionari (16,7 miliardi). Dal lato delle attività, i residenti hanno effettuato acquisti netti di titoli esteri di portafoglio per 98,0 miliardi, di cui circa due terzi in quote di fondi comuni: l'espansione del comparto del risparmio gestito, in cui i fondi di diritto estero rivestono un ruolo molto rilevante, è dipesa dallo spostamento dei risparmi da titoli di Stato e obbligazioni bancarie retail verso forme di investimento più diversificate. Agli acquisti di titoli hanno contribuito anche le banche italiane, effettuando investimenti per 25,9 miliardi in obbligazioni estere (principalmente titoli pubblici francesi, tedeschi e spagnoli).

**Si è ampliato il saldo passivo TARGET2...**

La posizione debitoria della Banca d'Italia su TARGET2 si è ampliata portandosi, nella media di settembre, a 232 miliardi da 163 in marzo (fig. 27). Il peggioramento del saldo non è riconducibile a una minore propensione dei non residenti a detenere titoli di Stato italiani: in base ai dati finora disponibili, tra marzo e luglio gli investitori esteri hanno infatti effettuato acquisti netti di titoli del settore pubblico italiano per 21,0 miliardi, un ammontare di poco inferiore alle emissioni nette.

**...per effetto della politica di emissioni e delle operazioni monetarie**

L'andamento del saldo passivo ha invece riflesso l'effetto congiunto dell'ampia creazione di liquidità e della minore offerta di titoli pubblici (1), in relazione sia alla politica di emissioni del Tesoro (che, grazie all'elevata liquidità accumulata sui propri conti presso la Banca d'Italia, ha effettuato a partire da giugno rimborsi netti di titoli), sia alle operazioni di politica monetaria attuate dalla Banca d'Italia (gli acquisti di titoli pubblici e privati e le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine). Per effetto di queste operazioni le banche italiane hanno ridotto la raccolta interbancaria sull'estero; i residenti hanno ribilanciato il proprio portafoglio verso attività finanziarie estere.

La posizione patrimoniale netta sull'estero dell'Italia alla fine dello scorso giugno era passiva per il 26,7 per cento del PIL. Il miglioramento rispetto al trimestre precedente, di oltre tre punti di prodotto, è attribuibile in larga parte agli aggiustamenti di valutazione: il rialzo dei rendimenti dei titoli del debito italiano ha diminuito il valore di mercato delle passività detenute da non residenti.

(1) Per un'esposizione del legame del saldo TARGET2 con i canali di creazione e utilizzo della liquidità e con l'identità di bilancia dei pagamenti, cfr. il riquadro: *Landamento del saldo TARGET2 nell'ultimo triennio*, in *Bollettino economico*, 3, 2015.

## 2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

La ripresa del mercato del lavoro si è consolidata nei mesi estivi, dopo la moderata crescita del numero di occupati e del monte ore lavorate registrata nel secondo trimestre. Gli sgravi contributivi sui neoassunti con contratto a tempo indeterminato e, in misura minore, la nuova disciplina del licenziamento individuale prevista dal Jobs Act hanno indotto una significativa ricomposizione delle assunzioni a favore di forme contrattuali stabili, favorendo anche la crescita della domanda di lavoro. Il tasso di disoccupazione è tornato a scendere; le aspettative delle imprese sul quadro occupazionale restano improntate a un moderato ottimismo.

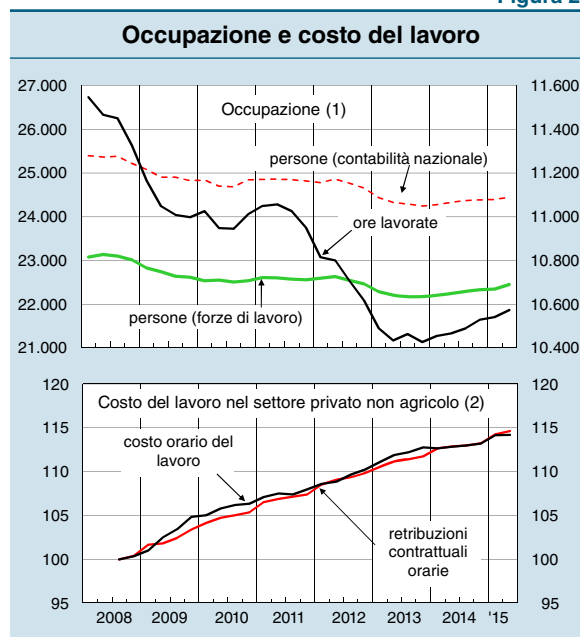
### Prosegue la crescita dell'occupazione e delle ore lavorate

Secondo i dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, nel bimestre luglio-agosto l'occupazione è salita in media dello 0,4 per cento rispetto al secondo trimestre, confermando la crescita del periodo precedente (fig. 28; tav. 4). In base ai conti nazionali l'aumento dell'occupazione nei mesi primaverili ha rispecchiato l'incremento nei comparti edile, dei servizi professionali e dei servizi alle famiglie e agli individui, a fronte della sostanziale stabilità nell'industria in senso stretto.

### Aumenta l'incidenza delle assunzioni a tempo indeterminato

La crescita dell'occupazione nel secondo trimestre ha riguardato esclusivamente la componente alle dipendenze (0,5 per cento rispetto al periodo precedente; -0,3 per cento quella autonoma) e si è accompagnata a una maggiore incidenza di forme contrattuali più stabili sul totale dei nuovi rapporti di lavoro avviati. L'incremento della quota di assunzioni a

Figura 28



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 2° trim. 2015	Variazioni			
		3° trim. 2014	4° trim. 2014	1° trim. 2015	2° trim. 2015
<b>Totale occupati</b>	<b>24.453</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>..</b>	<b>0,3</b>
di cui: industria in senso stretto	4.202	-0,4	0,1	-0,7	-0,1
servizi privati (1)	10.496	0,5	0,1	0,4	..
Dipendenti	18.219	0,2	-0,1	..	0,5
Autonomi	6.234	..	0,4	..	-0,3
<b>Ore lavorate</b>	<b>10.573</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>
di cui: industria in senso stretto	1.835	1,1	0,7	-0,3	-0,7
servizi privati (1)	4.810	0,2	0,3	0,2	0,3
Dipendenti	7.186	0,3	0,2	0,4	0,4
Autonomi	3.387	0,1	0,9	-0,5	0,2
<b>Persone in cerca di occupazione</b>	<b>3.179</b>	<b>2,8</b>	<b>0,4</b>	<b>-3,9</b>	<b>1,1</b>
<b>Forze di lavoro</b>	<b>25.625</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,5</b>

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.

tempo indeterminato ha beneficiato della fase ciclica favorevole, ma anche degli sgravi contributivi introdotti nel mese di gennaio nell'ambito della legge di stabilità per il 2015 e degli effetti della nuova disciplina del licenziamento individuale prevista dal Jobs Act (legge delega 10 dicembre 2014, n. 183) per i rapporti di lavoro dipendente avviati da marzo (cfr. il riquadro: *L'andamento delle assunzioni e gli effetti delle misure sul mercato del lavoro in base ai dati amministrativi*). Sulla base delle Comunicazioni obbligatorie diffuse dal Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, nella prima metà dell'anno la quota di nuove assunzioni con contratto a tempo indeterminato è aumentata nel complesso di quattro punti percentuali rispetto a un anno prima.

## L'ANDAMENTO DELLE ASSUNZIONI E GLI EFFETTI DELLE MISURE SUL MERCATO DEL LAVORO IN BASE AI DATI AMMINISTRATIVI

Secondo i dati amministrativi delle Comunicazioni obbligatorie del Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, nel secondo trimestre del 2015 si è consolidata la crescita delle assunzioni, già rilevata nei primi mesi dell'anno: al netto delle concomitanti cessazioni di rapporti di impiego, il numero complessivo di posizioni lavorative dipendenti è aumentato di circa 320.000 unità (60.000 in più rispetto allo stesso periodo del 2014). In base a dati preliminari, il rafforzamento del mercato del lavoro sarebbe proseguito anche in luglio e agosto.

All'espansione delle assunzioni nette, che ha riflesso esclusivamente quella delle posizioni a tempo indeterminato (figura A), potrebbero aver contribuito, oltre al miglioramento ciclico, anche gli sgravi contributivi in vigore dall'inizio dell'anno e la nuova disciplina del licenziamento individuale – prevista dal Jobs Act per i contratti stipulati a partire dal 7 marzo – che ha ridotto i costi del licenziamento soprattutto per le imprese con almeno 15 addetti.

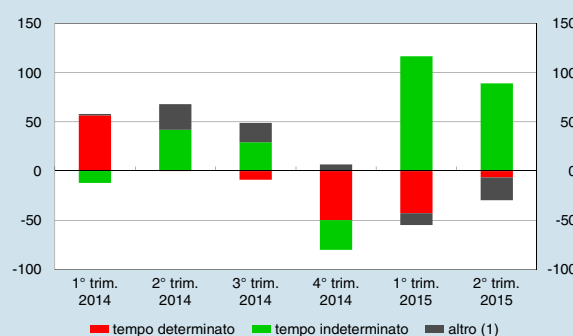
Sfruttando la differente data di avvio delle due misure e la platea potenzialmente diversa di lavoratori interessati è possibile formulare una prima valutazione di quanta parte della crescita dell'occupazione alle dipendenze sia riconducibile a ciascuno dei due provvedimenti e quanta derivi invece da altri fattori, tra cui l'andamento del ciclo economico. In particolare queste informazioni possono essere desunte dal confronto tra l'evoluzione delle assunzioni nette di coloro che hanno diritto allo sgravio e l'andamento delle assunzioni escluse dal beneficio (1), nonché dal confronto tra le dinamiche occupazionali di imprese con diversa dimensione (2).

(1) Lo sgravio contributivo non spetta se, nei sei mesi precedenti l'assunzione, il lavoratore è stato occupato, presso qualsiasi datore di lavoro, con contratto a tempo indeterminato.

(2) La stima utilizza una strategia di tipo *differences-in-differences*, confrontando, prima e dopo l'entrata in vigore di ciascun provvedimento, la dinamica dei saldi netti occupazionali delle imprese, distinte in base alla loro dimensione e alla eleggibilità del lavoratore per lo sgravio contributivo (cfr. P. Sestito e E. Viviano, *Hiring incentives and/or firing cost reduction? Evaluating the impact of the 2015 policies on the Italian labour market*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione).

Figura A

### Crescita dell'occupazione dipendente: scomposizione per tipologia di contratto (variazioni tendenziali; migliaia di contratti)



Fonte: Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, Sistema informatico per le Comunicazioni obbligatorie.

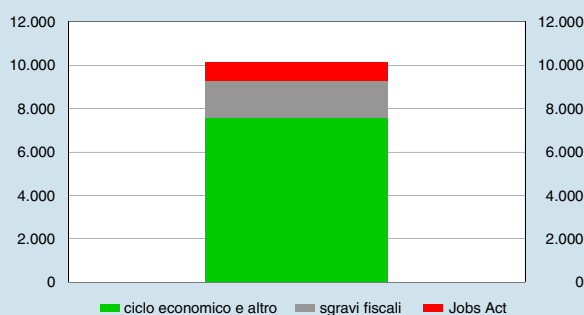
(1) La tipologia contrattuale "altro" include: contratto di apprendistato, contratto di formazione lavoro (solo PA); contratto di inserimento lavorativo; contratto di agenzia a tempo determinato e indeterminato; contratto intermittente a tempo determinato e indeterminato; lavoro autonomo nello spettacolo; lavoro interinale (solo PA).



Una stima ancora preliminare – condotta sui dati delle Comunicazioni obbligatorie del Veneto, unica regione per la quale da tali dati è possibile ricostruire la dimensione di impresa e che fornisce informazioni tempestive sull'eleggibilità dei lavoratori per lo sgravio contributivo – suggerisce che nei primi quattro mesi dell'anno gli interventi avrebbero favorito non solo una ricomposizione dell'occupazione a favore di contratti a tempo indeterminato, ma anche una lieve espansione dei livelli occupazionali complessivi (figura B). Nella Regione Veneto circa un quarto dell'aumento delle posizioni regolari di lavoro dipendente e parasubordinato del settore privato non agricolo registrato (oltre 10.000 rapporti di lavoro) sarebbe attribuibile ai due provvedimenti; all'interno di questa quota si stima che gli sgravi contributivi avrebbero concorso per due terzi, mentre la nuova disciplina dei licenziamenti per un terzo. È verosimile che valutazioni analoghe siano applicabili all'intera economia, per la quale sono necessarie ulteriori analisi.

Figura B

**Determinanti della crescita dell'occupazione dipendente nella Regione Veneto nei primi quattro mesi del 2015 (1)**  
(variazioni tendenziali)



Fonte: elaborazioni su dati amministrativi delle Comunicazioni obbligatorie del Veneto.

(1) Posizioni di lavoro dipendente e parasubordinato regolare, esclusi il settore agricolo, la PA e il lavoro domestico. Variazione del saldo rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. L'istogramma rappresenta l'impatto del ciclo economico (segmento verde) e dei provvedimenti governativi: gli sgravi contributivi (segmento grigio) e la nuova disciplina sui licenziamenti (segmento rosso) valutati mediante la simulazione di scenari alternativi.

I dati di fonte amministrativa sulle Comunicazioni obbligatorie si differenziano da quelli forniti dalla *Rilevazione sulle forze di lavoro* e dai conti nazionali dell'Istat. Le Comunicazioni obbligatorie infatti, oltre a considerare solo il lavoro subordinato e alcune tipologie di parasubordinato, non conteggiano il numero medio di occupati, bensì il cumulo degli eventi di avvio e di conclusione di rapporti di lavoro avvenuti nel periodo. Tali differenze spiegano le discrepanze negli andamenti contemporanei delle due fonti; consentono però anche di utilizzare le Comunicazioni obbligatorie per stimare, con un certo anticipo, la dinamica dell'occupazione, quanto meno per la componente alle dipendenze (3). Infatti un contratto di lavoro avviato, ad esempio, all'inizio del mese di marzo è interamente incluso tra le assunzioni del primo trimestre nei dati delle Comunicazioni obbligatorie, ma contribuisce solo per un terzo all'innalzamento dell'occupazione media dello stesso periodo; tale rapporto di lavoro, qualora rimanga in essere, si aggiunge invece per intero al dato medio relativo al secondo trimestre.

Alla luce dell'andamento delle assunzioni nette registrato nel secondo trimestre e nei mesi di luglio e agosto, si può dunque prevedere che la crescita dell'occupazione alle dipendenze proseguirà anche nella seconda metà del 2015. Alla fine dell'anno essa potrebbe rafforzarsi ulteriormente qualora le imprese decidessero di anticipare le assunzioni pianificate per il 2016 per usufruire degli sgravi contributivi che, a legislazione vigente, sarebbero destinati a venir meno dal prossimo gennaio.

(3) F. Colonna, *La previsione di breve termine dell'andamento dell'occupazione sulla base dei dati amministrativi su assunzioni e cessazioni*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

**Il tasso di disoccupazione è tornato a diminuire nei mesi estivi**

Nel bimestre luglio-agosto il tasso di disoccupazione è tornato a diminuire (al 12,0 per cento in media, dal 12,4 del secondo trimestre; fig. 29), dopo la stazionarietà registrata nei mesi primaverili a seguito della ripresa del tasso di attività. La disoccupazione di lunga durata si è lievemente contratta. Il tasso di disoccupazione giovanile, dopo essere cresciuto di oltre 20 punti percentuali tra il

2008 e il 2014, si è stabilizzato nella prima metà dell'anno e ha mostrato un iniziale calo nella media del bimestre luglio-agosto, al 40,5 per cento: un valore ancora molto elevato, ma il più basso degli ultimi due anni.

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

Nel secondo trimestre le retribuzioni di fatto del settore privato non agricolo sono aumentate dell'1,5 per cento rispetto a un anno prima, in linea con le retribuzioni contrattuali (fig. 28). Anche

per effetto degli sgravi contributivi sulle nuove assunzioni, la dinamica del costo orario del lavoro è stata più contenuta (1,2 per cento). È proseguita la contrazione della produttività oraria; la dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) si è attestata all'1,7 per cento, come nel periodo precedente.

**Prosegue il miglioramento delle prospettive occupazionali**

Nel secondo trimestre le ore autorizzate di Cassa integrazione guadagni hanno continuato a diminuire; anche le ore effettivamente utilizzate dalle aziende si sono ridotte (40 per cento nei primi cinque mesi dell'anno sul totale delle ore autorizzate, dal 45 di un anno prima). Il calo è proseguito anche nel bimestre luglio-agosto. Le

aspettative delle imprese circa il quadro occupazionale a tre mesi, rilevate dalle indagini qualitative condotte dall'Istat durante l'estate, restano improntate a un cauto ottimismo, coerentemente con l'aumento della domanda di lavoro segnalato dalla crescita del numero di posti vacanti.

## 2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

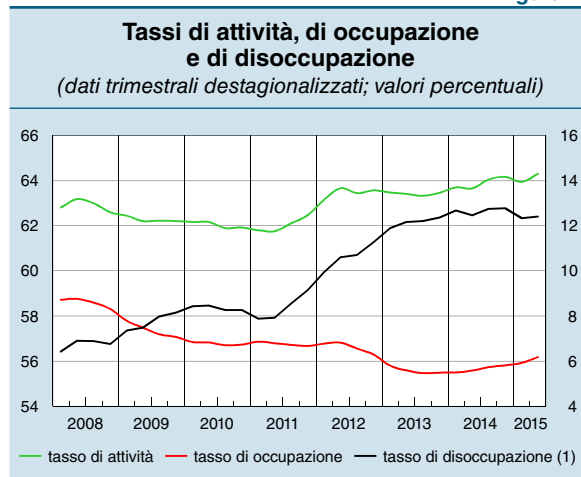
La dinamica dell'indice complessivo dei prezzi al consumo rimane debole, risentendo principalmente del calo della componente energetica. L'inflazione di fondo è sostenuta dal recupero della componente dei servizi. I sondaggi più recenti segnalano un aumento delle attese di famiglie e imprese, sebbene resti diffusa la percezione di un'inflazione ancora bassa nei prossimi mesi. Anche nelle valutazioni degli analisti la dinamica dei prezzi si manterrebbe su valori appena positivi nella media del 2015.

**L'inflazione resta debole**

In settembre la variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al

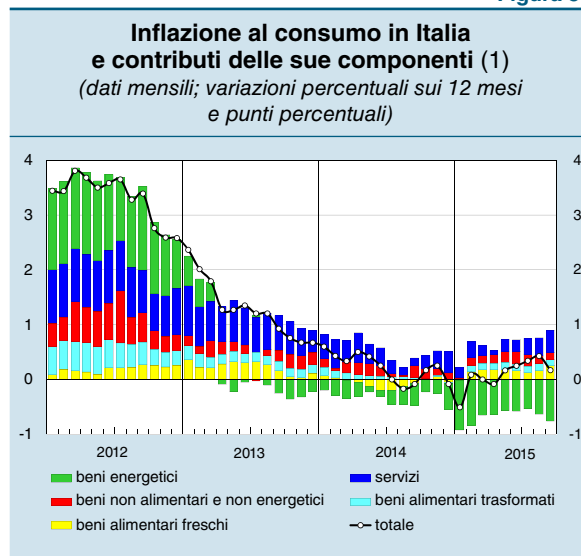
consumo (IPCA) è scesa allo 0,2 per cento (fig. 30), risentendo del calo ancora marcato dei prezzi dei beni energetici (-7,6 per cento; tav. 5). Al netto delle componenti più volatili, l'inflazione si è attestata allo 0,8 per cento; è stata sostenuta dall'accelerazione dei prezzi dei servizi, a fronte del

Figura 29



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

Figura 30



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

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

PERIODO	IPCA (1)			IPC (2)		IPP (3)	
	Indice generale	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale a tassazione costante (4)	Indice generale a 1 mese (5)	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale	
2011	2,9	2,0	2,6	2,8	-	1,3	5,1
2012	3,3	2,0	2,5	3,0	-	1,7	4,1
2013	1,3	1,3	1,1	1,2	-	1,1	-1,2
2014	0,2	0,7	-0,1	0,2	-	0,7	-1,8
2014 – gen.	0,6	0,9	0,3	0,7	0,2	0,9	-1,5
feb.	0,4	0,9	0,1	0,5	-0,1	0,9	-1,7
mar.	0,3	0,9	-0,1	0,4	0,0	0,8	-1,9
apr.	0,5	1,1	0,2	0,6	0,0	1,0	-1,7
mag.	0,4	0,8	0,0	0,5	0,0	0,7	-1,7
giu.	0,2	0,7	-0,2	0,3	0,0	0,7	-1,8
lug.	0,0	0,5	-0,3	0,1	-0,1	0,6	-1,9
ago.	-0,2	0,4	-0,6	-0,1	0,1	0,5	-2,1
set.	-0,1	0,5	-0,5	-0,2	0,0	0,4	-2,0
ott.	0,2	0,6	0,2	0,1	0,1	0,5	-1,5
nov.	0,3	0,6	0,3	0,2	0,0	0,5	-1,5
dic.	-0,1	0,7	-0,1	0,0	-0,1	0,7	-2,1
2015 – gen.	-0,5	0,5	-0,5	-0,6	-0,4	0,3	-3,8
feb.	0,1	0,9	0,0	-0,1	0,4	0,5	-3,2
mar.	0,0	0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,3	-3,0
apr.	-0,1	0,3	-0,3	-0,1	0,1	0,3	-3,0
mag.	0,2	0,7	0,2	0,1	0,1	0,6	-2,6
giu.	0,2	0,7	0,2	0,2	0,1	0,6	-3,1
lug.	0,3	1,0	0,3	0,2	-0,1	0,7	-3,0
ago.	0,4	1,0	0,3	0,2	0,0	0,7	-3,6
set.	0,2	0,8	0,1	0,2	0,1	0,8	....

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.

rallentamento di quelli dei beni, su cui avrebbero influito anche effetti di natura temporanea. Il numero di voci elementari del paniere dell'IPCA che mostrano una diminuzione dei prezzi sui dodici mesi rimane elevato: la loro quota era pari in settembre al 34 per cento, un valore tuttora superiore alla media del biennio 2009-2010, sebbene al di sotto del picco toccato all'inizio dell'anno. Tra le componenti di fondo, le riduzioni di prezzo hanno interessato il 43 per cento dei beni e il 24 per cento dei servizi.

**I prezzi alla produzione si riducono ancora...** I prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno hanno continuato a ridursi. La diminuzione segnata in agosto (-3,6 per cento sui dodici mesi) riflette la contrazione della componente energetica (-9,9 per cento), a fronte di una variazione appena positiva dei prezzi dei beni non alimentari destinati al consumo finale.

**...ma le attese di famiglie e imprese migliorano gradualmente**

Nei mesi estivi è proseguito il graduale miglioramento delle attese di inflazione di imprese e famiglie. Nella media del trimestre il saldo tra la quota delle imprese manifatturiere censite dall'Istat che prevede una revisione al rialzo dei listini nei successivi tre mesi e quella che ne prefigura una riduzione si è mantenuto su livelli positivi, sebbene ancora molto contenuti. Nelle valutazioni delle aziende intervistate nel sondaggio condotto in settembre in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, il miglioramento della domanda eserciterebbe un moderato impulso sui prezzi di vendita, che nelle attese delle imprese riprenderebbero a crescere nei prossimi dodici mesi (fig. 31). Resta diffusa tra le famiglie interpellate in settembre dall'Istat la

percezione di un'inflazione ancora bassa nei prossimi dodici mesi, anche se si è ulteriormente ridotta la quota di consumatori che si attende prezzi in diminuzione (4,2 per cento in settembre, dal picco del 10,4 toccato un anno fa). Gli operatori professionali censiti nello stesso mese da Consensus Economics prefigurano una crescita dei prezzi al consumo dello 0,2 per cento quest'anno e dell'1,0 nel 2016.

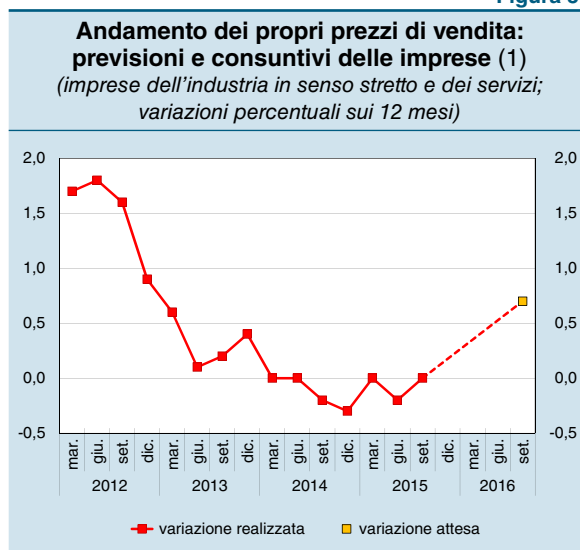
## 2.7 LE BANCHE

Prosegue il graduale miglioramento del mercato del credito, favorito dalla ripresa ciclica e dalle misure adottate dall'Eurosistema. Dopo un prolungato periodo di flessione i finanziamenti al settore privato non finanziario sono rimasti sostanzialmente invariati nel corso dell'estate; si è rafforzata la crescita di quelli alle imprese manifatturiere. Il costo dei prestiti alle società non finanziarie è ancora lievemente diminuito. Le condizioni di offerta del credito sono migliorate moderatamente; rimangono meno favorevoli nel settore delle costruzioni.

### Il credito al settore privato non finanziario si è stabilizzato

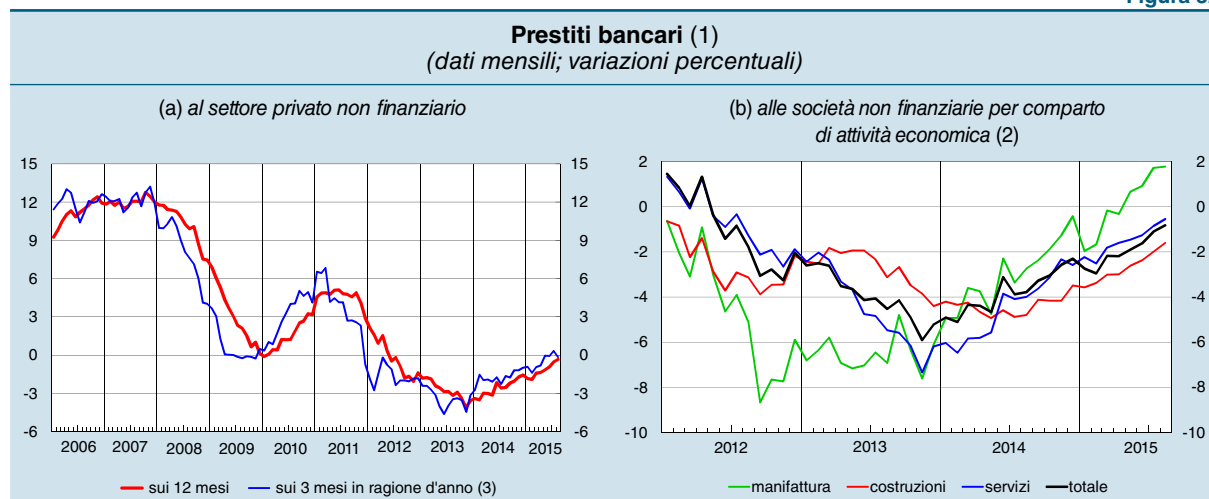
Durante l'estate il credito al settore privato non finanziario si è mantenuto sui livelli del periodo precedente, con una dinamica sui tre mesi pressoché stazionaria (-0,2 per cento in agosto, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno; fig. 32.a). La moderata flessione dei prestiti alle società non finanziarie (-0,9 per cento) è stata compensata dall'incremento di quelli alle famiglie (0,8 per cento).

Figura 31



(1) Media robusta delle risposte al quesito sul tasso di variazione dei propri prezzi rispetto ai 12 mesi precedenti e su quello atteso nei successivi 12 mesi, nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Settembre 2015, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 51, 2015.

Figura 32



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. – (2) Variazioni sui 12 mesi; per i comparti, i dati non sono corretti per le variazioni del cambio e, fino a dicembre 2013, per gli aggiustamenti di valore. – (3) I dati sono depurati dalla componente stagionale.

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

VOCI	Consistenze di fine mese (2)		Variazioni percentuali sui 12 mesi (3)	
	Maggio 2015	Agosto 2015	Maggio 2015	Agosto 2015
<b>Attività</b>				
Prestiti a residenti in Italia (4)	1.819	1.818	-0,8	0,2
di cui: a imprese (5)	803	801	-1,9	-0,8
a famiglie (6)	599	608	-0,1	0,3
Attività verso controparti centrali (7)	97	90	64,8	6,6
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (8)	543	530	-1,7	-2,0
di cui: titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	425	413	1,5	1,0
Attività verso l'Eurosistema (9)	15	25	-7,7	141,1
Attività sull'estero (10)	341	342	11,4	12,6
Altre attività (11)	1.200	1.140	-3,7	-6,8
<b>Totale attivo</b>	<b>4.014</b>	<b>3.945</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,8</b>
<b>Passività</b>				
Depositi di residenti in Italia (4) (12) (13)	1.369	1.364	7,3	3,9
Depositi di non residenti (10)	336	328	5,3	4,7
Passività verso controparti centrali (7)	161	158	63,1	27,6
Obbligazioni (13)	436	419	-14,3	-13,8
Passività verso l'Eurosistema (9)	150	158	-30,9	-3,4
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	122	125	-10,7	-9,3
Capitale e riserve	426	443	6,3	5,2
Altre passività (14)	1.014	950	-3,9	-6,6
<b>Totale passivo</b>	<b>4.014</b>	<b>3.945</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,8</b>

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di agosto 2015 sono provvisori. – (2) Miliardi di euro. – (3) Corrette per riclassificazioni, variazioni dovute ad aggiustamenti di valore e a fluttuazioni del cambio. Le variazioni dei prestiti alle imprese e alle famiglie sono corrette per le cartolarizzazioni. – (4) Esclude l'operatività nei confronti delle controparti centrali. – (5) Definizione armonizzata, esclude le famiglie produttrici. – (6) Definizione armonizzata, include le famiglie produttrici, le istituzioni sociali senza scopo di lucro e le unità non classificate. – (7) Include le sole operazioni di pronti contro termine. – (8) Esclude obbligazioni di IFM (istituzioni finanziarie e monetarie, ossia banche e fondi comuni monetari) residenti. – (9) L'aggregato comprende i rapporti con l'Eurosistema per operazioni di politica monetaria; cfr. *Indicatori monetari e finanziari. Moneta e banche*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, tavv. 1.4a e 1.4b. – (10) Nel periodo considerato queste voci includono prevalentemente operazioni di natura interbancaria. – (11) Include: obbligazioni emesse da IFM residenti; prestiti a IFM residenti; partecipazioni e azioni in società residenti; cassa; quote di fondi comuni monetari; derivati; beni mobili e immobili; altre voci di minore entità. – (12) Esclude le passività connesse con le operazioni di cessione di crediti. – (13) L'aggregato non include le passività nei confronti di IFM residenti. – (14) Include: obbligazioni detenute da IFM residenti; depositi da IFM residenti; quote di fondi comuni monetari; derivati; altre voci di minore entità.

Nei dodici mesi terminanti in agosto si è attenuato il calo dei prestiti alle imprese (-0,8 per cento, da -1,9 in maggio; tav. 6), grazie al rafforzamento della crescita dei finanziamenti al settore manifatturiero (1,8 per cento, da 0,7 in maggio; fig. 32.b) e a una flessione più contenuta nelle costruzioni e nei servizi (-1,6 e -0,6 per cento, rispettivamente). Nello stesso periodo la contrazione dei prestiti alle società non finanziarie di maggiore dimensione si è quasi annullata (-0,3 per cento) e si è attenuata per le aziende più piccole (-2,7 per cento). La dinamica del credito si è mantenuta più favorevole per le imprese che non presentano anomalie nei rimborsi.

Dopo il forte aumento registrato nei primi mesi dell'anno, tra maggio e agosto la raccolta complessiva delle banche italiane si è ridotta, sia nel comparto al dettaglio sia in quello all'ingrosso. A tale andamento si è contrapposto il maggiore ricorso al rifinanziamento presso l'Eurosistema, in particolare alle operazioni a più lungo termine volte a sostenere l'afflusso di credito al settore privato.

### Le condizioni di offerta migliorano moderatamente

Le condizioni di accesso al credito hanno registrato un ulteriore lieve miglioramento nel terzo trimestre (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*). Sulla base dell'indagine mensile dell'Istat presso le aziende manifatturiere, l'allentamento non ha però interessato quelle di minore dimensione. Negli anni recenti il Fondo di garanzia sui prestiti concessi dalle banche alle piccole e medie imprese ha rappresentato un valido strumento per sostenere il finanziamento di queste ultime (cfr. il riquadro: *Una valutazione del Fondo di*

garanzia per le piccole e medie imprese). L'orientamento degli intermediari nel concedere prestiti si conferma più prudente nei confronti del settore delle costruzioni, penalizzato dall'incertezza sull'inversione del ciclo (cfr. il par. 2.2) e da ricorrenti anomalie nei rimborsi (che interessano oltre la metà del credito al comparto).

## L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO

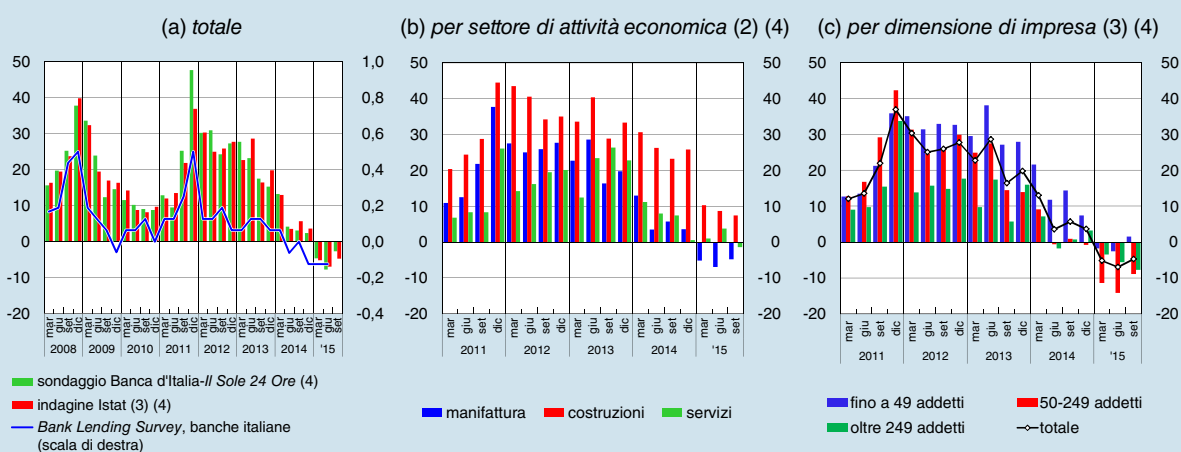
Le banche intervistate lo scorso giugno nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*) avevano segnalato, con riferimento al secondo trimestre di quest'anno, sia un lieve allentamento dei criteri di offerta e dei termini e delle condizioni applicati ai prestiti, sia un'espansione della domanda di finanziamenti (cfr. *Bollettino economico*, 3, 2015) (1).

I sondaggi condotti presso le imprese durante l'estate confermano il graduale miglioramento delle condizioni di accesso al credito, pur con un quadro ancora differenziato tra settori di attività economica. Secondo l'indagine trimestrale realizzata in settembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, la percentuale netta di imprese manifatturiere e dei servizi che ha riportato condizioni di accesso al credito peggiori rispetto al periodo precedente è stata negativa (pari al -2,7; figura). Il saldo è invece rimasto positivo per le imprese operanti nel settore delle costruzioni (10,3 per cento), segnalando condizioni di offerta ancora restrittive.

Indicazioni simili provengono dall'indagine mensile condotta dall'Istat sul clima di fiducia delle imprese, che include anche le aziende con meno di 50 addetti. In settembre le imprese manifatturiere e dei servizi hanno riportato un ulteriore lieve allentamento delle condizioni di accesso al credito, che sono invece rimaste relativamente tese per quelle di costruzione. Tra le aziende manifatturiere il miglioramento ha riguardato quelle con oltre 50 addetti, mentre le condizioni sono

Figura

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



(1) Il sondaggio Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore è condotto su un campione di imprese medio-grandi (con almeno 50 addetti) appartenenti ai settori dell'industria in senso stretto e dei servizi; le indagini Istat sulla fiducia delle imprese sono condotte su campioni di imprese appartenenti ai settori manifatturiero, dei servizi (con esclusione del commercio) e delle costruzioni. I dati per l'indagine Istat sono tratti dalla rilevazione di fine trimestre; a giugno 2013 sono state introdotte alcune innovazioni metodologiche, riguardanti il campione e le tecniche di rilevazione, che rendono non direttamente confrontabile il dato con quello dei periodi precedenti. Per la *Bank Lending Survey* cfr. figura A, nel riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*, in *Bollettino economico*, 3, 2015. – (2) Istat, *Indagini sul clima di fiducia delle imprese*. – (3) Istat, *Indagine sulla fiducia delle imprese manifatturiere*. – (4) 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.

(1) I risultati dell'indagine relativa al terzo trimestre del 2015, condotta in settembre, saranno pubblicati il prossimo 20 ottobre e saranno consultabili sul sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it); quelli per l'area dell'euro sul sito [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

rimaste sostanzialmente invariate per le imprese più piccole. La quota di aziende manifatturiere che ha dichiarato di non avere ottenuto il finanziamento richiesto è stata pari al 9,4 per cento, sostanzialmente in linea con i valori medi riportati dall'inizio della rilevazione (a marzo del 2008); la percentuale sale al 12,3 per le imprese più piccole.

## UNA VALUTAZIONE DEL FONDO DI GARANZIA PER LE PICCOLE E MEDIE IMPRESE

Il Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese (PMI), che fornisce garanzie sui prestiti concessi dalle banche, ha rappresentato il principale strumento pubblico a sostegno del finanziamento delle aziende negli ultimi anni (1). Nel corso della crisi globale l'esigenza di mitigare il marcato innalzamento del rischio di credito dei prenditori ha determinato un rilevante incremento dell'attività del Fondo: tra l'inizio del 2009 e settembre del 2015 sono stati garantiti nuovi prestiti per circa 65 miliardi di euro, contro gli 11 del periodo 2000-08 (figura). Oltre la metà dei finanziamenti garantiti è diretta alle imprese con meno di 20 addetti; si stima che il peso di tali prestiti sul totale di quelli concessi dalle banche alle aziende della stessa dimensione sia salito a circa l'8 per cento, da meno del 2 nel 2008.

La crescita dei prestiti garantiti dal Fondo ha beneficiato anche del progressivo rafforzamento della sua operatività dal 2009. I cambiamenti hanno interessato: (a) l'aumento della dotazione patrimoniale; (b) l'ampliamento della platea dei potenziali beneficiari; (c) l'allentamento dei criteri di ammissibilità; (d) il riconoscimento della garanzia di ultima istanza dello Stato, che consente alle banche di azzerare l'assorbimento di patrimonio della quota dei prestiti coperta dal Fondo. Da ultimo è stato inoltre reso possibile il rilascio della garanzia pubblica a favore di portafogli di prestiti e di obbligazioni emesse da PMI non quotate (cosiddetti minibond).

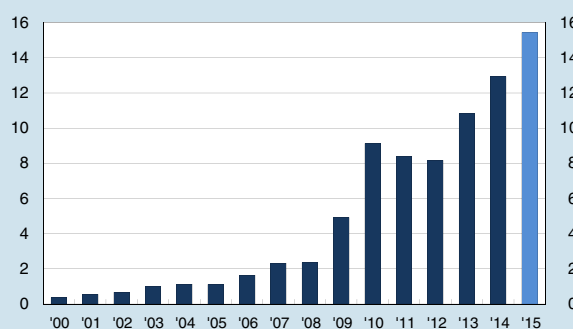
Un'analisi condotta sulle imprese che hanno ottenuto una garanzia tra il 2005 e il 2010 indica che l'intervento del Fondo ha avuto un impatto positivo sui volumi di credito, mentre non sono emersi effetti significativi sul livello medio dei tassi di interesse applicati dalle banche (2). I maggiori prestiti ottenuti con la garanzia del Fondo sono stati utilizzati prevalentemente per finanziare il capitale circolante, mentre l'impatto sugli investimenti non è risultato significativo. Tale evidenza è verosimilmente attribuibile al fatto che, durante la recessione, la domanda di credito da parte delle imprese è stata determinata più dall'esigenza di fronteggiare tensioni di liquidità che dalla necessità di finanziare progetti di crescita.

(1) L'accesso alla garanzia del Fondo è definito in base al valore di alcuni indicatori di equilibrio finanziario calcolati sui dati degli ultimi due bilanci disponibili; per una descrizione dettagliata delle modalità operative dello strumento, cfr. [http://www.fondidigaranzia.mcc.it/fondo\\_di\\_garanzia.html](http://www.fondidigaranzia.mcc.it/fondo_di_garanzia.html).

(2) Il campione analizzato include complessivamente circa 84.000 società di capitale dell'industria e dei servizi; di queste oltre 12.000 hanno beneficiato della garanzia pubblica, mentre le rimanenti fanno parte del campione di controllo (cfr. G. de Blasio, S. De Mitri, A. D'Ignazio, P. Finaldi Russo e L. Stoppani, *Public guarantees to SME borrowing. A RDD evaluation*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione).

Figura

**Finanziamenti garantiti dal Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese (1)**  
(flussi annuali; miliardi di euro)



Fonte: Ministero dello Sviluppo economico.

(1) Per il 2015, stima basata sul tasso di variazione annuale osservato nel periodo gennaio-settembre 2015.

I prestiti garantiti dal Fondo presentano una probabilità di ingresso in sofferenza più elevata rispetto a quelli non garantiti concessi a imprese con caratteristiche simili. La presenza di un garante pubblico, se da un lato favorisce l'afflusso di credito all'economia, dall'altro può indurre gli intermediari a classificare più rapidamente tra le sofferenze i debitori per i quali è agevole ottenere un rimborso (3). L'elevato grado di copertura della garanzia, fino all'80 per cento del valore del prestito, potrebbe inoltre aver disincentivato gli intermediari a selezionare con attenzione le controparti.

Alcuni cambiamenti apportati di recente al funzionamento del Fondo potrebbero aver favorito l'applicazione di tassi di interesse più contenuti ai finanziamenti garantiti (4). Al fine di ridurre le insolvenze, le analisi effettuate suggeriscono che potrebbe essere utile rafforzare gli strumenti di valutazione del rischio di credito da parte del Fondo stesso.

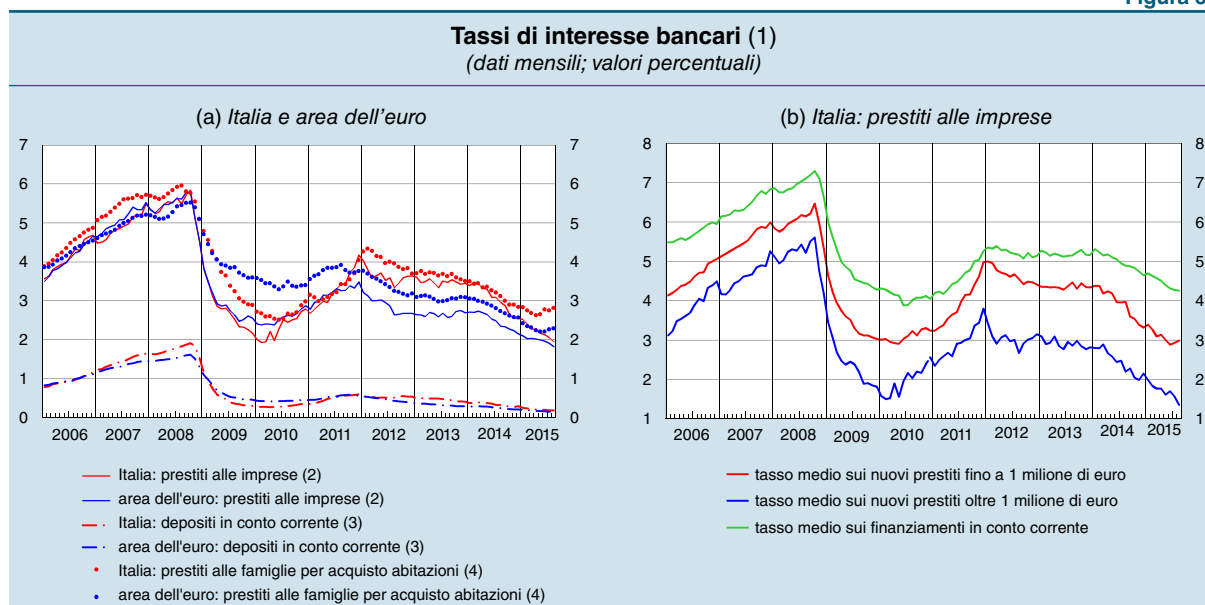
(3) La garanzia del Fondo è attivabile dagli intermediari "a prima richiesta", ovvero al verificarsi dell'insolvenza dei prenditori.

(4) Da marzo del 2014 viene richiesto alle banche di indicare, rendendole note alle stesse imprese, le condizioni di tasso che avrebbero applicato in assenza dell'intervento del Fondo.

### Si riduce ulteriormente il costo dei prestiti alle imprese

I tassi sui prestiti alle imprese hanno registrato un'ulteriore riduzione tra maggio e agosto: il costo medio delle consistenze in essere a breve termine è sceso al 3,7 per cento (dal 3,8); quello sulle nuove erogazioni si è ridotto di due decimi, al 2,0 per cento, riflettendo soprattutto l'andamento del costo degli affidamenti di importo superiore a un milione di euro (fig. 33). Nel secondo trimestre il calo per i nuovi prestiti è stato diffuso tra i principali settori di attività economica. Nei mesi estivi il costo medio dei nuovi finanziamenti per l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie è lievemente salito (al 2,8 per cento, dal 2,7 in maggio). I differenziali rispetto ai tassi medi praticati nell'area dell'euro sui nuovi prestiti sono rimasti pressoché stabili ai livelli di maggio sia per le imprese sia per i mutui alle famiglie (circa 15 e 50 punti base, rispettivamente).

Figura 33



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

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



**Rallenta il flusso di crediti deteriorati**

Nel secondo trimestre il flusso di nuovi prestiti deteriorati in rapporto ai finanziamenti in essere (2), al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, è diminuito al 3,8 per cento, dal 4,1. Tale andamento, interamente ascrivibile ai prestiti alle imprese, ha beneficiato del miglioramento del quadro macroeconomico.

Nello stesso periodo le sofferenze sono comunque aumentate per effetto della riclassificazione di prestiti che già presentavano anomalie nei rimborsi. Informazioni preliminari relative ai mesi di luglio e agosto indicano che l'esposizione complessiva nei confronti dei debitori segnalati per la prima volta in sofferenza avrebbe registrato una diminuzione rispetto al bimestre precedente. Resta elevata tuttavia la consistenza dei crediti in sofferenza ereditati dalla lunga crisi: alla fine di giugno le sofferenze complessive erano pari al 10,3 per cento del totale dei prestiti in essere.

**Sono state approvate misure per favorire lo smobilizzo dei crediti deteriorati**

Il Parlamento ha approvato in agosto misure per aumentare la velocità e l'efficienza delle procedure fallimentari ed esecutive e rendere immediatamente deducibili ai fini fiscali svalutazioni e perdite su crediti (cfr. *Bollettino economico*, 3, 2015). Tali interventi agiscono direttamente su alcune cause dell'ingente stock di crediti in sofferenza. Un importante stimolo alla creazione di un mercato secondario degli attivi deteriorati potrebbe provenire dalla costituzione di una società specializzata nell'acquisto di questi attivi (asset management company, AMC); la riduzione dell'incidenza delle sofferenze sui bilanci bancari dovrebbe anche contribuire a ripristinare un adeguato flusso di credito all'economia. Il progetto di un'AMC è in discussione con la Commissione europea; lo studio di fattibilità sta proseguendo rapidamente per eliminare le incertezze sul progetto, che potrebbero agire da freno alla cessione di pacchetti di attivi deteriorati sul mercato.

**Il Governo ha ricevuto la delega per il recepimento della direttiva sul risanamento e la risoluzione delle crisi bancarie**

Il 2 luglio il Parlamento ha approvato la legge di delegazione europea contenente la delega al Governo per il recepimento della direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD); la direttiva introduce in tutti i paesi europei regole armonizzate e mette a disposizione delle autorità poteri e strumenti per pianificare la gestione delle crisi, intervenire prima della loro completa manifestazione e condurre al meglio la fase di risoluzione, riducendo gli effetti negativi sul sistema economico ed evitando che il costo dei salvataggi gravi sui contribuenti. Lo strumento del *bail-in* consente alle autorità di risoluzione di disporre, al ricorrere di condizioni di difficoltà avanzate che richiedano l'avvio di una risoluzione, la riduzione del valore delle azioni e di alcuni crediti o la loro conversione in azioni, per assorbire le perdite, ripristinare un'adeguata capitalizzazione e mantenere la fiducia del mercato. In Italia la completa applicazione del *bail-in* è prevista a partire dal 2016; la svalutazione o la conversione delle azioni e dei crediti subordinati, fra cui gli strumenti di capitale, sarà applicabile già da quest'anno, ove necessaria per evitare un dissesto (3). Sono esclusi dall'ambito di applicazione del *bail-in*, e non possono quindi essere né svalutati né convertiti in capitale, i depositi protetti dal sistema di garanzia (ovvero quelli di importo fino a 100.000 euro).

**La redditività dei maggiori gruppi bancari migliora**

In base alle relazioni trimestrali consolidate, nel primo semestre la redditività dei cinque maggiori gruppi bancari è migliorata rispetto allo stesso periodo del 2014. Il rendimento annualizzato del capitale e delle riserve (ROE) si è attestato al 6,3 per cento (2,9 nella prima metà del 2014). A fronte della diminuzione del margine di interesse (-4,0 per cento), quello di intermediazione è aumentato (4,5 per cento); vi ha contribuito l'incremento dei ricavi da commissioni connesse con le attività di gestione del risparmio. Il risultato di gestione è complessivamente cresciuto (7,0 per cento), rispecchiando la sostanziale stabilità dei costi operativi. Le rettifiche di valore su crediti sono diminuite del 16,5 per cento.

(2) Flusso trimestrale di prestiti deteriorati (esposizioni scadute o sconfinanti, altri crediti deteriorati e sofferenze) in rapporto alle consistenze dei prestiti, al netto dei prestiti deteriorati, alla fine del trimestre precedente.

(3) Cfr. [http://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/documenti/QA\\_gestione\\_crisi\\_bancarie.pdf](http://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/documenti/QA_gestione_crisi_bancarie.pdf).

Nel secondo trimestre il grado di patrimonializzazione dei cinque maggiori gruppi è migliorato. La dotazione di capitale di migliore qualità ha beneficiato, oltre che del contributo della redditività, di operazioni di aumento di capitale. La riduzione delle attività ponderate per il rischio ha contribuito al rafforzamento dei coefficienti regolamentari. Alla fine di giugno il common equity tier 1 ratio, il tier 1 ratio e il total capital ratio erano mediamente pari, rispettivamente, all'11,8, al 12,4 e al 15,4 per cento delle attività ponderate, in aumento di quasi un punto percentuale rispetto alla fine di marzo.

## 2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

Nei mesi di agosto e settembre si è registrato un significativo aumento della volatilità sui mercati finanziari italiani, causato prevalentemente dagli andamenti di quelli globali (cfr. il par. 1.3). Le turbolenze non hanno interessato il mercato del debito sovrano, le cui condizioni, migliorate all'inizio di luglio in seguito al raggiungimento di un accordo tra i leader europei e la Grecia, sono rimaste distese anche nel resto del periodo.

**Sono diminuiti i premi per il rischio sovrano...**

Dopo il picco raggiunto all'indomani del referendum in Grecia, i premi per il rischio sovrano sui titoli di

Stato italiani sono ridiscesi con gradualità e sono rimasti sostanzialmente stabili anche in agosto e in settembre, nonostante la forte volatilità osservata sugli altri mercati. Dalla fine di giugno il differenziale di rendimento fra il titolo decennale italiano e quello tedesco è diminuito di 49 punti base, attestandosi a 108 punti alla fine della prima decade di ottobre (fig. 34).

**...mentre sono stati volatili quelli per il rischio delle banche**

I premi per il rischio di credito delle banche hanno risentito invece del clima di maggiore incertezza sui mercati

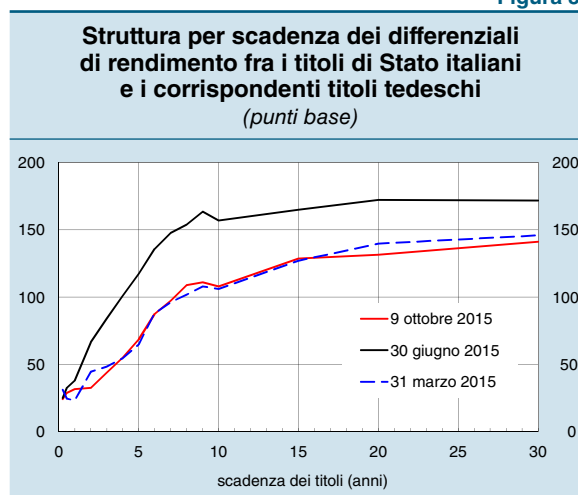
finanziari, mostrando ampie oscillazioni. I differenziali sui credit default swap degli istituti di credito e quelli delle imprese si sono comunque mantenuti pressoché invariati nel complesso del periodo.

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

Nel secondo trimestre le banche hanno continuato a effettuare rimborsi netti di obbligazioni sia in Italia sia nel complesso dell'area

dell'euro (per 26 e 71 miliardi, rispettivamente; tav. 7). Sulla base di dati preliminari di fonte

Figura 34



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Tavola 7

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

PERIODO	Banche	Altre società finanziarie	Società non finanziarie	Totale
<b>Italia (2)</b>				
2013	-80,3	-17,1	22,8	-74,6
2014	-153,0	-17,1	3,8	-166,3
2014 – 1° trim.	-48,5	-8,6	3,3	-53,8
2° trim.	-28,3	1,8	-1,5	-28,0
3° trim.	-37,6	-6,9	2,8	-41,7
4° trim.	-38,7	-3,4	-0,8	-42,8
2015 – 1° trim.	-42,0	-6,1	1,7	-46,4
2° trim.	-26,4	-5,1	-3,6	-35,1
<b>Area dell'euro</b>				
2013	-377,9	-73,4	81,4	-369,9
2014	-387,6	16,8	56,4	-314,4
2014 – 1° trim.	-116,7	-27,4	19,4	-124,7
2° trim.	-70,5	69,6	18,0	17,2
3° trim.	-80,7	-7,8	13,2	-75,4
4° trim.	-119,7	-17,5	5,8	-131,5
2015 – 1° trim.	-72,8	69,1	19,0	15,3
2° trim.	-70,6	14,4	2,3	-53,8

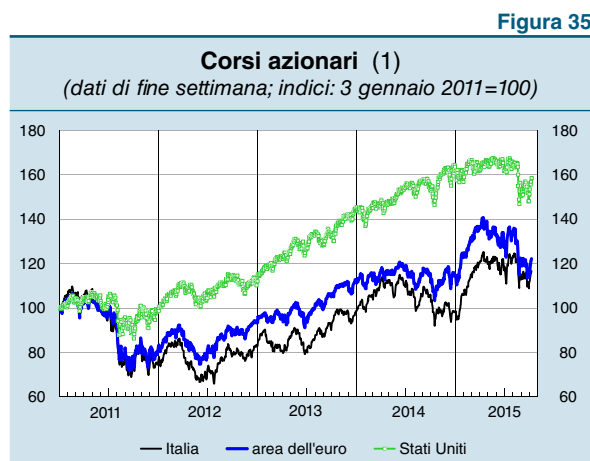
Fonte: Banca d'Italia e BCE.

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

Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, i collocamenti effettuati dalle banche del nostro paese sarebbero rimasti su livelli contenuti anche nel terzo trimestre, sebbene in lieve aumento rispetto a quello precedente (a 7 miliardi, da 2).

**La variabilità dei corsi azionari si è fortemente innalzata**

La ripresa dei corsi azionari, avviatasi all'inizio del terzo trimestre in seguito alla soluzione della crisi greca (cfr. il par. 1.2), si è invertita dalla metà di agosto in connessione con le turbolenze sui mercati finanziari globali e con lo scandalo Volkswagen (cfr. il par. 1.3). La variabilità attesa delle quotazioni azionarie, desunta dai prezzi delle opzioni sugli indici di borsa, si è bruscamente innalzata, portandosi su livelli prossimi a quelli raggiunti alla fine del 2011 durante una delle fasi più acute della crisi del debito sovrano; dall'inizio di ottobre la volatilità è tornata su valori decisamente più contenuti e i corsi azionari hanno recuperato le perdite del bimestre precedente. Rispetto alla fine di giugno l'indice della borsa italiana si è mantenuto pressoché invariato (a fronte di un calo del 4,0 per cento nel complesso dell'area dell'euro; fig. 35).



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.

**Restano consistenti gli afflussi verso i fondi comuni**

Secondo dati di fonte Assogestioni, nel secondo trimestre del 2015 gli afflussi netti di risparmio verso i fondi comuni aperti di diritto italiano ed estero si sono lievemente ridotti, pur rimanendo consistenti (30 miliardi, da 39 nel trimestre precedente). La raccolta netta è stata positiva in tutti i comparti tranne che in quello speculativo.

**2.9 LA FINANZA PUBBLICA**

In settembre il Governo ha aggiornato le previsioni di finanza pubblica per il 2015 e i programmi per il quadriennio successivo. La stima del disavanzo delle Amministrazioni pubbliche nell'anno in corso è stata sostanzialmente confermata, al 2,6 per cento del prodotto; quella del rapporto tra debito e PIL è stata lievemente rivista al rialzo, riflettendo la previsione di una minore crescita dei prezzi.

**La Nota di aggiornamento stima l'indebitamento netto al 2,6 per cento del PIL, dal 3,0 del 2014**

Lo scorso 18 settembre – con la *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2015* – il Governo ha lievemente rivisto al rialzo la stima tendenziale diffusa in aprile dell'indebitamento netto per l'anno in corso (tav. 8), essenzialmente per effetto dell'attuazione della sen-

**Tavola 8**

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

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

(1) Le stime e gli obiettivi riportati nei documenti ufficiali includono in maniera non omogenea gli effetti del sostegno finanziario ai paesi in difficoltà e il contributo italiano allo European Stability Mechanism (ESM). – (2) *Documento di economia e finanza 2014*. Dati formulati secondo le regole statistiche del SEC 1995; i documenti programmatici pubblicati a partire da settembre 2014 adottano le regole del SEC 2010. – (3) *Documento programmatico di bilancio 2015*. – (4) *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2015*. – (5) *Documento di economia e finanza 2015*.

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

VOCI	2014 (2)	2015	2016	2017	2018	2019
Indebitamento netto	3,0	2,6	2,2	1,1	0,2	-0,3
Avanzo primario	1,6	1,7	2,0	3,0	3,9	4,3
Spesa per interessi	4,7	4,3	4,3	4,1	4,1	4,0
Indebitamento netto strutturale	0,7	0,3	0,7	0,3	0,0	0,0
Debito	132,1	132,8	131,4	127,9	123,7	119,8
Debito al netto del sostegno ai paesi della UEM (3)	128,4	129,3	127,9	124,6	120,5	116,6

Fonte: Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2015.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti. – (2) I dati per il 2014 riportati nella Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2015 non tengono conto della revisione dei conti nazionali per il triennio 2012-14, resa nota dall'Istat con il comunicato stampa del 23 settembre 2015. – (3) Al netto dei prestiti bilaterali alla Grecia, della quota di pertinenza dell'Italia dei prestiti erogati dallo European Financial Stability Facility (EFSF) e del contributo al capitale dell'ESM.

tenza della Corte costituzionale che ha stabilito l'illegittimità della sospensione nel biennio 2012-13 dell'indicizzazione al costo della vita delle pensioni superiori a tre volte il trattamento minimo. L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL si ridurrebbe rispetto all'anno precedente di 0,4 punti percentuali, al 2,6 per cento (tav. 9). Nelle nuove stime del Governo le entrate e le spese primarie aumenterebbero dell'1,5 e dell'1,4 per cento, rispettivamente; l'incidenza sul prodotto della spesa per interessi scenderebbe dal 4,7 al 4,3 per cento.

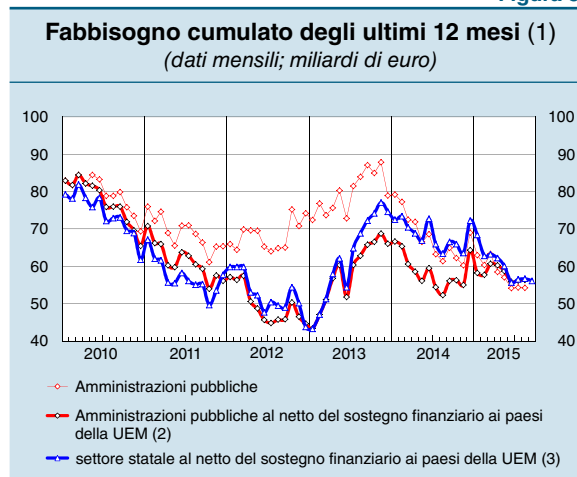
**Anche l'indebitamento netto strutturale migliorerebbe**

Nel 2015 l'indebitamento netto strutturale (ossia depurato dagli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee) diminuirebbe di 0,3 punti percentuali di PIL rispetto al 2014, collocandosi allo 0,3 per cento. Il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto aumenterebbe in misura leggermente superiore a quanto segnalato in aprile (al 132,8 per cento) a causa della minore crescita dei prezzi, che ha ridotto la variazione nominale del prodotto nonostante la revisione al rialzo della crescita reale.

**Il fabbisogno si riduce, coerentemente con le stime del Governo**

L'andamento dei conti pubblici fin qui osservato appare coerente con la stima indicata nella Nota di aggiornamento per l'indebitamento netto del 2015. Nei primi otto mesi del 2015 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni è stato pari a 28,2 miliardi, inferiore di 14,8 rispetto a quello dello stesso periodo dello scorso anno (fig. 36). La riduzione è riconducibile principalmente ai minori esborsi connessi con il pagamento dei debiti commerciali pregressi e dei rimborsi fiscali straordinari (valutabili nel periodo in esame in circa 2 miliardi, da quasi 10 nel 2014, sulla base del monitoraggio del Ministero dell'Economia e delle finanze aggiornato all'11 agosto 2015). Se si escludono anche gli effetti delle altre principali operazioni finanziarie e si tiene conto di disomogeneità temporali, si può stimare che il miglioramento del saldo di cassa nei primi otto mesi sia dell'ordine di 3 miliardi.

Figura 36



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

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

### Le entrate tributarie sono aumentate

Nei primi nove mesi del 2015 le entrate tributarie contabilizzate nel bilancio dello Stato, al netto di lotto e lotterie, sono aumentate del 3,6 per cento (10,0 miliardi). Tenendo conto di alcune disomogeneità contabili riguardanti le ritenute sui redditi delle persone fisiche e le accise, le entrate avrebbero una dinamica più contenuta.

### Migliora il saldo dei conti trimestrali

In base alle stime diffuse dall'Istat, nel primo semestre del 2015 l'indebitamento netto è stato pari al 3,2 per cento del PIL, in calo di 0,3 punti percentuali rispetto al corrispondente periodo dello scorso anno (tav. 10). Le spese totali sono stabili: la contrazione della spesa per interessi (-8,1 per cento) e delle uscite in conto capitale (-1,5 per cento) è stata compensata dall'aumento delle spese primarie correnti (1,1 per cento), sostenute dall'espansione delle prestazioni sociali in denaro (2,2 per cento). Le entrate sono aumentate (0,5 per cento): l'incremento delle imposte dirette, di quelle indirette e dei contributi sociali è stato solo parzialmente bilanciato dalla riduzione delle altre entrate correnti e di quelle in conto capitale.

Nei primi otto mesi dell'anno il debito delle Amministrazioni pubbliche è cresciuto di 48,8 miliardi (78,8 nello stesso periodo del 2014). L'incremento ha in larga parte rispecchiato, oltre al fabbisogno, l'aumento delle disponibilità liquide del Tesoro (27,3 miliardi); l'effetto complessivo dell'emissione di titoli sopra la pari, della variazione dei cambi e della rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione ne ha invece contenuto la crescita per 3,5 miliardi.

### Il Governo programma un rallentamento del consolidamento dei conti pubblici...

Con la *Nota di aggiornamento* il Governo programma un rallentamento del processo di consolidamento dei conti pubblici rispetto a quanto indicato nel *Documento di economia e finanza 2015* di aprile, benché il quadro congiunturale sia lievemente migliorato rispetto ad allora (4). Per il 2016 l'obiettivo fissato per l'indebitamento netto è stato rivisto al rialzo, dall'1,8 al 2,2 per cento del PIL. L'obiettivo per il disavanzo strutturale peggiora di 0,4 punti nel confronto con l'anno precedente, contro il miglioramento di 0,1 punti programmato in aprile: il pareggio strutturale – che per l'Italia rappresenta l'obiettivo di medio termine – verrebbe conseguito nel 2018, un anno dopo rispetto a quanto indicato in aprile (cfr. il riquadro: *Regole di bilancio europee e obiettivi per i conti pubblici dell'Italia*, in

(4) L.F. Signorini, *Audizione preliminare all'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2015*, testimonianza presso il Senato della Repubblica, Roma, 29 settembre 2015.

Tavola 10

### Conto economico trimestrale delle Amministrazioni pubbliche

(milioni di euro, variazioni percentuali e percentuali del PIL)

VOCI	1° semestre			
	2014	2015	Variazioni sul semestre corrispondente	
			2014	2015
<b>TOTALE SPESE</b>	<b>391.121</b>	<b>391.035</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>
Spese correnti al netto degli interessi	324.767	328.219	0,4	1,1
<i>di cui:</i> redditi da lavoro dipendente	76.201	75.579	-0,6	-0,8
consumi intermedi prestazioni sociali in denaro	42.964	43.338	-1,4	0,9
151.965	155.240	1,4	2,2	
Interessi passivi	38.397	35.268	-1,5	-8,1
Spese in c/capitale	27.957	27.548	0,6	-1,5
<i>di cui:</i> investimenti fissi lordi	17.207	17.299	-9,2	0,5
<b>TOTALE ENTRATE</b>	<b>363.617</b>	<b>365.548</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>
Entrate correnti	361.701	364.033	0,9	0,6
<i>di cui:</i> imposte dirette	104.218	105.327	-1,8	1,1
imposte indirette	123.118	124.262	3,3	0,9
contributi sociali	97.246	98.331	0,2	1,1
Entrate in c/capitale	1.916	1.515	-51,9	-20,9
<i>di cui:</i> imposte in c/capitale	649	460	-74,8	-29,1
<b>INDEBITAMENTO NETTO</b>	<b>27.504</b>	<b>25.487</b>		
in % del PIL	3,5	3,2		
<b>Saldo primario</b>	<b>10.893</b>	<b>9.781</b>		
in % del PIL	1,4	1,2		

Fonte: Istat, *Conto economico trimestrale delle Amministrazioni pubbliche*.

*Bollettino economico*, 1, 2015). Nelle valutazioni dell'esecutivo la deviazione dal sentiero di avvicinamento al pareggio strutturale è coerente con le regole di bilancio europee e nazionali: il Governo intende infatti sia sfruttare in modo più esteso i margini di flessibilità riconosciuti a fronte di riforme strutturali, sia invocare l'applicazione della clausola per gli investimenti.

**...e una riduzione del carico fiscale**

L'esecutivo programma una riduzione del carico fiscale su famiglie e imprese. In particolare dal prossimo anno verrebbero disattivati gli inasprimenti fiscali derivanti dalle clausole di salvaguardia previste dalle leggi di stabilità per il 2014 e per il 2015 e abolita la tassazione sulla proprietà dell'abitazione principale; questi interventi sarebbero solo in parte finanziati da misure di riduzione della spesa (spending review). Un quadro complessivo dei provvedimenti e delle coperture sarà definito con la legge di stabilità per il 2016, il cui disegno è stato varato dal Consiglio dei ministri del 15 ottobre.

Sulla base della *Nota di aggiornamento*, nel biennio 2017-18 l'indebitamento netto si ridurrebbe mediamente di un punto di PIL, fino ad arrivare a un sostanziale pareggio alla fine del periodo. La spesa per interessi in rapporto al prodotto diminuirebbe nello stesso periodo di 0,2 punti percentuali, al 4,1 per cento.

**Il rapporto tra debito e PIL si ridurrebbe dal 2016**

Secondo il Governo il rapporto tra debito e PIL inizierebbe a ridursi nel 2016, scendendo di 1,4 punti percentuali, al 131,4 per cento; nel 2019 risulterebbe inferiore al 120 per cento.



# DOCUMENTAZIONE STATISTICA

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





## INDICE

A1	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Stati Uniti	<b>51</b>
A2	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Giappone	<b>52</b>
A3	Conto economico delle risorse e degli impieghi: area dell'euro	<b>53</b>
A4	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia	<b>54</b>
A5	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	<b>55</b>
A6	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	<b>56</b>
A7	Indici armonizzati dei prezzi al consumo nei maggiori paesi dell'area dell'euro	<b>57</b>
A8	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	<b>58</b>
A9	Prestiti bancari in Italia per area geografica e settore di attività economica	<b>59</b>
A10	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	<b>60</b>
A11	Debito delle Amministrazioni pubbliche	<b>61</b>



**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 Amministrazioni pubbliche		Investimenti		Domanda nazionale (2)		Esportazioni		Importazioni		Esportazioni nette		Scorte	
	Variazioni	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo
2011	1,6	2,3	1,6	-3,0	-0,7	6,3	0,9	1,6	1,6	6,9	5,5	..	-0,1						
2012	2,2	1,5	1,0	-1,9	-0,4	9,8	1,4	2,1	2,1	3,4	2,2	0,1	0,1						
2013	1,5	1,7	1,2	-2,9	-0,6	4,2	0,6	1,2	1,3	2,8	1,1	0,2	0,1						
2014	2,4	2,7	1,8	-0,6	-0,1	5,3	0,8	2,5	2,6	3,4	3,8	-0,2	0,1						
2013 – 1° trim.	1,9	2,5	1,7	-4,5	-0,9	4,9	0,8	1,8	2,0	1,0	0,8	-0,1	0,7						
2° trim.	1,1	1,4	1,0	-2,0	-0,4	2,6	0,4	1,3	1,3	4,9	5,5	-0,2	0,4						
3° trim.	3,0	1,7	1,2	-2,2	-0,4	3,8	0,6	2,7	2,8	4,2	2,4	0,2	1,5						
4° trim.	3,8	3,5	2,4	-2,7	-0,5	5,1	0,8	2,5	2,5	10,9	1,0	1,3	-0,1						
2014 – 1° trim.	-0,9	1,3	0,9	..	..	6,0	0,9	0,5	0,5	-6,7	2,8	-1,4	-1,3						
2° trim.	4,6	3,8	2,6	1,2	0,2	5,6	0,9	4,7	4,8	9,8	9,6	-0,2	1,1						
3° trim.	4,3	3,5	2,3	1,8	0,3	7,9	1,2	3,8	3,9	1,8	-0,8	0,4	..						
4° trim.	2,1	4,3	2,9	-1,4	-0,3	2,5	0,4	2,9	3,0	5,4	10,3	-0,9	..						
2015 – 1° trim.	0,6	1,8	1,2	-0,1	..	3,3	0,5	2,5	2,5	-6,0	7,1	-1,9	0,9						
2° trim.	3,9	3,6	2,4	2,6	0,5	5,2	0,8	3,6	3,7	5,1	3,0	0,2	..						

Fonte: statistiche nazionali.

(1) Quantità a prezzi concatenati. Gli investimenti del settore pubblico sono compresi nella spesa delle Amministrazioni pubbliche. – (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 delle Amministrazioni pubbliche		Investimenti		Domanda nazionale (2)		Esportazioni	Importazioni	Esportazioni nette	Scorte
	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Variazioni	Contributo	Contributo
2011	-0,5	0,2	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	1,7	1,4	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	1,3	2,1	1,3	1,9	0,4	3,2	0,7	1,9	1,9	1,2	3,1	-0,3	-0,4
2014	-0,1	-0,8	-1,3	-0,8	0,2	..	2,6	0,6	-0,1	-0,1	8,4	7,4	..	0,1
2013 – 1° trim.	5,4	3,0	4,9	3,0	4,0	0,8	0,4	0,1	3,5	3,5	15,7	2,4	1,7	-0,3
2° trim.	2,3	2,3	3,9	2,3	1,7	0,3	11,5	2,3	2,6	2,6	14,2	14,5	-0,3	-2,4
3° trim.	2,5	0,8	1,3	0,8	-0,1	..	8,9	1,8	3,8	3,8	-0,9	7,0	-1,3	1,2
4° trim.	-0,9	-0,6	-0,9	-0,6	0,3	0,1	5,7	1,2	1,1	1,1	-0,7	11,3	-2,0	0,4
2014 – 1° trim.	4,5	5,1	8,5	5,1	-0,8	-0,2	13,4	2,9	5,4	5,5	24,6	25,6	-0,9	-2,2
2° trim.	-7,6	-12,2	-18,5	-12,2	0,3	0,1	-15,8	-3,8	-10,5	-11,3	2,3	-14,5	3,6	4,8
3° trim.	-1,1	0,8	1,3	0,8	1,2	0,2	-2,6	-0,6	-1,5	-1,6	7,3	3,7	0,5	-2,1
4° trim.	1,3	0,7	1,3	0,7	1,3	0,3	0,2	..	..	..	11,6	3,4	1,3	-1,1
2015 – 1° trim.	4,5	0,9	1,5	0,9	1,1	0,2	6,6	1,4	4,7	4,7	6,7	7,3	-0,3	2,3
2° trim.	-1,2	-1,6	-2,7	-1,6	2,0	0,4	0,6	0,1	-0,1	-0,1	-16,6	-10,1	-1,1	1,0

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali.

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

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

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	PIL	Importazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Spesa per consumi delle famiglie residenti (2)	Spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche	Esportazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	Totale			
<b>Quantità a prezzi concatenati</b>									
2010	2,0	9,9	4,1	-3,6	3,6	-0,4	0,8	0,8	11,3
2011	1,6	4,3	2,4	0,1	3,3	1,6	..	-0,1	6,7
2012	-0,8	-0,8	-0,8	-4,6	-2,5	-3,6	-1,2	-0,1	2,7
2013	-0,3	1,3	0,2	-3,6	-1,5	-2,6	-0,6	0,2	2,1
2014	0,9	4,2	1,8	-0,5	3,1	1,2	0,9	0,8	3,9
2013 – 2° trim.	0,4	1,5	0,7	0,8	0,9	0,9	0,2	0,1	1,6
3° trim.	0,2	1,5	0,6	0,7	0,9	0,8	0,3	0,1	0,6
4° trim.	0,2	0,1	0,2	-0,8	1,8	0,5	0,1	0,1	0,9
2014 – 1° trim.	0,2	0,9	0,4	0,7	0,1	0,4	0,1	0,3	0,6
2° trim.	0,1	1,2	0,4	-1,6	0,6	-0,5	0,2	0,2	1,2
3° trim.	0,3	1,7	0,7	-0,1	0,9	0,3	0,5	0,2	1,5
4° trim.	0,4	0,9	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,2	0,9
2015 – 1° trim.	0,5	1,5	0,8	1,0	1,7	1,4	0,5	0,6	1,0
2° trim.	0,4	1,0	0,5	-1,1	0,1	-0,5	0,4	0,3	1,6
<b>Prezzi impliciti</b>									
2010	0,7	5,2	....	....	....	0,9	1,6	0,6	3,2
2011	1,1	5,9	....	....	....	1,5	2,3	0,8	3,6
2012	1,3	2,5	....	....	....	1,3	1,9	0,8	1,8
2013	1,3	-1,3	....	....	....	0,4	1,2	1,3	-0,3
2014	0,9	-1,8	....	....	....	0,4	0,5	1,0	-0,7
2013 – 2° trim.	0,3	-1,0	....	....	....	-0,2	0,1	0,2	-0,4
3° trim.	0,1	-0,3	....	....	....	0,2	0,2	0,3	-0,1
4° trim.	0,2	-0,3	....	....	....	0,3	0,2	-0,1	-0,2
2014 – 1° trim.	0,3	-0,5	....	....	....	..	0,1	0,5	-0,3
2° trim.	0,1	-0,5	....	....	....	-0,1	..	..	-0,3
3° trim.	0,3	-0,2	....	....	....	0,3	..	0,5	0,2
4° trim.	0,2	-0,7	....	....	....	0,3	0,1	-0,2	..
2015 – 1° trim.	0,4	-1,2	....	....	....	..	-0,3	0,3	-0,1
2° trim.	0,3	1,1	....	....	....	0,2	0,5	0,1	0,9

Fonte: Eurostat.

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

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

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	PIL	Importazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Spesa per consumi delle famiglie residenti (2)	Spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche	Esportazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	Totale			
<b>Quantità a prezzi concatenati</b>									
2010	1,7	12,4	3,7	-3,6	3,1	-0,5	1,2	0,6	11,8
2011	0,6	0,5	0,6	-3,7	..	-1,9	..	-1,8	5,2
2012	-2,8	-8,1	-4,0	-9,3	-9,2	-9,3	-3,9	-1,4	2,3
2013	-1,7	-2,5	-1,9	-7,4	-5,7	-6,6	-2,7	-0,3	0,8
2014	-0,4	2,9	0,2	-5,0	-1,9	-3,5	0,4	-0,7	3,1
2013 – 2° trim.	-0,2	-1,3	-0,4	-0,7	0,2	-0,3	-0,5	0,3	0,5
3° trim.	0,1	2,4	0,6	-0,1	..	..	0,2	-1,0	1,4
4° trim.	..	..	..	-2,8	0,4	-1,3	0,1	0,1	-0,3
2014 – 1° trim.	-0,2	0,3	-0,1	-1,0	-2,0	-1,5	0,2	-0,2	0,3
2° trim.	-0,2	0,9	0,1	-1,5	..	-0,8	0,1	-0,7	1,4
3° trim.	..	1,3	0,2	-0,8	-0,9	-0,9	0,1	0,6	0,6
4° trim.	..	0,7	0,1	-0,5	0,9	0,2	0,1	0,5	1,9
2015 – 1° trim.	0,4	2,1	0,7	0,4	1,9	1,2	-0,1	..	0,7
2° trim.	0,3	1,8	0,6	-0,7	-0,2	-0,4	0,4	-0,4	1,0
<b>Prezzi impliciti</b>									
2010	0,3	6,6	1,6	2,5	2,2	2,4	1,4	0,4	2,3
2011	1,5	6,8	2,6	4,2	0,8	2,6	2,9	-0,2	4,0
2012	1,4	3,5	1,8	1,2	1,6	1,4	2,7	-0,3	1,9
2013	1,3	-1,7	0,6	0,5	0,4	0,4	1,2	0,2	-0,2
2014	0,9	-2,4	0,2	-0,1	0,2	0,1	0,3	0,7	-0,3
2013 – 2° trim.	0,3	-0,8	..	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	-0,4	-0,4
3° trim.	0,2	-0,4	0,1	0,3	..	0,1	0,3	0,4	..
4° trim.	0,3	-0,8	..	0,3	-1,2	-0,4	..	0,3	-0,2
2014 – 1° trim.	0,5	-0,7	0,3	-0,5	0,5	..	0,1	0,3	0,1
2° trim.	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	..	-0,2	-0,3
3° trim.	0,3	-0,4	0,1	0,4	1,1	0,8	-0,1	0,2	0,3
4° trim.	0,2	-0,9	..	0,2	0,7	0,4	..	0,2	-0,3
2015 – 1° trim.	..	-0,7	-0,1	-0,4	-1,6	-1,0	..	-0,6	-0,4
2° trim.	0,1	1,1	0,3	-0,2	1,1	0,4	0,2	-0,1	0,4

Fonte: Istat.

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

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

PERIODO	Redditi per ore lavorate	Produttività oraria		Costo del lavoro per unità di prodotto	
		Valore aggiunto (2)	Ore lavorate		
<b>Totale industria al netto delle costruzioni</b>					
2011	2,0	2,0	2,8	0,8	-0,1
2012	3,6	1,4	-0,9	-2,3	2,1
2013	2,9	1,2	-0,4	-1,6	1,7
2014	1,8	0,1	0,5	0,4	1,6
2013 – 1° trim.	4,7	2,4	-1,2	-3,5	2,2
2° trim.	1,9	0,2	-0,6	-0,9	1,6
3° trim.	2,6	0,1	-0,8	-0,9	2,4
4° trim.	2,1	2,0	1,4	-0,6	0,1
2014 – 1° trim.	1,4	0,5	1,1	0,6	0,9
2° trim.	2,4	0,8	0,5	-0,4	1,6
3° trim.	1,8	0,3	0,6	0,3	1,5
4° trim.	1,5	-0,9	0,2	1,0	2,3
2015 – 1° trim.	1,7	0,4	0,9	0,5	1,3
2° trim.	1,6	0,7	1,4	0,7	0,9
<b>Servizi</b>					
2011	1,6	1,1	1,8	0,7	0,6
2012	2,5	1,1	0,0	-1,1	1,4
2013	2,0	0,8	0,0	-0,8	1,2
2014	1,3	0,2	1,0	0,8	1,1
2013 – 1° trim.	2,5	1,1	-0,5	-1,6	1,4
2° trim.	1,8	0,6	-0,1	-0,7	1,2
3° trim.	1,7	0,7	0,2	-0,5	0,9
4° trim.	1,9	0,6	0,6	0,0	1,3
2014 – 1° trim.	1,3	0,3	1,1	0,8	1,0
2° trim.	1,3	0,2	0,9	0,7	1,1
3° trim.	1,3	0,1	1,0	0,8	1,2
4° trim.	1,1	0,0	1,2	1,1	1,1
2015 – 1° trim.	1,4	0,6	1,4	0,8	0,9
2° trim.	1,3	0,6	1,6	1,0	0,7
<b>Totale economia</b>					
2011	1,9	1,5	1,7	0,3	0,4
2012	2,9	1,2	-0,6	-1,8	1,7
2013	2,2	1,1	-0,2	-1,3	1,1
2014	1,4	0,3	0,9	0,6	1,1
2013 – 1° trim.	3,1	1,6	-0,9	-2,5	1,5
2° trim.	1,9	0,8	-0,3	-1,2	1,1
3° trim.	1,9	0,8	0,0	-0,8	1,1
4° trim.	1,9	1,1	0,8	-0,3	0,8
2014 – 1° trim.	1,3	0,5	1,1	0,7	0,8
2° trim.	1,5	0,5	0,8	0,3	1,0
3° trim.	1,4	0,2	0,8	0,5	1,1
4° trim.	1,2	-0,2	0,8	1,0	1,4
2015 – 1° trim.	1,4	0,4	1,2	0,7	1,0
2° trim.	1,3	0,5	1,5	1,0	0,8

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	
		Valore aggiunto (2)	Ore lavorate		
<b>Totale industria al netto delle costruzioni</b>					
2011	2,6	1,1	1,1	0,0	1,4
2012	2,8	1,6	-2,6	-4,2	1,1
2013	2,7	0,6	-2,3	-2,9	2,1
2014	1,6	-2,2	-1,2	0,9	3,8
2013 – 1° trim.	2,5	1,4	-3,2	-4,5	1,0
2° trim.	3,2	1,2	-2,6	-3,8	1,9
3° trim.	2,8	-0,8	-3,0	-2,2	3,6
4° trim.	2,7	0,5	-0,7	-1,2	2,2
2014 – 1° trim.	1,9	-0,9	0,2	1,1	2,8
2° trim.	1,6	-1,4	-0,8	0,5	3,0
3° trim.	1,4	-2,5	-1,4	1,2	4,0
4° trim.	0,6	-3,5	-1,6	2,1	4,3
2015 – 1° trim.	2,5	-1,0	-0,5	0,5	3,5
2° trim.	1,7	-0,2	0,6	0,8	2,0
<b>Servizi</b>					
2011	0,3	0,2	0,9	0,7	0,1
2012	0,2	-0,9	-2,1	-1,1	1,2
2013	1,3	0,8	-1,0	-1,9	0,5
2014	0,4	-0,2	0,1	0,3	0,6
2013 – 1° trim.	0,8	-0,1	-1,7	-1,6	0,9
2° trim.	1,0	1,1	-1,2	-2,2	-0,1
3° trim.	0,9	1,5	-0,7	-2,1	-0,6
4° trim.	2,5	1,0	-0,6	-1,6	1,5
2014 – 1° trim.	1,4	0,4	-0,1	-0,4	1,0
2° trim.	0,2	-0,4	0,1	0,5	0,6
3° trim.	0,3	-0,3	0,1	0,4	0,7
4° trim.	-0,4	-0,8	0,1	0,9	0,4
2015 – 1° trim.	-0,5	-0,8	0,1	0,9	0,3
2° trim.	-0,1	-0,6	0,4	0,9	0,4
<b>Totale economia</b>					
2011	1,0	0,5	0,6	0,1	0,5
2012	1,1	0,1	-2,4	-2,5	1,0
2013	1,8	1,2	-1,5	-2,6	0,6
2014	0,7	-0,5	-0,4	0,1	1,2
2013 – 1° trim.	1,5	0,8	-2,2	-3,0	0,6
2° trim.	1,8	1,7	-1,7	-3,4	0,0
3° trim.	1,4	1,1	-1,2	-2,3	0,3
4° trim.	2,5	1,1	-0,8	-1,8	1,4
2014 – 1° trim.	1,5	0,2	-0,2	-0,3	1,3
2° trim.	0,5	-0,5	-0,2	0,3	1,1
3° trim.	0,6	-0,6	-0,4	0,2	1,3
4° trim.	-0,1	-1,5	-0,5	1,0	1,4
2015 – 1° trim.	0,3	-0,9	0,0	0,8	1,1
2° trim.	0,3	-0,7	0,3	1,0	1,0

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

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

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

PERIODO	Conto corrente					Conto capitale		
	Totale	Merci	Servizi	Redditi primari	Redditi secondari	Totale	Attività intangibili	Trasferimenti unilaterali
2011	-50.411	-18.583	-6.157	-6.418	-19.253	1.032	-49	1.081
2012	-6.938	16.829	-130	-4.121	-19.516	3.959	1.835	2.124
2013	14.293	36.034	692	-4.376	-18.056	181	-3.142	3.322
2014	31.475	49.199	-558	-532	-16.634	3.355	-942	4.297
2013 – 3° trim.	5.504	9.452	2.282	-1.370	-4.859	73	-98	171
4° trim.	9.731	11.166	-632	1.464	-2.267	2.301	-510	2.811
2014 – 1° trim.	-478	8.203	-2.532	878	-7.027	-587	-515	-72
2° trim.	6.330	12.067	998	-3.787	-2.948	281	-158	439
3° trim.	10.297	12.775	1.752	-1.100	-3.129	423	43	381
4° trim.	15.325	16.154	-775	3.477	-3.531	3.238	-311	3.549
2015 – 1° trim.	1.050	9.696	-2.339	843	-7.150	-262	-244	-18
2° trim.	6.699	12.581	1.559	-5.119	-2.321	-349	-587	238
2013 – lug.	6.004	6.302	1.237	232	-1.768	72	-11	83
ago.	66	1.826	120	-272	-1.608	46	-29	74
set.	-565	1.324	925	-1.331	-1.483	-44	-58	14
ott.	4.058	4.158	97	353	-550	991	-107	1.098
nov.	2.849	3.255	-510	741	-637	874	-100	974
dic.	2.824	3.753	-219	370	-1.080	436	-304	739
2014 – gen.	-1.526	739	-685	170	-1.750	-118	-108	-10
feb.	406	3.116	-823	392	-2.278	-134	-115	-19
mar.	642	4.348	-1.023	316	-2.999	-335	-292	-43
apr.	2.751	4.152	-101	-234	-1.066	-13	-76	63
mag.	727	4.114	292	-3.020	-659	-4	-68	64
giu.	2.852	3.801	807	-534	-1.223	298	-14	312
lug.	7.539	7.455	1.143	121	-1.179	195	37	157
ago.	1.528	2.673	-3	-60	-1.082	157	12	146
set.	1.230	2.648	612	-1.162	-868	71	-6	77
ott.	5.985	5.891	61	958	-924	1.317	-65	1.382
nov.	3.157	4.039	-568	645	-960	1.168	-58	1.226
dic.	6.182	6.224	-268	1.874	-1.647	753	-188	942
2015 – gen.	-1.618	831	-639	-18	-1.792	-6	-18	12
feb.	1.100	4.136	-828	113	-2.322	-10	-14	4
mar.	1.569	4.728	-872	748	-3.035	-246	-212	-35
apr.	3.092	4.449	87	-440	-1.005	-176	-199	24
mag.	1.733	4.635	578	-3.153	-327	-174	-197	23
giu.	1.874	3.497	894	-1.526	-990	1	-191	192
lug.	(6.647)	(6.426)	(1.216)	(328)	(-1.323)	(-95)	(-207)	(111)

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

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

PERIODO	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Imprese				Famiglie consumatrici	Ist. sociali senza scopo di lucro e unità non classificabili e non classificate	Totale
			Totale	medio-grandi	piccole (2)				
					di cui: famiglie produttrici (3)				
<b>Centro e Nord</b>									
2012 – dic.	4,6	4,4	-2,2	-2,0	-2,9	-2,4	0,2	-1,6	0,0
2013 – 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	-2,9	-3,2	-3,3	-2,8	-1,9	-0,2	-1,3	-1,7
dic.	4,2	-0,7	-2,1	-2,0	-2,5	-1,6	0,0	-1,6	-0,6
2015 – mar.	1,3	-0,9	-2,0	-1,9	-2,6	-1,5	0,1	-2,5	-0,9
giu.	3,5	-1,6	-1,5	-1,3	-2,5	-1,4	0,6	-0,6	-0,3
lug.	2,7	-1,2	-1,0	-0,7	-2,4	-1,4	0,8	-2,2	0,0
ago.	3,5	-1,6	-0,6	-0,3	-2,0	-1,2	0,8	-1,5	0,3
<b>Sud e Isole</b>									
2012 – dic.	-1,7	-4,5	-2,1	-1,8	-2,9	-3,2	-0,4	-0,8	-1,4
2013 – 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	-4,5	-2,0	-1,8	-2,4	-2,0	-0,7	-3,5	-1,7
dic.	-4,1	-3,2	-1,6	-1,5	-2,0	-1,2	-0,6	-1,7	-1,4
2015 – mar.	-4,1	-5,3	-1,0	-0,7	-1,9	-1,0	-0,4	0,6	-1,0
giu.	-4,1	-4,7	-0,4	0,0	-1,6	-0,6	0,1	-0,6	-0,6
lug.	-5,8	-1,5	-0,2	0,2	-1,3	-0,7	0,2	-2,0	-0,5
ago.	-8,7	-2,2	-0,5	-0,3	-1,1	-0,6	0,4	-3,2	-0,9
<b>Italia</b>									
2012 – dic.	4,0	4,2	-2,2	-2,0	-2,9	-2,6	0,0	-1,5	-0,2
2013 – dic.	-2,8	-4,9	-5,1	-5,3	-3,9	-3,0	-0,9	-3,5	-3,6
2014 – mar.	-0,2	-5,5	-4,2	-4,5	-2,9	-2,5	-0,7	-3,4	-2,9
giu.	1,6	-3,2	-3,0	-3,2	-2,2	-1,9	-0,5	-2,4	-1,7
set.	1,6	-2,9	-3,0	-3,1	-2,7	-1,9	-0,3	-1,5	-1,7
dic.	3,4	-0,7	-2,0	-1,9	-2,4	-1,5	-0,2	-1,6	-0,7
2015 – mar.	0,8	-1,0	-1,8	-1,7	-2,4	-1,4	0,0	-2,1	-0,9
giu.	2,8	-1,7	-1,3	-1,1	-2,3	-1,2	0,5	-0,6	-0,3
lug.	1,9	-1,2	-0,9	-0,6	-2,2	-1,3	0,7	-2,2	-0,1
ago.	2,4	-1,6	-0,6	-0,3	-1,8	-1,0	0,7	-1,7	0,1

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

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

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

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

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Altre passività	Transazioni in strumenti di debito	Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro (2)		Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	
		<i>di cui:</i> raccolta postale							<i>di cui:</i> impieghi della liquidità		<i>di cui:</i> connesso con sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)
2012	7,0	-1,3	20,4	24,1	1,3	23,7	76,5	-10,1	0,0	66,3	29,5
2013	-1,8	-2,2	-11,0	91,3	-3,6	4,8	79,8	-3,2	-10,0	76,6	13,0
2014	14,7	-1,1	-16,0	81,9	-5,0	-1,2	74,4	-8,8	-28,0	65,7	4,7
2012 – mar.	8,0	-1,2	31,4	0,4	-0,2	7,4	47,0	-10,2	-5,6	36,8	8,0
giu.	-3,9	0,5	-1,5	17,8	2,2	8,5	23,1	-11,7	-2,4	11,4	8,6
set.	4,8	-1,2	5,1	4,2	-0,3	0,2	14,0	0,2	-22,7	14,2	0,5
dic.	-1,9	0,7	-14,6	1,8	-0,5	7,6	-7,7	11,5	30,7	3,8	12,5
2013 – mar.	0,3	-1,4	5,0	42,6	-1,0	0,4	47,3	-11,5	-10,7	35,8	1,1
giu.	-5,1	-0,7	6,6	32,9	0,6	4,2	39,1	-30,4	-8,6	8,7	7,1
set.	0,2	0,2	0,6	-4,5	-2,1	-1,2	-7,0	35,5	7,3	28,4	0,7
dic.	2,8	-0,3	-23,1	20,3	-1,1	1,5	0,4	3,1	2,1	3,6	4,1
2014 – mar.	6,2	-0,5	3,5	46,2	-0,5	-1,3	54,2	-24,3	-6,5	29,9	0,0
giu.	2,4	-0,3	-1,6	50,5	-3,3	1,8	49,8	-43,3	-27,0	6,4	4,3
set.	-3,7	0,3	-4,9	-20,8	-0,1	-2,4	-32,0	53,7	-1,6	21,8	0,4
dic.	9,8	-0,6	-13,0	6,0	-1,1	0,6	2,5	5,2	7,1	7,6	0,0
2015 – mar.	-1,6	-0,9	5,5	49,2	4,2	-2,7	54,5	-32,5	-25,8	22,0	-2,1
giu.	5,1	-0,4	-2,1	15,8	-0,6	0,2	18,5	-22,0	6,8	-3,5	0,0
2014 – gen.	4,2	-0,6	6,7	10,2	0,8	-0,3	21,6	-20,2	-4,4	1,4	0,0
feb.	-1,3	-0,1	-2,8	23,4	-1,2	-0,5	17,6	-6,8	0,6	10,8	0,0
mar.	3,3	0,3	-0,4	12,6	-0,1	-0,4	15,0	2,8	-2,7	17,7	0,0
apr.	-1,8	-0,1	-1,5	28,7	0,0	1,6	27,0	-15,5	2,5	11,5	4,3
mag.	1,1	-0,2	0,3	19,3	-0,1	-0,3	20,3	-14,9	-2,8	5,5	0,0
giu.	3,1	0,0	-0,4	2,5	-3,3	0,5	2,4	-13,0	-26,7	-10,5	0,0
lug.	-2,7	0,3	-1,6	7,4	0,2	-2,4	0,8	-4,5	-3,3	-3,6	0,2
ago.	-0,9	0,5	-2,1	-16,7	-0,4	-0,2	-20,3	27,3	-1,6	7,0	0,2
set.	-0,1	-0,4	-1,2	-11,4	0,1	0,2	-12,5	30,9	3,3	18,4	0,0
ott.	-1,5	-0,8	-3,0	30,8	-0,9	-0,3	25,1	-17,8	-1,1	7,3	0,0
nov.	3,1	-0,6	-1,7	0,2	0,2	0,2	2,1	3,2	-9,7	5,2	0,0
dic.	8,1	0,7	-8,2	-24,9	-0,4	0,7	-24,7	19,8	17,9	-4,9	0,0
2015 – gen.	1,3	-0,4	7,3	24,7	-1,1	-0,5	31,7	-36,4	-18,1	-4,7	0,0
feb.	-3,3	-0,8	-0,1	5,9	4,4	-2,4	4,5	3,6	-10,9	8,1	-2,1
mar.	0,4	0,3	-1,7	18,5	0,9	0,3	18,4	0,2	3,2	18,6	0,0
apr.	-0,9	-0,1	-1,0	12,1	1,1	-0,3	10,9	-4,2	6,2	6,7	0,0
mag.	1,7	-0,4	-0,1	20,1	0,6	-0,2	22,1	-17,8	1,2	4,2	0,0
giu.	4,3	0,1	-0,9	-16,3	-2,2	0,7	-14,5	0,0	-0,6	-14,5	0,0
lug.	-3,1	-0,2	0,0	0,3	-1,9	-0,5	-5,2	4,7	-0,2	-0,5	0,0
ago.	0,9	0,5	-2,3	-13,4	-0,6	-0,2	-15,5	22,5	-1,5	7,0	0,0

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

**Debito delle Amministrazioni pubbliche (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				
	<i>di cui:</i> raccolta postale							Disponibilità liquide del Tesoro (2)	<i>di cui:</i> impieghi della liquidità	Depositi presso IFM residenti al netto delle operazioni di liquidità	Sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)	
2012	160,2	20,8	151,6	1.502,4	134,1	41,1	26,9	1.989,4	34,4	0,0	27,2	42,7
2013	158,4	18,6	140,6	1.593,7	131,0	45,9	34,1	2.069,7	37,6	10,0	24,7	55,6
2014	173,1	17,5	124,5	1.667,4	126,1	44,8	36,0	2.135,9	46,4	38,0	25,7	60,3
2012 – mar.	161,3	20,8	162,6	1.473,9	132,6	24,8	11,1	1.955,2	34,5	5,6	33,6	21,1
giu.	157,3	21,3	161,1	1.496,5	134,8	33,3	19,7	1.983,1	46,1	7,9	26,5	29,7
set.	162,1	20,1	166,2	1.500,2	134,6	33,6	20,2	1.996,7	45,9	30,7	25,4	30,2
dic.	160,2	20,8	151,6	1.502,4	134,1	41,1	26,9	1.989,4	34,4	0,0	27,2	42,7
2013 – mar.	160,5	19,4	156,5	1.543,8	133,6	41,5	28,0	2.036,0	45,9	10,7	24,6	43,7
giu.	155,4	18,7	163,1	1.578,6	134,2	45,7	32,2	2.077,0	76,3	19,4	27,1	50,8
set.	155,6	18,8	163,7	1.573,1	132,1	44,5	32,9	2.068,9	40,8	12,1	26,3	51,5
dic.	158,4	18,6	140,6	1.593,7	131,0	45,9	34,1	2.069,7	37,6	10,0	24,7	55,6
2014 – mar.	164,6	18,1	144,1	1.636,5	130,5	44,7	34,2	2.120,4	61,9	16,5	25,1	55,6
giu.	167,0	17,8	142,5	1.685,5	127,2	46,5	35,6	2.168,7	105,3	43,5	25,8	59,9
set.	163,3	18,2	137,5	1.662,4	127,1	44,1	36,0	2.134,4	51,6	45,1	24,9	60,3
dic.	173,1	17,5	124,5	1.667,4	126,1	44,8	36,0	2.135,9	46,4	38,0	25,7	60,3
2015 – mar.	171,5	16,7	130,0	1.711,6	130,2	42,1	33,9	2.185,5	78,9	63,8	23,2	58,2
giu.	176,6	16,3	128,0	1.728,2	129,7	42,3	33,9	2.204,6	100,9	57,0	25,5	58,2
2014 – gen.	162,6	18,0	147,3	1.602,6	131,8	45,6	34,1	2.090,0	57,9	14,4	23,7	55,6
feb.	161,3	17,9	144,5	1.626,0	130,7	45,1	34,1	2.107,5	64,7	13,8	22,8	55,6
mar.	164,6	18,1	144,1	1.636,5	130,5	44,7	34,2	2.120,4	61,9	16,5	25,1	55,6
apr.	162,8	18,0	142,6	1.664,8	130,6	46,3	35,6	2.147,0	77,4	14,0	26,8	59,9
mag.	163,9	17,8	142,9	1.683,7	130,5	46,0	35,6	2.167,0	92,3	16,8	24,9	59,9
giu.	167,0	17,8	142,5	1.685,5	127,2	46,5	35,6	2.168,7	105,3	43,5	25,8	59,9
lug.	164,3	18,1	140,8	1.692,2	127,4	44,1	35,8	2.168,9	109,7	46,8	26,2	60,1
ago.	163,4	18,6	138,7	1.675,4	127,0	44,0	36,0	2.148,5	82,4	48,4	24,4	60,3
set.	163,3	18,2	137,5	1.662,4	127,1	44,1	36,0	2.134,4	51,6	45,1	24,9	60,3
ott.	161,8	17,4	134,5	1.692,3	126,3	43,8	36,0	2.158,6	69,4	46,2	24,1	60,3
nov.	165,0	16,8	132,7	1.692,8	126,5	44,0	36,0	2.161,0	66,2	55,9	23,2	60,3
dic.	173,1	17,5	124,5	1.667,4	126,1	44,8	36,0	2.135,9	46,4	38,0	25,7	60,3
2015 – gen.	174,4	17,2	131,9	1.691,4	124,9	44,2	36,0	2.166,9	82,8	56,1	21,0	60,3
feb.	171,1	16,4	131,7	1.696,2	129,3	41,8	33,9	2.170,2	79,1	67,0	20,2	58,2
mar.	171,5	16,7	130,0	1.711,6	130,2	42,1	33,9	2.185,5	78,9	63,8	23,2	58,2
apr.	170,6	16,6	129,0	1.723,1	131,3	41,7	33,9	2.195,8	83,1	57,6	23,6	58,2
mag.	172,2	16,2	128,9	1.744,6	131,9	41,6	33,9	2.219,2	100,9	56,4	25,2	58,2
giu.	176,6	16,3	128,0	1.728,2	129,7	42,3	33,9	2.204,6	100,9	57,0	25,5	58,2
lug.	173,4	16,0	128,0	1.729,2	127,7	41,7	33,9	2.200,2	96,2	57,2	26,6	58,2
ago.	174,4	16,5	125,7	1.715,9	127,1	41,5	33,9	2.184,7	73,7	58,7	27,0	58,2

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