



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Luglio 2015

3 | 2015



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 3 / 2015
Luglio

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

Relazione annuale

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

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

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

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

Queste pubblicazioni sono disponibili su internet all'indirizzo www.bancaditalia.it
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

Roberta Zizza e Daniela Marconi (coordinamento), Andrea Colabella, Andrea Linarello, Giacomo Oddo, Maria Lisa Rodano, Concetta Rondinelli, Marco Savegnago, Federico Maria Signoretti, Gabriele Zinna

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

Riquadri: Antonio Maria Conti, Wanda Cornacchia, Stefano Federico, Stefano Piersanti, Tiziano Ropele, Gabriele Sene

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 10 luglio 2015, salvo diversa indicazione

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

INDICE

LA SINTESI	5
1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
1.1 Il ciclo internazionale	8
1.2 L'area dell'euro	11
1.3 I mercati finanziari internazionali	15
2 L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	18
2.2 Le imprese	19
2.3 Le famiglie	22
2.4 La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	23
2.5 Il mercato del lavoro	27
2.6 La dinamica dei prezzi	29
2.7 Le banche	30
2.8 Il mercato finanziario	37
2.9 Le prospettive	39
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	45

INDICE DEI RIQUADRI

L'esposizione dell'Italia nei confronti della Grecia	12
Le prospettive degli investimenti sulla base delle recenti inchieste presso le imprese	20
L'andamento del saldo TARGET2 nell'ultimo triennio	25
L'offerta e la domanda di credito	32
Il costo del credito per categoria di impresa	35
Le ipotesi tecniche	40

AVVERTENZE

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

Segni convenzionali:

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

LA SINTESI

I negoziati per il raggiungimento di un accordo con la Grecia sono stati difficili

L'incertezza sulle prospettive della Grecia è rapidamente aumentata dopo l'interruzione delle trattative con le istituzioni e i paesi creditori per il prolungamento del programma di sostegno, nonché a seguito del risultato del referendum indetto a sorpresa dalle autorità elleniche. Gli sviluppi delle ultime settimane hanno significativamente innalzato la volatilità dei mercati finanziari e dei corsi azionari nell'area dell'euro. L'aumento dei premi per il rischio sui titoli pubblici dell'area è stato tuttavia complessivamente contenuto, grazie al ventaglio di strumenti a disposizione dell'Eurosistema, ai progressi compiuti nella governance europea e alle riforme intraprese nei singoli paesi.

Il 13 luglio è stato raggiunto un accordo

Dopo una difficile trattativa il 13 luglio i leader dell'area hanno raggiunto un accordo con la Grecia; tale accordo condiziona l'avvio dei negoziati per un terzo programma di sostegno all'approvazione, da parte del Parlamento greco, di un pacchetto di misure stringenti e dettagliate, le prime delle quali votate con esito favorevole già il 15 luglio. Dopo l'annuncio dell'intesa le condizioni dei mercati finanziari sono migliorate. Per contrastare, anche in prospettiva, il riemergere delle tensioni resta essenziale un'azione decisa delle politiche economiche europee e nazionali volta a promuovere il ritorno alla crescita in Grecia e nell'area dell'euro.

Rallentano le economie emergenti e sono caduti i corsi azionari in Cina

La ripresa dell'economia globale prosegue, ma mostra segni di rallentamento, riconducibili a fattori temporanei nelle economie avanzate, più persistenti in quelle emergenti; un'accelerazione degli scambi mondiali è prevista

per l'anno in corso. Il permanere di condizioni di eccesso di offerta sul mercato del petrolio ha finora contribuito a contenere il prezzo del greggio su livelli di poco superiori ai minimi di inizio anno. Sull'economia globale gravano fattori di incertezza quali il ritmo di rialzo dei tassi ufficiali statunitensi e l'instabilità finanziaria in Cina, manifestatasi con un brusco calo sul mercato azionario interrotto solo da massicci interventi delle autorità, che potrebbe frenare la crescita di quel paese.

Nell'area dell'euro l'espansione monetaria sostiene attività e prezzi

Dopo l'avvio del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema, i tassi di interesse a lungo termine dell'area dell'euro sono scesi in misura marcata fino alla metà di aprile; in seguito sono tornati a salire, anche in risposta alle migliori prospettive di inflazione e crescita indotte dal programma stesso, recuperando gran parte della precedente flessione. Nel complesso le condizioni dei mercati finanziari e valutari continuano a sostenere la ripresa economica e la dinamica dei prezzi; l'inflazione è tornata positiva in maggio, allo 0,3 per cento, per la prima volta dalla fine dello scorso anno. Il Consiglio direttivo della BCE ha ribadito la propria determinazione a dare piena attuazione al programma; reagirà a eventuali restrizioni indesiderate delle condizioni monetarie.

In Italia prosegue la graduale ripresa dell'attività economica, trainata dalla domanda interna

L'economia italiana ha ripreso a espandersi. Il miglioramento degli indici di fiducia di imprese e famiglie si è accompagnato a un recupero della domanda interna che è tornata a contribuire alla crescita. Gli investimenti, che si erano ridotti quasi ininterrottamente dal 2008, hanno registrato un aumento, con primi segnali favorevoli anche nel comparto delle costruzioni. I piani delle imprese prospettano una decisa espansione dell'accumu-

lazione nel corso dell'anno per le aziende più grandi, a fronte di una maggiore prudenza da parte di quelle medie e, soprattutto, di quelle piccole. Gli indicatori congiunturali più recenti segnalano che nel secondo trimestre la crescita è proseguita a ritmi analoghi a quelli del primo.

L'occupazione cresce moderatamente

Nel bimestre aprile-maggio l'occupazione è tornata a crescere. Il tasso di disoccupazione si è stabilizzato. Dall'inizio dell'anno è aumentata significativamente la quota di assunzioni con contratti a tempo indeterminato, incentivate dalle recenti misure del Governo. In primavera si è ridotto il ricorso alla Cassa integrazione guadagni. Cresce la percentuale di imprese che prevede un'espansione dell'occupazione, anche se i giudizi di stabilità restano prevalenti.

L'inflazione è di nuovo positiva

L'inflazione, negativa all'inizio dell'anno, è tornata positiva, ma si mantiene su valori storicamente molto bassi. Le aspettative delle famiglie e delle imprese ne prefigurano un ulteriore incremento.

L'espansione monetaria si sta trasmettendo alle condizioni del credito

L'espansione monetaria, in particolare l'ampio ricorso delle banche italiane alle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine e il programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema, si sta gradualmente trasmettendo alle condizioni del credito. Prosegue, e si estende, la riduzione del costo dei prestiti alle imprese, non più limitata alle società con primario merito di credito; anche le piccole e medie aziende segnalano nei sondaggi un accesso più agevole ai finanziamenti. La flessione dei prestiti alle imprese si è attenuata; sono tornati a crescere quelli al settore manifatturiero e quelli alle famiglie, per la prima volta da oltre tre anni.

Lo stock di crediti deteriorati distoglie risorse dal finanziamento dell'economia

L'elevata consistenza di crediti in sofferenza ereditata dalla lunga recessione continua tuttavia a comprimere la crescita dei prestiti e distoglie risorse dal

finanziamento all'economia. Un'accelerazione dello smobilizzo dei prestiti in sofferenza contribuirebbe a sostenere la dinamica del credito. Le misure approvate in giugno dal Consiglio dei ministri dovrebbero rimuovere alcuni ostacoli derivanti dalla normativa vigente, accelerando la deducibilità fiscale delle perdite su crediti e rendendo più efficienti le procedure per il loro recupero. L'aumento del valore dei crediti deteriorati indotto dalle riforme può agevolare la creazione di un mercato secondario di questi attivi. È in corso un dialogo tra le autorità italiane e la Commissione europea sulla creazione di una società specializzata per l'acquisto di tali crediti.

Si prefigura uno scenario di progressivo rafforzamento della crescita...

Le proiezioni presentate in questo Bollettino per l'economia italiana prefigurano un progressivo rafforzamento della ripresa ciclica. Nello scenario centrale il PIL si espanderebbe dello 0,7 per cento nel 2015 e accelererebbe all'1,5 nel 2016. L'inflazione al consumo aumenterebbe gradualmente: dallo 0,2 per cento di quest'anno all'1,1 nel 2016. La ripresa dell'attività produttiva si tradurrebbe in un progressivo miglioramento dell'occupazione, pari a 1,5 punti percentuali nel biennio; il tasso di disoccupazione scenderebbe dal 12,6 per cento del 2014 all'11,9 del 2016.

...grazie a una ripresa degli investimenti...

La revisione delle prospettive di crescita, nel complesso superiori di oltre mezzo punto percentuale nell'arco del biennio rispetto a quelle pubblicate nel *Bollettino economico* dello scorso gennaio, è attribuibile in larga parte alla dinamica degli investimenti, che però alla fine del 2016 rimarrebbero ancora, in rapporto al PIL, inferiori alla media storica.

...basata sull'espansione monetaria e sulla normalizzazione del credito...

Il quadro qui delineato presuppone la prosecuzione degli effetti dello stimolo monetario sui tassi di cambio, sui rendimenti a lungo termine e sulle condizioni del credito; si basa inoltre sul presupposto di un graduale rafforzamento della domanda estera, soprattutto di quella proveniente dai nostri partner

europei, nonché sulle ipotesi di una permanenza del prezzo del petrolio sugli attuali livelli e di un orientamento sostanzialmente neutrale della politica di bilancio, in linea con i programmi del Governo. Le misure di riduzione del cuneo fiscale introdotte dall'ultima legge di stabilità sosterebbero l'occupazione per 0,2 punti percentuali; ulteriori impulsi alla domanda di lavoro, difficili da quantificare e per questo non inclusi nel quadro, potrebbero derivare dal Jobs Act.

**...e sulla
determinazione
nel portare
a termine le riforme**

I rischi per la crescita appaiono bilanciati per l'anno in corso, ancora orientati prevalentemente al ribasso per il prossimo. Essi deriva-

no in ampia misura dal contesto globale ed europeo e, in particolare, da un rallentamento delle economie emergenti più marcato e duraturo di quanto ipotizzato, dall'eventualità che la normalizzazione della politica monetaria statunitense si accompagni a nuove turbolenze sul mercato dei cambi e nei flussi di capitale, nonché da un riaffiorare di tensioni sui mercati finanziari. I rischi si accentuerebbero se si diffondesse la percezione di un indebolimento nella determinazione nel portare a termine le riforme necessarie a risollevarne il potenziale di sviluppo dell'Italia: un aumento dell'incertezza potrebbe frenare la crescita degli investimenti e contrastare la ripresa dei consumi, condizioni per un ritorno alla crescita.

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

La ripresa globale prosegue ma mostra segni di rallentamento, determinati da fattori di natura temporanea nei paesi avanzati, più persistenti in quelli emergenti. Le principali organizzazioni internazionali si attendono un'accelerazione del commercio mondiale rispetto al 2014. Le prospettive dell'economia globale rimangono condizionate dalle tensioni che potrebbero derivare dal rialzo dei tassi negli Stati Uniti, dalle possibili ripercussioni dell'instabilità del mercato azionario sull'attività economica in Cina, dall'esito della crisi in Grecia e dall'andamento del prezzo del petrolio, che dovrebbe restare debole in presenza di un persistente eccesso di offerta. Un primo aumento del tasso sui federal funds è atteso dal mercato per la fine dell'anno.

L'attività economica nei paesi avanzati ha rallentato nel primo trimestre...

Negli Stati Uniti il PIL è sceso, inaspettatamente, dello 0,2 per cento in ragione d'anno nel primo trimestre del 2015, dopo l'aumento del 2,2 nel periodo precedente. Il calo è in gran parte ascrivibile a fattori di natura transitoria, che hanno frenato investimenti ed esportazioni. Nel Regno Unito l'attività economica ha rallentato, all'1,5 per cento (dal 3,4), risentendo della debolezza delle esportazioni e del rafforzamento delle importazioni. In Giappone il PIL ha invece accelerato più delle attese, al 3,9 per cento (dall'1,2), sospinto dall'accumulazione di scorte, dagli investimenti fissi e, in misura minore, dai consumi.

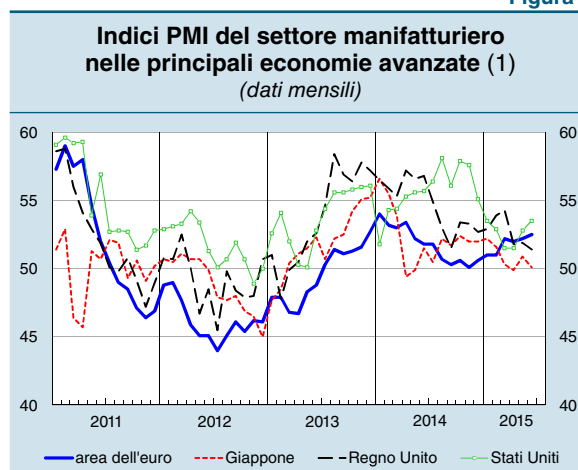
...ma sarebbe tornata a rafforzarsi nel secondo

Secondo le valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese, l'attività economica si sarebbe rafforzata nel secondo trimestre negli Stati Uniti (fig. 1), dove l'occupazione ha ripreso a crescere in misura sostenuta e il tasso di disoccupazione si è attestato sui livelli pre-crisi; segnali positivi provengono anche dalle vendite al dettaglio e dal mercato immobiliare, mentre la produzione industriale è rimasta debole, risentendo dell'andamento nel comparto energetico. Nel Regno Unito è proseguita la crescita dell'attività nell'industria e le condizioni del mercato del lavoro sono rimaste favorevoli. In Giappone gli indicatori più recenti prefigurano invece un rallentamento del prodotto.

In Cina la crescita è rimasta stabile...

In Cina nel secondo trimestre il PIL è cresciuto del 7,0 per cento in termini tendenziali, come nel periodo precedente, il valore più basso degli ultimi sei anni. A fronte della persistente debolezza degli investimenti nel comparto immobiliare e nel suo indotto, l'attività economica ha beneficiato di misure espansive mone-

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.

tarie e fiscali. Per sostenere la capacità di spesa delle amministrazioni locali (da cui dipende la maggior parte degli investimenti in infrastrutture), in maggio le autorità hanno avviato un piano di ristrutturazione del debito dei governi locali che prevede la conversione in obbligazioni pluriennali dei prestiti bancari in scadenza nell'anno in corso. La misura, oltre ad allentare i vincoli di bilancio delle amministrazioni periferiche, potrebbe consentire alle banche di espandere il credito al settore privato, grazie alla trasformazione di prestiti incagliati in titoli stanziabili presso la Banca centrale.

...ma rischi derivano dalla volatilità di borsa

Nei prossimi mesi l'attività economica potrebbe tuttavia risentire negativamente della forte instabilità sul mercato azionario in atto dalla metà di giugno (cfr. il par. 1.3). Per il momento le ampie fluttuazioni del mercato di borsa non hanno intaccato le prospettive di crescita del paese, anche in considerazione del ruolo ancora secondario che il mercato azionario in Cina ricopre nel finanziamento all'economia e nella ricchezza delle famiglie. Rischi possono però derivare dall'insorgere di tensioni sulla liquidità del mercato interbancario, da difficoltà di collocamento azionario da parte delle imprese, da riflessi sui bilanci di singoli investitori che hanno assunto posizioni a debito.

In Brasile il quadro macroeconomico ha continuato a deteriorarsi: nel primo trimestre il PIL è diminuito dell'1,6 per cento rispetto a un anno prima, risentendo della restrizione monetaria in atto dallo scorso autunno e del nuovo peggioramento del clima di fiducia. Anche in Russia nello stesso periodo il prodotto è sceso (-1,9 per cento), nonostante la parziale ripresa dei corsi petroliferi; gli indicatori congiunturali segnalano il protrarsi della fase recessiva. In India l'attività economica nel primo trimestre ha invece accelerato, al 7,5 per cento, beneficiando dell'allentamento delle condizioni monetarie e del miglioramento del clima di fiducia.

La crescita globale rallenterebbe nel 2015, per poi irrobustirsi nel 2016

Le previsioni del Fondo monetario internazionale diffuse in luglio prefigurano un lieve rallentamento dell'attività economica mondiale nell'anno in corso, seguito da un'accelerazione nel 2016. Rispetto allo scorso aprile le proiezioni per il 2015 sono state marginalmente riviste al ribasso per i paesi avanzati. La revisione è stata più significativa per gli Stati Uniti (al 2,5 per cento), mentre le proiezioni sono rimaste invariate per l'area dell'euro. La crescita rimarrebbe solida in India e si confermerebbe più debole in Cina, mentre, a fronte di una più accentuata contrazione del PIL in Brasile, la riduzione del prodotto si attenuerebbe in Russia (tav. 1).

Nel primo trimestre il commercio mondiale si è contratto, ma emergono segnali di ripresa

Nel primo trimestre del 2015 il commercio mondiale di beni e servizi è diminuito del 6,0 per cento in ragione d'anno (da un'espansione del 6,7 alla fine del 2014); la marcata contrazione degli scambi delle economie emergenti è stata solo parzialmente compensata dalla dinamica positiva di quelle avanzate. Per il secondo trimestre i dati preliminari indicano un ritorno alla crescita

Tavola 1

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

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

del commercio grazie al recupero nei paesi emergenti e alla dinamica ancora positiva degli scambi in quelli avanzati. Le stime dell'FMI per l'anno in corso restano ottimistiche, collocando l'espansione del commercio mondiale al 4,1 per cento.

L'eccesso di offerta di greggio dovrebbe mantenere bassi i corsi petroliferi

I corsi petroliferi hanno oscillato in maggio e in giugno intorno a 65 dollari al barile per la qualità Brent e a 60 per il WTI, livelli più elevati rispetto ai minimi di inizio anno. Nella prima decade di luglio sono scesi di circa 5 dollari, frenati dall'elevata produzione negli Stati Uniti e nei paesi OPEC e dalle attese di una positiva conclusione dei negoziati con l'Iran (fig. 2). Permane un eccesso di offerta sul mercato, che nelle previsioni dell'International Energy Agency si manterrebbe superiore a un milione di barili al giorno in media d'anno, come nel 2014. Nei prossimi mesi queste stime potrebbero essere riviste al rialzo in seguito alla rimozione dell'embargo nei confronti dell'Iran. Le quotazioni delle materie prime non energetiche hanno continuato a oscillare sui livelli contenuti di aprile, per effetto della debolezza della domanda proveniente dalle economie emergenti.

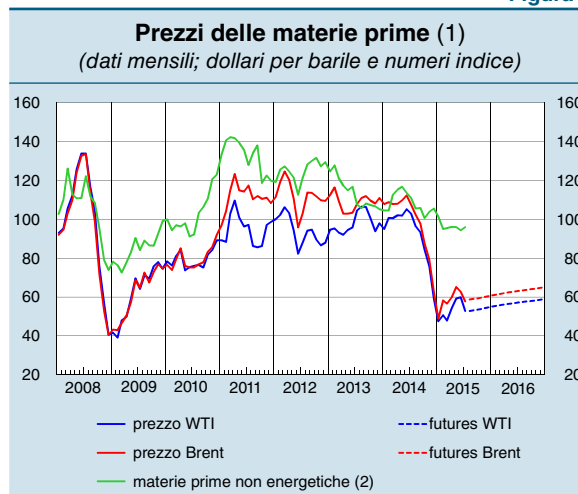
L'inflazione resta bassa

L'inflazione al consumo resta bassa, risentendo dell'andamento dei prezzi delle materie prime. In maggio è lievemente salita negli Stati Uniti, dove è divenuta nulla (da -0,2 in aprile; fig. 3), nell'area dell'euro e nel Regno Unito, dove è tornata appena positiva (0,3 e 0,1 per cento, da 0,0 e -0,1, rispettivamente). In Giappone è invece bruscamente caduta in aprile e in maggio (allo 0,6 e 0,5 per cento, rispettivamente, dal 2,2 in marzo), per il venir meno dell'effetto dell'aumento dell'imposta sui consumi introdotta ad aprile del 2014. In giugno nei principali paesi emergenti l'inflazione ha segnato lievi rialzi quasi ovunque. In Cina si è collocata all'1,4 per cento; in India al 5,4, per il rincaro dei beni alimentari. In Brasile è salita all'8,9 per cento, risentendo della debolezza del cambio e degli aumenti dei prezzi amministrati. Al contrario in Russia è scesa al 15,3 (dal picco del 16,9 toccato in marzo), anche per effetto della stabilizzazione della valuta.

Un rialzo dei tassi statunitensi è atteso per la fine dell'anno

Le prospettive dell'economia globale restano condizionate dall'evoluzione delle politiche monetarie e in particolare dal ritmo di rialzo dei tassi ufficiali negli Stati Uniti. Nella riunione del Federal Open Market Committee (FOMC) di giugno la Riserva federale non ha modificato l'intervallo-obiettivo sui tassi dei federal funds (0,0-0,25 per cento). Le previsioni dei membri del FOMC continuano a indicare un rialzo dei tassi nell'ultima parte dell'anno, ma più graduale rispetto a quanto prefigurato in marzo; i mercati si attendono un primo aumen-

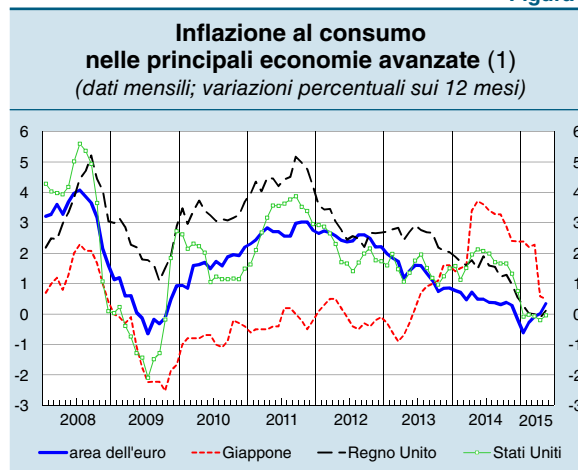
Figura 2



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

(1) Per i prezzi a pronti, dati medi mensili fino a giugno 2015; l'ultimo dato si riferisce al 10 luglio 2015. — (2) Indice Goldman Sachs delle materie prime non energetiche (gennaio 2008=100).

Figura 3



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

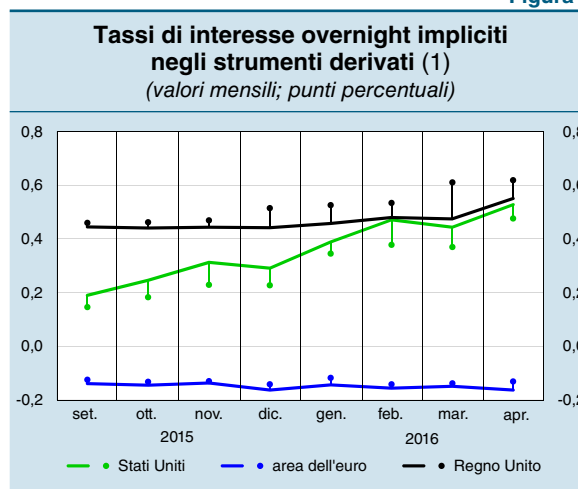
(1) Per l'area dell'euro e il Regno Unito, prezzi al consumo armonizzati.

to nell'ultimo trimestre del 2015 (fig. 4). Le Banche centrali di Giappone e Regno Unito non hanno modificato i rispettivi orientamenti.

Nei paesi emergenti le politiche monetarie divengono più accomodanti

Nei principali paesi emergenti le banche centrali hanno proseguito l'allentamento monetario in atto dall'inizio dell'anno, salvo in Brasile. Nel secondo trimestre la Banca centrale cinese ha abbassato il coefficiente di riserva obbligatoria e i tassi di riferimento su prestiti e depositi, questi ultimi di 50 punti base. La Banca centrale dell'India ha ridotto il tasso di riferimento di 25 punti base, quella russa di 250 (all'11,5 per cento). Al contrario in Brasile è proseguita la stretta monetaria, con l'aumento di 100 punti base del tasso Selic (al 13,75 per cento) per riportare l'inflazione nell'intervallo di riferimento.

Figura 4



Fonte: elaborazioni su dati 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 aprile 2015, i punti segnalano quelli previsti il 10 luglio 2015.

1.2 L'AREA DELL'EURO

Le tensioni derivanti dal negoziato sul debito greco si sono attenuate in seguito al raggiungimento di un accordo con i creditori internazionali a metà luglio, ma rimangono fattori di incertezza. I rischi che l'inflazione nell'area dell'euro resti molto bassa per un periodo prolungato, seppure diminuiti, non sono ancora scomparsi. Il programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema ha determinato condizioni finanziarie accomodanti che hanno continuato a fornire sostegno alla ripresa economica, anche dopo la risalita dei rendimenti dalla metà di aprile. Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha confermato l'intenzione di proseguire nell'espansione monetaria almeno sino alla fine di settembre del 2016, e comunque fino a quando non si verifichi un aggiustamento duraturo dell'inflazione nell'area coerente con l'obiettivo di stabilità dei prezzi; ha inoltre ribadito l'impegno a contrastare l'eventuale emergere di tensioni con tutti gli strumenti a sua disposizione.

Le prospettive della Grecia sono state fonte di incertezza

Lo scorso 26 giugno il Governo greco aveva interrotto le trattative in corso per il prolungamento del sostegno finanziario, decidendo di sottoporre a referendum, il 5 luglio, la proposta presentata da istituzioni e paesi creditori, che subordinava la proroga al rispetto di stringenti obiettivi di bilancio per il periodo 2015-18 e all'approvazione di importanti riforme, tra cui quella delle pensioni. Nel referendum hanno prevalso i voti contrari a tale proposta. Il secondo programma di sostegno è terminato il 30 giugno. Lo stesso giorno la Grecia non ha rimborsato le tranche in scadenza del prestito ricevuto dall'FMI (né, successivamente, quella il cui rimborso era previsto lo scorso 13 luglio).

Alla fine di giugno si sono accentuati i deflussi di depositi e le tensioni sulla liquidità delle banche greche. Il Consiglio direttivo della BCE ha mantenuto invariato rispetto al 26 giugno il livello massimo stabilito per l'erogazione di liquidità di emergenza alle banche del paese. Dal 28 giugno queste ultime sono rimaste temporaneamente chiuse e sono stati introdotti limiti ai prelievi di contante dai distributori automatici.

Il 13 luglio è stato raggiunto un accordo

Il 13 luglio i capi di Stato e di Governo dell'area dell'euro, dopo un confronto molto difficile, hanno raggiunto un accordo per iniziare le trattative per un terzo programma di sostegno; l'avvio dei negoziati è condizionato all'approvazione in tempi

rapidi da parte del Parlamento greco di un ampio pacchetto di misure stringenti e dettagliate, che include tra l'altro provvedimenti in tema di tassazione indiretta, pensioni, privatizzazioni e riforma della Pubblica amministrazione (1). Nella seduta del 15 luglio il Parlamento greco ha approvato un primo insieme di misure. Il 16 luglio il Consiglio direttivo della BCE ha innalzato il livello massimo per l'erogazione di liquidità di emergenza alle banche greche accogliendo la valutazione della Banca centrale ellenica.

L'esposizione diretta dell'Italia nei confronti della Grecia, mediante i legami finanziari o commerciali, è nel complesso modesta (cfr. il riquadro: *L'esposizione dell'Italia nei confronti della Grecia*). I rischi derivanti dalla situazione greca consistevano perciò nella possibilità di un calo della fiducia nella stabilità complessiva dell'area dell'euro. Il Consiglio direttivo della BCE si è impegnato a utilizzare tutti gli strumenti a sua disposizione per contrastare l'emergere di tensioni.

L'ESPOSIZIONE DELL'ITALIA NEI CONFRONTI DELLA GRECIA

L'esposizione delle banche italiane nei confronti della Grecia è contenuta. A marzo del 2015 era pari a 0,8 miliardi di euro, quasi interamente verso il settore privato (0,7 miliardi).

Il debito pubblico italiano include 35,1 miliardi di euro relativi ai programmi di sostegno alla Grecia. Si tratta delle passività emesse per finanziare i prestiti concessi bilateralmente dal nostro paese tra il 2010 e il 2011 nell'ambito del primo programma di aiuti (10 miliardi), nonché della quota di pertinenza dell'Italia (25,1 miliardi) della copertura dei prestiti erogati dalla European Financial Stability Facility (EFSF) a partire dal 2012 all'interno del secondo programma. Il finanziamento di questi ultimi è stato effettuato con emissioni obbligazionarie dell'EFSF e riattribuito ai paesi creditori sulla base delle loro quote di partecipazione al capitale della BCE.

La Banca d'Italia ha un'esposizione derivante dalla quota di pertinenza dei titoli di Stato greci acquistati dall'Eurosistema nell'ambito del Securities Markets Programme; tale esposizione, calcolata in base alla partecipazione dell'Istituto al capitale della BCE, è di poco inferiore a 3 miliardi ai valori di bilancio, a fronte di un portafoglio complessivo dell'Eurosistema di 18,3.

Il credito di ultima istanza (Emergency Liquidity Assistance, ELA) a favore delle banche greche fa capo alla Banca centrale ellenica. L'ELA è correlata con i deflussi monetari verso l'estero disposti dalle banche stesse, che si riflettono nell'aumento della posizione debitoria della Banca centrale greca verso la BCE sul sistema dei pagamenti TARGET2.

Nel primo trimestre del 2015 il PIL dell'area ha continuato a crescere...

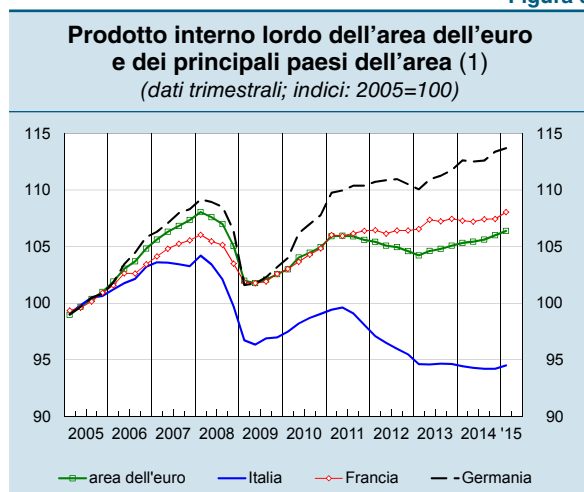
Nel primo trimestre del 2015 il PIL dell'area dell'euro è aumentato allo stesso ritmo della fine dello scorso anno (0,4 per cento rispetto al periodo precedente; fig. 5), sostenuto dalla spesa di famiglie e imprese. In Francia l'attività economica è tornata a crescere (0,6 per cento), sospinta dall'accumulo di scorte, dal rafforzarsi della spesa delle famiglie e dall'attenuazione del calo degli investimenti. Anche in Italia il prodotto ha ripreso a espandersi (0,3 per cento), mentre ha rallentato in Germania (0,3 per cento, da 0,7 alla fine del 2014), dove il nuovo rialzo dei consumi e degli investimenti è stato accompagnato da un aumento delle importazioni più elevato di quello delle esportazioni.

...e la ripresa sarebbe proseguita in primavera

Secondo le informazioni sinora disponibili l'attività economica sarebbe cresciuta nel secondo trimestre, in misura relativamente uniforme tra paesi. In giugno l'indicatore €-coin, che fornisce una stima della dinamica di fondo del PIL dell'area, ha segnato il settimo lieve incremento consecutivo, confermando il consolidarsi della ripresa (fig. 6). Le inchieste presso le imprese indicano diffuse aspettative di un

(1) Euro Summit Statement, Bruxelles, 12 luglio 2015 (<http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2015/07/12-euro-summit-statement-greece/>).

Figura 5



miglioramento della congiuntura: in giugno le valutazioni dei responsabili degli acquisti (PMI) delle imprese dell'area si sono confermate al di sopra della soglia compatibile con un'espansione dell'attività. In Germania gli indicatori continuano a segnalare prospettive favorevoli; in Francia sono tornati al di sopra della soglia critica nell'industria e hanno segnato il rialzo più significativo degli ultimi quattro anni nel settore dei servizi.

Le proiezioni dello staff dell'Eurosistema, diffuse in giugno, prefigurano un'accelerazione della crescita all'1,5 per cento nel 2015 (dallo 0,8 nel 2014) e all'1,9 nel 2016; tali valutazioni sono in linea con quelle espresse dagli operatori professionali nello stesso mese.

L'inflazione è tornata leggermente positiva...

I timori di un periodo prolungato di bassa inflazione si sono attenuati, ma non sono scomparsi. In giugno

l'inflazione al consumo sui dodici mesi si è attestata allo 0,2 per cento (fig. 7), dopo essere tornata positiva in maggio (0,3 per cento) per la prima volta dalla fine dello scorso anno. Il calo dei prezzi dei beni energetici (-5,1 per cento) continua a contribuire alla debolezza del quadro inflazionistico. Al netto delle componenti più volatili l'inflazione al consumo è stata pari allo 0,8 per cento. Per circa un quarto delle voci elementari incluse nel paniere i prezzi sui dodici mesi sono diminuiti; tra le componenti di fondo le riduzioni hanno interessato il 38 per cento dei beni e il 13 per cento dei servizi. L'inflazione all'origine resta negativa: in maggio i prezzi alla produzione sono scesi del 2,0 per cento rispetto allo stesso mese del 2014, risentendo soprattutto del calo della componente energetica; la dinamica relativa ai beni non alimentari destinati al consumo finale è stata nulla.

Figura 6

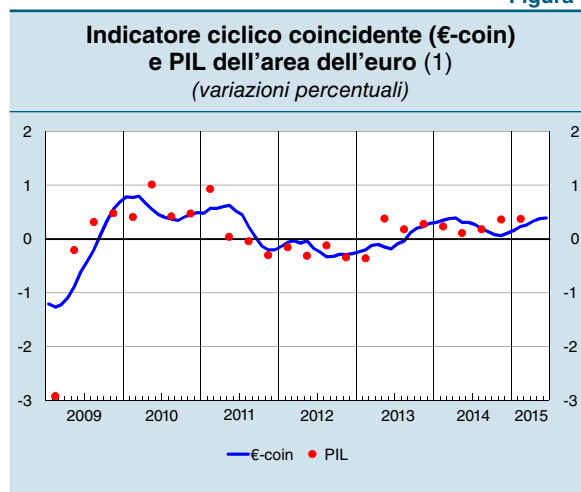
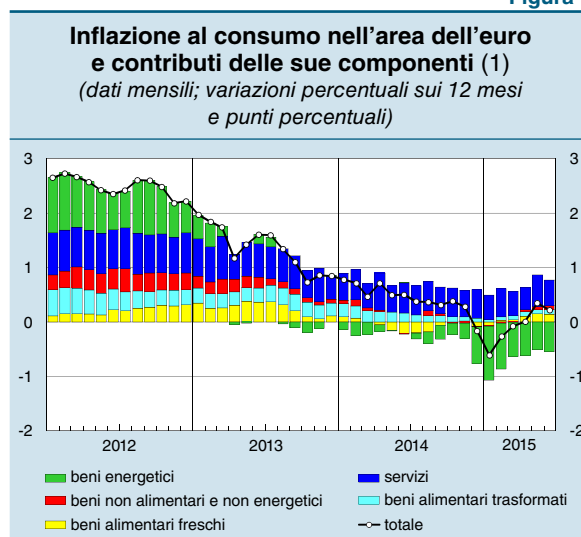


Figura 7



**...ma resterebbe
assai moderata
nel corso dell'anno**

Nei mesi più recenti gli operatori professionali censiti da Consensus Economics hanno progressivamente rivisto al rialzo le attese sull'inflazione nell'area, che si sono attestate in giugno allo 0,2 per cento per l'anno in corso e all'1,3 per il prossimo. Tali proiezioni sono in linea con quelle più recenti diffuse dallo staff dell'Eurosistema, secondo le quali l'inflazione si avvicinerebbe al 2 per cento solo nel 2017 (1,8 per cento). Anche le intenzioni delle imprese circa la variazione dei propri listini di vendita nei prossimi mesi, seppur in rialzo, prefigurano il permanere dell'inflazione su livelli contenuti.

**Prosegue
il programma
di acquisto di titoli
dell'Eurosistema**

Gli acquisti di titoli pubblici e privati da parte dell'Eurosistema sono proseguiti. Sino al 10 luglio erano stati complessivamente acquistati 216 miliardi di titoli pubblici, 98 di obbligazioni bancarie garantite e 9 di asset-backed securities (ABS). Alla fine di giugno gli acquisti di titoli pubblici italiani erano pari a circa 32 miliardi, con una vita media di 8,8 anni. Il Consiglio direttivo ha ribadito l'intenzione di procedere con il programma almeno sino alla fine di settembre del 2016 e, in ogni caso, fino a quando non si verificherà un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione, coerente con il ritorno alla definizione di stabilità dei prezzi. Anche dopo la risalita dei rendimenti obbligazionari (cfr. il par. 1.3) le condizioni finanziarie restano favorevoli; il Consiglio direttivo ne valuta con attenzione gli sviluppi, per identificare eventuali segnali di una restrizione indesiderata.

Rispetto all'inizio di aprile le aspettative di inflazione a medio termine desunte dai rendimenti degli inflation swap sono rimaste invariate (fig. 8); quelle tra 5 e 10 anni sono salite di due decimi, portandosi all'1,8 per cento, confermando una tendenza in atto dalla fine di gennaio.

**È stata effettuata
una nuova
operazione mirata
di rifinanziamento**

Lo scorso 24 giugno è stata regolata la quarta operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine. Vi hanno partecipato 128 intermediari dell'area, domandando fondi per 74 miliardi. Alle controparti della Banca d'Italia sono stati assegnati 17,5 miliardi, portando a 111 il totale ottenuto dall'inizio del programma. Nel complesso la liquidità detenuta dalle banche presso l'Eurosistema in eccesso rispetto all'obbligo di riserva è salita a 395 miliardi (da circa 260 a metà aprile). Il tasso overnight (Eonia) e quello sui prestiti interbancari a tre mesi senza garanzia (Euribor) sono lievemente diminuiti rispetto ad aprile, portandosi a -0,12 e a -0,02 per cento, rispettivamente (fig. 9).

Figura 8

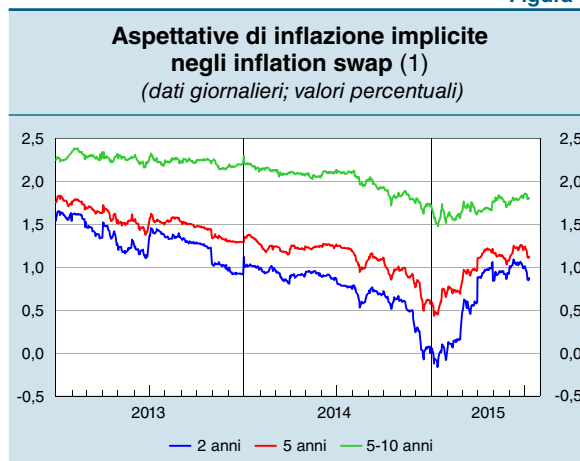


Figura 9

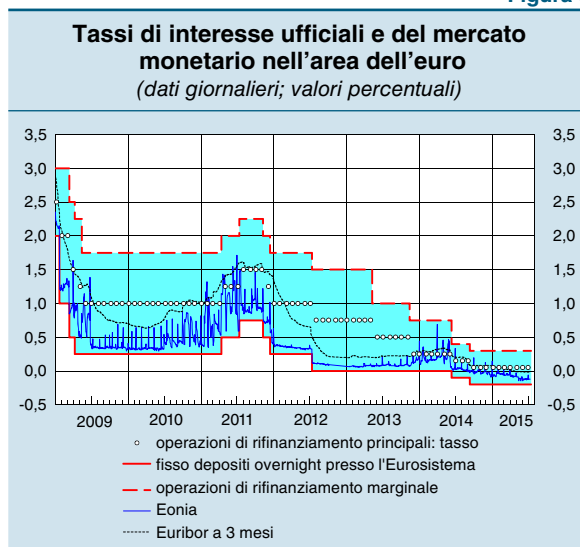
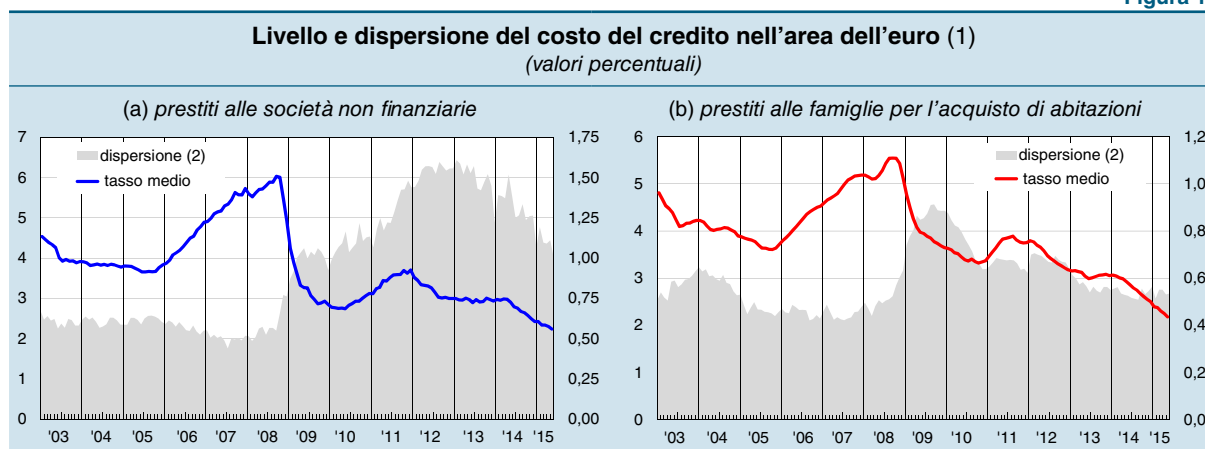


Figura 10



Fonte: BCE.

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

Il mercato del credito continua a migliorare

Le condizioni monetarie estremamente espansive hanno continuato a riflettersi sul costo del credito, che è ulteriormente diminuito, e sulla sua dispersione tra paesi, che si è lievemente ridotta (fig. 10). Nei tre mesi terminanti in maggio i prestiti alle imprese dell'area sono rimasti sostanzialmente invariati (dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni); l'espansione del credito alle famiglie si è rafforzata (al 2,6 per cento). La crescita della moneta M3 si è accentuata, portandosi al 5,0 per cento nei dodici mesi terminanti in maggio (dal 4,1 in febbraio).

1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

Le difficili trattative tra Grecia e creditori internazionali hanno determinato un aumento della volatilità sui mercati e dei premi per il rischio sia sovrani sia privati, soprattutto nei paesi dell'area dell'euro in passato esposti a tensioni. I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dei principali paesi avanzati sono risaliti, nell'area anche grazie al miglioramento delle aspettative di inflazione e crescita, risentendo solo temporaneamente dell'incertezza sull'esito del referendum in Grecia.

I rendimenti a lungo termine sono risaliti

Dopo aver toccato il minimo storico a metà aprile (0,6 per cento), in risposta all'avvio del programma di acquisto dell'Eurosistema, i rendimenti dei titoli di Stato decennali nella media dell'area dell'euro sono risaliti, portandosi al 10 luglio all'1,4 per cento. Tale inversione di tendenza ha riflesso fattori tecnici, tra cui significative ricomposizioni di portafoglio da parte degli operatori innescate da un miglioramento delle aspettative di inflazione e crescita. Un aumento dei rendimenti ha interessato anche gli altri principali paesi avanzati: i tassi sui titoli decennali si sono attestati al 2,4, al 2,1 e allo 0,4 per cento negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Giappone, rispettivamente. L'elevata incertezza generata dalla situazione greca a seguito dell'annuncio del referendum ha avuto effetti nel complesso limitati e temporanei sui rendimenti (fig. 11).

L'incertezza sulla Grecia si è trasmessa in misura contenuta sui premi per il rischio sovrano...

La protratta fase di incertezza sull'esito dei negoziati tra la Grecia e i creditori internazionali ha avuto ripercussioni, nel complesso contenute, anche sui mercati del debito sovrano degli altri paesi dell'area dell'euro. L'aumento degli spread seguito all'annuncio del referendum si è in larga parte riassorbito con il diffondersi intorno al 10 luglio dell'ottimismo circa il raggiungimento di un ac-

Figura 11

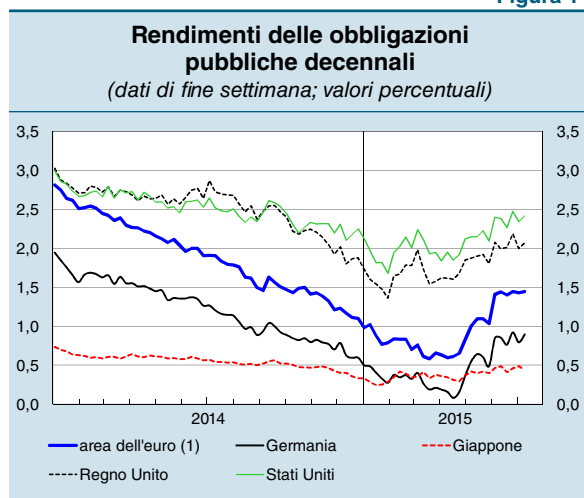
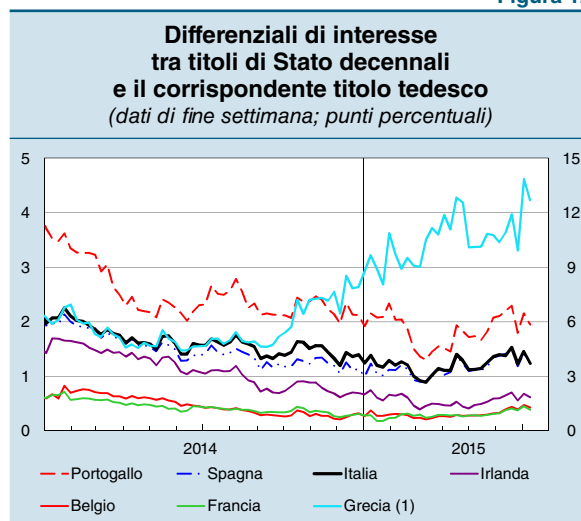


Figura 12



cordo. Dalla fine di marzo al 10 luglio i differenziali di rendimento fra i titoli di Stato decennali e i corrispondenti titoli tedeschi sono aumentati in Portogallo, Spagna, Irlanda e Italia (di 44, 20, 19 e 17 punti base, rispettivamente), meno in Francia (di 9 punti base; fig. 12).

...così come su quelli per il rischio privato

Dalla fine del primo trimestre i premi per il rischio sulle obbligazioni investment grade delle imprese sono cresciuti sia per quelle denominate in euro sia per quelle in dollari (fig. 13). Nel settore high yield i differenziali di rendimento sono saliti per i titoli denominati in euro, meno per quelli in dollari. Nell'area dell'euro i premi per il rischio di credito delle banche, desumibili dai credit default swap (CDS) a cinque anni, sono aumentati; negli Stati Uniti il rialzo è stato più contenuto.

I corsi azionari hanno risentito delle vicende in Grecia, ma restano elevati

Dopo aver raggiunto livelli molto elevati a metà aprile, i corsi azionari hanno registrato una parziale correzione in concomitanza con il rialzo dei tassi dei titoli di Stato a lungo termine; il ribasso è stato più marcato nel Regno Unito e nell'area dell'euro (fig. 14). Nell'area i corsi hanno risentito della crisi greca; al 10 luglio restavano ancora superiori del 17 per cento rispetto al livello del 6 novembre, data dell'avvio dei lavori preparatori del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema. Nel complesso la volatilità si è accentuata, soprattutto nell'area dell'euro (fig. 15).

Figura 13

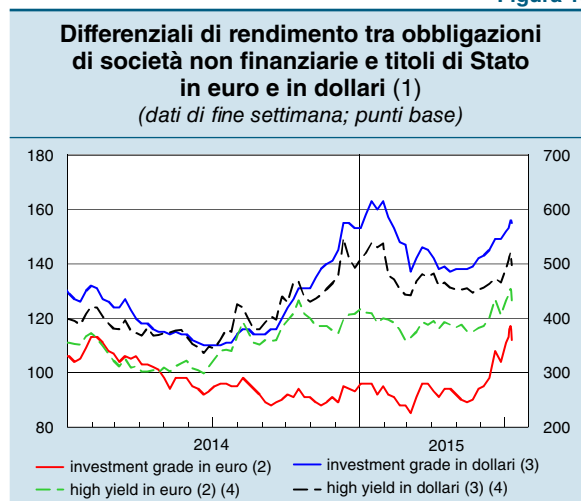
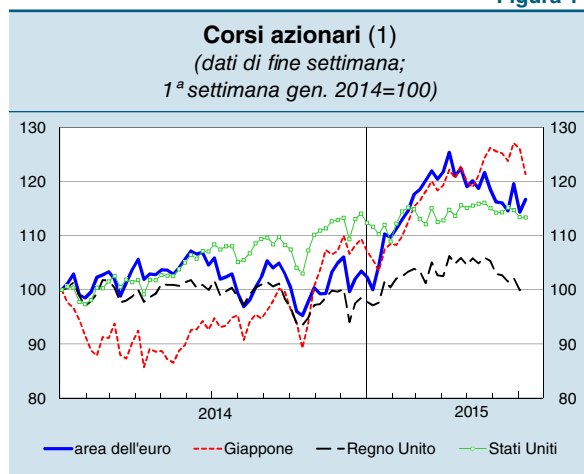


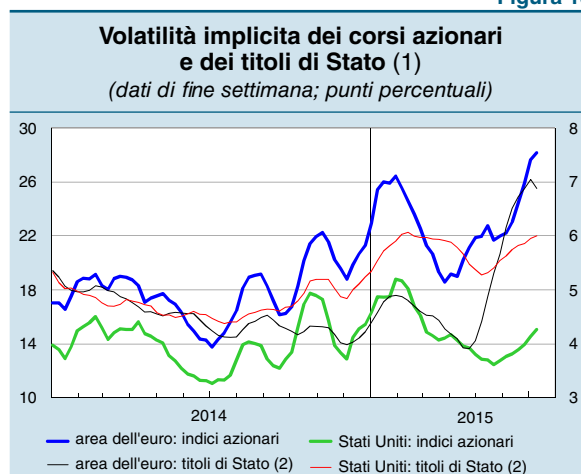
Figura 14



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 15



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.

In Cina i corsi azionari sono caduti bruscamente

In Cina il mercato azionario ha registrato un brusco calo dalla metà di giugno; le quotazioni sono diminuite del 30 per cento in meno di un mese, riassorbendo parte dei guadagni realizzati dall'inizio dell'anno. La caduta ha fatto seguito ai consistenti rialzi registrati dallo scorso novembre (150 per cento), alimentati da un massiccio accesso al mercato borsistico da parte di piccoli risparmiatori, il cui

basso grado di conoscenza finanziaria può aver amplificato le fluttuazioni. Ciò ha riflesso l'allentamento delle condizioni monetarie e l'esortazione esplicita delle autorità a sostenere lo sviluppo del mercato azionario. All'inizio di luglio le autorità finanziarie sono intervenute per arrestare la caduta dei corsi, stimolando l'acquisto di azioni da parte delle agenzie e delle società pubbliche; al contempo sono state sospese le contrattazioni di quasi la metà delle aziende quotate e bloccati i nuovi collocamenti. In seguito a tali interventi le quotazioni dei titoli ancora oggetto di negoziazione sono tornate a salire, ma si sono diffusi timori di un rallentamento del processo di riforma del sistema finanziario cinese.

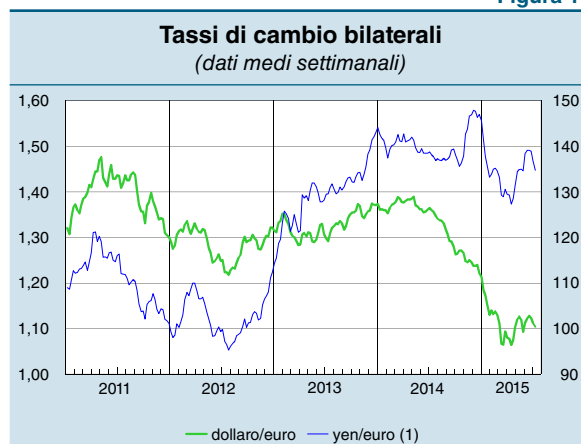
Da maggio anche gli indici azionari delle altre economie emergenti hanno iniziato a scendere. Si sono registrati deflussi di capitali nel comparto obbligazionario e, in misura più marcata, in quello azionario; le valute si sono lievemente deprezzate rispetto al dollaro.

L'euro ha recuperato in piccola parte il forte deprezzamento dei mesi precedenti

Nel secondo trimestre del 2015 l'euro ha recuperato solo in piccola parte il forte deprezzamento dei mesi precedenti, apprezzandosi del 2,4 per cento in termini

effettivi nominali. Il cambio bilaterale si è rafforzato nei confronti sia del dollaro sia dello yen (del 3,9 e del 6,1 per cento, rispettivamente; fig. 16). Dal 6 novembre l'euro si è deprezzato del 10,6 per cento rispetto al dollaro e del 6,6 in termini effettivi.

Figura 16



Fonte: BCE.

(1) Scala di destra.

2 L'ECONOMIA ITALIANA

2.1 LA FASE CICLICA

In Italia prosegue il recupero dell'attività economica. Gli indicatori qualitativi segnalano che la ripresa del prodotto, avviatasi nel primo trimestre di quest'anno, si è consolidata nel secondo. La domanda interna è tornata a sostenere la crescita.

Nel primo trimestre del 2015 il PIL è tornato a crescere

Nel primo trimestre del 2015 il PIL italiano è aumentato dello 0,3 per cento sul periodo precedente,

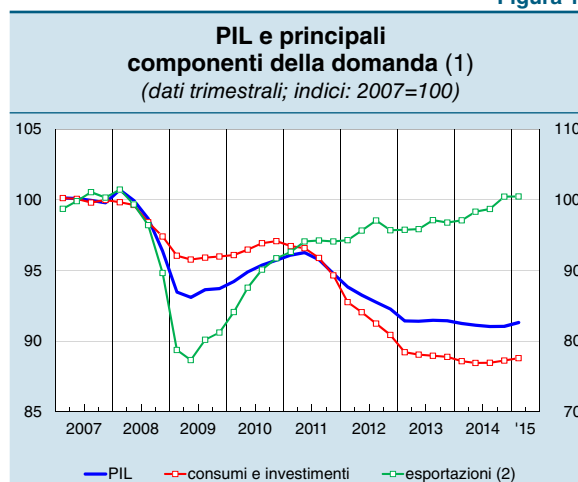
dopo essersi stabilizzato alla fine dello scorso anno (fig. 17). L'attività è cresciuta in tutti i principali comparti produttivi ad eccezione del terziario, dove è rimasta stazionaria. Il principale sostegno alla dinamica del prodotto è derivato dalla domanda nazionale, sospinta per 0,5 punti percentuali dall'attenuazione del decumulo di scorte. Alla forte accelerazione degli investimenti (1,5 per cento; tav. 2), trainata in particolare dai mezzi di trasporto e dalle costruzioni, si è contrapposta una variazione appena negativa dei consumi. Il rafforzamento della domanda nazionale si è riflesso nel deciso rialzo delle importazioni; sono ancora aumentate le esportazioni di beni, mentre quelle complessive hanno ristagnato.

La ripresa è proseguita negli ultimi mesi

Le valutazioni espresse nelle inchieste qualitative della scorsa primavera delineano un ulteriore miglioramento del quadro congiunturale; segnali favorevoli provengono anche dagli indicatori sulla spesa di famiglie e imprese.

In giugno l'indicatore Ita-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che fornisce una stima della variazione trimestrale del PIL dell'Italia depurata dalle oscillazioni di breve periodo, è aumentato per il quarto mese consecutivo. Secondo le nostre stime il PIL avrebbe continuato a crescere nel secondo trimestre a ritmi analoghi a quelli di inizio anno.

Figura 17



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Tavola 2

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

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

Fonte: Istat.

(1) Quantità a prezzi concatenati; dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Dati non corretti per il numero di giornate lavorative. – (3) Include la variazione delle scorte e 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.

**L'inflazione
al consumo
è tornata positiva**

La variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) è aumentata, attestandosi allo 0,2 per cento in maggio e in giugno, malgrado il nuovo calo del prezzo dei beni energetici; l'inflazione al netto delle componenti più volatili, che aveva toccato un valore minimo nel confronto storico in aprile (0,3 per cento), si è portata allo 0,7 per cento, sospinta soprattutto dai servizi (cfr. il par. 2.6).

2.2 LE IMPRESE

Si consolida la ripresa del ciclo industriale e la fiducia delle imprese rimane elevata. Nel primo trimestre l'accumulazione di capitale si è rafforzata; secondo le inchieste più recenti le prospettive restano favorevoli. Vi sono primi, timidi segnali che il miglioramento ciclico si stia progressivamente estendendo al settore edile, interrompendo la fase negativa iniziata già prima della crisi finanziaria.

**Prosegue
la ripresa dell'attività
manifatturiera**

In maggio l'attività industriale è cresciuta dello 0,9 per cento rispetto al mese precedente, più che compensando il calo di aprile; secondo nostre stime in primavera la dinamica della produzione sarebbe risultata di poco superiore a quella del primo trimestre, quando era stata pari allo 0,5 per cento (fig. 18).

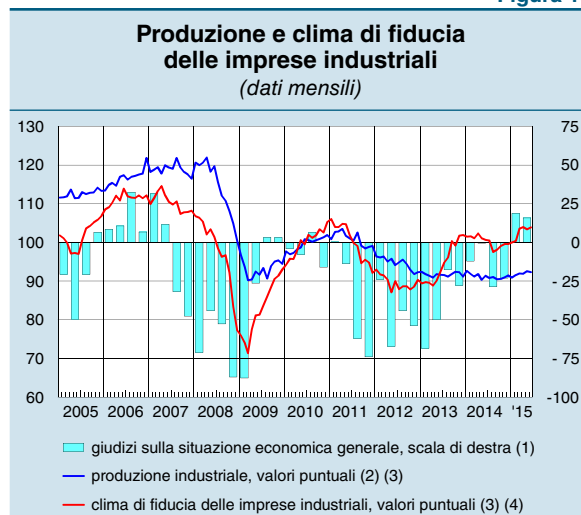
**La fiducia
delle imprese
resta elevata**

Gli indicatori qualitativi desunti dalle indagini presso le imprese prefigurano la prosecuzione della ripresa nei prossimi mesi. In giugno la fiducia nel settore manifatturiero è tornata ad aumentare, riportandosi sui livelli della primavera del 2011; nel comparto dei servizi le attese sulle prospettive a breve termine si confermano decisamente favorevoli. In questo contesto gli indici PMI nel settore terziario e in quello manifatturiero si sono attestati ben oltre la soglia compatibile con l'espansione dell'attività. Anche la rilevazione trimestrale presso le imprese, condotta in giugno in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, delinea un moderato ottimismo delle aziende intervistate, soprattutto di quelle manifatturiere, sebbene continuino a prevalere valutazioni di stabilità del quadro economico.

**L'accumulazione
di capitale riparte
gradualmente**

Nel primo trimestre gli investimenti hanno accelerato all'1,5 per cento sul periodo precedente; per la componente dei beni strumentali (2,5 per cento) l'accumulazione è stata sostenuta dalla forte espansione della spesa in mezzi di trasporto (28,7 per cento), verosimilmente anche sulla spinta delle agevolazioni fiscali e della domanda aggiuntiva connessa con l'avvio di Expo Milano 2015. Le attese circa la spesa per investimenti nel complesso dell'anno in corso restano favorevoli (cfr. il riquadro: *Le prospettive degli investimenti sulla base delle recenti inchieste presso le imprese*).

Figura 18



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

(1) Saldo in punti percentuali tra le risposte "migliori" e "peggiori" al quesito sulle condizioni economiche generali nell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Giugno 2015*, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 36, 2015; dati riferiti alle sole imprese industriali. – (2) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi; il dato per giugno 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.

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

Le più recenti valutazioni delle imprese confermano il miglioramento delle prospettive per gli investimenti. In luglio sono state diffuse le elaborazioni complete dell'Indagine sulle imprese industriali e dei servizi (Invind), condotta nella scorsa primavera dalla Banca d'Italia, nonché gli esiti del sondaggio trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita, effettuato congiuntamente dalla Banca d'Italia con *Il Sole 24 Ore* nelle prime tre settimane di giugno.

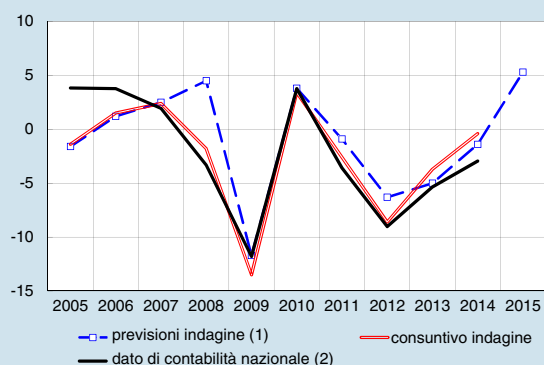
Nel 2014 la contrazione della spesa per investimenti in termini reali delle imprese incluse nell'indagine si è pressoché annullata (-0,4 per cento rispetto all'anno precedente, da -3,7 nel 2013): a fronte di una variazione appena negativa nei servizi, dopo un triennio di flessione si è registrata una ripresa dell'accumulazione nell'industria (0,9 per cento), sospinta dal comparto manifatturiero. Nel complesso gli investimenti sono stati ancora frenati dalle deboli prospettive di domanda, segnalate tuttavia in miglioramento, e dagli ampi margini di capacità produttiva inutilizzata. Le condizioni di accesso al credito hanno inciso negativamente solo per le aziende di minore dimensione.

Gli investimenti effettivamente realizzati nel 2014 sono stati in media superiori ai programmi formulati nella primavera dello stesso anno, quando gli operatori prevedevano un calo complessivo dell'1,4 per cento (figura A). Il quadro appare sostanzialmente omogeneo tra le imprese, con l'eccezione di quelle con più di 500 addetti; per queste ultime, alla forte accumulazione di capitale osservata nel 2013 è seguita una diminuzione superiore alle attese nel 2014, che ha riflesso il temporaneo peggioramento delle prospettive del commercio internazionale.

I piani per il 2015 prefigurano un netto rialzo degli investimenti rispetto allo scorso anno (5,3 per cento), sia nell'industria, grazie soprattutto all'accumulazione di capitale da parte delle imprese esportatrici, sia nei servizi. Alla marcata espansione degli investimenti pianificata dalle imprese con almeno 500 addetti (12,7 per cento), si contrappongono la maggiore prudenza di quelle medio-grandi (1,4 per cento) e programmi di riduzione della spesa in quelle con meno di 50 addetti (-4,8 per cento).

Figura A

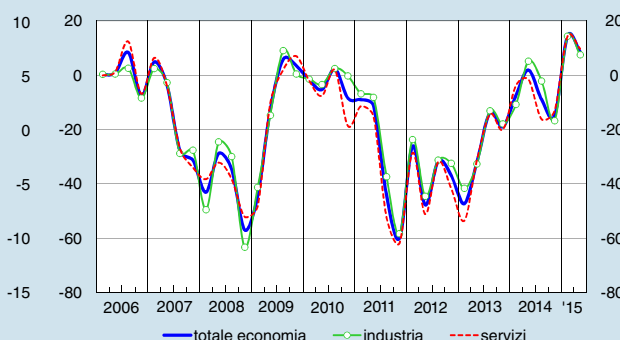
Spesa per investimenti
(dati annuali; variazioni percentuali)



(1) Previsioni effettuate nella primavera dell'anno di riferimento per il totale dello stesso anno nell'Indagine sulle imprese industriali e dei servizi. Anno di riferimento 2014, pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 34, 2015. –
(2) Quantità a prezzi concatenati. Dato calcolato per il totale dell'industria in senso stretto e per i servizi privati non finanziari.

Figura B

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. Giugno 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*, 36, 2015.

Il sondaggio trimestrale condotto in giugno fornisce indicazioni sull'evoluzione della spesa per investimenti in corso d'anno coerenti con quanto segnalato dall'indagine Invind. Il saldo dei giudizi sulle condizioni per investire si conferma su valori storicamente elevati e superiori al livello precedente la crisi, pur in lieve attenuazione rispetto al trimestre precedente (figura B). Nel primo semestre del 2015 la spesa nominale si manterrebbe invariata rispetto a quella effettuata nella seconda metà del 2014 per oltre la metà delle aziende intervistate. La quota di imprese che si attende un rialzo degli investimenti supera di 11 punti percentuali quella che ne prefigura una flessione, il doppio rispetto al sondaggio precedente, per effetto soprattutto del miglioramento nell'industria. Nella manifattura è anche cresciuta nettamente la quota di imprese che dichiarano un aumento della domanda per i propri prodotti, sia fra le aziende esportatrici sia fra quelle prevalentemente orientate al mercato interno.

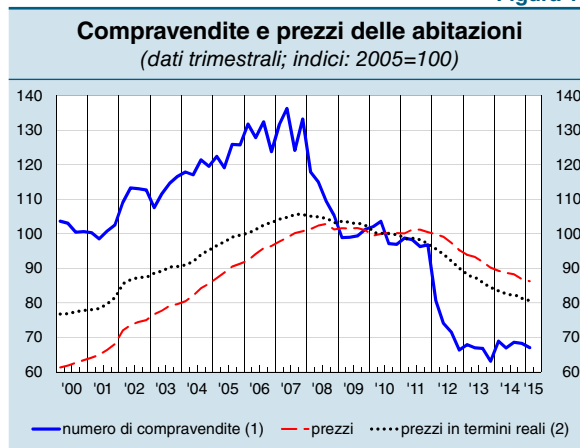
Il settore edile mostra qualche segnale di recupero

L'andamento degli investimenti in costruzioni è tornato positivo (0,5 per cento sul periodo precedente), dopo la flessione quasi ininterrotta avviatasi prima della crisi finanziaria. La lieve riduzione delle compravendite di abitazioni ha pressoché compensato il rialzo segnato nel secondo semestre dello scorso anno (fig. 19). Secondo le valutazioni degli agenti immobiliari, censiti nel sondaggio condotto in aprile dalla Banca d'Italia in collaborazione con Tecnoborsa e l'Osservatorio del mercato immobiliare dell'Agenzia delle Entrate (OMI), è proseguito l'aumento del numero di potenziali acquirenti; la flessione dei prezzi delle case, in atto da oltre un triennio, si è attenuata. Le attese delle imprese edili intervistate nella rilevazione di giugno dell'indagine trimestrale Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore* si confermano positive nel breve e nel medio termine, in deciso miglioramento rispetto alla fine dello scorso anno.

Prosegue il miglioramento della competitività in atto dall'inizio del 2014

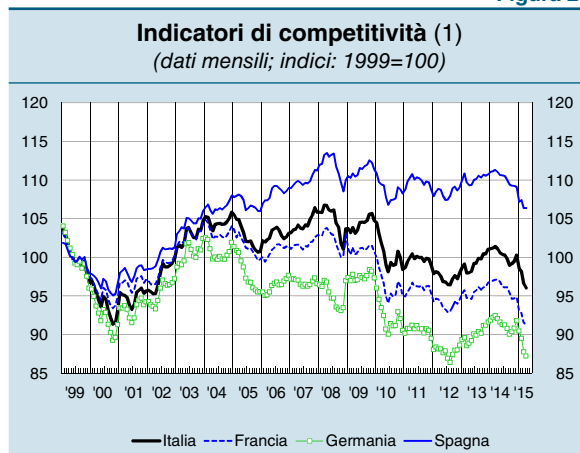
Dall'inizio dello scorso anno il guadagno di competitività degli esportatori italiani, misurato sulla base dei prezzi alla produzione di beni manufatti, è stato significativo e pari a tre punti percentuali, risentendo in misura modesta – secondo valutazioni preliminari – del recente apprezzamento del cambio. Tale tendenza è comune ai principali partner nell'area dell'euro (fig. 20). I guadagni rispetto ai concorrenti esterni all'area sarebbero stati particolarmente pronunciati (sei punti percentuali per l'Italia, contro otto per la Francia e la Spagna e cinque per la Germania).

Figura 19



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 20



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 aprile 2015. Per la metodologia di costruzione, cfr. A. Felettigh, C. Giordano, G. Oddo e V. Romano, *Reassessing price-competitiveness indicators of the four largest euro-area countries and of their main trading partners*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 280, 2015.

La redditività delle imprese è rimasta stabile

Secondo stime basate sui conti nazionali, nel primo trimestre del 2015 la redditività operativa delle imprese – calcolata come rapporto tra margine operativo lordo e valore aggiunto nei dodici mesi terminanti in marzo – è rimasta pressoché stabile, su livelli storicamente contenuti. In rapporto al valore aggiunto, gli investimenti lordi e l'autofinanziamento non hanno registrato variazioni significative; il peso degli oneri finanziari e il fabbisogno finanziario si sono ridotti.

Si è attenuata la contrazione dei prestiti bancari

Si è attenuata la contrazione dei prestiti bancari alle imprese (incluse le famiglie produttrici). I prestiti sono scesi dell'1,6 per cento nei dodici mesi terminanti a maggio del 2015 rispetto alla riduzione del 2,0 a dicembre del 2014 (fig. 21). Alla fine del primo trimestre del 2015 il debito complessivo delle imprese in percentuale del PIL è lievemente diminuito, al 77,8 per cento (dal 78,2 di tre mesi prima; fig. 22).

Dai primi mesi dell'anno la raccolta obbligazionaria netta è tornata positiva

Nel primo trimestre dell'anno la raccolta obbligazionaria netta delle imprese italiane è tornata positiva per un miliardo di euro (da -0,8 miliardi nel trimestre precedente; cfr. tav. 7). Nei primi mesi del 2015 le emissioni lorde di azioni da parte di società non finanziarie residenti in Italia sono ulteriormente aumentate. Sulla base di dati preliminari di fonte Dealogic, tra aprile e maggio del 2015 le emissioni nette di obbligazioni sarebbero state pari a 4 miliardi.

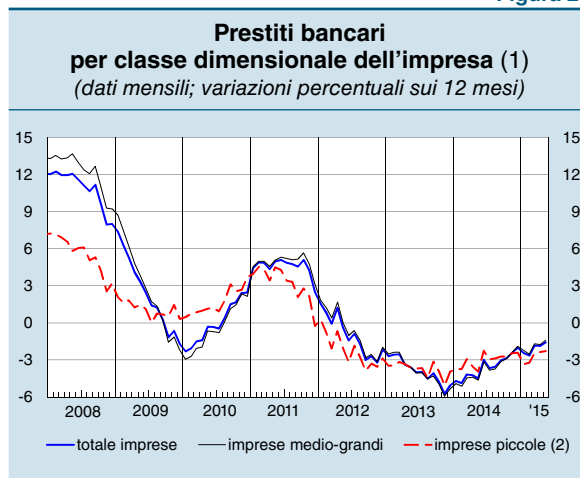
2.3 LE FAMIGLIE

La ripresa dei consumi, in atto dalla metà del 2013, resta concentrata prevalentemente negli acquisti di beni durevoli. La spesa è sostenuta dal recupero di fiducia delle famiglie, nonostante valutazioni tuttora caute sulle prospettive del quadro economico generale e del mercato del lavoro, ma è ancora frenata dalla debolezza del reddito disponibile.

All'inizio dell'anno i consumi sono leggermente diminuiti...

Nel primo trimestre i consumi delle famiglie hanno segnato una variazione leggermente negativa, dopo aver accumulato un rialzo dello 0,7 per cento dall'estate del 2013; al recupero degli acquisti in beni durevoli e semidurevoli (0,8 e 0,5 per cento, rispettivamente) si sono contrapposti il lieve calo dei beni non durevoli e la stagnazione dei servizi (da un aumento dello 0,3 per cento alla fine dello scorso

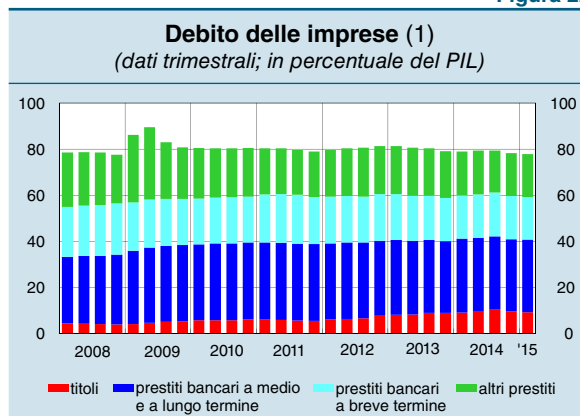
Figura 21



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 22



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

(1) I dati si riferiscono ai 12 mesi terminanti nel trimestre considerato. Il debito include i prestiti cartolarizzati.

anno). Sulla spesa delle famiglie continua a pesare la debolezza del reddito disponibile, stazionario da circa due anni, nonostante i segnali di ripresa del monte retributivo e del potere d'acquisto nei primi tre mesi dell'anno (0,6 per cento; fig. 23); il saggio di risparmio è in graduale risalita dai minimi raggiunti all'inizio del 2013 (9,2 per cento nel primo trimestre del 2015), segnalando un atteggiamento di cautela da parte delle famiglie nell'espansione dei piani di spesa.

Secondo i più recenti indicatori, nel secondo trimestre i consumi sarebbero stati ancora sostenuti dalla componente dei beni durevoli; le immatricolazioni di autovetture, pur decelerando, sono cresciute del 2,5 per cento rispetto al periodo precedente.

...ma la fiducia delle famiglie resta elevata

In primavera l'indice del clima di fiducia dei consumatori è nuovamente aumentato, collocandosi su

valori elevati. Al miglioramento dei giudizi sulla situazione economica corrente e sul bilancio familiare si sono contrapposte valutazioni ancora caute sulle prospettive economiche e del mercato del lavoro.

Il debito è invariato, così come il suo servizio

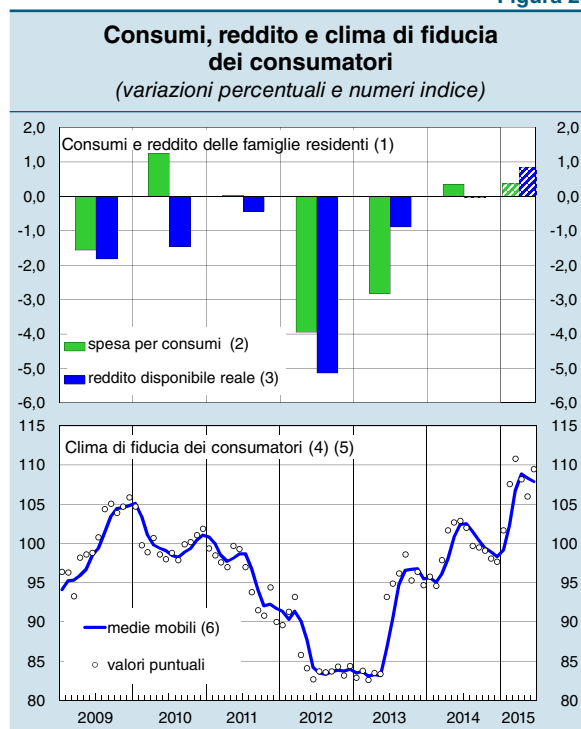
Nel primo trimestre del 2015 il debito delle famiglie italiane in rapporto al reddito disponibile è rimasto in-

variato (al 62,8 per cento; fig. 24), mantenendosi ben al di sotto di quello medio dell'area dell'euro (96,0 per cento circa). Nella media del trimestre è proseguito il calo dei tassi sui nuovi prestiti per l'acquisto di abitazioni, mentre si è avuto un leggero aumento di quelli per il credito al consumo; gli oneri sostenuti dalle famiglie per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale), in rapporto al reddito disponibile, sono rimasti pressoché stabili, al 9,0 per cento.

2.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

A fronte del calo del commercio mondiale, nel primo trimestre del 2015 le esportazioni italiane sono rimaste nel complesso stazionarie, ma sono cresciute nella componente dei beni. Le inchieste

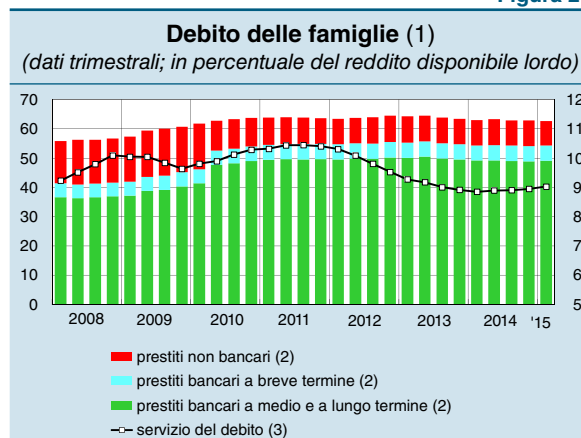
Figura 23



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Figura 24



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

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

presso le imprese segnalano prospettive favorevoli per le vendite all'estero nei prossimi mesi. Le importazioni sono aumentate, trainate dalla ripresa della domanda interna. Il surplus del conto corrente ha continuato ad ampliarsi e gli acquisti di titoli pubblici italiani da parte di non residenti si sono rafforzati.

Crescono le esportazioni di beni... Nel primo trimestre di quest'anno le esportazioni di beni e servizi in volume sono rimaste invariate rispetto al periodo precedente. Tuttavia, nonostante la caduta degli scambi mondiali di beni, le vendite di merci dell'Italia hanno continuato a crescere (0,6 per cento, da 1,8 nel quarto trimestre del 2014), soprattutto nei mercati extra UE, mentre quelle di servizi sono diminuite (-2,4 per cento).

Le esportazioni di beni in volume hanno registrato un andamento particolarmente positivo negli Stati Uniti e in Giappone, grazie anche al deprezzamento dell'euro; le vendite verso i paesi OPEC e le economie dinamiche dell'Est asiatico hanno registrato incrementi di minore entità. I settori dei mezzi di trasporto e dei prodotti metallici hanno fornito un contributo positivo alle esportazioni complessive, a fronte di una riduzione delle vendite nel comparto della meccanica, della farmaceutica e delle principali produzioni del "made in Italy".

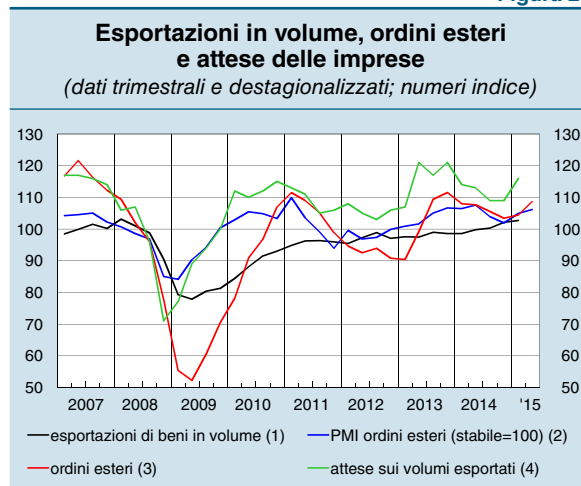
...e le importazioni accelerano Le importazioni di beni e servizi in volume hanno accelerato (1,4 per cento, da 0,5 nel quarto trimestre), soprattutto nella componente dei beni (3,6 per cento). Gli acquisti dall'estero sono aumentati in tutti i settori ad eccezione di quello dei prodotti petroliferi raffinati e delle materie prime. Le importazioni di prodotti chimici, di mezzi di trasporto, di prodotti in metallo e di macchine elettriche sono state molto rilevanti, presumibilmente in connessione con la ripresa degli investimenti fissi lordi (cfr. il par. 2.2).

Migliorano le attese sugli ordini esteri Secondo i dati più recenti, le esportazioni di beni nel bimestre aprile-maggio si sarebbero attestate in media su un valore superiore al primo trimestre, mentre le importazioni avrebbero registrato una leggera riduzione. Gli indicatori qualitativi confermano un quadro favorevole: l'indice PMI relativo agli ordini esteri delle imprese manifatturiere e l'analogo indicatore Istat sono migliorati in giugno, portandosi sui valori più elevati da circa un anno (fig. 25).

Il surplus del conto corrente continua ad aumentare Il surplus del conto corrente, che nel complesso del 2014 aveva raggiunto l'1,9 per cento del PIL, ha continuato ad aumentare; nei primi quattro mesi dell'anno in corso si è attestato a 6 miliardi, più del doppio rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Il miglioramento è ascrivibile principalmente al minore deficit energetico (tav. 3).

Sono proseguiti gli afflussi netti di capitali privati dall'estero Con l'avvio del programma di acquisto dell'Eurosistema si è rafforzato l'interesse per i titoli di portafoglio italiani da parte degli investitori non residenti; tra la fine dello scorso anno e il mese di aprile gli acquisti dall'estero sono ammontati a 76,1 miliardi, di cui 65,0 in titoli di debito pubblico, in larga parte con scadenze superiori a un anno. Nello stesso periodo del 2014 gli afflussi complessivi

Figura 25



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

sivi erano stati pari a 71,6 miliardi, di cui 54,0 per acquisti di titoli di debito pubblico.

Anche gli investimenti esteri di portafoglio degli operatori residenti sono proseguiti, raggiungendo nei primi quattro mesi dell'anno 74,0 miliardi; circa il 60 per cento riguarda quote di fondi comuni di diritto estero.

Le oscillazioni del saldo TARGET2 hanno riflesso fattori tecnici

Nella prima decade di luglio la posizione debitoria della Banca d'Italia su TARGET2 (cfr. il riquadro: *L'andamento del saldo*

TARGET2 nell'ultimo triennio) si è attestata in media a 196 miliardi di euro. L'ampliamento rispetto a giugno (171 miliardi) è ascrivibile in parte a fattori tecnici, che hanno anche in passato determinato oscillazioni temporanee, quali rimborsi netti di titoli di Stato detenuti da non residenti e il rimpatrio di fondi da parte di alcune banche estere negli ultimi giorni del mese. Inoltre, la liquidità fornita dall'Eurosistema con la quarta operazione mirata di rifinanziamento e con gli acquisti di titoli per finalità di politica monetaria avrebbe permesso alle banche italiane di ridurre la provvista più a breve termine sul mercato interbancario estero.

Tavola 3

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

VOCI	2013	2014	gen.- apr. 2014	gen.- apr. 2015
Conto corrente	15,0	30,9	2,6	6,0
Merci	36,1	49,5	12,6	15,5
prodotti non energetici (2)	87,6	90,1	26,9	26,4
prodotti energetici (2)	-51,5	-40,7	-14,3	-10,9
Servizi	1,4	0,5	-2,3	-2,2
Redditi primari	-4,4	-2,3	0,4	1,0
Redditi secondari	-18,1	-16,6	-8,1	-8,2
Conto capitale	0,2	3,4	-0,6	-0,4
Conto finanziario	11,3	50,2	18,0	0,7
Investimenti diretti	3,6	9,0	-5,2	2,4
Investimenti di portafoglio	-14,6	-4,5	-49,3	-2,0
Derivati	3,0	-3,6	-2,8	0,0
Altri investimenti	17,7	50,2	75,3	0,7
Variazione riserve ufficiali	1,5	-1,0	0,1	-0,3
Errori e omissioni	-3,8	15,9	15,9	-4,9

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

L'ANDAMENTO DEL SALDO TARGET2 NELL'ULTIMO TRIENNIO

Il saldo di ciascuna banca centrale nazionale (BCN) dell'area dell'euro sul sistema dei pagamenti trans-europeo TARGET2 riflette la differenza fra i pagamenti ricevuti e quelli effettuati dagli istituti di credito operanti nel paese, regolati mediante il sistema stesso con l'intermediazione della BCN. Il saldo può essere letto come contropartita contabile di tutte le transazioni, commerciali e finanziarie, eseguite fra residenti e non residenti; può essere inoltre interpretato in base alla distribuzione all'interno dell'Eurosistema della liquidità immessa da ciascuna BCN attraverso le operazioni di politica monetaria.

L'andamento del saldo di un paese su TARGET2 può pertanto essere esaminato sotto due profili: quello della bilancia dei pagamenti e quello del bilancio della rispettiva banca centrale (1). Utilizzando l'identità contabile della bilancia dei pagamenti è possibile mettere in luce le principali tipologie di transazioni con l'estero connesse con le variazioni del saldo. Con riferimento all'Italia, un miglioramento di quest'ultimo può rispecchiare: investimenti esteri in titoli pubblici e privati italiani; un aumento della raccolta netta delle banche residenti sui mercati internazionali; un avanzo di conto corrente e conto capitale; disinvestimenti di attività estere da parte dei residenti (tavola, sezione A). Considerando invece le principali voci del bilancio della banca centrale, un miglioramento del saldo è normalmente connesso con una riduzione della liquidità immessa nel sistema attraverso le operazioni di politica monetaria (prestiti a istituzioni creditizie o acquisti di attività, quali i titoli pubblici e privati) oppure con un aumento dei fattori che assorbono tale liquidità (in particolare i depositi delle

(1) Cfr. M. Cecioni e G. Ferrero, *Determinants of TARGET2 imbalances*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 136, 2012.

**Saldo TARGET2: relazione contabile con la bilancia dei pagamenti
e con il bilancio della Banca d'Italia (1)**
(miliardi di euro)

		(A) identità contabile della bilancia dei pagamenti						(B) identità contabile del bilancio della Banca d'Italia					
		Variazione TARGET2 = (a)+(b)+(c)+(d)+(e)-(f)						Variazione TARGET2 = (g)+(h)+(i)-(l)-(m)-(n)					
		più:			meno:			più:			meno:		
Saldo	Variazione del saldo (2)	Inv. esteri in titoli pubblici italiani	Inv. esteri in titoli privati italiani	Raccolta netta all'estero delle banche residenti	Conto corrente e conto capitale	Voci residuali	Inv. italiani in titoli esteri	Depositi delle Amm. pubbliche	Banco-note in circolaz.	Passività verso istituz. creditizie UEM per fini di pol. mon.	Prestiti a istituz. creditizie UEM per fini di pol. mon.	Titoli detenuti per fini di pol. mon.	Altre attività nette
		(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)	(h)	(i)	(l)	(m)	(n)
		Flussi						Variazioni delle consistenze					
ago. 2012	-289												
lug. 2014	-130 159	123	87	-20	37	-29	38	51	-7	-13	-116	-12	0
dic. 2014	-209 -79	-27	-5	-15	21	0	52	-55	5	-1	30	3	-5
apr. 2015	-177 32	65	11	38	6	-14	74	17	-6	2	-35	21	-4
mag. 2015	-164 13	....	....	....	....	....	....	16	-1	-3	-10	9	1
giu. 2015	-189 -25	....	....	....	....	....	....	-1	-1	3	16	8	3

(1) Scomposizione della variazione del saldo a fine mese in base all'identità contabile della bilancia dei pagamenti (sezione A; dati disponibili fino ad aprile 2015) e del bilancio della Banca d'Italia (sezione B). – (2) Calcolata rispetto alla fine del mese precedente riportato nella prima colonna della tavola.

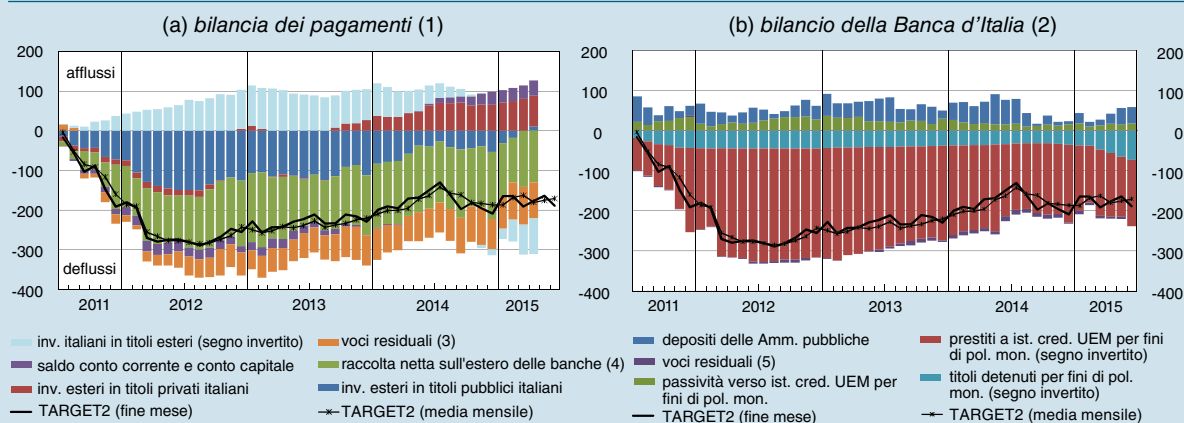
Amministrazioni pubbliche e le passività nei confronti di istituzioni creditizie per finalità di politica monetaria; tavola, sezione B).

Dopo il picco di 289 miliardi di euro toccato nell'agosto 2012 – al culmine della crisi del debito sovrano che aveva determinato deflussi di capitali esteri dal mercato dei titoli di Stato italiani e una riduzione della raccolta sull'estero delle banche – la posizione debitoria della Banca d'Italia su TARGET2 è gradualmente migliorata, raggiungendo un minimo di 130 miliardi a luglio dello scorso anno. Successivamente il saldo ha mostrato ampie oscillazioni, portandosi a -189 miliardi alla fine di giugno.

Dal lato della bilancia dei pagamenti, la riduzione della posizione debitoria della Banca d'Italia su TARGET2 tra l'estate del 2012 e quella del 2014 ha rispecchiato in larga parte una ripresa degli investimenti esteri sia in titoli del debito pubblico italiano sia in azioni e obbligazioni societarie; nello stesso periodo non si è invece osservato un recupero della raccolta netta sul mercato interbancario estero (figura, pannello a). Dal lato del bilancio della Banca d'Italia, il miglioramento ha riflesso principalmente il minore ricorso delle banche residenti alle operazioni di rifinanziamento presso la Banca centrale e l'aumento dei depositi delle Amministrazioni pubbliche (figura, pannello b).

Il temporaneo ampliamento del saldo passivo nella seconda metà del 2014 è riconducibile alla politica di emissioni del Tesoro che, grazie all'elevata liquidità accumulata sui propri conti presso la Banca d'Italia, ha effettuato rimborsi netti di titoli, in parte detenuti da non residenti; a ciò ha corrisposto un calo dei depositi delle Amministrazioni pubbliche nel bilancio dell'Istituto. All'aumento del saldo ha anche contribuito la maggiore liquidità concessa dalla Banca d'Italia nell'ambito delle prime due operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine, con cui le banche

Principali fattori connessi con l'andamento del saldo TARGET2 (miliardi di euro)



(1) Scomposizione del saldo in base all'identità contabile della bilancia dei pagamenti. Flussi mensili cumulati da luglio 2011 (dati disponibili fino ad aprile 2015). – (2) Scomposizione del saldo in base all'identità contabile del bilancio della Banca d'Italia. Consistenze mensili. – (3) Investimenti diretti, derivati, altri investimenti, errori e omissioni. – (4) Inclusa la raccolta intermediata da controparti centrali residenti. – (5) Differenza tra banconote in circolazione e "altre attività nette".

italiane avrebbero in parte ridotto la provvista sul mercato interbancario estero. L'ampliamento del saldo ha risentito in parte degli acquisti di titoli esteri (in prevalenza quote di fondi comuni) da parte dei residenti.

La diminuzione della posizione debitoria nei primi quattro mesi del 2015 ha riflesso una crescita degli investimenti esteri in titoli pubblici italiani e della raccolta netta sull'estero delle banche residenti, solo parzialmente controbilanciati dagli acquisti di titoli di portafoglio esteri da parte dei residenti. Nel bilancio della Banca d'Italia si è osservato un aumento dei depositi delle Amministrazioni pubbliche e un calo del rifinanziamento alle istituzioni creditizie, che hanno più che compensato la maggiore liquidità immessa con gli acquisti di titoli pubblici e privati per finalità di politica monetaria. Simili andamenti nelle voci del bilancio hanno caratterizzato l'ulteriore miglioramento del saldo in maggio; il successivo ampliamento della posizione debitoria in giugno ha soprattutto riflesso la liquidità immessa mediante la quarta operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine e il prosieguo degli acquisti di titoli per finalità di politica monetaria.

La posizione patrimoniale netta sull'estero dell'Italia alla fine dello scorso marzo era passiva per 478 miliardi, pari al 29,6 per cento del PIL. Il peggioramento rispetto alla fine del 2014, di quasi due punti di PIL, è derivato in larga parte dagli aggiustamenti di valutazione; l'aumento del valore delle passività dovuto alla marcata discesa dei rendimenti dei titoli del debito italiano e il rialzo dei corsi azionari hanno più che compensato le consistenti rivalutazioni di prezzo e di cambio dal lato delle attività.

2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Nel bimestre aprile-maggio del 2015 il numero di occupati è tornato a crescere, dopo essere rimasto sostanzialmente stazionario nei sei mesi precedenti. Il tasso di disoccupazione si è stabilizzato sui livelli a cui era sceso nei primi tre mesi dell'anno. Dall'inizio del 2015 la quota di contratti a tempo indeterminato sul totale delle nuove assunzioni è aumentata. Le prospettive occupazionali sono in miglioramento, ancorché incerte.

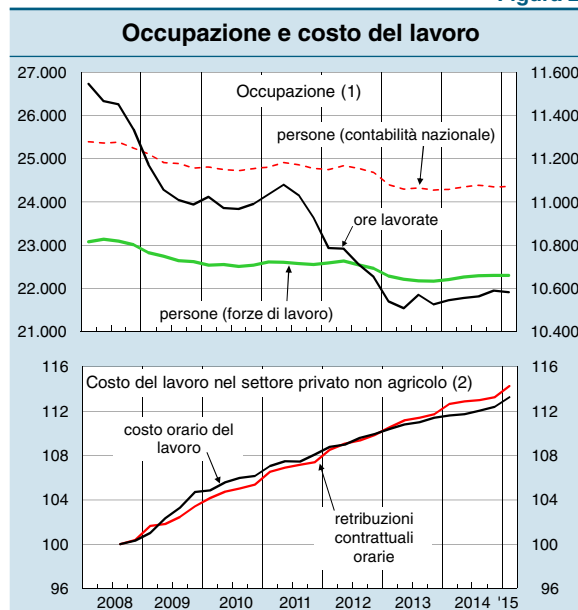
**In primavera
l'occupazione
è tornata ad aumentare**

Nel bimestre aprile-maggio, secondo i dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, l'occupazione è aumentata dello 0,3 per cento rispetto al primo trimestre, dopo aver ristagnato nei sei mesi precedenti. In base ai conti nazionali la stazionarietà degli occupati nei primi tre mesi dell'anno ha interessato sia la componente autonoma sia quella alle dipendenze (fig. 26; tav. 4); alla sostanziale invarianza nell'agricoltura e nei servizi si è contrapposta la diminuzione nell'industria in senso stretto (-0,8 per cento) e la crescita, per la prima volta dopo quasi tre anni, nelle costruzioni (1,1 per cento).

**Sale la quota
di assunzioni
a tempo indeterminato**

Dall'inizio dell'anno vi è stata una forte ricomposizione delle assunzioni verso contratti a tempo indeterminato; secondo i dati diffusi dal Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, nel primo trimestre la quota di nuovi contratti a tempo indeterminato sul totale dei neoassunti è salita al 21,4 per cento (era pari al 17,9 un anno prima), presumibilmente grazie agli sgravi contributivi introdotti dalla legge di stabilità per il 2015 in vigore da gennaio e agli 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. Sulla base di dati preliminari la ricomposizione sarebbe proseguita anche nel bimestre aprile-maggio.

Figura 26



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	Variazioni				
	1° trim. 2015	2° trim. 2014	3° trim. 2014	4° trim. 2014	1° trim. 2015	
Totale occupati	24.358	0,2	0,1	..	..	
di cui: industria in senso stretto	4.181	-0,1	-0,4	0,1	-0,8	
servizi privati (1)	10.540	0,1	0,6	0,1	0,5	
Dipendenti	18.118	0,4	0,2	-0,1	..	
Autonomi	6.240	-0,2	0,1	0,2	..	
Ore lavorate	10.582	0,1	0,1	0,3	-0,1	
di cui: industria in senso stretto	1.831	-1,0	0,9	0,6	-0,6	
servizi privati (1)	4.863	-0,1	0,1	0,2	0,3	
Dipendenti	7.176	0,4	0,2	0,1	0,1	
Autonomi	3.406	-0,5	-0,2	0,8	-0,6	
Persone in cerca di occupazione	3.156	-1,0	1,9	0,1	-2,9	
Forze di lavoro	25.456	0,2	0,3	0,1	-0,4	

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.

Il tasso di disoccupazione è diminuito

Nel primo trimestre del 2015 il tasso di disoccupazione è diminuito al 12,4 per cento (12,7 nel periodo precedente; fig. 27) per effetto di una minore partecipazione al mercato del lavoro, concentrata nelle persone con meno di 55 anni. La disoccupazione di lunga durata è lievemente diminuita. Nel bimestre aprile-maggio il tasso di disoccupazione è rimasto pressoché invariato rispetto ai primi tre mesi dell'anno.

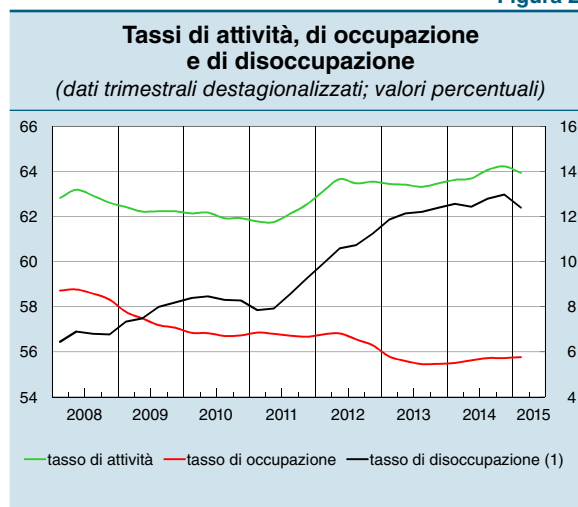
Il costo orario del lavoro ha accelerato lievemente

Il costo orario del lavoro nel settore privato non agricolo rilevato dai conti nazionali ha accelerato nei primi tre mesi dell'anno in corso (all'1,5 per cento rispetto al periodo corrispondente, dallo 0,8 alla fine del 2014); le retribuzioni contrattuali sono aumentate dell'1,4 per cento in linea con gli ultimi tre trimestri (fig. 26).

Le prospettive occupazionali migliorano, ma restano incerte

Nel primo trimestre è proseguito il calo delle ore autorizzate per la Cassa integrazione guadagni rispetto alla fine del 2014; si sono ridotte anche le ore effettivamente utilizzate dalle aziende (al 38 per cento sul totale di quelle autorizzate, dal 42 di un anno prima). Le ore autorizzate sono diminuite anche nella media del bimestre aprile-maggio. Secondo la rilevazione congiunturale presso le imprese, condotta in giugno dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, continuano a prevalere valutazioni di stabilità dell'occupazione per circa i due terzi delle imprese intervistate; la quota di aziende che prevede un aumento degli addetti nel prossimo trimestre è tuttavia di poco superiore a quella che ne prefigura una diminuzione.

Figura 27



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

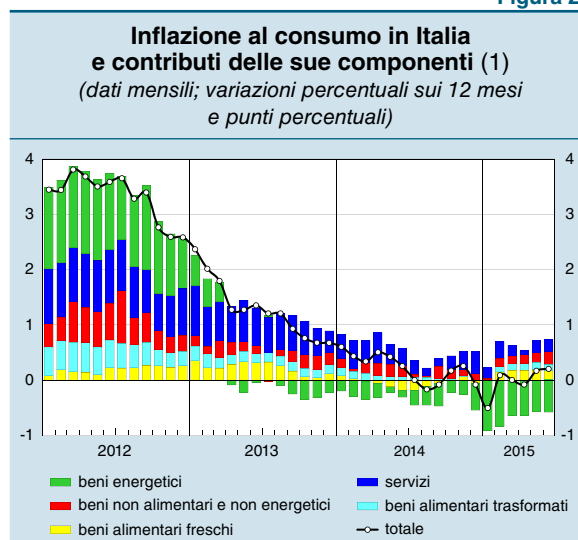
2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

Dopo aver toccato un minimo storico all'inizio dell'anno, l'inflazione al consumo ha mostrato nel corso della primavera un lento recupero, continuando tuttavia a risentire del calo dei prezzi dei beni energetici. La dinamica delle componenti di fondo rimane modesta, nonostante l'aumento dei mesi recenti. Le aspettative di imprese e famiglie sono migliorate in primavera; nelle valutazioni degli analisti l'inflazione si manterrebbe nel 2015 su valori molto bassi nel confronto storico.

L'inflazione è tornata appena positiva

Nel secondo trimestre del 2015 la variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) è aumentata, collocandosi in maggio e in giugno allo 0,2 per cento (fig. 28), e continua a risentire della flessione dei

Figura 28



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

prezzi dei prodotti energetici (tav. 5). Anche al netto delle componenti più volatili, dopo il minimo storico toccato in aprile l'inflazione è cresciuta lievemente (0,7 per cento), sospinta dal recupero dei servizi. La quota di voci elementari dell'IPCA che mostra variazioni dei prezzi negative sui dodici mesi è progressivamente diminuita, portandosi in maggio al 27 per cento (dal 40 toccato all'inizio dell'anno); tale livello resta tuttavia superiore a quello medio nel biennio 2009-2010, quando l'inflazione era stata particolarmente bassa.

Le pressioni all'origine restano deboli... I prezzi alla produzione sono ancora diminuiti in maggio (-2,7 per cento rispetto allo stesso periodo del 2014), risentendo della perdurante flessione delle componenti energetiche (-8,1 per cento); la variazione dei prezzi dei beni non alimentari destinati al consumo finale, che fornisce indicazioni sull'andamento futuro dei corrispettivi prezzi al consumo, è rimasta sui valori appena negativi registrati nel mese precedente.

...ma le attese di imprese e famiglie sono migliorate In maggio la quota delle imprese manifatturiere censite dalla Commissione europea che prevede una revisione al rialzo dei listini nei successivi tre mesi è tornata a superare quella che ne prefigura una riduzione, per la prima volta dalla scorsa estate. Le aziende intervistate nell'ultimo sondaggio condotto dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* anticipano una crescita dei propri prezzi nei successivi dodici mesi contenuta, ma superiore a quella rilevata nella scorsa indagine. Sulle valutazioni delle imprese incidono attese di un lieve miglioramento della domanda. Segnali coerenti provengono dall'indicatore PMI, che ha mostrato in giugno un ulteriore recupero nella componente relativa ai prezzi praticati dalle aziende. Nella percezione delle famiglie interpellate dall'Istat l'inflazione rimarrebbe molto bassa nei prossimi dodici mesi; la quota di consumatori che prefigura una riduzione dei prezzi è tuttavia diminuita dall'inizio dell'anno, portandosi in giugno al 5,5 per cento, dal picco del 10,4 toccato a settembre del 2014. Gli operatori professionali censiti nello stesso mese da Consensus Economics hanno rivisto al rialzo le attese di inflazione per il 2015 (0,2 per cento), mentre hanno lasciato invariate allo 0,9 quelle per il 2016.

2.7 LE BANCHE

Le condizioni monetarie espansive si stanno gradualmente trasmettendo al mercato del credito. Prosegue il calo del costo dei prestiti; l'allentamento delle condizioni di offerta si sta estendendo anche alle aziende medio-piccole; si è attenuata la flessione del credito alle imprese; i prestiti alle famiglie e quelli alle imprese manifatturiere sono aumentati, per la prima volta da oltre tre anni.

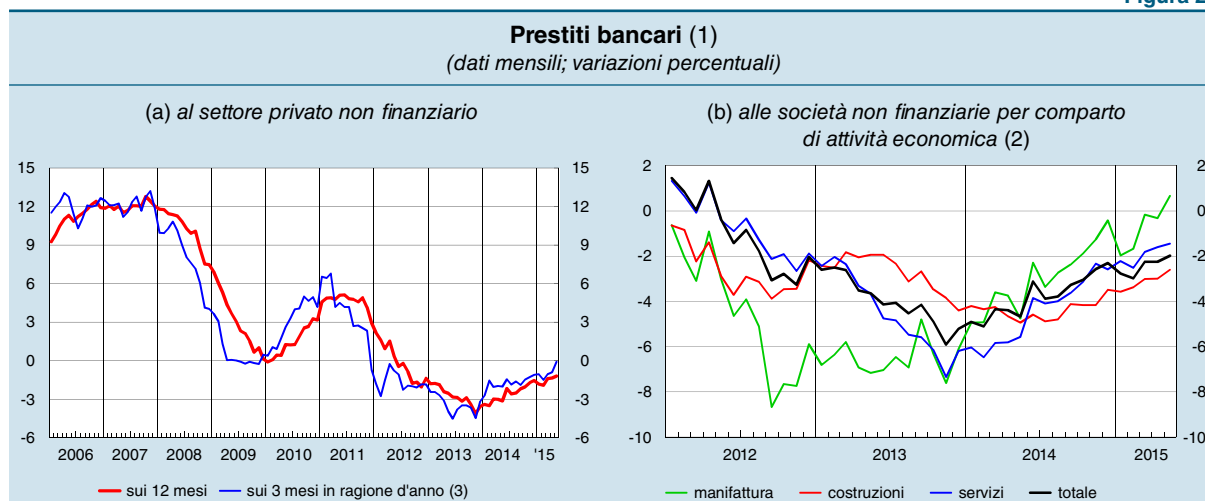
Tavola 5

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	-2,7
giu.	0,2	0,7	0,2	0,2	0,1	0,6	....

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.

Figura 29



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.

Si è arrestata la flessione del credito

Nei tre mesi terminanti in maggio la contrazione del credito al settore privato non finanziario si è annullata (al netto dei fattori stagionali, da -1,5 in febbraio, in ragione d'anno; fig. 29.a). La flessione dei prestiti alle società non finanziarie si è attenuata (-0,5 per cento, da -2,5). Il credito alle famiglie ha registrato un modesto aumento (0,4 per cento) per la prima volta da marzo del 2012; nel primo trimestre dell'anno le nuove erogazioni di mutui sono cresciute del 15 per cento circa rispetto al periodo corrispondente del 2014, in linea con i segnali più favorevoli del mercato immobiliare e beneficiando del basso livello dei tassi di interesse.

Tornano a crescere i prestiti alle imprese manifatturiere

Il calo dei prestiti alle società non finanziarie si è attenuato sia per le aziende più grandi (-1,4 per cento nei dodici mesi terminanti in maggio) sia per quelle di minore dimensione (-3,6). La dinamica resta differenziata fra i settori di attività economica: la variazione del credito alle imprese manifatturiere è tornata positiva (0,7 per cento; fig. 29.b), mentre per quelle dei servizi e delle costruzioni i prestiti continuano a scendere (-1,5 e -2,6 per cento, rispettivamente), sebbene a un ritmo inferiore rispetto alla fine dello scorso anno (-2,6 e -3,5).

Tra febbraio e maggio la raccolta complessiva delle banche italiane è aumentata, riflettendo sia l'ulteriore espansione dei depositi di residenti, che ha più che compensato il calo delle obbligazioni detenute dalle famiglie, sia l'incremento del rifinanziamento presso l'Eurosistema (tav. 6). Nel complesso i depositi di non residenti e le passività nette in pronti contro termine verso controparti centrali, che rappresentano prevalentemente raccolta interbancaria dall'estero, sono rimasti invariati.

Le condizioni di offerta migliorano

Secondo le banche italiane partecipanti all'indagine sul credito bancario (*Bank Lending Survey*), nel secondo trimestre del 2015 le condizioni di offerta di credito sarebbero state ulteriormente allentate, sia per le imprese sia per le famiglie (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*); la domanda avrebbe registrato un incremento per entrambe le tipologie di clientela. I più recenti sondaggi presso le aziende manifatturiere confermano il graduale miglioramento delle condizioni di accesso al credito che, dopo aver riguardato prevalentemente le imprese di maggiore dimensione, si sta ora estendendo anche a quelle più piccole.

Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)

VOCI	Consistenze di fine mese (2)		Variazioni percentuali sui 12 mesi (3)	
	Febbraio 2015	Maggio 2015	Febbraio 2015	Maggio 2015
Attività				
Prestiti a residenti in Italia (4)	1.816	1.819	-1,7	-0,8
di cui: a imprese (5)	806	803	-3,0	-2,0
a famiglie (6)	598	599	-0,4	-0,1
Attività verso controparti centrali (7)	101	97	48,8	64,8
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (8)	556	543	-0,8	-1,7
di cui: titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	434	425	3,9	1,5
Attività verso l'Eurosistema (9)	10	15	-50,2	-7,7
Attività sull'estero (10)	329	340	10,6	11,4
Altre attività (11)	1.237	1.200	-4,0	-3,6
Totale attivo	4.049	4.014	-0,8	0,0
Passività				
Depositi di residenti in Italia (4) (12) (13)	1.346	1.369	7,8	7,3
Depositi di non residenti (10)	331	336	5,4	5,3
Passività verso controparti centrali (7)	168	160	40,7	63,1
Obbligazioni (13)	452	436	-13,5	-14,3
Passività verso l'Eurosistema (9)	141	149	-34,1	-30,9
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	130	122	-10,9	-10,7
Capitale e riserve	438	426	8,8	6,3
Altre passività (14)	1.042	1.014	-6,6	-4,0
Totale passivo	4.049	4.014	-0,8	0,0

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di maggio 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.

L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO

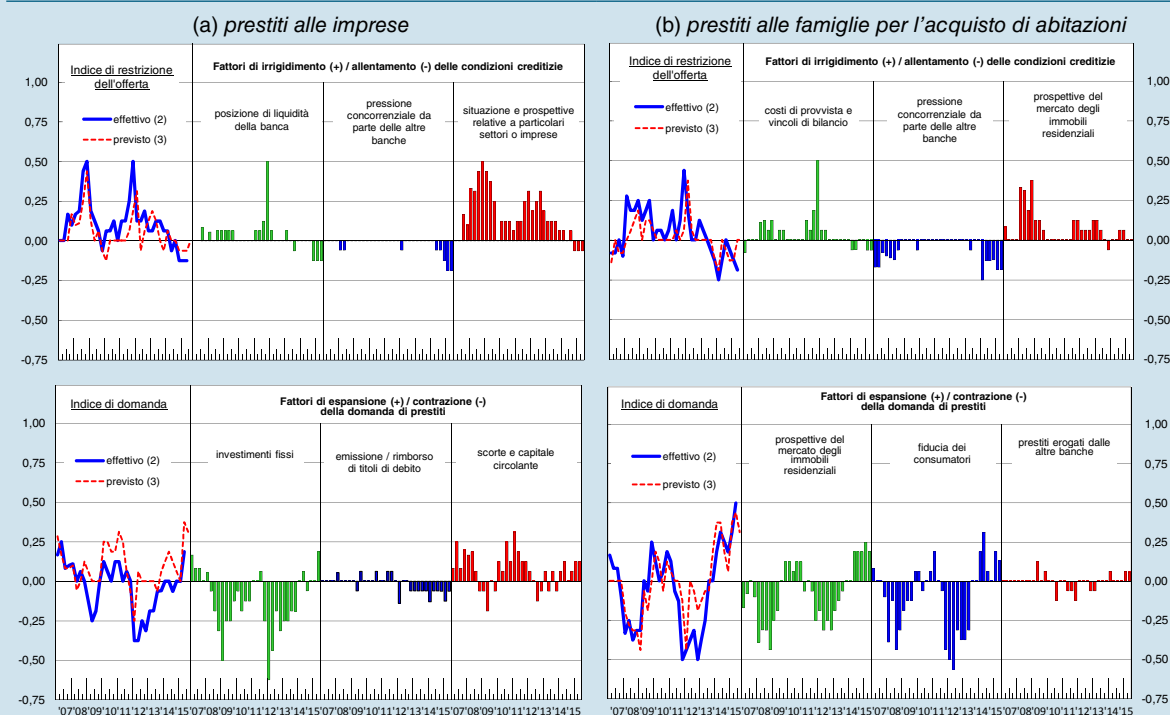
Secondo le banche italiane intervistate in giugno nell'ambito dell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*) i criteri di offerta dei prestiti alle imprese e dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni hanno registrato un allentamento anche nel secondo trimestre del 2015 (figura A) (1). Gli intermediari hanno segnalato un'ulteriore riduzione dei margini di interesse applicati ai finanziamenti, in particolare a quelli meno rischiosi, e un lieve incremento delle quantità concesse.

Le più favorevoli condizioni applicate ai prestiti hanno continuato a riflettere principalmente la maggiore pressione concorrenziale tra le banche, di cui avrebbe beneficiato soprattutto la clientela con merito di credito elevato, e la migliore posizione di liquidità degli intermediari.

Le banche intervistate hanno segnalato, per la prima volta dalla metà del 2011, un aumento della domanda di prestiti da parte delle imprese rispetto al trimestre precedente. Vi avrebbero contribuito la ripresa degli investimenti fissi, il maggiore fabbisogno per scorte e capitale circolante e lo stimolo

(1) All'indagine, terminata il 24 giugno, hanno partecipato otto tra i principali gruppi bancari italiani. I risultati per l'Italia sono stati pubblicati lo scorso 14 luglio e sono consultabili sul sito www.bancaditalia.it; quelli per l'area dell'euro sul sito www.ecb.int.

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



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

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

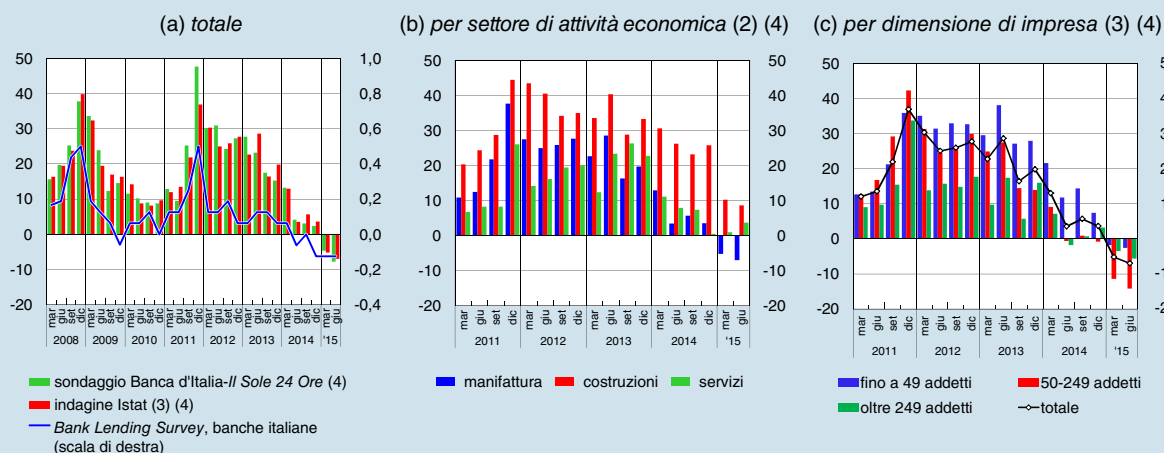
derivante dal basso livello dei tassi di interesse. L'effetto positivo di questi fattori è stato solo parzialmente compensato da un maggiore ricorso a fonti di finanziamento alternative, in particolare all'emissione di titoli di debito da parte delle aziende più grandi. È proseguita l'espansione della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni, ancora sostenuta principalmente dal basso livello dei tassi di interesse, oltre che dal miglioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali e dalla maggiore fiducia dei consumatori. Per il trimestre in corso gli intermediari si attendono un ulteriore rafforzamento della domanda di prestiti da parte sia delle imprese sia delle famiglie.

Le risposte a quesiti specifici sulle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine annunciate dal Consiglio direttivo della BCE a giugno del 2014 segnalano che i fondi ottenuti avrebbero contribuito a migliorare le condizioni di liquidità delle banche e sarebbero stati utilizzati sia per sostituire altre operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema, sia per erogare nuovi prestiti alle società non finanziarie.

Anche i sondaggi più recenti condotti presso le imprese indicano un graduale miglioramento delle condizioni di accesso al credito, pur mostrando ancora un quadro eterogeneo tra settori di attività economica e tra classi dimensionali (figura B).

Sulla base dell'indagine Istat sul clima di fiducia delle imprese, in giugno le condizioni di accesso al credito sono migliorate per le aziende manifatturiere (-7,0 per cento), soprattutto per quelle

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. – (2) Istat, Indagini sulla 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.

medio-grandi (-14,2 per cento) e, in misura più contenuta, per quelle di minore dimensione (-2,6 per cento); sono invece rimaste sfavorevoli per le imprese del settore delle costruzioni (8,7 per cento). Indicazioni analoghe provengono dall'indagine trimestrale condotta in giugno dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* presso un campione di aziende medio-grandi (con almeno 50 addetti): le condizioni sono decisamente più favorevoli rispetto al trimestre precedente nell'industria e nei servizi, in lieve peggioramento nelle costruzioni.

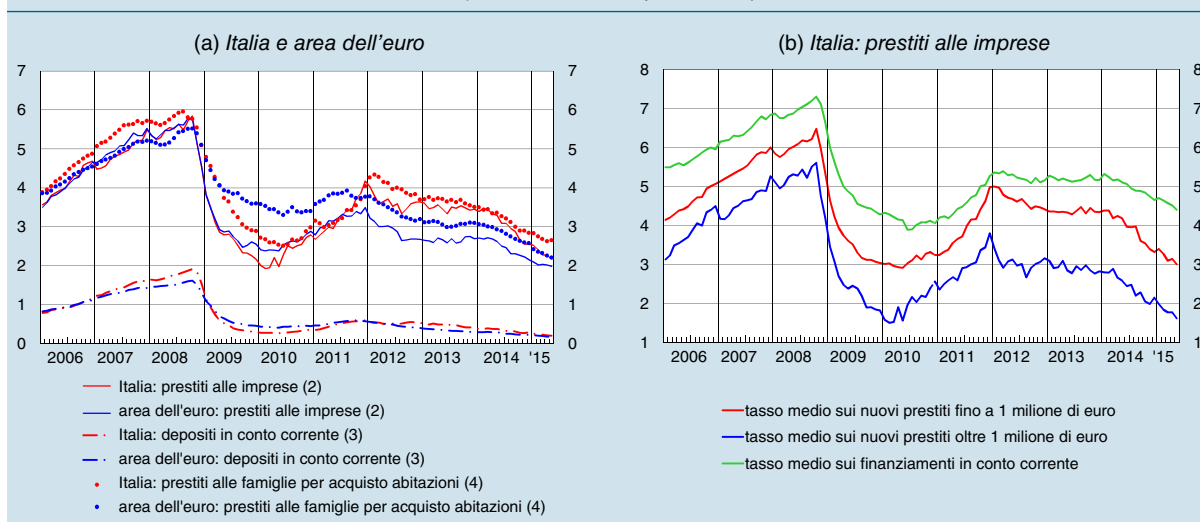
Secondo l'indagine Istat, la domanda di prestiti avrebbe registrato in giugno un lieve incremento, in particolare nel settore manifatturiero. La quota di imprese che ha dichiarato di non avere ottenuto il finanziamento richiesto resta elevata (9,7 per cento per il totale delle aziende manifatturiere), risentendo di un atteggiamento ancora prudente nella selezione della clientela da parte delle banche.

Si estende la riduzione del costo dei prestiti

L'allentamento delle condizioni monetarie continua a trasmettersi al costo del credito. Tra febbraio e maggio i tassi sui prestiti alle imprese hanno registrato un'ulteriore riduzione, di due e tre decimi di punto rispettivamente per i nuovi finanziamenti e per quelli in essere a breve termine, al 2,2 e 3,8 per cento; il costo dei nuovi mutui alle famiglie è sceso di un decimo, al 2,7 per cento. I cali sono stati più marcati per i finanziamenti a tasso fisso, in linea con la forte riduzione dei rendimenti a lungo termine registrata fino alla metà di aprile (cfr. il par. 1.3). Il differenziale rispetto ai tassi medi praticati nell'area dell'euro si è ridotto di due decimi per i nuovi prestiti alle imprese, azzerandosi per quelli di importo superiore al milione di euro; è rimasto invariato, a circa 40 punti base, per i mutui alle famiglie.

La riduzione del costo dei finanziamenti alle aziende ha interessato sia le più grandi sia quelle di minore dimensione (fig. 30); nel primo trimestre il calo ha continuato a estendersi anche alle imprese orientate al mercato interno e a quelle con condizioni finanziarie meno equilibrate (cfr. il riquadro: *Il costo del credito per categoria di impresa*).

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



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

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

IL COSTO DEL CREDITO PER CATEGORIA DI IMPRESA

Nel biennio 2012-13, a fronte di una riduzione dei tassi ufficiali e di mercato a breve termine di un punto percentuale, la diminuzione del costo medio dei nuovi prestiti a termine alle imprese italiane è stata nell'ordine di 30 punti base (al 3,5 per cento a dicembre del 2013). Dall'inizio del 2014 i tassi bancari si sono ulteriormente ridotti (cumulativamente di circa un punto percentuale a maggio del 2015).

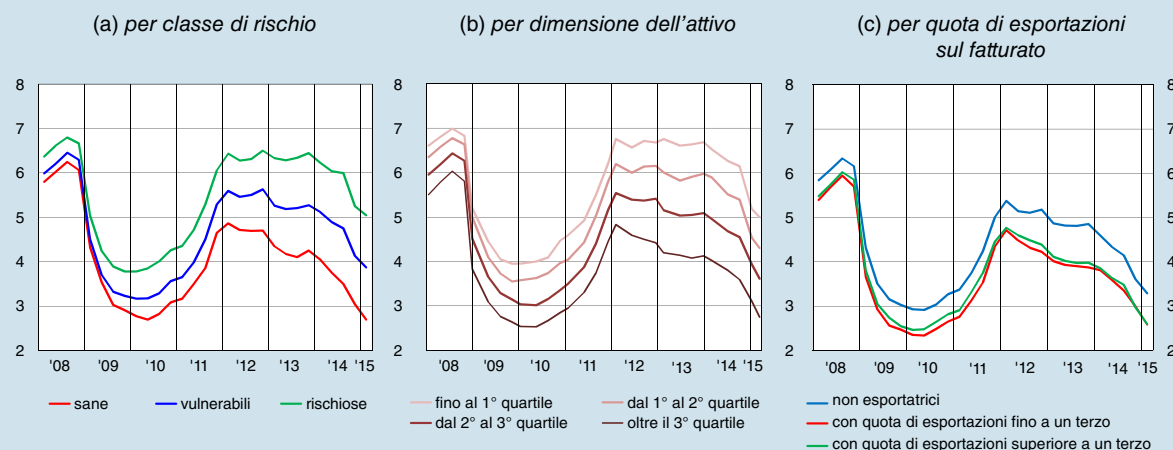
Le variazioni del costo medio dei prestiti riflettono andamenti differenziati delle condizioni applicate dalle banche a diverse tipologie di imprese.

È stato analizzato l'andamento del costo del credito per un ampio campione di aziende suddivise in base alle seguenti caratteristiche: (a) classe di rischio; (b) dimensione dell'attivo; (c) quota di fatturato esportato, limitatamente a un sottocampione. Il confronto è stato effettuato calcolando la mediana dei tassi di interesse applicati alle imprese di ciascun gruppo in ogni trimestre (figura).

La prima ripartizione mostra come il livello e la dinamica del costo dei nuovi prestiti a termine siano differenti in relazione alla classe di rischio. Nel biennio 2012-13 i tassi di interesse hanno registrato una riduzione graduale per i prestiti erogati alle aziende nella migliore classe di rischio e, in misura minore, a quelle nella classe intermedia; tale diminuzione si è accentuata dall'inizio del 2014 (figura, pannello a). Dall'ultimo trimestre dello scorso anno il calo si è esteso anche ai tassi praticati ai prenditori più rischiosi. Dalla fine del 2011 allo scorso marzo il costo del credito è complessivamente sceso di due punti percentuali per le imprese nella migliore classe di rischio e di circa un punto per quelle più rischiose. I tassi sui prestiti in essere in conto corrente hanno registrato un andamento analogo nel corso del 2014 e, a partire dalla fine dell'anno, sono diminuiti anche per le imprese più rischiose.

Tassi di interesse sui nuovi prestiti a termine alle imprese in Italia (1)

(valori medi; punti percentuali)



Fonte: Banca d'Italia e Cerved.

(1) Nel pannello a le imprese vengono ripartite utilizzando il punteggio assegnato da Cerved sulla base della loro solidità di bilancio; nel pannello b sulla base dei quartili di attivo totale; nel pannello c sulla base dell'ammontare di ricavi da esportazione in rapporto al fatturato totale.

Il differenziale di tasso fra i prenditori con merito di credito più elevato e quelli di minore qualità – ampliatisi dalla seconda metà del 2009 e ulteriormente durante la crisi del debito sovrano – è superiore ai due punti percentuali.

L'andamento del costo del credito risulta eterogeneo anche confrontando i tassi sui nuovi prestiti per dimensione delle imprese: si è ridotto per le aziende più grandi già dal 2012, per quelle di minore dimensione solo dal terzo trimestre del 2014 (figura, pannello b).

Le differenze tra le imprese esportatrici e le altre sono meno marcate – verosimilmente anche in ragione della maggiore dimensione media delle aziende nel sottocampione utilizzato per questa analisi – ma non trascurabili. Nel biennio 2012-13 i tassi sui nuovi prestiti erogati alle aziende esportatrici sono diminuiti in misura più marcata rispetto a quelli praticati alle imprese orientate al mercato domestico; il calo si è accentuato nel corso del 2014 per entrambe le categorie (figura, pannello c). Tra la fine del 2011 e il primo trimestre del 2015 il costo dei nuovi prestiti si è cumulativamente ridotto di 1,9 punti percentuali per le imprese esportatrici, di 1,7 per le altre.

Il rapporto tra nuove sofferenze e prestiti è sceso

Nei primi tre mesi del 2015 il flusso di nuove sofferenze rettificato in rapporto ai prestiti, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, è diminuito al 2,4 per cento, tre decimi di punto in meno rispetto alla fine del 2014. Il miglioramento è attribuibile ai finanziamenti alle imprese, il cui tasso di ingresso in sofferenza è sceso di sei decimi, al 3,9 per cento, ed è stato diffuso a tutti i comparti di attività economica. Per le famiglie il tasso è rimasto pressoché invariato, all'1,5 per cento. L'attenuazione nel deterioramento della qualità del credito, osservata tra il 2013 e il 2014, stenta a consolidarsi soprattutto in ragione della ancora modesta intensità della ripresa economica. Informazioni preliminari indicano che nel secondo trimestre del 2015 l'esposizione complessiva nei confronti dei debitori segnalati per la prima volta in sofferenza avrebbe registrato un aumento.

**Il Governo
ha approvato
nuove misure
per facilitare
lo smobilizzo
dei crediti deteriorati**

L'elevata consistenza dei crediti in sofferenza ereditata dalla lunga recessione (pari al 10 per cento circa del totale dei prestiti in marzo) continua a costituire un freno alle politiche di prestito delle banche e distoglie risorse dal finanziamento dell'economia. In giugno il Governo ha approvato misure per rimuovere alcuni ostacoli allo smobilizzo dei crediti deteriorati (decreto legge 27 giugno 2015, n. 83), rendendo più efficienti i procedimenti per il recupero dei crediti.

Gli interventi hanno interessato sia le procedure concorsuali sia quelle esecutive. Rispetto alle prime sono stati rafforzati gli strumenti negoziali tesi a favorire una ristrutturazione dell'esposizione; sono stati introdotti termini stringenti per la conclusione della fase di liquidazione, disponendo sanzioni per il mancato rispetto. Riguardo ai procedimenti esecutivi, sono stati elaborati nuovi criteri di aggiudicazione dei beni, semplificate le fasi di vendita e accorciati alcuni termini procedurali. Secondo prime, provvisorie valutazioni, le misure introdotte potrebbero dimezzare la durata media delle procedure fallimentari e ridurre significativamente quella per le procedure esecutive immobiliari, con effetti positivi anche per i bilanci bancari (1). Il decreto ha inoltre modificato il trattamento fiscale delle svalutazioni e delle perdite su crediti, prevedendone la deduzione immediata, anziché in cinque anni, e allineando in tal modo la normativa a quella di altri principali paesi europei.

**La redditività
dei maggiori
gruppi bancari
aumenta**

Secondo le relazioni trimestrali consolidate, nel primo trimestre del 2015 la redditività dei cinque maggiori gruppi bancari italiani è migliorata rispetto allo stesso periodo dello scorso anno: il rendimento annualizzato del capitale e delle riserve (ROE) è cresciuto di circa tre punti percentuali, al 6,6 per cento. La lieve contrazione del margine di interesse (-1,3 per cento), riconducibile alla

diminuzione dei volumi intermediati, è stata più che compensata dall'incremento dei ricavi da commissioni (9,7 per cento) e dei proventi dell'attività di negoziazione. Il margine di intermediazione è cresciuto del 9,6 per cento. L'aumento del risultato di gestione (22,8 per cento) ha riflesso la sostanziale stabilità dei costi operativi, che continuano a beneficiare delle azioni di contenimento intraprese dalle banche. Le rettifiche di valore su crediti, pur rimanendo elevate, si sono ridotte (-11,8 per cento).

Nel primo trimestre i coefficienti patrimoniali dei cinque maggiori gruppi bancari, che non includono ancora l'utile conseguito nel periodo, sono leggermente diminuiti, riflettendo quasi interamente le maggiori deduzioni dal patrimonio previste dal regime transitorio per il passaggio a Basilea 3, che si completerà nel 2018. Alla fine di marzo il common equity tier 1 ratio era pari all'11,0 per cento delle attività ponderate per i rischi (a fronte dell'11,4 alla fine del 2014).

2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

Il significativo allentamento delle condizioni dei mercati finanziari italiani in atto dall'inizio dell'anno ha registrato una parziale correzione nel secondo trimestre. Sul comparto dei titoli di Stato ciò ha riflesso soprattutto il rialzo dei rendimenti tedeschi a media e a lunga scadenza. Gli eventi relativi alla Grecia hanno determinato un marcato aumento della volatilità sui mercati finanziari e dei premi per il rischio, ma con effetti nel complesso limitati sui mercati primario e secondario dei titoli pubblici italiani.

**La correzione
sul mercato
dei titoli di Stato
ha riflesso quella
dei tassi tedeschi**

Dopo il forte calo riconducibile alle attese e all'avvio degli acquisti di titoli pubblici da parte dell'Eurosistema, dalla seconda metà di aprile i rendimenti sui titoli di Stato a media e a lunga scadenza sono tornati a salire. L'incremento ha seguito quello dei tassi tedeschi (cfr. il par. 1.3). Nel complesso del secondo trimestre il tasso sul titolo decennale italiano è aumentato di 89 punti base (al 2,1 per cento).

(1) Cfr. l'intervento del Governatore della Banca d'Italia all'Assemblea ordinaria dell'ABI, Roma, 8 luglio 2015.

Lo spread rispetto al corrispondente titolo tedesco è salito di 17 punti base (a 124; fig. 31), risentendo in misura contenuta della protratta incertezza circa l'esito delle trattative sui programmi di aiuto alla Grecia.

È restata ampia la domanda sul mercato primario

Le tensioni in Grecia hanno avuto effetti nel complesso limitati anche sul mercato primario dei titoli di Stato.

Il tasso medio di rendimento all'emissione è aumentato dallo 0,4 per cento di aprile allo 0,7 di giugno; nelle aste successive condotte con data di regolamento fino al 14 luglio il tasso si è attestato allo 0,9 per cento. Anche nei momenti di maggiore tensione, nel complesso la domanda è stata ampia e in linea con i livelli dei mesi precedenti. Il tasso medio delle nuove emissioni resta ampiamente inferiore al costo medio all'emissione dei titoli in circolazione (3,4 per cento nel marzo scorso; cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2015).

I premi per il rischio delle banche sono lievemente saliti

Le ripercussioni della situazione in Grecia sono state nel complesso contenute anche sui premi per il rischio di credito delle banche: gli spread sui credit default swap delle maggiori banche italiane sono cresciuti di 27 punti base. I differenziali di rendimento fra le obbligazioni delle società non finanziarie italiane e i titoli di Stato dell'area dell'euro con merito di credito più elevato sono aumentati di 16 punti base, a 111 punti.

Sono proseguiti i rimborsi netti di obbligazioni bancarie

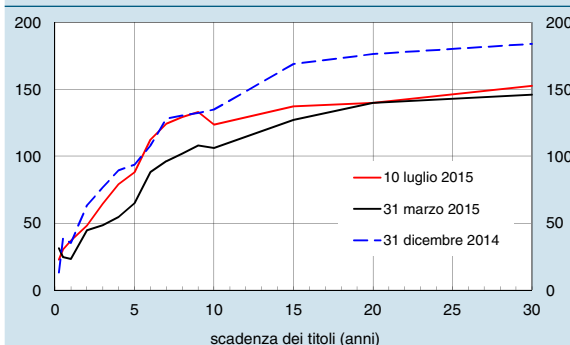
Nel primo trimestre del 2015 sono proseguiti i rimborsi netti di obbligazioni da parte delle banche, sia in Italia sia nell'area dell'euro (per 42 e 65 miliardi, rispettivamente; tav. 7). Sulla base di dati preliminari di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, i collocamenti effettuati dalle banche italiane nel secondo trimestre sarebbero stati nettamente inferiori a quelli del periodo precedente (2 miliardi, da 11 tra gennaio e marzo del 2015).

Il mercato azionario si è indebolito

Dopo il forte aumento dei primi tre mesi dell'anno, si sono registrate perdite significative dei corsi azionari a fronte prima del rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato, e poi dell'intensificarsi delle tensioni derivanti dalla situazione greca. Dalla fine di marzo l'indice della borsa italiana è sceso dell'1,8 per cento

Figura 31

Struttura per scadenza dei differenziali di rendimento fra i titoli di Stato italiani e i corrispondenti titoli tedeschi (punti base)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Tavola 7

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

PERIODO	Banche	Altre società finanziarie	Società non finanziarie	Totale
Italia (2)				
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	1,0	-47,2
Area dell'euro				
2013	-377,9	-73,2	81,2	-369,8
2014	-400,5	11,5	56,4	-332,6
2014 – 1° trim.	-116,6	-27,4	19,4	-124,6
2° trim.	-70,7	69,8	18,0	17,1
3° trim.	-80,7	-11,4	13,5	-78,9
4° trim.	-132,4	-19,3	5,5	-146,3
2015 – 1° trim.	-65,3	58,9	19,0	12,7

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Obbligazioni con durata all'emissione superiore all'anno, valutate al valore nominale, emesse da società residenti in Italia (pannello superiore) o nell'area (pannello inferiore) e appartenenti al settore indicato. Le emissioni nette sono pari alla differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati. – (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.

(del 3,6 nel complesso dell'area dell'euro; fig. 32). Il contributo negativo dovuto all'incremento dei tassi di interesse e all'aumento del premio per il rischio richiesto dagli investitori è stato solo in parte compensato dal miglioramento delle aspettative sugli utili societari. La variabilità attesa dei corsi azionari, desunta dai prezzi delle opzioni sugli indici di borsa, è salita in misura marcata.

**Sono aumentati
notevolmente
gli afflussi netti
ai fondi comuni**

Secondo dati di fonte Assogestioni, nel primo trimestre del 2015 gli afflussi netti di risparmio verso i fondi comuni aperti di diritto italiano ed estero sono notevolmente aumentati (a 39 miliardi, da 19 nel trimestre precedente). La raccolta netta è stata consistente nei comparti obbligazionario, flessibile, bilanciato e azionario, mentre disinvestimenti netti hanno interessato i comparti monetario e speculativo.

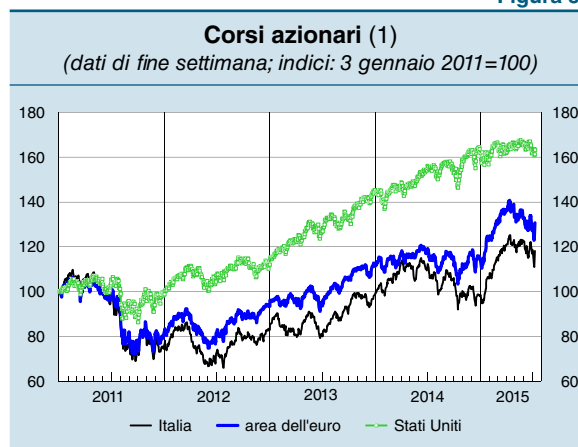
2.9 LE PROSPETTIVE

Le proiezioni per la crescita e l'inflazione nel prossimo biennio presentate in questo Bollettino prefigurano un progressivo rafforzamento della ripresa ciclica avviatasi nel primo trimestre di quest'anno e una riduzione, peraltro ancora modesta, del rischio che la dinamica dei prezzi rimanga molto bassa per un periodo prolungato (tav. 8). Tale scenario si basa sull'ipotesi che permangano condizioni esterne favorevoli, legate in particolare all'evoluzione dell'economia mondiale, all'andamento dei prezzi delle materie prime e all'efficacia degli interventi di politica monetaria.

**Le prospettive
in Italia dipendono
dal rafforzamento
della crescita
mondiale...**

In linea con le valutazioni delle principali istituzioni internazionali, si assume che l'attività e gli scambi mondiali acquisiscano progressivamente vigore, dopo un temporaneo indebolimento all'inizio del 2015. La domanda estera rivolta alle merci italiane accelererebbe già da quest'anno, grazie soprattutto a quella proveniente dai nostri partner europei, sospinta dal consolidamento della ripresa nell'area dell'euro.

Figura 32



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.

Tavola 8

Scenario macroeconomico in Italia

(variazioni percentuali sull'anno precedente,
salvo diversa indicazione)

	VOCI	2014	2015	2016
PIL (1)		-0,4	0,7	1,5
Consumi delle famiglie		0,3	0,6	1,1
Consumi collettivi		-1,0	-0,7	0,2
Investimenti fissi lordi		-3,2	2,2	2,6
di cui: investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto		-1,6	4,5	3,3
Esportazioni totali		2,4	4,3	6,9
Importazioni totali		1,7	4,5	6,2
Variazione delle scorte (2)		-0,1	0,0	0,0
IPCA		0,2	0,2	1,1
IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici		0,7	0,7	1,0
Occupazione (3)		0,2	0,7	0,8
Tasso di disoccupazione (4)		12,6	12,2	11,9
Competitività all'export (5)		-1,1	4,8	0,2
Saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti (6)		1,9	2,2	2,5

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

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

**...dagli effetti
delle recenti decisioni
di politica monetaria...**

L'allentamento delle condizioni monetarie, e in particolare il programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema, ha sospinto al ribasso i rendimenti dei titoli di Stato, pur con una parziale correzione a partire da aprile, confinata sulla parte a medio e a lungo termine della curva; tale allentamento si è inoltre tradotto in un marcato deprezzamento del cambio, che sosterebbe la ripresa delle esportazioni grazie al recupero di competitività di prezzo sui mercati esterni all'area. Nello scenario si ipotizza che il rendimento dei BTP decennali, dopo aver toccato un minimo pari all'1,1 in marzo, resti attorno al 2 per cento nell'anno in corso e raggiunga il 2,9 nel 2016, come attualmente implicito nelle quotazioni prevalenti sui mercati finanziari (cfr. il riquadro: *Le ipotesi tecniche*).

LE IPOTESI TECNICHE

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

- la domanda estera ponderata per i mercati di destinazione delle nostre esportazioni accelera nel biennio 2015-16, espandendosi in media del 4,3 per cento l'anno (1);
- il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro, pari a 1,33 nella media del 2014, scende a 1,11 nel biennio 2015-16 (2);
- il prezzo del greggio (qualità Brent), pari a circa 100 dollari al barile nella media del 2014 e a 57 in luglio, è posto a 60 dollari nel 2015 e a 65 nel 2016, come indicato dai contratti futures;
- il tasso di interesse a tre mesi sul mercato interbancario (Euribor) rimane pressoché nullo nel prossimo biennio;
- il tasso di interesse sui BTP a dieci anni, pari al 2,9 per cento nel 2014, scende al 2,1 per cento nel 2015 e risale al 2,9 l'anno successivo, in linea con le aspettative dei mercati;
- lo scenario incorpora le misure contenute nella legge di stabilità. In particolare sono inclusi: il sostegno ai redditi da lavoro dipendente medio bassi; il taglio dell'IRAP per la componente relativa al costo del lavoro; la riduzione dei contributi sociali per i datori di lavoro del settore privato che nel corso del 2015 assumano dipendenti con contratto a tempo indeterminato. Le proiezioni tengono conto della rinuncia all'inasprimento delle aliquote IVA a partire dal 2016, programmata nel *Documento di economia e finanza 2015*. Si includono infine gli effetti sui conti pubblici dei rimborsi pensionistici disposti dal Governo in ottemperanza alla recente sentenza della Corte costituzionale.

Gli effetti del programma ampliato di acquisto di titoli dell'Eurosistema sono in gran parte incorporati nelle ipotesi tecniche sui tassi di cambio e di interesse.

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

(2) Le ipotesi tecniche su tassi di interesse, tasso di cambio e prezzo del petrolio sono calcolate sulla base delle quotazioni osservate sui mercati nelle dieci giornate lavorative precedenti il 10 luglio.

Tavola

Ipotesi sulle principali variabili esogene

(variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)

VOCI	2014	2015	2016
Domanda estera potenziale	2,3	3,6	5,0
Dollaro/euro (1)	1,33	1,11	1,11
Cambio effettivo nominale (2)	-0,2	4,9	0,1
Prezzo del greggio (3)	99,0	60,3	65,4
Tasso Euribor a 3 mesi (1)	0,2	0,0	0,1
Tasso BOT a 1 anno (1)	0,5	0,1	0,3
Tasso BTP a 10 anni (1)	2,9	2,1	2,9

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

(1) Medie annue. – (2) Variazioni positive indicano un deprezzamento. –

(3) Dollari per barile, qualità Brent.

**...e dalle condizioni
del mercato del credito**

L'orientamento eccezionalmente espansivo della politica monetaria e la ripresa dell'attività economica favorirebbero il miglioramento delle condizioni creditizie, in linea con le indicazioni provenienti dai sondaggi (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*). Il tasso medio sui prestiti alle imprese scenderebbe progressivamente, anche a fronte della minore rischiosità della clientela. Alla fine del periodo di proiezione il differenziale fra i tassi bancari e i rendimenti a tre mesi sul mercato monetario rimarrebbe tuttavia più elevato di circa 30 punti base rispetto ai valori medi precedenti la crisi, segnalando condizioni non ancora completamente distese. Il credito alle imprese tornerebbe a espandersi all'inizio del 2016; quello alle famiglie migliorerebbe più rapidamente, soprattutto nella componente meno rischiosa dei mutui.

**L'attività economica
beneficerebbe anche
delle basse quotazioni
del petrolio...**

Lo scenario presuppone che, stante il permanere di un eccesso di offerta sul mercato del petrolio, il livello dei prezzi delle materie prime energetiche resti basso, come attualmente implicito nelle quotazioni dei futures (cfr. il par. 1.1), sostenendo il reddito disponibile reale e l'espansione dei consumi delle famiglie; si stima che la discesa delle quotazioni in euro del greggio osservata dalla metà del 2014 possa contribuire per circa un punto percentuale all'aumento del PIL nel complesso del triennio 2014-16.

**...e dell'orientamento
neutrale della politica
di bilancio**

Dopo la forte correzione del biennio 2012-13 la politica di bilancio rimarrebbe sostanzialmente neutrale, in linea con i programmi del Governo. Al netto delle coperture, gli interventi espansivi disposti da quest'ultimo nel 2014 sosterranno il prodotto nel biennio 2015-16 per circa lo 0,2 per cento. L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche si ridurrebbe nello stesso biennio. Il rapporto tra debito pubblico e PIL tornerebbe a scendere dal prossimo anno.

**Le proiezioni
di crescita sono
lievemente più elevate
rispetto a gennaio**

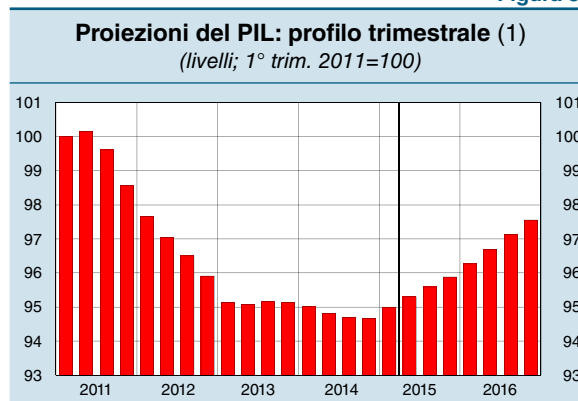
In queste proiezioni il PIL si espanderebbe dello 0,7 per cento nel 2015 e accelererebbe all'1,5 nel 2016, grazie principalmente al progressivo rafforzamento della domanda interna (fig. 33). Al termine dell'orizzonte di proiezione il prodotto avrebbe recuperato circa un quarto di quanto perduto nel corso della crisi finanziaria globale e di quella dei debiti sovrani.

Le proiezioni di crescita per il complesso del biennio 2015-16 sono più favorevoli di quelle pubblicate in gennaio, prima dell'avvio del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema, di oltre mezzo punto percentuale. Alla revisione ha concorso soprattutto l'evoluzione più positiva del contesto esterno, in larga misura riconducibile agli effetti delle decisioni di politica monetaria; l'aumento del commercio mondiale, in parte proveniente dagli altri paesi dell'area dell'euro, contribuirebbe per 0,4 punti, il deprezzamento del cambio per 0,5, la riduzione dei tassi per 0,1 punti. Fra gli altri fattori che hanno parzialmente compensato tali effetti, il peso maggiore è attribuibile ai prezzi praticati dai concorrenti esteri, inferiori a quanto ipotizzato in gennaio (fig. 34). Tra le componenti della domanda, le maggiori revisioni riguardano gli investimenti – cresciuti nel primo trimestre dell'anno più rapidamente di quanto prefigurato in gennaio – e le vendite all'estero (fig. 35).

**Cambio e domanda
estera sostengono
le esportazioni**

Le esportazioni aumenterebbero a un tasso superiore al 5 per cento all'anno nel biennio 2015-16. Si stima che le vendite all'estero, dopo aver ristagnato nel primo trimestre a causa della debolezza dell'attività economica nei paesi esterni all'area

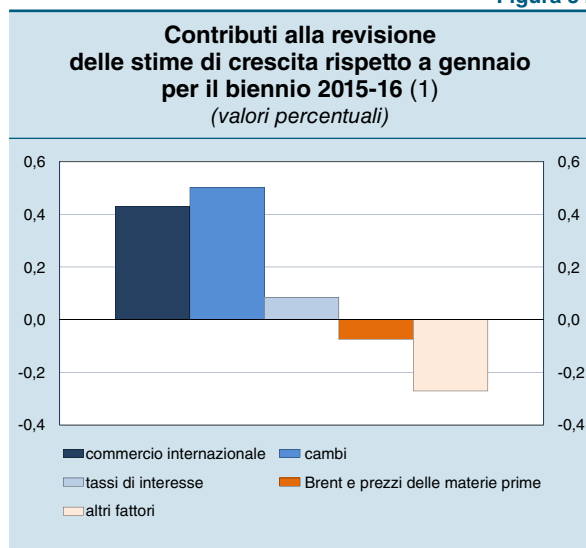
Figura 33



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

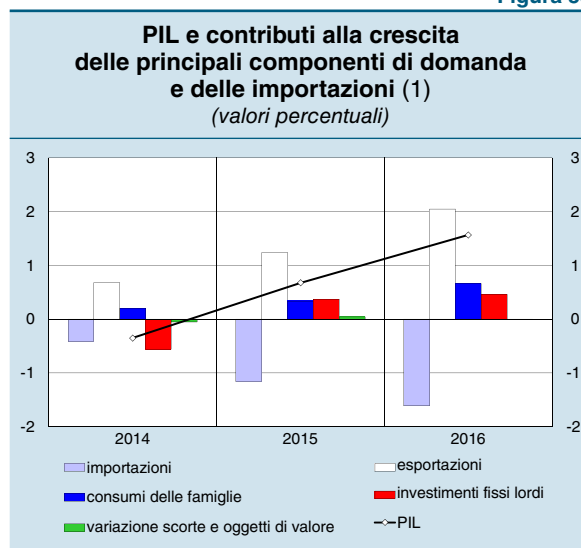
(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. Dati storici fino al 1° trimestre del 2015; proiezioni per i trimestri successivi.

Figura 34



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

Figura 35



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

dell'euro, tornino a espandersi a un ritmo più elevato di quello della domanda estera, grazie ai guadagni di competitività associati al forte deprezzamento dell'euro registrato dalla metà dello scorso anno.

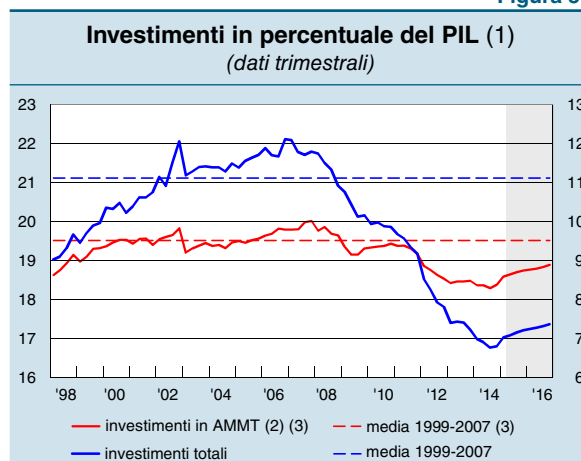
Nel quadro gli investimenti tornano a espandersi...

Dopo il lieve aumento osservato nell'ultimo trimestre del 2014, l'accumulazione di capitale ha accelerato significativamente nei primi tre mesi dell'anno in corso, in parte sospinta da incentivi fiscali. Nel quadro gli investimenti tornano a crescere a un tasso medio annuo superiore al 2 per cento nel 2015 e nel 2016. Tale andamento rifletterebbe soprattutto quello più sostenuto della componente dei macchinari e delle attrezzature, che beneficerebbe della ripresa delle prospettive di domanda, del miglioramento del clima di fiducia e delle più favorevoli condizioni di finanziamento. Il mercato delle abitazioni rimarrebbe ancora debole, nonostante i modesti segnali di ripresa osservati nei primi mesi del 2015, frenando il recupero degli investimenti in edilizia residenziale. Alla fine dell'orizzonte di proiezione il rapporto tra investimenti e PIL rimarrebbe ancora inferiore alla media degli anni pre-crisi (1999-2007; fig. 36), soprattutto per la componente delle costruzioni.

...e i consumi riprendono gradualmente...

I consumi delle famiglie accelererebbero gradualmente lungo l'orizzonte di proiezione, grazie alla ripresa del reddito disponibile reale, che beneficerebbe delle misure di sostegno disposte dal Governo e del miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro. Vi contribuirebbero anche i bassi tassi di interesse, che scoraggerebbero il risparmio, stimolando in particolare gli acquisti di beni durevoli. Nel complesso i consumi delle famiglie crescerebbero attorno al mezzo punto percentuale nell'anno in corso, di oltre un punto nel prossimo. La spesa in

Figura 36



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. – (2) Investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto (AMMT). – (3) Scala di destra.

beni durevoli, diminuita di quasi il 30 per cento tra il 2007 e il 2013, è tornata a crescere nel 2014 e continuerebbe a espandersi nel biennio 2015-16.

...anche grazie al miglioramento del mercato del lavoro

Le condizioni del mercato del lavoro seguirebbero a migliorare, in sincronia con la ripresa dell'attività produttiva. L'occupazione misurata in unità standard, in moderata espansione dall'inizio del 2014, accelererebbe allo 0,7 per cento in media nel prossimo biennio, beneficiando del miglioramento del ciclo e, soprattutto nel corso di quest'anno, delle misure di riduzione del cuneo fiscale introdotte dal Governo nell'ultima legge di stabilità. Si stima che tali misure possano accrescere l'occupazione complessivamente dello 0,2 per cento. Gli effetti del Jobs Act, di difficile quantificazione, non sono inclusi in queste proiezioni; essi potrebbero indurre un aumento della domanda di lavoro superiore a quanto qui stimato. Il tasso di disoccupazione scenderebbe di circa mezzo punto percentuale, portandosi sul livello ancora elevato dell'11,9 per cento nel 2016.

Prosegue il miglioramento dei conti con l'estero

Le importazioni tornerebbero a crescere tra il 4 e il 6 per cento, trainate dall'accelerazione delle componenti della domanda a maggior contenuto di beni importati (esportazioni e investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto). Proseguirebbe il miglioramento del saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti, che raggiungerebbe il 2,2 per cento del PIL quest'anno (1,9 nel 2014), e aumenterebbe al 2,5 nel 2016 (fig. 37); l'incremento sarebbe in parte attribuibile all'andamento favorevole delle ragioni di scambio indotto dalla riduzione dei corsi petroliferi.

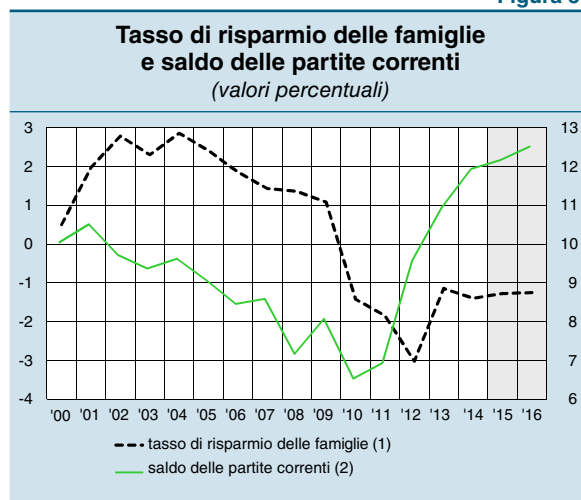
L'inflazione aumenta gradualmente, più di quanto stimato in gennaio

Il programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema contribuirebbe a una graduale ripresa dell'inflazione rispetto ai bassi livelli raggiunti alla fine del 2014, anche se la crescita dei prezzi rimarrebbe nel complesso modesta lungo l'orizzonte di previsione. L'inflazione al consumo si attesterebbe allo 0,2 per cento nella media dell'anno, per salire all'1,1 nel 2016 (fig. 38). Al netto delle componenti più volatili, i prezzi salirebbero dello 0,7 per cento quest'anno (come nel 2014) e accelererebbero all'1,0 nel 2016. Le pressioni di origine interna si rafforzerebbero: il deflatore del valore aggiunto del settore privato aumenterebbe in media dell'1 per cento nel biennio 2015-16, riflettendo principalmente la ripresa dei margini di profitto. Il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) crescerebbe in misura assai contenuta, grazie al recupero ciclico della produttività

Le condizioni del mercato del lavoro seguirebbero a migliorare, in sincronia con la ripresa dell'attività produttiva. L'occupazione misurata in unità standard, in moderata espansione dall'inizio del 2014, accelererebbe allo 0,7 per cento in media nel prossimo biennio, beneficiando del miglioramento del ciclo e, soprattutto nel corso

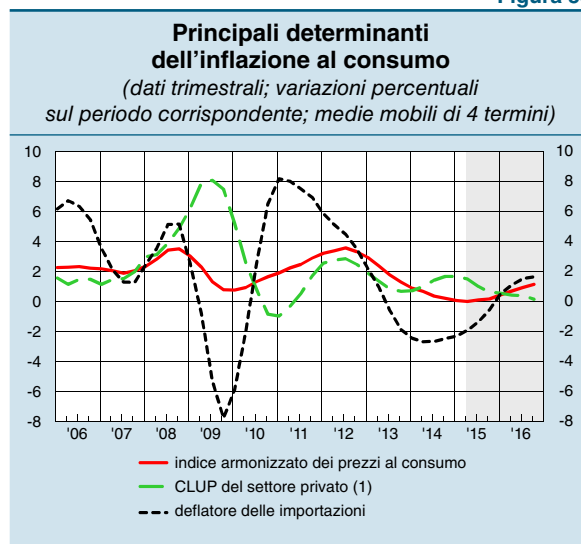
di quest'anno, delle misure di riduzione del cuneo fiscale introdotte dal Governo nell'ultima legge di stabilità. Si stima che tali misure possano accrescere l'occupazione complessivamente dello 0,2 per cento. Gli effetti del Jobs Act, di difficile quantificazione, non sono inclusi in queste proiezioni; essi potrebbero indurre un aumento della domanda di lavoro superiore a quanto qui stimato. Il tasso di disoccupazione scenderebbe di circa mezzo punto percentuale, portandosi sul livello ancora elevato dell'11,9 per cento nel 2016.

Figura 37



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Scala di destra. - (2) In rapporto al PIL.

Figura 38



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

e alle misure di riduzione del cuneo fiscale. Rispetto al *Bollettino economico* di gennaio, l'andamento dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo è stato rivisto al rialzo di mezzo punto percentuale quest'anno e il prossimo, soprattutto per effetto del deprezzamento del cambio.

Le stime di crescita sono sostanzialmente in linea con quelle formulate dalle principali organizzazioni internazionali sia per il 2015 sia per il 2016. Il profilo dell'inflazione risulta più elevato nelle valutazioni della Commissione europea e, marginalmente, dell'OCSE (tav. 9).

I fattori di rischio

Il quadro descritto in questo Bollettino riflette condizioni favorevoli del contesto esterno e un miglioramento graduale della fiducia di famiglie e imprese. Il venir meno di tali condizioni comporterebbe effetti negativi non trascurabili sull'attività economica. Un riacutizzarsi delle tensioni legate alla situazione greca avrebbe un impatto diretto assai modesto, per il tramite dei legami commerciali e finanziari, ma potrebbe ripercuotersi negativamente sui mercati dei capitali. Rischi potrebbero derivare da un rallentamento delle economie emergenti più marcato e duraturo di quello implicito nelle ipotesi sul commercio internazionale, soprattutto se la normalizzazione della politica monetaria statunitense fosse accompagnata da nuove turbolenze sul mercato dei cambi e nei flussi di capitale. Un aumento dell'incertezza delle imprese ostacolerebbe la ripresa degli investimenti, ove si percepisse un indebolimento nella determinazione a proseguire l'azione di riforma. Nel complesso si valuta che i rischi per la crescita siano bilanciati nell'anno in corso, e orientati al ribasso nella parte restante dell'orizzonte di proiezione; quelli per l'inflazione appaiono complessivamente bilanciati (fig. 39).

Tavola 9

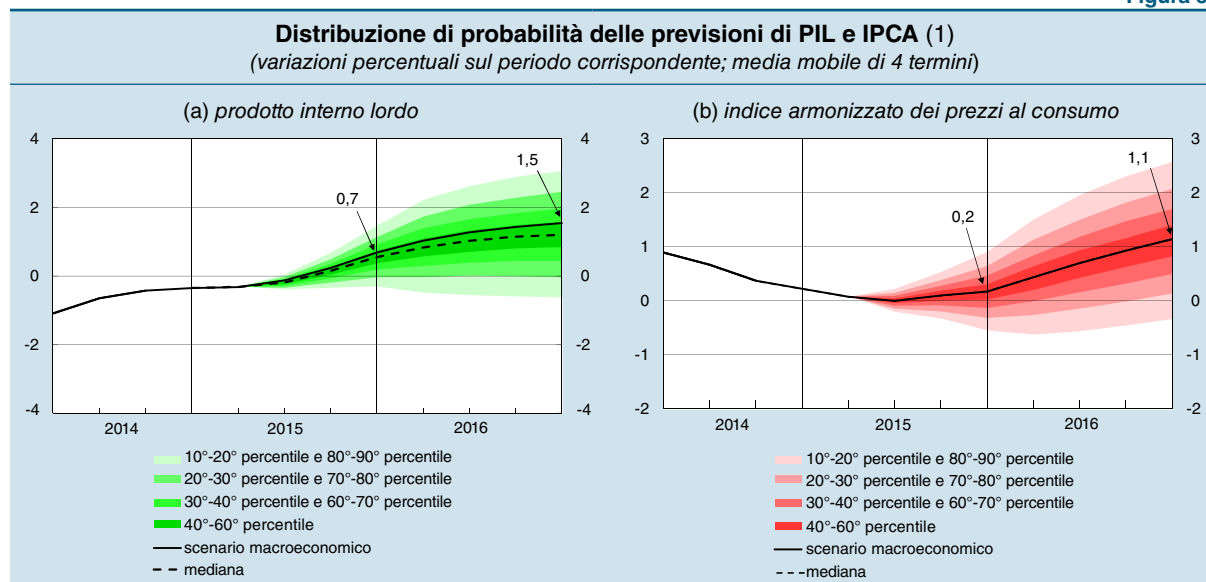
Previsioni di altre organizzazioni (variazioni percentuali sul periodo precedente)

VOCI	PIL (1)		Inflazione (2)	
	2015	2016	2015	2016
FMI (luglio e aprile)	0,7	1,2	0,0	0,8
OCSE (giugno)	0,5	1,5	0,2	1,3
Commissione europea (maggio)	0,6	1,4	0,2	1,8
Consensus Economics (giugno)	0,7	1,2	0,2	0,9

Fonte: FMI, *World Economic Outlook: Update*, luglio 2015, per la crescita; FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2015, per l'inflazione; OCSE, *Economic Outlook*, 97, giugno 2015; Commissione europea, *European Economic Forecast Spring 2015*, maggio 2015; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, giugno 2015.

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

Figura 39



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

DOCUMENTAZIONE STATISTICA

Informazioni più estese sono contenute nell'Appendice statistica del Bollettino Economico disponibile sul sito internet www.bancaditalia.it.

INDICE

A1	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Stati Uniti	49
A2	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Giappone	50
A3	Conto economico delle risorse e degli impieghi: area dell'euro	51
A4	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia	52
A5	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	53
A6	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	54
A7	Indici armonizzati dei prezzi al consumo nei maggiori paesi dell'area dell'euro	55
A8	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	56
A9	Prestiti bancari in Italia per area geografica e settore di attività economica	57
A10	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	58
A11	Debito delle Amministrazioni pubbliche	59

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	Variazioni	Contributo	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	2,3	1,8	1,3	-1,4	-0,3	8,3	1,2	2,2	2,3	3,3	2,3	..	0,2
2013	2,2	2,4	1,6	-2,0	-0,4	4,7	0,7	1,9	2,0	3,0	1,1	0,2	0,1
2014	2,4	2,5	1,7	-0,2	..	5,3	0,8	2,5	2,6	3,1	4,0	-0,2	0,1
2012 – 1° trim.	2,3	2,8	1,9	-2,7	-0,6	9,1	1,2	2,3	2,4	1,3	1,7	-0,1	-0,2
2° trim.	1,6	1,3	0,9	-0,4	-0,1	4,4	0,6	1,6	1,6	4,8	4,0	..	0,3
3° trim.	2,5	1,9	1,3	2,7	0,5	3,1	0,5	2,0	2,1	2,1	-0,6	0,4	-0,2
4° trim.	0,1	1,9	1,3	-6,0	-1,2	6,6	1,0	-0,7	-0,7	1,5	-3,5	0,8	-1,8
2013 – 1° trim.	2,7	3,6	2,5	-3,9	-0,8	2,7	0,4	2,7	2,8	-0,8	-0,3	-0,1	0,7
2° trim.	1,8	1,8	1,2	0,2	..	4,9	0,7	2,2	2,3	6,3	8,5	-0,5	0,3
3° trim.	4,5	2,0	1,4	0,2	..	6,6	1,0	3,8	3,9	5,1	0,6	0,6	1,5
4° trim.	3,5	3,7	2,5	-3,8	-0,7	6,3	1,0	2,3	2,4	10,0	1,3	1,1	-0,3
2014 – 1° trim.	-2,1	1,2	0,8	-0,8	-0,2	0,2	..	-0,4	-0,4	-9,2	2,2	-1,7	-1,2
2° trim.	4,6	2,5	1,8	1,7	0,3	9,5	1,5	4,8	4,9	11,1	11,3	-0,3	1,4
3° trim.	5,0	3,2	2,2	4,4	0,8	7,7	1,2	4,1	4,2	4,5	-0,9	0,8	..
4° trim.	2,2	4,4	3,0	-1,9	-0,4	4,5	0,7	3,2	3,2	4,5	10,4	-1,0	0,1
2015 – 1° trim.	-0,2	2,1	1,4	-0,6	-0,1	-0,3	-0,1	1,7	1,7	-5,9	7,1	-1,9	0,5

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)		Esporta- zioni	Importa- zioni	Esporta- zioni nette	Scorte
	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Contri- buto
2011	-0,5	0,3	0,2	1,2	0,2	1,4	0,3	0,4	0,4	-0,4	5,9	-0,9	-0,3
2012	1,7	2,3	1,4	1,7	0,3	3,4	0,7	2,6	2,6	-0,2	5,3	-0,9	0,2
2013	1,6	2,1	1,3	1,9	0,4	3,2	0,7	1,9	1,9	1,2	3,1	-0,3	-0,4
2014	-0,1	-1,3	-0,8	0,2	0,1	2,6	0,6	-0,1	-0,1	8,4	7,4	..	0,1
2012 – 1° trim.	4,1	2,3	1,4	4,8	1,0	-2,8	-0,6	3,8	3,8	11,1	8,3	0,3	2,0
2° trim.	-1,8	2,8	1,6	-1,7	-0,3	2,9	0,6	-0,3	-0,3	-1,6	7,7	-1,5	-2,2
3° trim.	-1,8	-1,3	-0,8	1,8	0,4	-4,0	-0,9	0,1	0,1	-14,4	-2,6	-1,9	1,4
4° trim.	-0,6	0,2	0,1	2,6	0,5	-0,3	-0,1	..	..	-13,8	-9,0	-0,6	-0,5
2013 – 1° trim.	5,3	5,1	3,1	3,5	0,7	0,8	0,2	3,5	3,6	17,1	4,5	1,6	-0,3
2° trim.	2,9	3,5	2,1	2,5	0,5	10,5	2,1	2,7	2,7	12,5	10,1	0,1	-2,0
3° trim.	2,0	1,4	0,8	-0,3	-0,1	9,5	2,0	3,4	3,4	-1,5	7,6	-1,5	0,7
4° trim.	-0,9	-0,6	-0,4	0,2	..	5,8	1,2	1,3	1,3	0,3	13,1	-2,1	0,4
2014 – 1° trim.	4,4	8,7	5,2	-1,1	-0,2	13,9	2,9	5,6	5,7	26,8	29,3	-1,3	-2,2
2° trim.	-6,8	-19,0	-12,6	1,2	0,2	-16,9	-4,1	-10,4	-11,2	-0,1	-19,3	4,3	5,3
3° trim.	-2,0	1,4	0,8	0,8	0,2	-1,9	-0,4	-2,1	-2,2	6,5	4,3	0,2	-2,8
4° trim.	1,2	1,5	0,9	1,1	0,2	0,4	0,1	0,2	0,2	13,5	5,8	1,1	-1,1
2015 – 1° trim.	3,9	1,5	0,9	0,3	0,1	6,4	1,4	4,5	4,6	9,9	12,2	-0,7	2,2

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	Importa- zioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Spesa per consumi delle famiglie residenti (2)	Spesa per consumi delle Amministra- zioni pubbliche	Esporta- zioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	Totale			
Quantità a prezzi concatenati									
2010	2,0	9,8	4,0	-3,6	3,4	-0,4	0,8	0,8	11,1
2011	1,6	4,4	2,4	0,2	3,4	1,7	0,2	-0,2	6,6
2012	-0,8	-0,7	-0,8	-4,4	-3,0	-3,7	-1,3	-0,1	2,7
2013	-0,4	1,3	0,1	-3,4	-1,2	-2,4	-0,6	0,2	2,0
2014	0,8	4,1	1,8	-1,3	3,9	1,2	1,0	0,6	3,8
2013 – 1° trim.	-0,4	..	-0,3	-2,3	-2,1	-2,2	-0,3	0,1	0,4
2° trim.	0,4	1,4	0,6	0,3	1,2	0,8	0,2	0,1	1,6
3° trim.	0,2	1,6	0,6	0,7	0,8	0,7	0,2	0,2	0,5
4° trim.	0,3	0,2	0,3	-0,7	1,7	0,5	..	0,1	0,8
2014 – 1° trim.	0,2	0,7	0,4	0,3	0,6	0,5	0,3	0,2	0,5
2° trim.	0,1	1,3	0,4	-1,8	0,9	-0,5	0,3	0,2	1,3
3° trim.	0,2	1,7	0,6	-0,7	1,0	0,1	0,5	0,2	1,4
4° trim.	0,4	0,8	0,5	0,7	0,1	0,4	0,4	0,1	0,8
2015 – 1° trim.	0,4	1,2	0,6	0,6	1,0	0,8	0,5	0,6	0,6
Prezzi impliciti									
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 – 1° trim.	0,3	-0,5	....	....	....	..	0,2	1,0	-0,4
2° trim.	0,4	-0,8	....	....	....	-0,2	0,1	0,2	-0,2
3° trim.	0,1	-0,3	....	....	....	0,2	0,2	0,3	-0,2
4° trim.	0,2	-0,3	....	....	....	0,1	0,2	..	-0,2
2014 – 1° trim.	0,3	-0,5	....	....	....	0,1	0,1	0,5	-0,4
2° trim.	0,1	-0,4	....	....	....	-0,1	0,1	..	-0,1
3° trim.	0,3	-0,2	....	....	....	0,4	..	0,6	0,1
4° trim.	0,2	-0,8	....	....	....	0,2	..	-0,1	-0,1
2015 – 1° trim.	0,4	-1,5	....	....	....	..	-0,3	0,3	-0,4

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			
Quantità a prezzi concatenati									
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	-1,2	2,3
2013	-1,7	-2,3	-1,8	-7,2	-4,4	-5,8	-2,8	-0,3	0,5
2014	-0,4	1,8	..	-4,9	-1,6	-3,3	0,3	-1,0	2,6
2013 – 1° trim.	-0,9	0,1	-0,7	-4,2	-2,7	-3,5	-1,4	0,7	0,1
2° trim.	..	-1,2	-0,3	-0,1	0,7	0,3	-0,5	0,2	0,1
3° trim.	0,1	2,2	0,5	..	0,4	0,2	0,1	-1,0	1,3
4° trim.	..	-0,3	-0,1	-2,1	0,7	-0,8	0,1	..	-0,3
2014 – 1° trim.	-0,2	-0,3	-0,2	-1,6	-2,7	-2,1	0,2	-0,3	0,3
2° trim.	-0,1	1,2	0,1	-1,4	0,3	-0,6	0,1	-0,6	1,3
3° trim.	-0,1	0,8	0,1	-0,8	-0,5	-0,7	0,2	0,2	0,4
4° trim.	..	0,5	0,1	-0,5	0,9	0,2	0,1	0,4	1,8
2015 – 1° trim.	0,3	1,4	0,5	0,5	2,5	1,5	-0,1	0,1	..
Prezzi impliciti									
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	1,4	-1,9	0,7	0,8	0,2	0,5	1,1	0,2	0,1
2014	0,9	-2,5	0,1	-0,1	0,3	0,1	0,2	0,6	-0,3
2013 – 1° trim.	0,6	-0,8	0,3	0,3	-0,6	-0,1	0,3	0,7	0,2
2° trim.	0,3	-0,9	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	-0,5	-0,2
3° trim.	0,3	-0,4	0,1	0,3	-0,2	0,1	0,3	0,4	..
4° trim.	0,3	-0,9	..	0,3	-1,4	-0,5	-0,1	0,3	-0,2
2014 – 1° trim.	0,5	-0,7	0,2	-0,6	1,1	0,2	0,1	0,3	..
2° trim.	-0,2	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	..	-0,6	-0,3
3° trim.	0,2	-0,5	..	0,5	0,8	0,6	-0,1	0,6	0,3
4° trim.	0,2	-0,7	..	0,2	0,6	0,4	0,1	0,3	-0,2
2015 – 1° trim.	..	-0,7	-0,1	-0,4	-0,3	-0,3	-0,1	-0,5	-0,3

Fonte: Istat.

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

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

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

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	
Totale industria al netto delle costruzioni					
2011	2,6	1,1	1,1	0,0	1,4
2012	2,8	1,7	-2,6	-4,2	1,1
2013	2,1	0,2	-2,8	-3,0	1,9
2014	1,6	-2,0	-1,1	0,9	3,6
2013 – 1° trim.	1,8	0,9	-3,7	-4,5	0,9
2° trim.	2,3	0,6	-3,2	-3,8	1,7
3° trim.	2,0	-1,2	-3,5	-2,3	3,3
4° trim.	2,3	0,4	-1,0	-1,4	1,9
2014 – 1° trim.	1,9	-0,9	0,0	0,9	2,9
2° trim.	1,9	-0,9	-0,6	0,3	2,8
3° trim.	1,8	-1,8	-0,9	0,8	3,6
4° trim.	1,0	-2,9	-1,3	1,6	4,0
2015 – 1° trim.	2,6	-0,4	-0,4	-0,1	2,9
Servizi					
2011	0,3	0,2	0,9	0,7	0,1
2012	0,2	-0,9	-2,0	-1,1	1,1
2013	0,2	-0,1	-0,8	-0,6	0,3
2014	0,3	-0,2	0,1	0,3	0,5
2013 – 1° trim.	-0,1	-0,9	-1,4	-0,5	0,8
2° trim.	-0,3	0,1	-0,8	-0,8	-0,3
3° trim.	-0,4	0,4	-0,3	-0,7	-0,8
4° trim.	1,4	0,1	-0,4	-0,5	1,4
2014 – 1° trim.	1,0	0,1	0,2	0,0	0,8
2° trim.	0,1	-0,4	0,1	0,5	0,6
3° trim.	0,5	-0,2	0,0	0,2	0,7
4° trim.	-0,2	-0,5	0,2	0,6	0,3
2015 – 1° trim.	0,1	-0,3	0,1	0,4	0,4
Totale economia					
2011	1,0	0,5	0,6	0,1	0,5
2012	1,1	0,1	-2,4	-2,5	1,0
2013	0,9	0,5	-1,4	-1,8	0,3
2014	0,6	-0,5	-0,4	0,1	1,1
2013 – 1° trim.	0,7	0,2	-2,1	-2,3	0,4
2° trim.	0,6	1,0	-1,6	-2,5	-0,3
3° trim.	0,3	0,3	-1,1	-1,4	0,0
4° trim.	1,6	0,5	-0,7	-1,1	1,2
2014 – 1° trim.	1,2	0,0	0,0	0,0	1,2
2° trim.	0,5	-0,5	-0,2	0,3	1,1
3° trim.	0,8	-0,5	-0,4	0,0	1,3
4° trim.	0,1	-1,2	-0,4	0,7	1,3
2015 – 1° trim.	0,7	-0,5	-0,1	0,4	1,2

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	1,4	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

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	-50.371	-18.583	-6.157	-6.378	-19.253	1.032	-49	1.081
2012	-6.939	16.829	-130	-4.122	-19.516	3.959	1.835	2.124
2013	14.967	36.103	1.369	-4.448	-18.056	161	-3.142	3.302
2014	30.940	49.462	455	-2.343	-16.634	3.355	-942	4.297
2013 – 2° trim.	4.630	10.995	1.370	-4.662	-3.074	188	-129	317
3° trim.	5.595	9.371	2.469	-1.386	-4.859	73	-98	171
4° trim.	9.843	11.185	-528	1.453	-2.267	2.301	-510	2.811
2014 – 1° trim.	-227	8.355	-2.261	705	-7.027	-587	-515	-72
2° trim.	6.295	12.222	1.290	-4.269	-2.948	281	-158	439
3° trim.	10.534	12.736	2.089	-1.162	-3.129	423	43	381
4° trim.	14.338	16.149	-664	2.383	-3.531	3.238	-311	3.549
2015 – 1° trim.	909	9.440	-2.351	961	-7.141	-262	-244	-18
2013 – apr.	969	2.694	81	-765	-1.041	-22	-58	37
mag.	980	4.392	427	-3.130	-709	-19	-55	36
giu.	2.680	3.910	862	-767	-1.324	229	-15	244
lug.	6.039	6.272	1.307	228	-1.768	72	-11	83
ago.	96	1.802	179	-277	-1.608	46	-29	74
set.	-539	1.297	983	-1.337	-1.483	-44	-58	14
ott.	4.093	4.166	129	348	-550	991	-107	1.098
nov.	2.884	3.261	-478	738	-637	874	-100	974
dic.	2.867	3.759	-179	367	-1.080	436	-304	739
2014 – gen.	-1.381	818	-595	146	-1.750	-118	-108	-10
feb.	526	3.160	-735	379	-2.278	-134	-115	-19
mar.	627	4.377	-931	180	-2.999	-335	-292	-43
apr.	2.853	4.202	-2	-281	-1.066	-13	-76	63
mag.	843	4.166	387	-3.050	-659	-4	-68	64
giu.	2.600	3.854	906	-937	-1.223	298	-14	312
lug.	7.626	7.418	1.272	115	-1.179	195	37	157
ago.	1.612	2.670	100	-76	-1.082	157	12	146
set.	1.295	2.648	716	-1.200	-868	71	-6	77
ott.	5.974	5.887	92	919	-924	1.317	-65	1.382
nov.	3.157	4.048	-532	601	-960	1.168	-58	1.226
dic.	5.206	6.214	-224	863	-1.647	753	-188	942
2015 – gen.	-1.449	751	-646	234	-1.789	-6	-18	12
feb.	1.267	4.057	-837	364	-2.318	-10	-14	4
mar.	1.092	4.631	-868	362	-3.033	-246	-212	-35
apr.	(5.139)	(6.037)	(108)	(68)	(-1.074)	(-127)	(-131)	(4)

(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)				
Centro e Nord									
2012 – dic.	4,6	4,4	-2,2	-2,0	-2,9	-2,4	0,2	-1,6	0,0
2013 – set.	-4,6	-8,6	-4,2	-4,5	-3,1	-2,6	-0,6	-3,7	-3,9
dic.	-2,5	-4,9	-5,4	-5,7	-4,1	-3,1	-0,7	-3,6	-3,8
2014 – mar.	0,3	-5,5	-4,4	-4,8	-3,0	-2,5	-0,5	-3,2	-3,0
giu.	2,4	-3,2	-3,1	-3,3	-2,3	-1,9	-0,4	-2,2	-1,7
set.	2,2	-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
apr.	2,2	-1,3	-2,0	-1,9	-2,5	-1,5	0,2	-1,4	-0,8
mag.	2,7	-1,0	-1,7	-1,6	-2,4	-1,3	0,3	-2,5	-0,5
Sud e Isole									
2012 – dic.	-1,7	-4,5	-2,1	-1,8	-2,9	-3,2	-0,4	-0,8	-1,4
2013 – set.	-2,6	0,3	-3,2	-3,2	-3,2	-3,0	-1,5	-1,4	-2,4
dic.	-5,4	-3,0	-3,0	-2,9	-3,3	-2,8	-1,5	-3,0	-2,6
2014 – mar.	-5,0	-1,4	-2,6	-2,6	-2,6	-2,4	-1,3	-5,0	-2,3
giu.	-5,1	-4,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,1	-1,0	-4,0	-2,0
set.	-4,3	-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
apr.	-4,0	0,5	-1,0	-0,7	-1,9	-1,1	-0,2	-0,5	-0,9
mag.	-4,0	-3,2	-0,7	-0,4	-1,7	-0,8	-0,2	-1,2	-0,8
Italia									
2012 – dic.	4,0	4,2	-2,2	-2,0	-2,9	-2,6	0,0	-1,5	-0,2
2013 – set.	-4,4	-8,4	-4,1	-4,3	-3,1	-2,7	-0,8	-3,5	-3,7
dic.	-2,8	-4,9	-5,1	-5,3	-3,9	-3,0	-0,9	-3,5	-3,6
2014 – mar.	-0,2	-5,5	-4,2	-4,5	-2,9	-2,5	-0,7	-3,4	-2,9
giu.	1,6	-3,2	-3,0	-3,2	-2,2	-1,9	-0,5	-2,4	-1,7
set.	1,6	-2,9	-3,0	-3,1	-2,7	-1,9	-0,3	-1,5	-1,7
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
apr.	1,6	-1,2	-1,9	-1,7	-2,4	-1,4	0,1	-1,3	-0,8
mag.	2,0	-1,0	-1,6	-1,4	-2,3	-1,1	0,2	-2,3	-0,6

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati dell'ultimo mese sono provvisori. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto dell'effetto delle cartolarizzazioni, riclassificazioni e altre variazioni non derivanti da transazioni. –

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

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

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Altre passività	Transazioni in strumenti di debito	Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro (2)		Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	
		di cui: raccolta postale							di cui: impieghi della liquidità		di cui: connesso con sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)
2012	7,0	-1,3	20,4	24,1	0,9	23,7	76,0	-10,1	0,0	65,9	29,5
2013	-1,8	-2,2	-11,0	91,3	-3,0	4,8	80,3	-3,2	-10,0	77,0	13,0
2014	14,7	-1,1	-16,0	81,9	-4,9	-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	1,9	8,5	22,8	-11,7	-2,4	11,1	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	-0,6	7,6	-7,8	11,5	30,7	3,7	12,5
2013 – mar.	0,3	-1,4	5,0	42,6	-0,6	0,4	47,6	-11,5	-10,7	36,2	1,1
giu.	-5,1	-0,7	6,6	32,9	0,6	4,2	39,2	-30,4	-8,6	8,8	7,1
set.	0,2	0,2	0,6	-4,5	-2,0	-1,2	-7,0	35,5	7,3	28,4	0,7
dic.	2,8	-0,3	-23,1	20,3	-1,0	1,5	0,5	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	-0,2	-2,4	-32,1	53,7	-1,6	21,6	0,4
dic.	9,8	-0,6	-13,0	6,0	-0,9	0,6	2,6	5,2	7,1	7,8	0,0
2015 – mar.	-1,6	-0,9	5,5	49,1	4,2	-2,7	54,5	-32,5	-25,8	22,0	-2,1
2014 – gen.	4,2	-0,6	6,7	10,2	0,8	-0,3	21,6	-20,2	-4,4	1,3	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	0,1	-2,5	0,6	-4,5	-3,3	-3,8	0,2
ago.	-0,9	0,5	-2,1	-16,7	-0,4	-0,1	-20,2	27,3	-1,6	7,1	0,2
set.	-0,1	-0,4	-1,2	-11,4	0,1	0,2	-12,5	30,9	3,3	18,4	0,0
ott.	-1,5	-0,8	-3,0	30,8	-0,7	-0,3	25,3	-17,8	-1,1	7,5	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	-25,0	-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	4,3	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 Ammi- nistrazioni 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	133,7	41,1	26,9	1.988,9	34,4	0,0	27,2	42,7
2013	158,4	18,6	140,6	1.593,2	130,6	45,9	34,1	2.068,7	37,6	10,0	24,7	55,6
2014	173,1	17,5	124,5	1.666,8	125,7	44,8	36,0	2.134,9	46,4	38,0	25,7	60,3
2012 – mar.	161,3	20,8	162,6	1.473,8	132,6	24,8	11,1	1.955,1	34,5	5,6	33,6	21,1
giu.	157,3	21,3	161,1	1.496,4	134,5	33,3	19,7	1.982,7	46,1	7,9	26,5	29,7
set.	162,1	20,1	166,2	1.500,1	134,2	33,6	20,2	1.996,2	45,9	30,7	25,4	30,2
dic.	160,2	20,8	151,6	1.502,4	133,7	41,1	26,9	1.988,9	34,4	0,0	27,2	42,7
2013 – mar.	160,5	19,4	156,5	1.543,7	133,0	41,5	28,0	2.035,3	45,9	10,7	24,6	43,7
giu.	155,4	18,7	163,1	1.578,1	133,6	45,7	32,2	2.075,9	76,3	19,4	27,1	50,8
set.	155,6	18,8	163,7	1.572,6	131,6	44,5	32,9	2.067,9	40,8	12,1	26,3	51,5
dic.	158,4	18,6	140,6	1.593,2	130,6	45,9	34,1	2.068,7	37,6	10,0	24,7	55,6
2014 – mar.	164,6	18,1	144,1	1.635,9	130,1	44,7	34,2	2.119,5	61,9	16,5	25,1	55,6
giu.	167,0	17,8	142,5	1.684,9	126,8	46,5	35,6	2.167,7	105,3	43,5	25,8	59,9
set.	163,3	18,2	137,5	1.661,8	126,6	44,1	36,0	2.133,3	51,6	45,1	24,9	60,3
dic.	173,1	17,5	124,5	1.666,8	125,7	44,8	36,0	2.134,9	46,4	38,0	25,7	60,3
2015 – mar.	171,5	16,7	130,0	1.711,0	129,9	42,1	33,9	2.184,5	78,9	63,8	23,2	58,2
2014 – gen.	162,6	18,0	147,3	1.602,1	131,4	45,6	34,1	2.089,0	57,9	14,4	23,7	55,6
feb.	161,3	17,9	144,5	1.625,4	130,2	45,1	34,1	2.106,6	64,7	13,8	22,8	55,6
mar.	164,6	18,1	144,1	1.635,9	130,1	44,7	34,2	2.119,5	61,9	16,5	25,1	55,6
apr.	162,8	18,0	142,6	1.664,3	130,1	46,3	35,6	2.146,0	77,4	14,0	26,8	59,9
mag.	163,9	17,8	142,9	1.683,1	130,1	46,0	35,6	2.166,0	92,3	16,8	24,9	59,9
giu.	167,0	17,8	142,5	1.684,9	126,8	46,5	35,6	2.167,7	105,3	43,5	25,8	59,9
lug.	164,3	18,1	140,8	1.691,7	126,9	44,0	35,8	2.167,7	109,7	46,8	26,2	60,1
ago.	163,4	18,6	138,7	1.674,9	126,4	44,0	36,0	2.147,4	82,4	48,4	24,4	60,3
set.	163,3	18,2	137,5	1.661,8	126,6	44,1	36,0	2.133,3	51,6	45,1	24,9	60,3
ott.	161,8	17,4	134,5	1.691,7	125,9	43,8	36,0	2.157,6	69,4	46,2	24,1	60,3
nov.	165,0	16,8	132,7	1.692,2	126,1	44,0	36,0	2.160,1	66,2	55,9	23,2	60,3
dic.	173,1	17,5	124,5	1.666,8	125,7	44,8	36,0	2.134,9	46,4	38,0	25,7	60,3
2015 – gen.	174,4	17,2	131,9	1.690,8	124,6	44,2	36,0	2.165,9	82,8	56,1	21,0	60,3
feb.	171,1	16,4	131,7	1.695,6	129,0	41,8	33,9	2.169,2	79,1	67,0	20,2	58,2
mar.	171,5	16,7	130,0	1.711,0	129,9	42,1	33,9	2.184,5	78,9	63,8	23,2	58,2
apr.	170,6	16,6	129,0	1.722,5	130,9	41,7	33,9	2.194,8	83,1	57,6	23,6	58,2
mag.	172,2	16,2	128,9	1.743,9	131,5	41,6	33,9	2.218,2	100,9	56,4	25,2	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).

