



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Bollettino Economico

gennaio 2014

1 | 2014



**BANCA D'ITALIA**  
EUROSISTEMA

# **Bollettino Economico**

**Numero 1 / 2014**  
**Gennaio**

---

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

**Relazione annuale**

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

**Rapporto sulla stabilità finanziaria**

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

**Economie regionali**

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

**Temi di discussione (Working Papers)**

Collana di studi economici, empirici e teorici

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

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

**Newsletter sulla ricerca economica**

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

**Quaderni di storia economica**

Collana di analisi storica dell'economia italiana

---

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

---

**© Banca d'Italia, 2014**

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

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

**Direttore responsabile**

Eugenio Gaiotti

**Comitato di redazione**

Stefano Neri (coordinamento), Alessio Anzuini, Margherita Bottero, Francesca Carta, Domenico Depalo, Stefano Federico, Daniela Marconi, Maria Lisa Rodano, Filippo Scoccianti, Marco Taboga  
Valentina Memoli e Rosanna Visca (aspetti editoriali), Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Valentina Aprigliano, Alberto Felettigh, Andrea Lamorgese, Gabriele Sene, Fabrizio Venditti

**Indirizzo**

Via Nazionale 91, 00184 Roma - Italia

**Telefono**

+39 0647921

**Sito internet**

<http://www.bancaditalia.it>

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

ISSN 0393-2400 (stampa)

ISSN 2280-7632 (online)

Aggiornato con i dati disponibili al 14 gennaio 2014, salvo diversa indicazione

*Stampato presso la Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia*

# INDICE

LA SINTESI	<b>5</b>
<b>1</b> L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
1.1 Il ciclo internazionale	<b>8</b>
1.2 L'area dell'euro	<b>11</b>
1.3 I mercati finanziari internazionali	<b>14</b>
<b>2</b> L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	<b>17</b>
2.2 Le imprese	<b>18</b>
2.3 Le famiglie	<b>23</b>
2.4 La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	<b>24</b>
2.5 Il mercato del lavoro	<b>28</b>
2.6 La dinamica dei prezzi	<b>30</b>
2.7 Le banche	<b>33</b>
2.8 Il mercato finanziario	<b>37</b>
2.9 La finanza pubblica	<b>39</b>
2.10 Le prospettive	<b>41</b>
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	<b>47</b>

---

## INDICE DEI RIQUADRI

Gli investimenti delle imprese italiane nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita	<b>19</b>
La dispersione degli andamenti congiunturali	<b>20</b>
Il saldo di parte corrente e le esportazioni di beni dell'Italia	<b>25</b>
Il recente andamento dell'inflazione	<b>31</b>
L'offerta e la domanda di credito	<b>35</b>
Le ipotesi tecniche e il contesto internazionale	<b>41</b>

---

---

## **AVVERTENZE**

---

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

Segni convenzionali:

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

## LA SINTESI

### **L'espansione globale prosegue**

*La crescita dell'attività economica mondiale e degli scambi internazionali prosegue a ritmi moderati. Negli Stati Uniti vi sono segnali di rafforzamento dell'economia, cui contribuisce anche una minore incertezza sulla politica di bilancio; l'avvio della riduzione degli acquisti di titoli da parte della Riserva federale non ha aumentato la volatilità sui mercati finanziari e dei cambi. La crescita nelle economie emergenti continua; su di essa gravano tuttavia rischi al ribasso connessi con condizioni finanziarie globali meno espansive.*

### **Nell'area dell'euro si è avviata una modesta ripresa con bassa inflazione**

*Nell'area dell'euro una modesta ripresa si è avviata, ma resta fragile. La debolezza dell'attività economica si riflette in una dinamica moderata dei prezzi al consumo, che si traduce in tassi di interesse più elevati in termini reali e in una più lenta riduzione dell'indebitamento privato e pubblico. Alla luce del permanere dell'inflazione al di sotto del livello coerente con la definizione di stabilità dei prezzi, della dinamica contenuta di moneta e credito e della debolezza dell'attività economica, il Consiglio direttivo della BCE ha ridotto i tassi ufficiali in novembre e ha ribadito con fermezza che rimarranno su livelli pari o inferiori a quelli attuali per un periodo di tempo prolungato. Il Consiglio ha inoltre ribadito che utilizzerà se necessario tutti gli strumenti a sua disposizione per mantenere un orientamento accomodante della politica monetaria.*

### **Le condizioni finanziarie sono diventate più favorevoli**

*Le condizioni sui mercati finanziari europei e italiani sono ulteriormente migliorate; vi hanno contribuito le prospettive di ripresa, la politica monetaria accomodante, i progressi nella governance dell'area dell'euro e la stabilizzazione*

*del quadro interno in Italia. I tassi di interesse a lungo termine sui titoli di Stato italiani sono diminuiti; il differenziale rispetto al rendimento del Bund decennale è sceso a circa 200 punti base. È tornato l'interesse dei non residenti per le attività finanziarie italiane.*

### **In Italia le prospettive migliorano...**

*In Italia il PIL, sostenuto dalle esportazioni e dalla variazione delle scorte, ha interrotto la propria caduta nel terzo trimestre del 2013. Sulla base dei sondaggi e dell'andamento della produzione industriale, la crescita del prodotto sarebbe stata appena positiva nel quarto trimestre. Gli indici di fiducia delle imprese sono ancora migliorati in dicembre, collocandosi sui livelli osservati all'inizio del 2011.*

### **...ma la dispersione è elevata e l'occupazione resta debole**

*Il quadro congiunturale è tuttavia ancora molto diverso a seconda delle categorie di imprese e della localizzazione geografica. Al miglioramento delle prospettive delle imprese industriali di maggiore dimensione e di quelle più orientate verso i mercati esteri, si contrappone un quadro ancora sfavorevole per le aziende più piccole, per quelle del settore dei servizi e per quelle meridionali. Nonostante i primi segnali di stabilizzazione dell'occupazione e di aumento delle ore lavorate, le condizioni del mercato del lavoro restano difficili. Il tasso di disoccupazione, che normalmente segue con ritardo l'andamento del ciclo economico, ha raggiunto il 12,3 per cento nel terzo trimestre e sarebbe ulteriormente salito al 12,6 nel bimestre ottobre-novembre.*

### **L'inflazione è in calo**

*L'inflazione in Italia ha continuato a diminuire, più di quanto previsto alcuni mesi fa, scendendo allo 0,7 per cento in dicembre. Anche l'inflazione di fondo, calcolata al netto delle componenti più vo-*

latili, è scesa allo 0,9 per cento. La debolezza della domanda ha contenuto i prezzi fissati dalle imprese in misura più accentuata che in passato; l'aumento dell'IVA di ottobre è stato traslato solo in piccola parte sui prezzi finali.

**Si accentua l'attivo dei conti con l'estero**

Il saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti è tornato positivo nel 2013; l'avanzo dovrebbe ancora aumentare, pur in presenza di un incremento delle importazioni indotto dal previsto graduale rafforzamento dell'attività economica. Il miglioramento del saldo tra il 2010 e il 2013 non ha risentito solo della flessione delle importazioni indotta dalla recessione, ma anche dell'incremento delle esportazioni.

**Le condizioni del credito sono ancora tese**

Il costo della raccolta obbligazionaria delle banche è diminuito nelle principali economie dell'area dell'euro, in particolare in Spagna e in Italia. Il credito alle imprese non ha ancora beneficiato del miglioramento delle condizioni sui mercati finanziari; esso è diminuito in Italia, nei tre mesi terminanti in novembre, di oltre l'8 per cento su base annua e continua a rappresentare un freno alla ripresa. I prestiti risentono della bassa domanda per investimenti e, dal lato dell'offerta, dell'elevato rischio di credito e della pressione della recessione sui bilanci delle banche.

**Prosegue il percorso verso l'Unione bancaria**

L'esercizio di valutazione complessiva (comprehensive assessment) delle maggiori banche dell'area dell'euro, condotto dalla BCE insieme con le autorità di vigilanza nazionali, potrà attenuare la frammentazione dei mercati finanziari e apportare benefici al sistema bancario e al credito in Italia, accrescendo la trasparenza dei bilanci e riducendo l'incertezza sulla qualità degli attivi. Lo scorso 18 dicembre il Consiglio dei ministri economici e finanziari ha trovato un accordo di compromesso sulle caratteristiche di un meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie; il Consiglio della UE ha chiesto che sia approvato entro la fine dell'attuale legislatura del Parlamento europeo, nel prossimo maggio. Un efficace meccanismo unico di risoluzio-

zione rappresenta una tappa essenziale verso il completamento dell'Unione bancaria.

**L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche sarebbe rimasto stabile**

Nel 2013 il fabbisogno del settore statale è fortemente aumentato, risentendo di vari fattori straordinari, come il pagamento dei debiti pregressi in conto corrente delle Amministrazioni pubbliche e il venir meno degli effetti del provvedimento sulla tesoreria unica, che aveva contenuto il fabbisogno del 2012. Sulla base dei dati disponibili, si può valutare che l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche sia rimasto in prossimità della soglia del 3 per cento del PIL, nonostante l'ulteriore flessione del prodotto. Nelle previsioni ufficiali del Governo, che tengono conto della legge di stabilità per il 2014, l'indebitamento netto scenderebbe in ciascun anno del triennio 2014-16.

**Le nostre proiezioni indicano il ritorno a una crescita moderata nel biennio 2014-15...**

Le proiezioni sull'economia italiana per il prossimo biennio pubblicate in questo Bollettino confermano le indicazioni, presentate un anno fa e ribadite nello scorso luglio, che prefiguravano un punto di svolta dell'attività alla fine del 2013. Quest'anno si registrerebbe una moderata ripresa dell'attività economica, che accelererebbe, sia pur in misura contenuta, l'anno prossimo: dopo essersi ridotto dell'1,8 per cento nel 2013, il PIL crescerebbe dello 0,7 quest'anno e dell'1,0 per cento nel 2015.

**...trainata dalla domanda estera e dalla graduale ripresa degli investimenti**

La ripresa sarebbe trainata dalla domanda estera e dalla graduale espansione degli investimenti produttivi, favoriti dal miglioramento delle prospettive di domanda e dalle accresciute disponibilità liquide delle imprese, grazie anche al pagamento dei debiti commerciali pregressi delle Amministrazioni pubbliche. Le condizioni del credito rimarrebbero però ancora tese. Il rapporto tra investimenti e PIL si manterrebbe al di sotto della media storica. Resterebbero deboli i consumi. Il miglioramento dell'economia si trasmetterebbe con i consueti ritardi alle condizioni del mercato del lavoro: l'occu-

*pazione potrebbe tornare a espandersi solo nel 2015.*

**L'inflazione si manterrebbe su livelli contenuti**

*Le previsioni dell'inflazione al consumo per il biennio sono state riviste al ribasso, poco sopra l'1 per cento quest'anno, attorno all'1,4 il prossimo. Anche i prezzi interni, misurati dal deflatore del PIL, crescerebbero a un ritmo contenuto, per l'effetto degli ampi margini di capacità produttiva inutilizzata sulle politiche di prezzo delle imprese.*

**Permangono rischi al ribasso per la crescita e per la dinamica dei prezzi**

*I rischi per la crescita, rispetto a questo scenario previsivo, restano orientati verso il basso. Se le condi-*

*zioni di accesso al credito rimanessero restrittive più a lungo di quanto prefigurato o se i pagamenti dei debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche registrassero differimenti, la ripresa degli investimenti sarebbe ritardata. Il riaccendersi di timori sulla determinazione delle autorità nazionali nel perseguire il consolidamento delle finanze pubbliche e nell'attuare le riforme strutturali, o di quelle europee nel proseguire nella riforma della governance dell'Unione, potrebbe riflettersi sfavorevolmente sui tassi di interesse a lungo termine. Il rischio di una deflazione generalizzata resta nel complesso modesto, ma il calo dell'inflazione potrebbe essere più accentuato e persistente di quanto prefigurato, specie se la debolezza della domanda si riflettesse sulle aspettative.*



# 1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

## 1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

Nel terzo trimestre del 2013 il ciclo economico internazionale si è rafforzato. Il prodotto ha accelerato nei paesi avanzati e ha mostrato andamenti differenziati in quelli emergenti. Ne ha risentito favorevolmente la dinamica del commercio mondiale. L'accordo sul bilancio per l'esercizio fiscale 2014-15 ha ridotto l'incertezza sulle scelte di finanza pubblica negli Stati Uniti.

**La ripresa nelle economie avanzate è proseguita...**

Il PIL degli Stati Uniti ha accelerato nel terzo trimestre del 2013 al 4,1 per cento in ragione d'anno sul periodo precedente (2,5 nel secondo), riflettendo la ricostituzione delle scorte e l'irrobustimento dei consumi. La crescita è rimasta sostenuta nel Regno Unito (al 3,1 per cento), trainata anche dalla domanda interna. In

Giappone, dopo la forte espansione dei trimestri precedenti, il prodotto ha rallentato (all'1,1 per cento), a seguito della brusca decelerazione dei consumi e delle esportazioni.

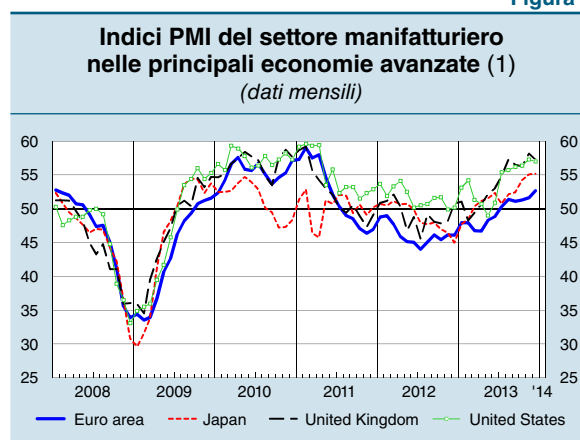
**...e si sarebbe consolidata nel quarto trimestre...**

Nel quarto trimestre sono emersi ulteriori segnali positivi per la crescita negli Stati Uniti: al rafforzamento della dinamica dell'occupazione in atto dall'estate, si è affiancata l'accelerazione dei consumi. Il tasso di disoccupazione ha continuato a ridursi, collocandosi in dicembre al 6,7 per cento (dal 7,9 osservato all'inizio del 2013), anche per l'ulteriore diminuzione del tasso di partecipazione alla forza lavoro (al 62,8 per cento; era pari al 63,6 all'inizio dello scorso anno). In Giappone l'attività sarebbe tornata ad accelerare nel quarto trimestre, sostenuta dalle esportazioni e da un temporaneo incremento dei consumi, soprattutto di beni durevoli, indotto dall'aumento delle imposte indirette previsto per il prossimo aprile. Nel Regno Unito sono migliorate le condizioni del credito per famiglie e grandi imprese; l'evoluzione del mercato del lavoro e degli indici PMI sono coerenti con una stabilizzazione della crescita su livelli elevati (fig. 1).

...mentre resta disomogenea nei paesi emergenti

Nei principali paesi emergenti l'attività economica ha mostrato andamenti differenziati. Nel terzo trimestre del 2013 la crescita si è rafforzata in Cina (al 7,8 per cento, sul periodo corrispondente), sulla spinta delle misure di sostegno agli investimenti e alle esportazioni varate nell'estate. L'aumento del prodotto è invece rimasto moderato in India (al 4,8 per cento), nonostante il forte deprezzamento della rupia e il recupero

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.

della produzione nel settore agricolo; il PIL ha rallentato in Brasile (al 2,2 per cento) e ha continuato a ristagnare in Russia.

Gli indicatori più recenti confermano la tenuta della crescita in Cina, grazie alla ripresa delle esportazioni e alla dinamica ancora robusta dei consumi e degli investimenti. In novembre le autorità cinesi hanno annunciato un ampio programma di riforme volte a rafforzare l'economia di mercato e ad accrescere la concorrenza nel settore finanziario e produttivo, che si accompagnerebbero a una maggiore flessibilità del tasso di cambio. Il quadro prospettico resta debole in Brasile, in India e in Russia, dove secondo le previsioni degli analisti la crescita rimarrebbe contenuta nell'anno in corso.

**Il commercio internazionale è in ripresa**

I dati più recenti indicano che il commercio mondiale avrebbe accelerato nel quarto trimestre del 2013, dopo essersi già rafforzato nel terzo (al 4,9 per cento sul periodo precedente e in ragione d'anno, dall'1,2 nel secondo). Questi andamenti sono coerenti con una crescita attorno al 3 per cento per il complesso dell'anno.

**Resta stabile il prezzo del petrolio**

Nell'ultimo trimestre del 2013 le quotazioni del greggio di qualità Brent hanno oscillato intorno ai 110 dollari (fig. 2). L'annuncio dell'accordo sul programma nucleare dell'Iran, raggiunto alla fine di novembre, non sembra aver inciso significativamente sulle quotazioni. La pressione al ribasso sui prezzi dell'aumento dell'offerta dell'Arabia Saudita è stata contrastata da quella al rialzo innescata dalle rinnovate tensioni in Libia, la cui offerta di petrolio resta ancora largamente al di sotto del potenziale.

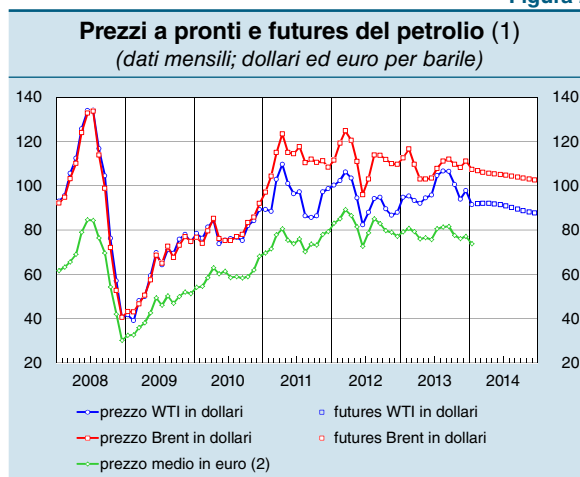
**L'inflazione è contenuta**

L'inflazione nei paesi avanzati è rimasta su livelli molto contenuti (fig. 3). In novembre l'indice dei prezzi al consumo è cresciuto dell'1,2 per cento sul periodo corrispondente negli Stati Uniti e del 2,1 nel Regno Unito; in Giappone la variazione dell'indice generale dei prezzi, tornata positiva dall'estate scorsa, ha raggiunto l'1,6 per cento. Tra i paesi emergenti, la dinamica dei prezzi al consumo resta elevata in India, in Brasile e in Russia.

**La Riserva federale ha avviato il tapering**

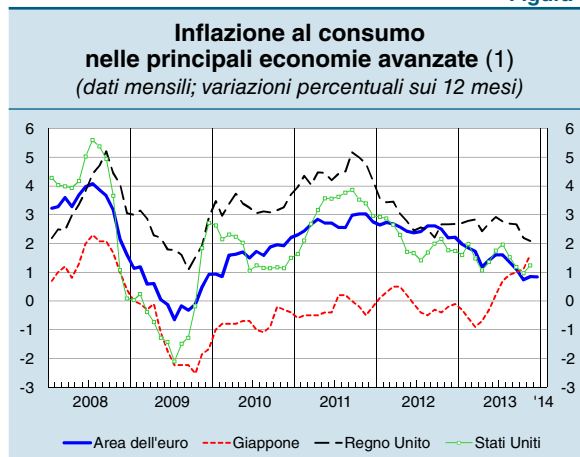
La Riserva federale ha avviato la riduzione dello stimolo monetario e ribadito al contempo che l'orientamento della politica monetaria rimarrà espansivo ancora a lungo. Tenendo conto dei segnali di miglioramento della congiuntura, il 18 dicembre il Federal Open Market Committee (FOMC) ha deciso di ridurre da gennaio gli acquisti di *mortgage-backed securities* (MBS) e di obbligazioni del Tesoro a lungo termine (*tapering*) per complessivi 10 miliardi di dollari al mese (portandoli a 75 miliardi).

**Figura 2**



Fonte: FMI e Thomson Reuters Datastream.  
(1) Per il prezzo a pronti, dati medi mensili fino a dicembre del 2013; l'ultimo dato si riferisce al 13 gennaio 2014. - (2) Prezzo medio al barile delle tre principali qualità (Brent, Dubai e WTI).

**Figura 3**



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

**Le politiche monetarie restano espansive nelle economie avanzate...**

Contemporaneamente il FOMC ha dichiarato che l'intervallo obiettivo dei tassi di interesse ufficiali sarà verosimilmente mantenuto ai livelli attuali (*forward guidance*) ben oltre il momento in cui il tasso di disoccupazione sarà sceso al di sotto del 6,5 per cento, specialmente se le previsioni di inflazione continueranno a collocarsi al di sotto dell'obiettivo di lungo periodo del 2 per cento. La

Banca d'Inghilterra ha sensibilmente rivisto al rialzo le proprie aspettative di crescita e occupazione, ma ha chiarito che un eventuale calo del tasso di disoccupazione più rapido rispetto alle previsioni non si tradurrebbe meccanicamente in un aumento del tasso di riferimento di politica monetaria. Di concerto con il Ministero delle Finanze, ha annunciato che l'estensione del programma Funding for Lending fino al gennaio 2015 riguarderà esclusivamente i prestiti rivolti alle imprese, con particolari incentivi a favore di quelle di media e piccola dimensione. La Banca del Giappone ha mantenuto inalterato il proprio orientamento espansivo di politica monetaria, confermando i programmi di acquisto di titoli pubblici e di incremento della base monetaria.

**...e sono meno accomodanti in quelle emergenti**

Dallo scorso autunno le politiche monetarie nelle principali economie emergenti hanno assunto un'intonazione meno accomodante. In Cina la Banca centrale ha ridotto il ritmo di espansione della liquidità per frenare quello del credito; in India (in ottobre) e in Brasile (in ottobre, novembre e gennaio) le autorità hanno

innalzato i tassi di riferimento di politica monetaria per contenere le pressioni inflazionistiche e contrastare il deflusso di capitali.

**La crescita mondiale aumenterebbe nel 2014...**

Secondo le più recenti stime dell'OCSE, la crescita mondiale, dopo essere scesa al 2,7 per cento nel 2013, nell'anno in corso segnerebbe un recupero, al 3,6 (tav. 1). L'attività accelererebbe al 2,9 per cento negli Stati Uniti e al 2,4 nel Regno Unito, rallenterebbe all'1,5 in Giappone. Anche nelle principali economie emer-

genti, con l'eccezione del Brasile, la dinamica del prodotto si rafforzerebbe rispetto al 2013. Il commercio mondiale accelererebbe al 4,8 per cento, una dinamica ancora bassa in relazione a quella del prodotto nel confronto storico; nel periodo 2002-07 a fronte di una crescita del PIL mondiale del 4,5 per cento all'anno, gli scambi commerciali avevano segnato un incremento medio annuo del 9,5.

**...ma permangono rischi verso il basso**

La futura evoluzione dell'economia mondiale rimane ancora soggetta a rischi, in

prevalenza verso il basso. Sebbene la decisione della Riserva federale di ridurre moderatamente il ritmo di acquisti di titoli non abbia generato un aumento della volatilità sui mercati finanziari e dei cambi, vi è il rischio che una riduzione dello stimolo monetario più rapida delle attese induca un inasprimento delle condizioni monetarie e finanziarie globali. Inoltre, nonostante l'accordo politico negli Stati Uniti sul bilancio per l'esercizio fiscale 2014-15 raggiunto a metà ottobre, rimangono rischi connessi con il vincolo sul livello del debito pubblico (*debt ceiling*) che, sospeso in ottobre, tornerà in vigore già a febbraio di quest'anno.

**Tavola 1**

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

Fonte: OCSE, *Economic Outlook*, n. 94, novembre 2013; Consensus Economics, dicembre 2013.

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

## 1.2 L'AREA DELL'EURO

Nell'area dell'euro il prodotto ha segnato nel terzo trimestre del 2013 un lieve rialzo, tuttavia inferiore a quello del periodo precedente. La ripresa dell'attività sarebbe proseguita nel quarto trimestre; la crescita rimarrebbe contenuta nei prossimi mesi. L'inflazione ha raggiunto i valori minimi degli ultimi quattro anni. In novembre il Consiglio direttivo della BCE ha ridotto il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali e in gennaio ha ribadito con fermezza che prevede di mantenere i tassi ufficiali ai livelli pari o inferiori a quelli attuali per un periodo prolungato di tempo.

### Nel terzo trimestre il PIL è lievemente cresciuto

Nel terzo trimestre del 2013 il PIL dell'area dell'euro è cresciuto dello 0,1 per cento rispetto al secondo, traendo sostegno dall'incremento dei consumi (0,1 per cento), dall'accumulo delle scorte e dall'aumento degli investimenti fissi lordi (0,5 per cento). La dinamica ancora sostenuta delle importazioni (1,2 per cento) si è accompagnata a un rallentamento delle esportazioni (0,3 per cento). Fra le maggiori economie dell'area, in Germania il PIL è aumentato dello 0,3 per cento, sospinto dagli investimenti in costruzioni; in Francia è diminuito dello 0,1 per cento, risentendo dell'apporto negativo della domanda estera netta e della flessione degli investimenti. In Italia il prodotto è rimasto invariato, interrompendo la prolungata recessione (fig. 4).

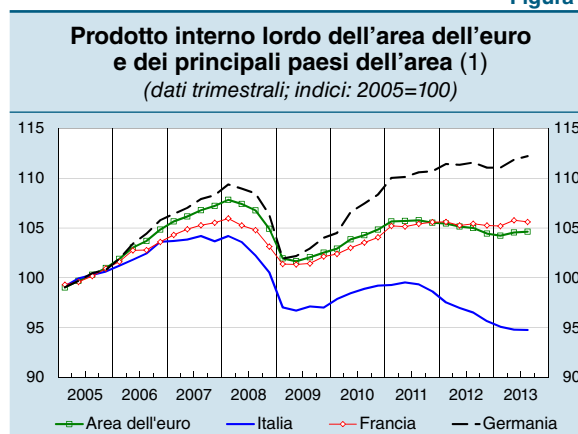
### L'attività industriale resta debole

In dicembre l'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che fornisce una stima della dinamica di fondo del PIL dell'area, è lievemente aumentato, confermandosi su livelli moderatamente positivi (fig. 5). L'attività industriale mostra tuttavia ancora segni di debolezza: nel bimestre ottobre-novembre la produzione ha sostanzialmente ristagnato nell'area, in Germania e in Francia, mentre è aumentata di circa mezzo punto percentuale in Italia. Le inchieste presso le imprese prefigurano una moderata espansione in dicembre e nei mesi successivi. L'indice composito dei responsabili degli acquisti (PMI) è aumentato in dicembre, confermandosi al di sopra della soglia compatibile con l'espansione dell'attività economica per il sesto mese consecutivo. Le prospettive continuano a essere disomogenee tra le maggiori economie: al progresso dell'indice tedesco si è contrapposto il calo di quello francese, che si colloca sotto la soglia di espansione sia nel comparto dei servizi sia in quello manifatturiero.

### La ripresa della domanda interna è incerta...

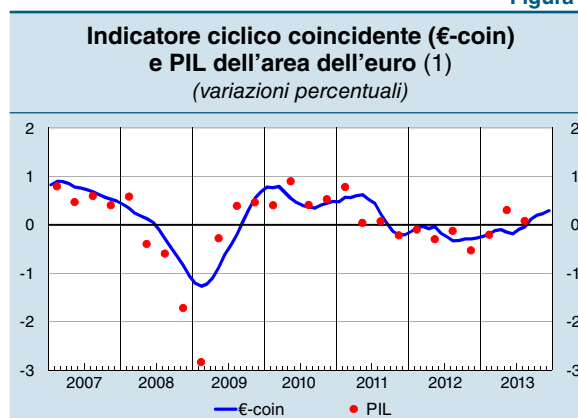
La domanda delle famiglie tarda a recuperare vigore, pur con qualche segnale di miglioramento. Nel bimestre ottobre-novembre le vendite al dettaglio

Figura 4



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

Figura 5



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

dell'area sono rimaste stazionarie. Nel trimestre settembre-novembre le immatricolazioni di autovetture, corrette per la stagionalità, sono aumentate nell'area sospinte dalle vendite in Germania, a fronte del calo in Italia. Secondo le inchieste coordinate dalla Commissione europea, in dicembre la fiducia dei consumatori nell'area è aumentata, prolungando il miglioramento in atto dalla fine del 2012.

**...mentre cresce la domanda estera**

I dati più recenti confermano l'andamento positivo delle vendite all'estero. Nella media dei tre mesi terminanti in ottobre le esportazioni di soli beni dell'area, a prezzi correnti e destagionalizzati, sono aumentate dello 0,6 per cento rispetto ai tre mesi terminanti in settembre. Le prospettive a breve termine rimangono favorevoli: in dicembre la componente degli ordini esteri nel PMI dell'area è rimasta al di sopra della soglia coerente con l'espansione delle vendite per il sesto mese consecutivo.

Secondo i previsori intervistati da Consensus Economics in dicembre, il PIL dell'area sarebbe sceso dello 0,4 per cento nel complesso del 2013 e tornerebbe a crescere dell'1,0 quest'anno. Tali previsioni sono in linea con le proiezioni dello staff dell'Eurosistema pubblicate nello stesso mese (-0,4 nel 2013 e 1,1 nel 2014).

**L'inflazione si mantiene bassa**

Nei mesi autunnali l'inflazione è scesa, raggiungendo livelli estremamente contenuti (fig. 6). In dicembre è ancora diminuita (0,8 per cento sui dodici mesi). Alla debole dinamica dei prezzi contribuiscono sia le componenti più volatili sia quelle di fondo (beni non alimentari e non energetici e servizi): la crescita di queste ultime si colloca su livelli minimi nel confronto storico (0,7 per cento).

Le pressioni dal lato dei costi continuano a diminuire. In novembre i prezzi alla produzione sono scesi dell'1,2 per cento rispetto allo stesso mese del 2012, risentendo del calo dei prezzi dei beni intermedi ed energetici. Sulla base delle inchieste congiunturali, la debolezza dei prezzi si protrarrebbe nel 2014: le attese delle imprese circa la variazione dei propri listini di vendita e quelle delle famiglie sull'andamento dei prezzi al dettaglio rimangono stazionarie su livelli bassi. Secondo le previsioni rilevate da Consensus Economics in dicembre, nel 2014 l'inflazione dell'area si attesterebbe all'1,1 per cento (dall'1,4 nella rilevazione di ottobre), in linea con le proiezioni dello staff dell'Eurosistema di dicembre.

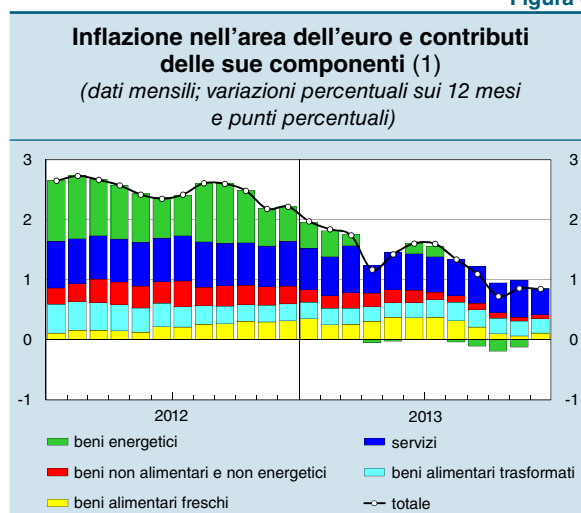
**La moneta rallenta...**

La moneta M3 dell'area ha rallentato (1,5 per cento sui dodici mesi terminanti in novembre). Vi ha contribuito il processo di ricomposizione di portafoglio verso strumenti finanziari al di fuori della moneta, caratterizzati da rendimenti più elevati, contenuto in parte da una preferenza per attività più liquide, che ha favorito l'espansione dei depositi in conto corrente (6,9 per cento). La dinamica della moneta è stata sostenuta da afflussi di capitale dall'estero verso attività finanziarie emesse nell'area dell'euro.

**...e il credito alle imprese si contrae**

In novembre i prestiti alle imprese si sono contratti del 3,6 per cento (sui tre mesi e in ragione d'anno; dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni), mentre quelli alle famiglie sono cresciuti in misura modesta, dello 0,6 per cento. Nel complesso, i prestiti al settore privato non finanziario si sono ridotti dell'1,3 per cento. Tra i principali paesi, il credito alle imprese ha continuato a contrarsi sui dodici mesi in Spagna, in

**Figura 6**



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

Irlanda e, meno intensamente, in Germania; è aumentato debolmente in Francia e nei Paesi Bassi.

**Le condizioni monetarie sono espansive**

Alla luce delle prospettive di un prolungato periodo di bassa inflazione, della dinamica contenuta di moneta e credito e della debolezza dell'attività economica, nella riunione di inizio novembre il Consiglio direttivo della BCE ha ridotto il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 25 punti base (allo 0,25 e allo 0,75 per cento, rispettivamente); il tasso sui depositi overnight presso l'Eurosistema è rimasto invariato allo 0,0 per cento (fig. 7). Nella riunione di gennaio il Consiglio ha ribadito con fermezza (*forward guidance*) che prevede di mantenere i tassi ufficiali ai livelli pari o inferiori a quelli attuali per un periodo di tempo prolungato. Il Consiglio ha inoltre deciso di continuare a condurre tutte le operazioni di rifinanziamento mediante aste a tasso fisso con pieno accoglimento delle domande fino a quando ritenuto necessario e, in ogni caso, almeno fino all'inizio del luglio 2015.

**La liquidità resta abbondante**

La liquidità detenuta dalle banche presso l'Eurosistema in eccesso rispetto all'obbligo di riserva si è ulteriormente ridotta, pur mantenendosi ancora abbondante (155 miliardi a metà gennaio, da 216 alla fine di settembre). La riduzione è ascrivibile al rimborso anticipato di parte dei fondi ottenuti nelle due operazioni di rifinanziamento a tre anni del dicembre 2011 e del febbraio 2012. Alla fine di dicembre il totale dei rimborsi ammontava a 446 miliardi, pari a circa il 44 per cento dei finanziamenti forniti mediante queste due operazioni.

I tassi sul mercato monetario sono lievemente aumentati, anche a fronte della maggiore domanda di liquidità da parte delle banche in vista della fine dell'anno; a metà gennaio l'Eonia e il tasso sui prestiti interbancari a tre mesi senza garanzia (Euribor) erano pari a 0,15 e a 0,28 per cento rispettivamente, da 0,08 e 0,22 alla fine di settembre (fig. 7).

**Si sono registrati progressi nei paesi più esposti alle tensioni**

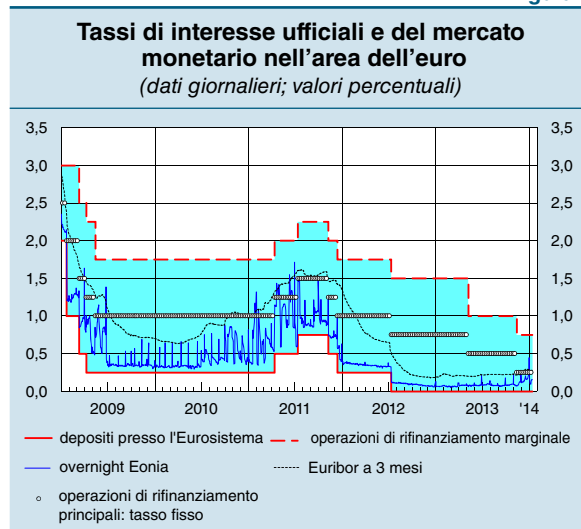
Nell'area dell'euro si sono registrati progressi nei paesi più colpiti dalle tensioni sui mercati del debito sovrano. Si è concluso il programma di aiuti finanziari internazionali all'Irlanda. L'agenzia di rating Moody's ha rivisto al rialzo il merito di credito della Grecia, Standard & Poor's quello di Cipro. Un'indicazione della riduzione del grado di frammentazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro lungo linee nazionali deriva dalla riduzione dei saldi delle banche centrali nazionali sul sistema dei pagamenti TARGET2. Resta tuttavia elevata l'eterogeneità del costo del credito alle imprese tra i paesi dell'area.

**Prosegue il processo di costruzione dell'Unione bancaria**

Prosegue il processo di costruzione dell'Unione bancaria. In novembre la BCE e le autorità di vigilanza nazionali hanno dato avvio a un esame approfondito dei bilanci e del profilo di rischio degli intermediari (*comprehensive assessment*) che saranno vigilati direttamente dalla BCE. In particolare saranno condotti un'analisi del rischio, un esame della qualità degli attivi (*asset quality review*) e uno stress test coordinato con l'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA) (1).

(1) Cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 6, 2013 e comunicato stampa della BCE del 23 ottobre 2013.

Figura 7



Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.

Lo scorso 18 dicembre il Consiglio dei ministri economici e finanziari dei paesi della UE ha trovato un accordo sull'istituzione di un meccanismo di risoluzione delle crisi bancarie e sulle sue caratteristiche, che prevede la creazione di un fondo di risoluzione unico. Il fondo, che avrà la sua piena capacità finanziaria (pari a 55 miliardi) dopo un lungo periodo di transizione, sarà inizialmente costituito da comparti nazionali che saranno gradualmente unificati mediante un processo di mutualizzazione progressiva da completarsi entro il 2025. Durante il periodo di transizione le risorse finanziarie necessarie per la risoluzione di eventuali crisi bancarie saranno rese disponibili dai governi o dallo European Stability Mechanism (ESM), in linea con le procedure stabilite per la ricapitalizzazione degli istituti finanziari. Il meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie rappresenta un'ulteriore tappa verso il completamento dell'Unione bancaria. Il Consiglio della UE nelle riunioni del 19 e 20 dicembre ha chiesto ai paesi membri di approvarlo entro la fine dell'attuale legislatura europea, il prossimo maggio.

### 1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

Il miglioramento delle prospettive di crescita delle economie avanzate ha favorito, da novembre, un rialzo dei rendimenti a lungo termine e dei corsi azionari; tale miglioramento è proseguito anche dopo l'annuncio, a metà dicembre, dell'avvio della fase di riduzione dello stimolo monetario da parte della Riserva federale. I premi per il rischio nei mercati del debito pubblico e privato si sono ridotti.

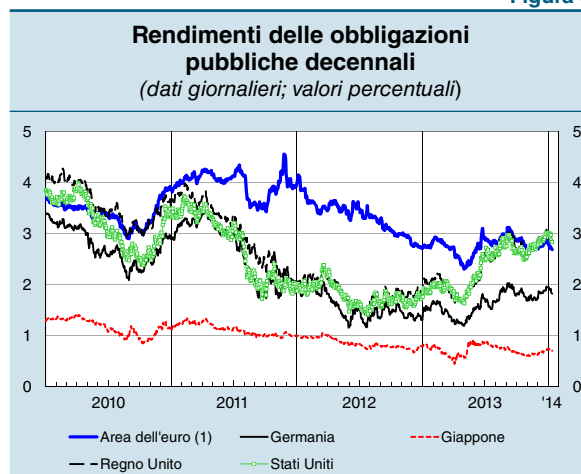
**I tassi a lungo termine sono lievemente aumentati**

Negli ultimi mesi del 2013 i tassi di interesse sui titoli pubblici decennali sono aumentati negli Stati Uniti e nel Regno Unito (di 25 e 12 punti base, rispettivamente, tra la fine di settembre e la metà di gennaio; fig. 8), riflettendo il progressivo miglioramento del quadro congiunturale. In Giappone e in Germania i rendimenti sono rimasti invariati.

**Nell'area dell'euro si è ridotto il rischio sovrano**

Le tensioni sul debito sovrano nell'area dell'euro hanno continuato ad attenuarsi. Vi hanno contribuito il rafforzarsi delle prospettive di ripresa dell'economia e le decisioni di politica monetaria della BCE. I premi sui credit default swap (CDS) sovrani e i differenziali di interesse con la Germania si sono ridotti in misura significativa in tutti i paesi dell'area più direttamente colpiti dalle tensioni, sia sulle scadenze brevi sia su quelle a medio e a lungo termine (fig. 9). Tale riduzione ha determinato per il complesso dell'area dell'euro un calo medio di 20 punti base dei rendimenti dei titoli decennali.

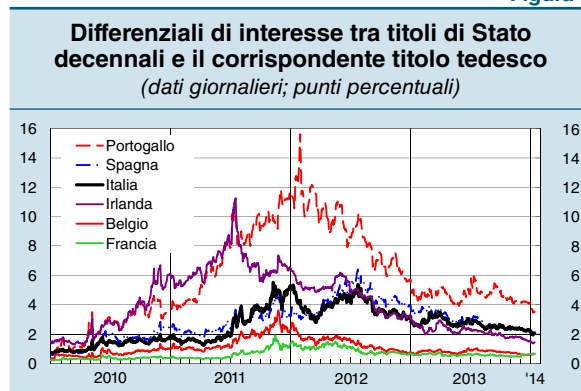
Figura 8



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

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

Figura 9



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.

**Sono scesi anche i premi per il rischio dei privati**

Nello stesso periodo si sono ridotti i premi per il rischio anche nei mercati del debito privato. I premi sui CDS a cinque anni delle principali banche sono diminuiti di 73 e 35 punti base nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, rispettivamente. I differenziali fra i rendimenti delle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie e i corrispondenti titoli di Stato si sono ridotti sia nel segmento dei titoli con elevato merito di credito sia, in misura più pronunciata, in quello dei titoli più rischiosi (fig. 10).

**È proseguito il rialzo dei corsi azionari nelle economie avanzate**

Dalla fine del terzo trimestre gli indici azionari dei principali paesi avanzati sono aumentati (fig. 11), prevalentemente grazie alle notizie positive circa la ripresa ciclica. L'annuncio, a metà dicembre, di un cauto avvio del *tapering*, accompagnato dal rafforzamento della *forward guidance*, è stato seguito da nuovi e generalizzati aumenti. Nel corso del quarto trimestre i guadagni sono stati superiori negli Stati Uniti e in Giappone (rispettivamente 8,8 e 9,6 per cento) rispetto all'area dell'euro e al Regno Unito (6,4 e 4,1 per cento). L'incertezza misurata dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sugli indici azionari, aumentata all'inizio di dicembre, è ridiscesa dopo le decisioni della Riserva federale (fig. 12).

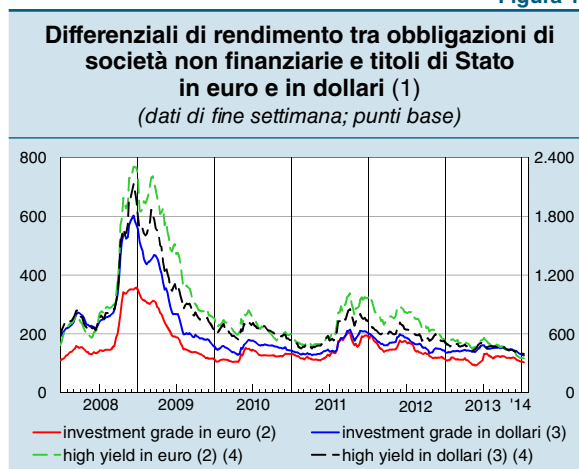
**Migliorano le condizioni finanziarie nei paesi emergenti**

Le condizioni sui mercati finanziari dei paesi emergenti hanno beneficiato dell'aumento generalizzato dell'appetito per il rischio, che ha finora più che compensato l'incertezza circa l'intensità della ripresa ciclica interna e le decisioni della Riserva federale. I corsi azionari sono aumentati e i premi per il rischio dei titoli sovrani sono moderatamente diminuiti. Si è tuttavia ampliato il divario con gli andamenti delle borse nei paesi avanzati: alla metà di gennaio gli indici delle economie emergenti rimangono inferiori del 7,6 per cento rispetto ai livelli osservati all'inizio del 2013, contro un guadagno del 24,8 per quelli dei paesi del G7.

**Prosegue il rafforzamento dell'euro**

Nel quarto trimestre è proseguito il rafforzamento dell'euro, che ha in gran parte riflesso afflussi di portafoglio verso l'area dell'euro, verosimilmente connessi con la diminuzione del rischio sovrano. La riduzione dei tassi ufficiali da parte della BCE ha contribuito solo in via transitoria al deprezzamento del cambio. Tra la fine di settembre e la metà di gennaio l'euro si è apprezzato dell'1,2 per cento rispetto al dollaro e del 7,5 nei

Figura 10



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

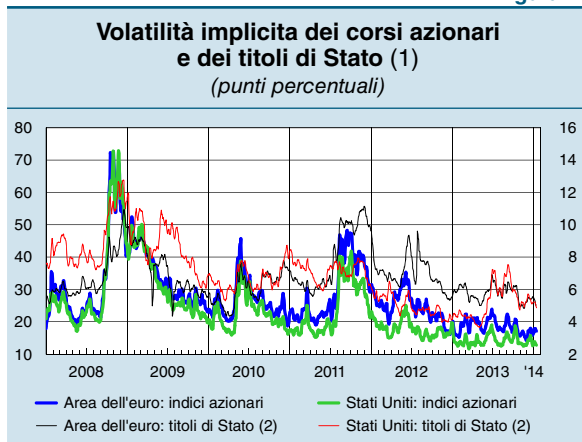
Figura 11



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

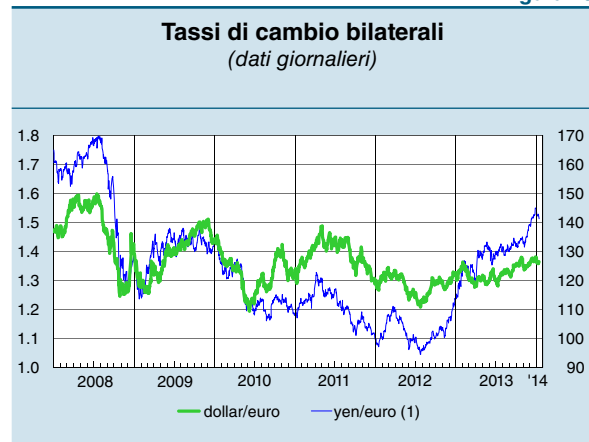


Figura 12



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

Figura 13



Fonte: BCE.  
 (1) Scala di destra.

confronti dello yen; è rimasto invece pressoché stabile nei confronti della sterlina (fig. 13). In termini effettivi nominali l'apprezzamento è stato dell'1,3 per cento.

Dopo i deprezzamenti delle valute dei paesi con fondamentali più deboli, registrati nel mese di novembre, le condizioni sui mercati valutari emergenti sono rimaste nel complesso distese, anche successivamente all'avvio del *tapering*.

# 2 L'ECONOMIA ITALIANA

## 2.1 LA FASE CICLICA

La prolungata caduta del PIL italiano in atto dall'estate del 2011 si è arrestata nel terzo trimestre del 2013. Nei mesi più recenti sono emersi segnali coerenti di una moderata crescita dell'attività economica. La produzione industriale sarebbe aumentata nel quarto trimestre, sospinta soprattutto dalla domanda estera. Nonostante il miglioramento del clima di fiducia delle imprese, sulla ripresa continuano a gravare la fragilità del mercato del lavoro, che frena l'espansione del reddito disponibile, e l'andamento del credito.

**Si è arrestata la caduta del PIL...**

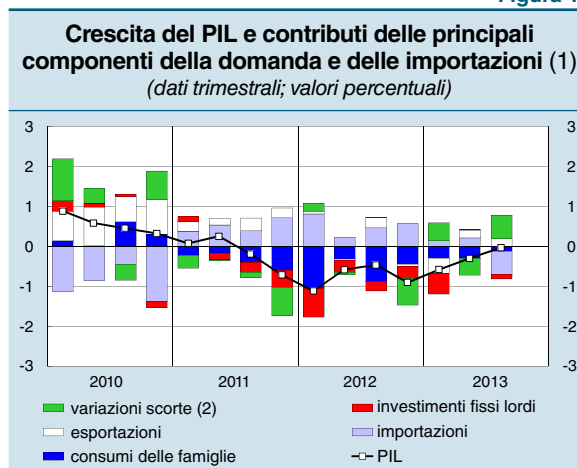
Nel terzo trimestre del 2013 il PIL si è stabilizzato, interrompendo una flessione che si protraeva dall'estate del 2011 (fig. 14 e tav. 2). Nella scorsa estate il valore aggiunto ha segnato un modesto rialzo nell'industria in senso stretto; si è arrestato il calo nelle costruzioni e nei servizi.

Il principale apporto positivo alla crescita è venuto dalla variazione delle scorte di magazzino (fig. 14), che includono la ricostituzione del capitale circolante, ma anche le discrepanze statistiche, verosimilmente più accentuate in una fase di incertezza. Al calo dei consumi (-0,2 per cento), più contenuto nel confronto con i trimestri precedenti, si è associata una contrazione degli investimenti in beni strumentali (-1,2 per cento), dopo il rialzo segnato in primavera, e una stabilizzazione di quelli in costruzioni. Sono cresciute le esportazioni, mentre le importazioni sono fortemente aumentate, dopo una flessione durata dieci trimestri consecutivi.

**...e vi sono segnali di lieve ripresa alla fine del 2013**

Secondo gli indicatori congiunturali è verosimile che il prodotto sia aumentato in misura modesta nell'ultimo trimestre del 2013. Alla perdurante debolezza

Figura 14



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) La formula per il calcolo dei contributi alla crescita reale del PIL appropriata alla metodologia di deflazione basata sul concatenamento è disponibile sul sito [www.istat.it](http://www.istat.it). – (2) Include gli oggetti di valore.

Tavola 2

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

VOCI	2012	2012	2013		
	4° trim.	(2)	1° trim.	2° trim.	3° trim.
PIL	-0,9	-2,5	-0,6	-0,3	..
Importazioni totali	-2,0	-7,4	-0,5	-0,7	2,0
Domanda nazionale (3)	-1,5	-5,3	-0,4	-0,7	0,3
Consumi nazionali	-0,6	-3,8	-0,4	-0,4	-0,2
<i>spesa delle famiglie</i>	-0,8	-4,2	-0,5	-0,5	-0,2
<i>altre spese (4)</i>	..	-2,6	0,1	..	..
Investimenti fissi lordi	-1,7	-8,3	-2,9	..	-0,6
<i>costruzioni</i>	-1,2	-6,4	-4,0	-0,9	..
<i>altri beni</i>	-2,1	-10,4	-1,7	1,0	-1,2
Variazione delle scorte (5)	-0,7	-0,7	0,5	-0,4	0,6
Esportazioni totali	-0,1	2,0	-1,2	0,7	0,7
Domanda estera netta (6)	0,5	2,9	-0,2	0,4	-0,4

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) Spesa delle Amministrazioni pubbliche e delle istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (5) Include gli oggetti di valore. Contributi alla crescita del PIL sul periodo precedente; punti percentuali. – (6) Contributi alla crescita del PIL sul periodo precedente; punti percentuali.

della domanda interna, che risente della fragilità del mercato del lavoro e dell'andamento fiacco del reddito disponibile, si contrappone un quadro dell'attività industriale più positivo. In dicembre la fiducia delle imprese è nuovamente salita, sia pure in misura contenuta; anche l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) del settore manifatturiero è cresciuto, mantenendosi al di sopra della soglia compatibile con l'espansione dell'attività per il sesto mese consecutivo. Secondo le nostre stime, la produzione industriale sarebbe aumentata nel quarto trimestre.

**L'inflazione è scesa sotto l'1 per cento**

Dal mese di settembre l'inflazione al consumo sui dodici mesi (misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo, IPCA) si è portata sotto l'1 per cento, collocandosi allo 0,7 in dicembre (cfr. il riquadro: *Il recente andamento dell'inflazione*). Nello stesso mese l'inflazione al netto delle componenti più volatili è scesa a un livello storicamente basso (0,9 per cento, da 1,1 in novembre).

**2.2 LE IMPRESE**

L'attività industriale, diminuita quasi senza interruzioni dall'estate del 2011, è tornata ad aumentare negli ultimi mesi dello scorso anno. Gli indicatori qualitativi desunti dalle indagini presso le imprese sono coerenti con un'ulteriore espansione dell'attività produttiva nei prossimi mesi.

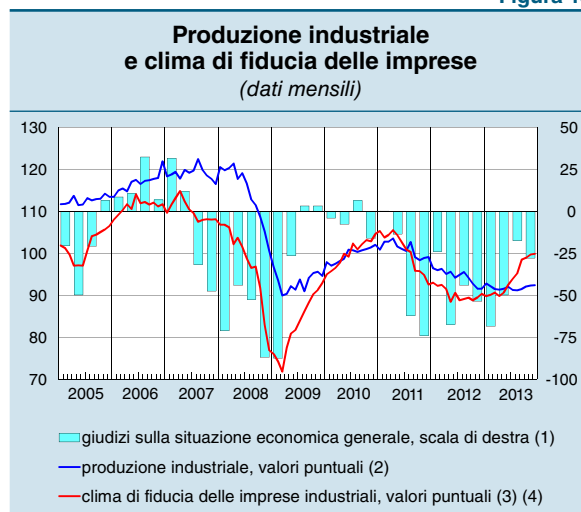
**La produzione industriale è tornata a crescere**

In novembre la produzione industriale è aumentata dello 0,3 per cento sul mese precedente, proseguendo la moderata tendenza al rialzo avviata in settembre (fig. 15). Il principale sostegno all'attività manifatturiera è venuto dai comparti dei beni strumentali, intermedi e dell'energia, a fronte di una flessione in quello dei beni di consumo. Sulla base delle nostre stime nel complesso dell'ultimo trimestre dell'anno l'attività industriale avrebbe segnato un aumento nell'ordine del punto percentuale, per la prima volta da oltre due anni.

**La fiducia delle imprese è migliorata...**

Gli indicatori qualitativi prefigurano un'espansione della produzione industriale anche nei primi mesi dell'anno in corso. In dicembre la fiducia delle imprese è ulteriormente aumentata, sia pure in misura contenuta, collocandosi sui livelli osservati all'inizio del 2011. Per il sesto mese consecutivo l'indice PMI del settore manifatturiero si è confermato al di sopra della soglia compatibile con un'espansione dell'attività. Nelle rilevazioni di dicembre dell'indagine trimestrale condotta in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, i giudizi delle imprese sulle prospettive a breve termine sono risultati pressoché in linea con quelli dell'inchiesta precedente, che già avevano segnato un forte recupero (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese italiane nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*). Resta tuttavia elevata la dispersione degli andamenti a livello dimensionale, settoriale e territoriale (cfr. il riquadro: *La dispersione degli andamenti congiunturali*).

Figura 15



Fonte: elaborazioni su dati Istat, Terna e Banca d'Italia. (1) Saldo in punti percentuali tra le risposte "migliori" e "peggiori" relative al quesito sulle condizioni economiche generali nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Dicembre 2013, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 2, 2014; dati riferiti alle sole imprese industriali. - (2) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi; indice 2010=100; il dato per il mese di dicembre 2013 è stimato sulla base dei consumi di elettricità e degli indicatori delle inchieste Istat presso le industrie manifatturiere. - (3) Media dei saldi destagionalizzati delle risposte ai quesiti riguardanti i giudizi sulla domanda, le aspettative sulla produzione e le giacenze di prodotti finiti; indice 2010=100. - (4) Nel mese di giugno 2013 sono state introdotte innovazioni metodologiche riguardanti il campione e le tecniche di rilevazione che rendono i dati diffusi a partire da quella data non direttamente confrontabili con quelli dei mesi precedenti.

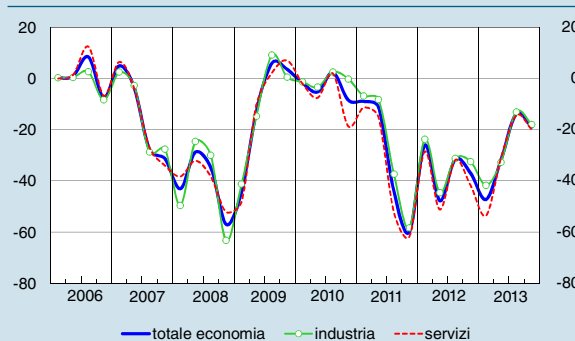
Tra il 2 e il 17 dicembre è stato condotto il sondaggio trimestrale della Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* su un campione di imprese con almeno 50 addetti. Alcune indicazioni positive rilevate nella precedente indagine di settembre sono state confermate, pur in un contesto di perdurante incertezza e dispersione delle prospettive tra le aziende. Le valutazioni della situazione economica generale sono, in prevalenza, orientate verso la stabilizzazione del quadro economico e rimangono tra le più favorevoli degli ultimi sei trimestri.

Il saldo dei giudizi sulle condizioni per l'investimento, pur in lieve ridimensionamento fra le aziende operanti nell'industria in senso stretto e nei servizi, si mantiene in linea con quelli rilevati nel periodo immediatamente precedente la fase più acuta della crisi del debito sovrano nella seconda metà del 2011 (figura). Gli investimenti tenderebbero a stabilizzarsi nell'anno in corso sui livelli del 2013, dopo una prolungata fase di contrazione. In tutti i principali settori circa metà delle aziende si attende una spesa invariata in termini nominali; il saldo fra piani di aumento e di diminuzione resta negativo per le imprese dei servizi, mentre è appena positivo per quelle dell'industria e, in misura più accentuata, per quelle di costruzione (tavola).

Secondo le imprese, gli investimenti beneficerebbero di migliori condizioni di liquidità, riconducibili sia all'attenuazione delle difficoltà di accesso al credito (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*), sia ai pagamenti dei debiti delle Amministrazioni pubbliche. Nel complesso del secondo semestre del 2013 tali pagamenti sarebbero affluiti al 10,9 per cento delle aziende industriali e dei servizi, a fronte del 34,9 per cento che ne aveva diritto. Nonostante una quota crescente di imprese ritenga di aver superato la fase congiunturale più difficile nel corso del semestre scorso (circa un terzo degli operatori dell'industria e dei servizi), sui piani di investimento continua a pesare la persistente debolezza della domanda.

Figura

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



(1) Saldi tra giudizi di miglioramento e giudizi di peggioramento rispetto al trimestre precedente nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Dicembre 2013, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 2, 2014.

Tavola

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

RISPOSTE	Industria	Servizi	Totale industria e servizi
Spesa per investimenti programmata per il 2014 rispetto a quella effettuata nel 2013			
Più alta	26,7	20,6	23,8
Praticamente uguale	46,8	54,2	50,3
Più bassa	26,5	25,2	25,9
Attese sulla spesa per investimenti nel primo semestre del 2014 rispetto al secondo del 2013			
Più alta	23,6	24,0	23,8
Praticamente uguale	52,7	53,9	53,2
Più bassa	23,7	22,1	22,9

(1) Percentuali ponderate per il numero di imprese nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Dicembre 2013, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 2, 2014. Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

I segnali di stabilizzazione e recupero dell'attività produttiva, emersi per il complesso dell'economia negli ultimi due trimestri del 2013, restano molto diversificati; non si sono ancora estesi a tutte le aree del Paese e a tutti i settori di attività economica.

In presenza di una ripresa ancora largamente trainata dalle esportazioni e di una domanda interna, in particolare per consumi, ancora debole, le prospettive restano fragili per le imprese di minore dimensione e per quelle che producono per il mercato interno. Ne risentono in particolare le regioni del Mezzogiorno, maggiormente dipendenti dalla domanda interna in quanto caratterizzate dalla presenza più contenuta di imprese esportatrici; tra queste ultime è elevata la specializzazione in settori meno dinamici.

L'elevata dispersione degli andamenti congiunturali ha trovato conferma nelle indagini presso le aziende. Secondo il sondaggio congiunturale della Banca d'Italia dello scorso autunno, relativo a un campione di circa 4.000 imprese industriali e dei servizi con più di 20 addetti (1), in settembre le indicazioni di ripresa dell'attività di investimento erano circoscritte alle sole regioni del Centro-Nord e alle imprese di dimensioni medie e grandi (con un numero di dipendenti superiore a 200; figura A) (2).

Secondo il medesimo sondaggio, i segnali di miglioramento dell'andamento del fatturato delle imprese industriali nei primi nove mesi del 2013 erano più evidenti nel Centro-Nord e appena percettibili nel Mezzogiorno (figura B).

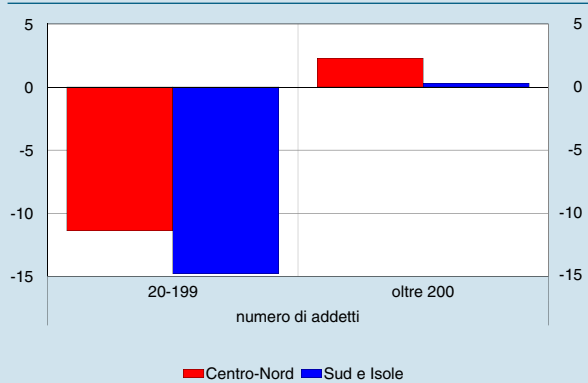
Sulla base delle indagini mensili dell'Istat, il miglioramento delle valutazioni degli imprenditori sull'andamento della produzione e degli ordini avrebbe riguardato, fino all'autunno, unicamente le regioni del Centro-Nord, riflettendo la tenuta delle esportazioni. Tuttavia, le informazioni desumibili dall'indagine di dicembre indicano che il miglioramento si sarebbe esteso anche alle regioni del Mezzogiorno a partire dal terzo trimestre.

(1) Cfr. *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 56, 2013.

(2) Cfr. *L'economia delle regioni italiane: dinamiche recenti e aspetti strutturali*, Banca d'Italia, «Economie regionali», n. 23, 2013.

Figura A

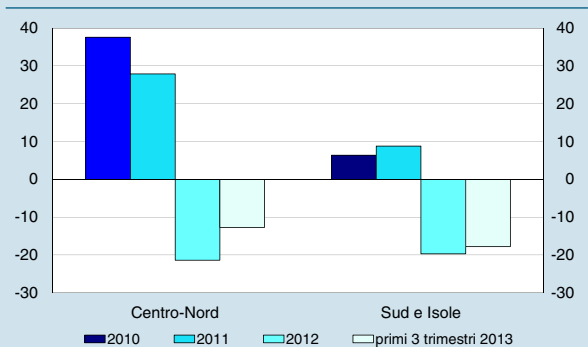
**Investimenti delle imprese industriali e dei servizi per classe dimensionale (1)**  
(2° sem. 2013 rispetto al 1°sem. 2013)



Fonte: Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 56, 2013.  
(1) Saldo tra la quota di imprese che hanno segnalato un aumento degli investimenti e quella di imprese che ne hanno segnalato un calo.

Figura B

**Fatturato delle imprese industriali (1)**



Fonte: Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi in *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 56, 2013 ed elaborazioni sulle *Indagini sulle imprese industriali e dei servizi* della Banca d'Italia pubblicate nel 2011, 2012, 2013.  
(1) Saldo tra la quota di imprese che hanno segnalato un aumento del fatturato e quella di imprese che ne hanno segnalato un calo rispetto all'anno precedente.

La dispersione si conferma anche nell'evoluzione dell'occupazione, che nei primi tre trimestri del 2013 ha continuato a contrarsi a ritmi elevati nel Mezzogiorno, a fronte di una sostanziale stabilizzazione nel Centro-Nord (figura C). Nello stesso periodo il tasso di occupazione è diminuito (sul periodo corrispondente del 2012) dell'1,0 per cento nel Centro-Nord e dell'1,7 nel Mezzogiorno, per effetto soprattutto della componente maschile; l'andamento dell'occupazione femminile è stato meno negativo (-0,5 al Centro-Nord e -1,0 per cento nel Mezzogiorno), per effetto dell'aumento della partecipazione femminile al mercato del lavoro, soprattutto nell'ambito dei nuclei familiari a più basso reddito e nelle regioni in cui l'aumento della disoccupazione è stato più marcato (3).

Dal 2009 le regioni meridionali hanno accumulato una riduzione del PIL del 3,8 per cento a fronte di un aumento dello 0,7 nel Centro-Nord (tavola). Il Mezzogiorno non è riuscito ad avvantaggiarsi della breve ripresa del 2010-11, per via della minore incidenza della domanda estera sull'attività economica e del maggior peso del settore a prevalenza pubblico; il prodotto è diminuito ininterrottamente dal 2008.

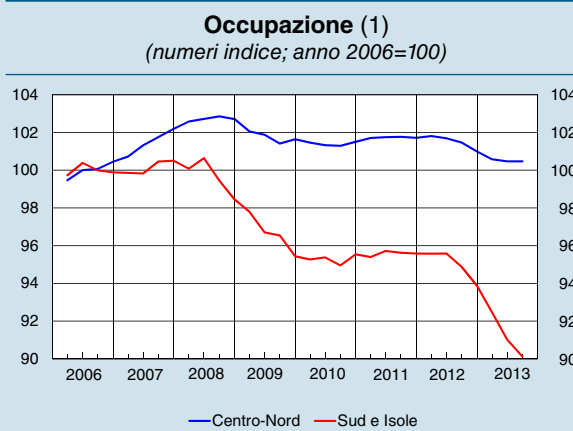
In prospettiva, il consolidarsi della ripresa e la sua estensione a tutti i settori di attività e al mercato del lavoro dipenderà in misura essenziale dal recupero della domanda interna.

(3) Cfr. la Relazione sull'anno 2012.

### ...ma gli investimenti sono ancora deboli

Gli investimenti in beni strumentali sono però tornati a diminuire (-1,2 per cento in termini congiunturali) nel terzo trimestre del 2013, annullando quasi per intero il recupero registrato in primavera. Al calo degli acquisti in macchinari e attrezzature (-1,1 per cento, da -0,2 nel secondo trimestre) si è aggiunto quello più intenso della componente dei mezzi di trasporto, caratterizzata tuttavia da un'accentuata volatilità. Sulla base dell'inchiesta trimestrale presso le imprese condotta in dicembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, negli ultimi tre mesi del 2013 le condizioni per investire, pur se in lieve ridimensionamento dopo il deciso miglioramento nelle due precedenti rilevazioni, si mantengono sui livelli prevalenti prima dell'avvio della fase recessiva nel 2011 (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese italiane nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*).

Figura C



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*.  
(1) Dati destagionalizzati.

Tavola

**PIL per macroarea**  
(variazioni percentuali; valori concatenati,  
anno di riferimento 2005)

ANNI	Italia	Centro-Nord	Sud e Isole
2005	0,9	0,9	1,0
2006	2,2	2,3	1,8
2007	1,7	1,8	1,1
2008	-1,2	-1,1	-1,4
2009	-5,5	-5,6	-5,1
2010	1,7	2,4	-0,3
2011	0,5	0,8	-0,5
2012	-2,5	-2,4	-2,9
2010-2012	-0,4	0,7	-3,8

Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Conti economici regionali*, novembre 2013.

**Si è arrestata la flessione degli investimenti in costruzioni**

Nel terzo trimestre gli investimenti in costruzioni, in caduta dall'inizio del 2011, si sono stabilizzati sia nel comparto residenziale sia nel resto del settore. Sulla base dei dati dell'Osservatorio del mercato immobiliare dell'Agenzia delle Entrate (OMI), corretti per la stagionalità e per gli effetti di calendario, il numero di transazioni residenziali si è mantenuto sui livelli di fine 2012, più che dimezzato rispetto al 2007 (fig. 16). La flessione dei prezzi delle abitazioni si è accentuata (-1,2 per cento rispetto al periodo precedente, da -0,6 nel secondo trimestre). Secondo il sondaggio trimestrale condotto dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, in dicembre le imprese di costruzione si attendono nel complesso un miglioramento delle prospettive nel medio termine, in linea con i risultati della precedente indagine.

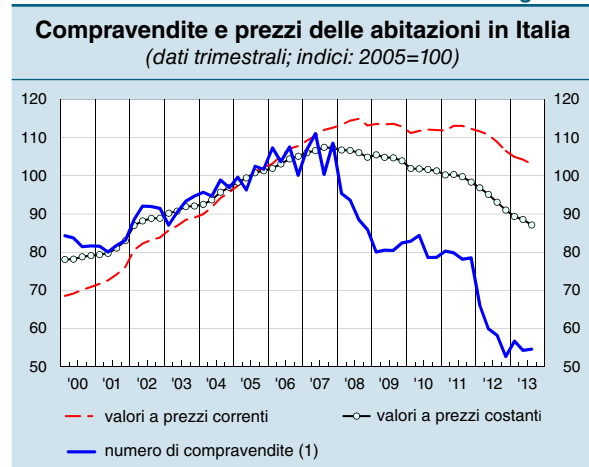
**La competitività risente dell'apprezzamento dell'euro**

In ottobre la competitività delle imprese italiane, misurata sulla base dei prezzi alla produzione dei beni manifatturati, è lievemente peggiorata (fig. 17); secondo le nostre valutazioni, nella media del bimestre novembre-dicembre essa avrebbe continuato a risentire dell'apprezzamento dell'euro in termini effettivi nominali. Le condizioni di competitività restano comunque più favorevoli di quelle prevalenti nel 2009.

**La redditività delle imprese è rimasta contenuta**

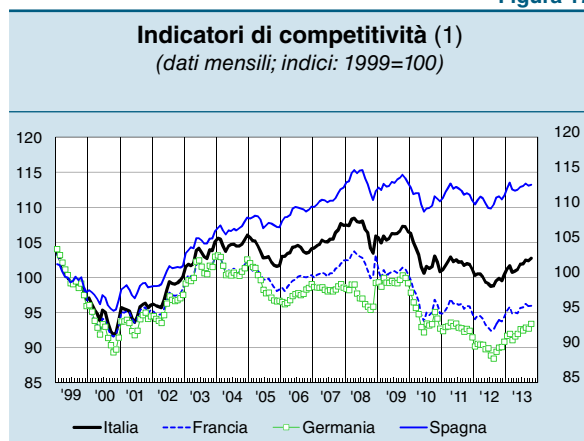
Secondo stime basate sui conti nazionali, nel terzo trimestre la redditività operativa delle imprese – calcolata come rapporto tra margine operativo lordo e valore aggiunto nei dodici mesi terminanti a settembre del 2013 – è lievemente aumentata, pur rimanendo su livelli assai contenuti. L'ulteriore contrazione degli investimenti fissi e l'aumento dell'autofinanziamento hanno determinato un calo del fabbisogno finanziario in rapporto al valore aggiunto. Il peso degli oneri finanziari è rimasto pressoché invariato.

Figura 16



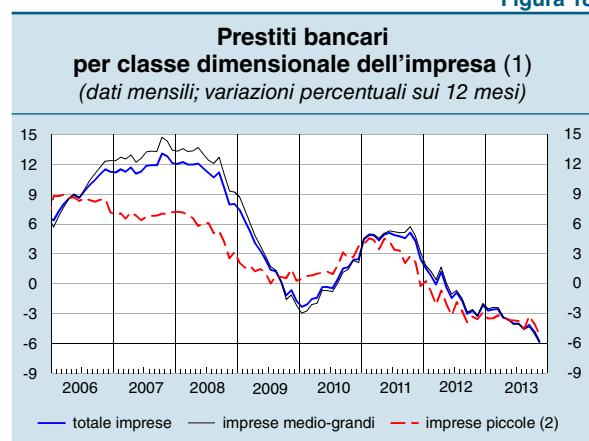
Fonte: elaborazioni su dati OMI, Banca d'Italia, Istat e *Consulente immobiliare*. (1) Valori corretti per la stagionalità e per gli effetti di calendario.

Figura 17



Fonte: elaborazioni su dati FMI, OCSE ed Eurostat. (1) Nei confronti di 61 paesi concorrenti; calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti. Un aumento dell'indice segnala una perdita di competitività; l'ultimo dato disponibile si riferisce al mese di ottobre 2013.

Figura 18



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

**I prestiti bancari sono diminuiti ulteriormente...**

Si è accentuato il ritmo di contrazione dei prestiti bancari alle imprese (-5,8 per cento nei dodici mesi terminanti in novembre; fig. 18), il cui debito complessivo è sceso al di sotto dell'80 per cento del PIL (fig. 19).

**...ma la raccolta obbligazionaria netta è positiva**

Nel terzo trimestre la raccolta obbligazionaria netta delle imprese italiane è salita a 9,0 miliardi di euro (3,5 nel trimestre precedente; cfr. tav. 7). Secondo dati di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, i collocamenti effettuati da società facenti capo a gruppi italiani sono stati pari a 6 miliardi di euro nell'ultimo trimestre del 2013. I collocamenti sono stati effettuati da aziende di grandi dimensioni.

## 2.3 LE FAMIGLIE

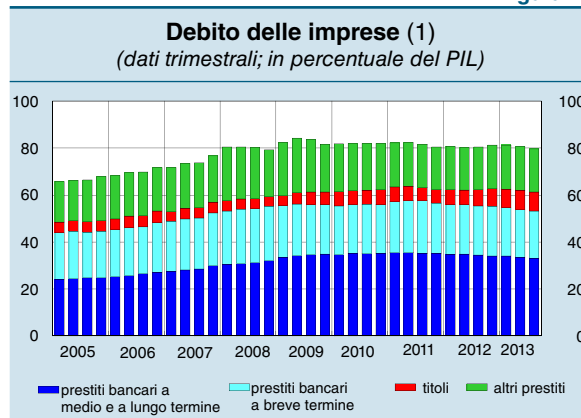
Nel terzo trimestre del 2013 si è attenuata la flessione dei consumi delle famiglie; essi restano però frenati dalla debolezza del reddito disponibile e dalle difficili condizioni del mercato del lavoro. Si è interrotto nel quarto trimestre il recupero della fiducia in atto dall'inizio del 2013.

**La spesa delle famiglie si è ridotta in misura contenuta...**

Nei mesi estivi i consumi sono diminuiti dello 0,2 per cento; la flessione è stata la più contenuta dall'avvio della recessione. All'aumento della spesa in beni semidurevoli (1,4 per cento) si è contrapposto il calo di quella in beni non durevoli e in servizi (-0,3 per cento per entrambe le componenti) e, in misura più marcata, in beni durevoli (-1,0 per cento). Alla diminuzione dei consumi si è affiancato un lieve aumento del reddito disponibile delle famiglie consumatrici.

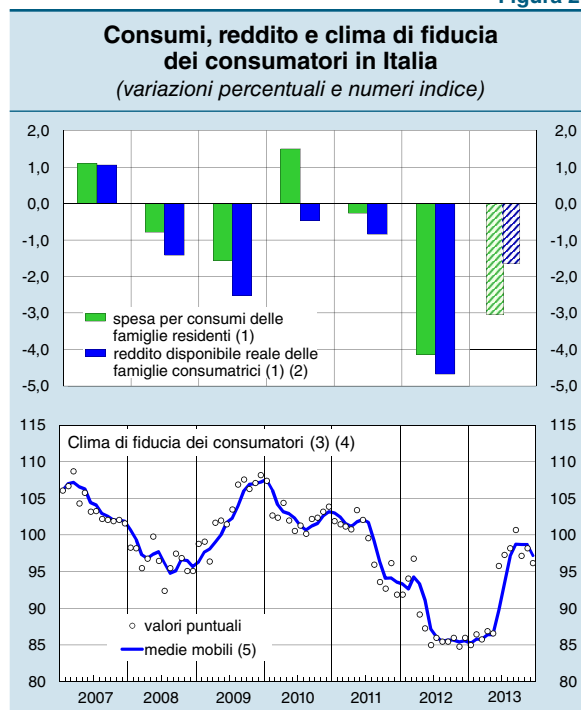
Nell'ultima parte dell'anno sono emersi segnali di stabilizzazione della spesa delle famiglie. In ottobre il volume delle vendite al dettaglio, valutato nelle medie mobili di tre termini, ha ristagnato; in dicembre le immatricolazioni di autoveicoli sono rimaste in prossimità dei livelli, assai bassi, prevalenti dall'inizio del 2013.

Figura 19



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.  
(1) I dati si riferiscono ai 12 mesi terminanti nel trimestre di riferimento. Il debito, al netto delle esposizioni intra settore, include i prestiti cartolarizzati.

Figura 20



Fonte: elaborazioni su dati Istat.  
(1) Quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sull'anno precedente. Fino al 2012 dati annuali; per il 2013 variazioni percentuali dei primi 9 mesi sullo stesso periodo del 2012. – (2) Deflazionato con il deflatore della spesa per consumi delle famiglie residenti. – (3) Dati mensili destagionalizzati. Indici: 2005=100. – (4) Nel mese di giugno 2013 sono state introdotte innovazioni metodologiche riguardanti il campione e le tecniche di rilevazione che rendono i dati diffusi a partire da quella data non direttamente confrontabili con quelli dei mesi precedenti. – (5) Dati mensili; medie mobili nei 3 mesi terminanti in quello di riferimento.



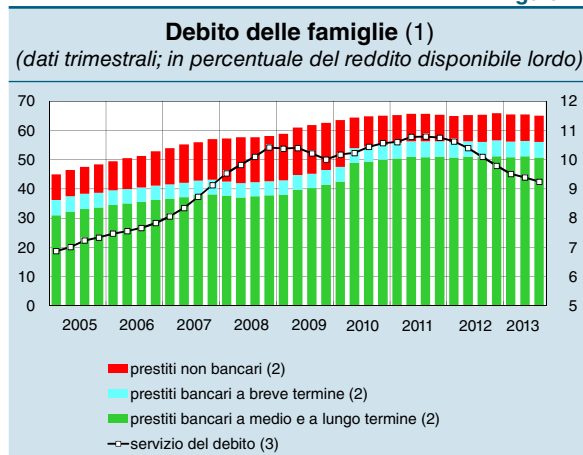
**...ma il recupero della fiducia si è interrotto**

La fiducia dei consumatori è in forte recupero dall'inizio dello scorso anno; l'aumento si è interrotto nel quarto trimestre (fig. 20), con un lieve peggioramento che ha riguardato sia la componente relativa alle attese sull'evoluzione futura dell'economia sia, in misura minore, quella connessa con la situazione corrente. Permane il pessimismo circa l'andamento futuro del mercato del lavoro.

**Sono diminuiti gli oneri per il servizio del debito**

Nel terzo trimestre il debito delle famiglie in rapporto al loro reddito disponibile è rimasto pressoché invariato (al 65 per cento; fig. 21), sensibilmente al di sotto di quello medio dell'area dell'euro (pari a circa il 100 per cento). Gli oneri sostenuti dalle famiglie italiane per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale) sono scesi al 9,2 per cento del reddito disponibile, dal 9,4.

**Figura 21**



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

(1) Consistenze di fine trimestre e flussi nei 12 mesi terminanti a fine trimestre. I dati dell'ultimo periodo sono provvisori. I debiti includono i prestiti cartolarizzati. – (2) La ripartizione tra prestiti bancari e prestiti non bancari presenta una discontinuità statistica nel 2° trimestre del 2010. Per i riferimenti metodologici, cfr. l'avviso in *Indicatori monetari e finanziari. Conti finanziari*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 58, 2010. – (3) Scala di destra. Stima degli oneri per il servizio del debito (pagamento di interessi più rimborso delle quote di capitale) imputabili alle sole famiglie consumatrici.

## 2.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Le esportazioni di beni e servizi hanno continuato a crescere nel terzo trimestre del 2013, beneficiando dell'accelerazione del commercio internazionale. Le importazioni sono tornate ad aumentare, in parte per via di fattori temporanei, dopo una flessione durata dieci trimestri consecutivi. È proseguita la tendenza al miglioramento del saldo di conto corrente, positivo dalla fine del 2012. Nei mesi autunnali sono continuati gli afflussi di capitali esteri.

**Nel terzo trimestre sono cresciute le esportazioni...**

Nel terzo trimestre del 2013 le esportazioni di beni e servizi italiani in volume sono aumentate dello 0,7 per cento rispetto al periodo precedente. La componente dei beni è stata sostenuta dalle vendite verso i paesi della UE, in particolare Francia e Germania, a cui si è contrapposta la diminuzione di quelle nei mercati extra UE, che avevano ristagnato anche nel secondo trimestre. Il calo delle esportazioni è stato particolarmente intenso verso i paesi OPEC e verso la Svizzera, solo in parte compensato dall'aumento delle vendite nelle aree economiche più dinamiche (Asia orientale e Stati Uniti). A livello settoriale, alla crescita delle esportazioni hanno contribuito soprattutto la meccanica e, in misura minore, la chimica e gli altri prodotti manifatturieri; si sono invece ridotte le vendite di alcuni beni che avevano registrato un buon andamento nel 2012 (prodotti petroliferi raffinati, farmaceutici e metalli) e della maggior parte di quelli del "made in Italy".

**...e le importazioni**

Dopo una flessione durata dieci trimestri consecutivi, le importazioni di beni e servizi sono aumentate del 2,0 per cento in volume nel terzo trimestre. La crescita degli acquisti di beni è stata dell'1,8 per cento e ha riguardato sia la componente di prodotti intermedi, in relazione alla ricostituzione delle scorte, sia quella di beni strumentali, in parte per via di fattori temporanei.

**In prospettiva i segnali sono favorevoli**

Nel bimestre ottobre-novembre le esportazioni in valore sono lievemente diminuite rispetto al terzo trimestre. I risultati delle più recenti inchieste congiunturali sono comunque coerenti con un andamento favorevole delle esportazioni. L'indice PMI relativo agli ordini esteri delle imprese manifatturiere ha continuato ad aumentare, mantenendosi ben al di sopra della soglia compatibile con un'espansione delle vendite; indicazioni favorevoli provengono anche dalle attese delle imprese sui volumi esportati e dalle valutazioni sugli ordini esteri, che si sono attestate entrambe su livelli elevati rispetto a quelli dell'ultimo biennio (fig. 22).

**Il surplus di conto corrente continua a migliorare**

È proseguito il miglioramento del saldo del conto corrente (cfr. il riquadro: *Il saldo di parte corrente e le esportazioni di beni dell'Italia*), che nei primi tre trimestri del 2013 è stato pari allo 0,7 per cento del PIL (dati destagionalizzati). Tra gennaio e ottobre il saldo ha registrato un attivo di 7,5 miliardi (tav. 3); vi ha contribuito in larga parte l'avanzo mercantile (29,5 miliardi), il cui aumento ha beneficiato sia del crescente surplus nella componente dei prodotti non energetici sia del minor deficit energetico. È migliorato anche il saldo dei servizi, grazie all'aumento delle entrate, in particolare di quelle legate ai viaggi.

Figura 22

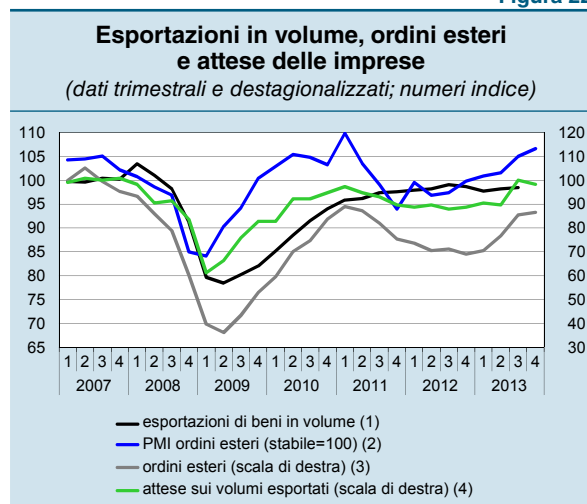


Tavola 3

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

VOCI	2011	2012	gen.-ott. 2012	gen.-ott. 2013
<b>Conto corrente</b>	<b>-48,3</b>	<b>-6,0</b>	<b>-10,0</b>	<b>7,5</b>
Merci	-17,4	17,8	12,4	29,5
prodotti non energetici (2)	42,4	79,3	64,6	74,4
prodotti energetici (2)	-59,7	-61,4	-52,2	-44,9
Servizi	-5,7	-0,7	0,1	2,6
Redditi	-9,4	-7,6	-7,4	-9,8
Trasferimenti unilaterali	-15,8	-15,5	-15,1	-14,8
<b>Conto capitale</b>	<b>0,6</b>	<b>3,8</b>	<b>2,2</b>	<b>-1,9</b>
<b>Conto finanziario</b>	<b>72,8</b>	<b>11,0</b>	<b>20,2</b>	<b>-11,8</b>
Investimenti diretti	-13,9	-6,1	-11,6	-8,4
Investimenti di portafoglio	-34,4	29,2	18,5	31,5
Derivati	7,5	-5,7	-7,0	-2,3
Altri investimenti	114,5	-4,9	22,1	-31,4
Variazione riserve ufficiali	-0,9	-1,5	-1,7	-1,3
<b>Errori e omissioni</b>	<b>-25,2</b>	<b>-8,8</b>	<b>-12,4</b>	<b>6,2</b>

(1) Per ottobre 2013 dati provvisori. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat.

**IL SALDO DI PARTE CORRENTE E LE ESPORTAZIONI DI BENI DELL'ITALIA**

Il saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti dell'Italia è in progressivo miglioramento dalla fine del 2010. Dopo aver registrato un persistente disavanzo nel corso degli anni duemila, che ha toccato il 3,5 per cento del PIL nel 2010, il saldo è passato in avanzo alla fine del 2012 e ha raggiunto, secondo le nostre valutazioni, lo 0,7 per cento del PIL nel 2013.

Il miglioramento del saldo corrente tra la fine del 2010 e il terzo trimestre del 2013 non risente solo della flessione delle importazioni indotta dalla recessione, ma è ascrivibile anche all'incremento

delle esportazioni, in particolare nella componente delle merci. L'avanzo del conto corrente dovrebbe crescere ulteriormente nei prossimi anni, nonostante l'avvio della ripresa (cfr. il par. 2.10).

La figura A mostra che nel complesso degli ultimi tre anni il volume delle vendite estere di beni dell'Italia è cresciuto in linea con l'evoluzione della domanda sui mercati di sbocco (domanda potenziale), calcolata come somma delle importazioni in volume dei nostri partner commerciali, ponderata per la composizione geografica delle nostre esportazioni. Ciò indica che le imprese italiane hanno complessivamente mantenuto le proprie quote in tali mercati, ridottesì invece nel decennio precedente.

Anche la quota delle esportazioni dell'Italia sul complesso degli scambi mondiali è rimasta stabile dal 2010, al 3,1 per cento (nella valutazione a cambi e prezzi costanti), dopo una fase di prolungata erosione (figura A). Particolarmente favorevole è stato l'andamento delle quote di mercato nell'industria farmaceutica, elettronica e chimica.

Tali andamenti si sono associati a un moderato recupero di competitività di prezzo. Secondo l'indicatore basato sui prezzi alla produzione dei manufatti, tra la fine del 2009 e il terzo trimestre del 2013 il guadagno è stato pari a circa il 5 per cento (1).

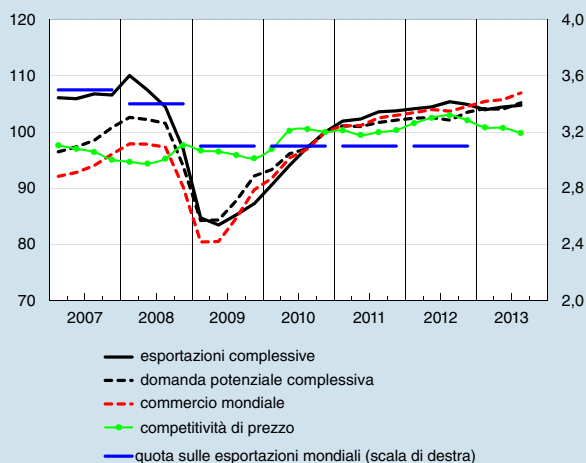
La domanda potenziale per le esportazioni italiane è cresciuta a un ritmo lievemente inferiore a quello del commercio mondiale; vi ha contribuito il ristagno delle importazioni nei paesi dell'area dell'euro, che sono molto più rilevanti per le vendite dell'Italia di quanto non lo siano per gli scambi globali (nel 2010 pesavano circa il 44 e il 25 per cento, rispettivamente, se calcolate a prezzi e cambi correnti).

L'andamento delle esportazioni dell'Italia nell'ultimo triennio ha tuttavia tratto vantaggio anche da un graduale riposizionamento verso le più dinamiche economie esterne all'area dell'eu-

(1) Sulla scelta dei diversi indicatori di competitività di prezzo, cfr. C. Giordano e F. Zollino, "Going beyond the mystery of Italy's price-competitiveness indicators", *Vox*, 18 luglio 2013 (<http://www.voxeu.org/article/going-beyond-mystery-italy-s-price-competitiveness-indicators>).

Figura A

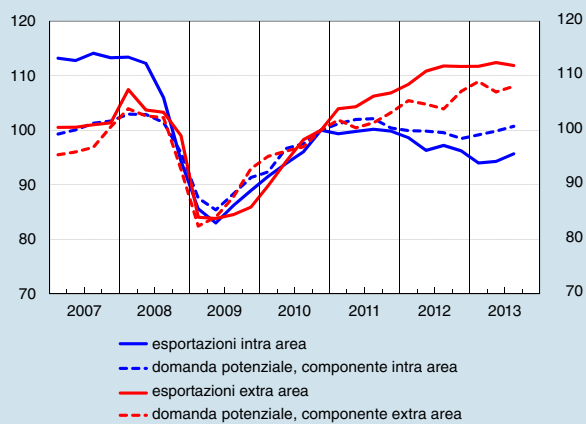
**Esportazioni di beni dell'Italia e loro determinanti (1)**  
(indici 4° trim. 2010=100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat, FMI, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.  
(1) L'indicatore di competitività di prezzo è il tasso di cambio effettivo reale, calcolato sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti. Un aumento indica un guadagno di competitività. La quota annuale delle esportazioni dell'Italia sulle esportazioni mondiali è calcolata a prezzi e cambi costanti; i dati per il 2013 non sono ancora disponibili. Per gli altri indicatori, dati a prezzi concatenati o costanti, corretti per gli effetti della stagionalità.

Figura B

**Esportazioni di beni dell'Italia e domanda potenziale: disaggregazione geografica (1)**  
(indici 4° trim. 2010=100)



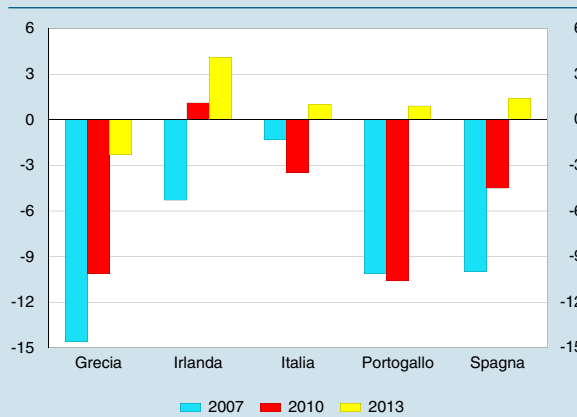
Fonte: elaborazioni su dati Istat, FMI, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.  
(1) Dati a prezzi concatenati, corretti per gli effetti della stagionalità.

ro: rispetto alla fine del 2010, a fronte di un calo delle vendite nei paesi dell'area, l'aumento delle esportazioni sugli altri mercati è stato nettamente superiore a quello della corrispondente domanda potenziale (figura B). È stata particolarmente significativa la crescita delle nostre esportazioni verso gli Stati Uniti, i paesi emergenti dell'Asia, la Turchia e la Svizzera.

Nell'ultimo triennio il miglioramento nei saldi di conto corrente ha interessato anche altri paesi dell'area dell'euro che avevano accumulato, nel corso degli anni duemila, squilibri esterni ben più marcati rispetto a quelli osservati in Italia. L'entità degli aggiustamenti è stata proporzionale alla gravità dei disavanzi iniziali (figura C). Tra le economie di dimensioni comparabili alla nostra, la correzione è stata significativa in Spagna, dove la crescita delle esportazioni si è fatta particolarmente sostenuta a partire dalla metà del 2012.

Figura C

**Aggiustamento del saldo di parte corrente: un confronto internazionale (1)**  
(punti percentuali)



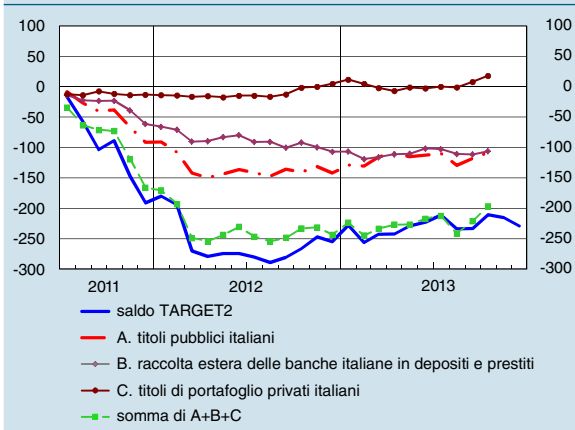
Fonte: Eurostat.  
(1) Saldo del conto corrente in percentuale del PIL, per ciascun paese. Per il 2013, previsioni della Commissione europea (*European Economic Forecast Autumn 2013*, novembre 2013).

**Sono proseguiti gli acquisti netti di titoli italiani da parte dell'estero**

Gli investimenti esteri in titoli pubblici italiani sono tornati positivi in settembre e nel mese successivo; tra agosto e ottobre gli acquisti netti sono stati pari nel complesso a 1,5 miliardi (33,4 dall'inizio dell'anno). Gli investitori non residenti hanno mostrato interesse anche per i titoli azionari e per le obbligazioni emesse da banche e da società private (rispettivamente acquisti netti per 8,4 e 9,7 miliardi nei tre mesi terminanti in ottobre). La raccolta delle banche residenti da intermediari esteri, dopo il calo in agosto, è tornata ad aumentare nel bimestre successivo. La posizione debitoria della Banca d'Italia su TARGET2 è scesa alla fine del 2013 a circa 230 miliardi (in diminuzione di 26 miliardi rispetto a dicembre del 2012; fig. 23).

Figura 23

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



(1) Dati mensili. Saldo della Banca d'Italia nei confronti della BCE sul sistema di pagamenti TARGET2, rilevato a fine mese; per le altre variabili, flussi di capitali dei non residenti, cumulati a partire da luglio 2011.

Dal lato delle attività, tra agosto e ottobre i residenti hanno aumentato gli investimenti diretti e quelli in azioni e in quote di fondi comuni esteri, mentre hanno effettuato vendite nette di titoli di debito.

La posizione patrimoniale netta sull'estero dell'Italia resta caratterizzata da un passivo contenuto, pari alla fine di settembre a 450 miliardi (28,9 per cento del PIL). La serie storica della posizione patrimoniale sull'estero è stata rivista per incorporare le nuove informazioni fornite dal Ministero dell'Economia e delle finanze sulle passività in derivati delle Amministrazioni centrali nei confronti di banche estere; ciò ha comportato un maggior saldo passivo alla fine del terzo trimestre del 2013 di circa 27 miliardi.

## 2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Nel terzo trimestre del 2013 il numero di occupati è ancora diminuito, ma meno che nei periodi precedenti. Nel complesso dell'economia è proseguito l'aumento delle ore lavorate per addetto, più intensamente nell'industria in senso stretto, con una sostanziale stabilizzazione delle ore autorizzate di Cassa integrazione guadagni (CIG). Il tasso di disoccupazione è però nuovamente cresciuto. Secondo le più recenti indicazioni, l'occupazione si sarebbe stabilizzata nell'ultimo trimestre. È proseguita la fase di moderazione del costo unitario del lavoro, anche per effetto della debolezza ciclica.

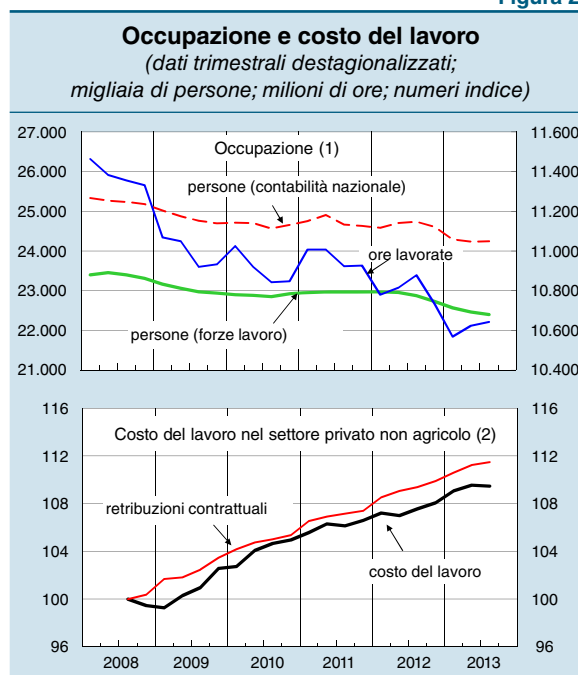
### Si attenua la caduta dell'occupazione

Nei mesi estivi dello scorso anno la flessione dell'occupazione, in atto dalla primavera del 2012, ha continuato ad attenuarsi. Secondo la *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat, la caduta dell'occupazione nel terzo trimestre, al netto dei fattori stagionali, è stata meno intensa che nei quattro trimestri precedenti (-0,3 per cento rispetto al secondo trimestre; fig. 24). La stessa rilevazione mostra che nel terzo trimestre del 2013 l'occupazione è scesa del 2,3 per cento rispetto a un anno prima (circa 520.000 persone in meno; -2,5 per cento nel trimestre precedente; tav. 4). La flessione ha continuato a interessare maggiormente la componente alle dipendenze a tempo determinato (-7,4 per cento) rispetto a quella a tempo indeterminato (-1,3 per cento). La caduta meno intensa rispetto agli ultimi trimestri del numero di occupati con posizioni a tempo pieno si è accompagnata a un deciso rallentamento delle posizioni a orario ridotto, attenuando la ricomposizione verso queste ultime. Le indicazioni preliminari relative al bimestre ottobre-novembre segnalano un'ulteriore lieve attenuazione della flessione del numero di occupati (-2,2 per cento rispetto allo stesso bimestre del 2012). Anche i giudizi prospettici delle imprese industriali e dei servizi privati, rilevati dall'Istat, non prefigurano un peggioramento sostanziale della domanda di lavoro nei primi mesi del 2014.

### Le ore lavorate per addetto crescono, soprattutto nell'industria

Nel terzo trimestre del 2013 sono emersi primi segnali di ripresa dell'intensità d'uso del fattore lavoro: nel complesso dell'economia il totale delle ore lavorate è aumentato dello 0,2 per cento rispetto al periodo precedente (fig. 24), riflettendo esclusivamente l'incremento delle ore per addetto. Al contempo le richieste di CIG, al netto dei fattori stagionali, si sono stabilizzate sui livelli del trimestre precedente; il lieve aumento degli ultimi mesi del 2013 segnalerebbe il permanere di margini di incertezza. Anche nel settore privato non agricolo (con l'esclusione del comparto dei servizi agli individui e alle famiglie) le ore lavorate pro capite sono cresciute dello 0,3 per cento, sospinte dall'industria in senso stretto (0,8 per cento). Secondo l'indagine trimestrale dell'Istat

Figura 24



Fonte: Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*, *Conti economici trimestrali* ed elaborazioni su dati Istat, *Indagine sulle retribuzioni contrattuali*. (1) Persone occupate secondo le definizioni dei *Conti economici trimestrali* e della *Rilevazione sulle forze di lavoro* (scala di sinistra); ore lavorate secondo le definizioni dei *Conti economici trimestrali* (scala di destra), corrette per i giorni lavorativi. - (2) Retribuzioni contrattuali per dipendente a tempo pieno e costo del lavoro per unità standard di lavoro secondo la definizione dei *Conti economici trimestrali* (numeri indice 3° trimestre 2008=100).

**Struttura della popolazione per condizione professionale (1)**  
(migliaia di persone)

VOCI	Media gen.- set. 2012	Media gen.- set. 2013	Variazione (2)	3° trim. 2012	3° trim. 2013	Variazione (3)
<b>Totale occupati</b>	<b>22.930</b>	<b>22.424</b>	<b>-2,2</b>	<b>22.951</b>	<b>22.430</b>	<b>-2,3</b>
di cui:						
settore privato non agricolo (4)	17.447	17.072	-2,1	17.602	17.153	-2,6
<b>Occupati dipendenti</b>	<b>17.209</b>	<b>16.881</b>	<b>-1,9</b>	<b>17.286</b>	<b>16.915</b>	<b>-2,1</b>
di cui:						
settore privato non agricolo (4)	12.528	12.314	-1,7	12.690	12.382	-2,4
a tempo determinato	2.378	2.236	-6,0	2.447	2.267	-7,4
a tempo parziale	3.080	3.177	3,2	3.081	3.111	1,0
<b>Occupati indipendenti</b>	<b>5.721</b>	<b>5.544</b>	<b>-3,1</b>	<b>5.666</b>	<b>5.514</b>	<b>-2,7</b>
di cui:						
settore privato non agricolo (4)	4.919	4.759	-3,3	4.912	4.772	-2,9
<b>Forze di lavoro</b>	<b>25.592</b>	<b>25.489</b>	<b>-0,4</b>	<b>25.432</b>	<b>25.273</b>	<b>-0,6</b>
maschi	14.898	14.784	-0,8	14.847	14.731	-0,8
femmine	10.694	10.705	0,1	10.585	10.542	-0,4
<b>Popolazione</b>	<b>60.500</b>	<b>60.657</b>	<b>0,3</b>	<b>60.531</b>	<b>60.686</b>	<b>0,3</b>

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

(1) Dati non destagionalizzati. – (2) Variazioni media gen.- set. 2013-media gen.- set. 2012. – (3) Variazioni 3° trim. 2013-3° trim. 2012. – (4) Non comprende il comparto dei servizi agli individui e alle famiglie.

sulle imprese con almeno dieci addetti dell'industria e dei servizi privati, la maggiore intensità di utilizzo del fattore lavoro discenderebbe sia da un ulteriore calo dell'incidenza delle ore di CIG su quelle effettivamente lavorate, più marcata nell'industria in senso stretto, sia da una lieve ripresa del ricorso allo straordinario.

**Si stabilizza  
l'offerta di lavoro**

Nei mesi estivi l'offerta di lavoro, scesa dello 0,6 per cento rispetto a un anno prima (tav. 4), è rimasta sui livelli del trimestre precedente. Secondo le indicazioni preliminari desumibili dalla *Rilevazione sulle forze di lavoro* relative al bimestre ottobre-novembre l'offerta si è mantenuta stabile anche nell'ultima parte del 2013. Rispetto a un anno prima il tasso di attività complessivo è diminuito di 0,3 punti (al 62,8 per cento) e di 1,4 punti per i giovani fra i 15 e i 24 anni (al 27 per cento).

**La disoccupazione  
resta elevata,  
soprattutto tra i giovani**

La stazionarietà dell'offerta e la lieve caduta della domanda di lavoro si sono riflesse in un ulteriore aumento del tasso di disoccupazione nella media del terzo trimestre, al 12,3 dal 12,1 per cento nel secondo (10,8 nel corrispondente periodo del 2012; fig. 25). Il tasso di disoccupazione

Nei mesi estivi l'offerta di lavoro, scesa dello 0,6 per cento rispetto a un anno prima (tav. 4), è rimasta sui livelli del trimestre precedente. Secondo le indicazioni preliminari desumibili dalla *Rilevazione sulle forze di lavoro* relative al bimestre ottobre-novembre l'offerta si è mantenuta stabile anche nell'ultima parte del 2013. Rispetto a un anno prima il tasso di attività complessivo è diminuito di 0,3 punti (al 62,8 per cento) e di 1,4 punti per i giovani fra i 15 e i 24 anni (al 27 per cento).

Figura 25



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

giovanile (relativo alla classe di età tra i 15 e i 24 anni) è salito ancora, raggiungendo il 40,1 per cento nel terzo trimestre, dal 38,9 nel secondo. Tenendo conto del basso tasso di partecipazione in questa classe di età, nel terzo trimestre i disoccupati hanno rappresentato il 10,1 per cento della popolazione di riferimento (9,1 per cento un anno prima). Secondo le indicazioni preliminari fornite dalla *Rilevazione sulle forze di lavoro*, nella media del bimestre ottobre-novembre il tasso di disoccupazione sarebbe rimasto sui livelli raggiunti in settembre, al 12,6 per cento; quello giovanile sarebbe salito al 41,5 per cento.

**Il costo unitario del lavoro continua a rallentare**

Nel terzo trimestre del 2013 il costo unitario del lavoro nel settore privato non agricolo (con l'esclusione del comparto dei servizi agli individui e alle famiglie) ha sostanzialmente ristagnato sui livelli del trimestre precedente (-0,1 per cento; fig. 24), flettendo nell'industria in senso stretto (-0,6 per cento, dopo i modesti aumenti osservati nel corso dell'anno precedente) e continuando a crescere moderatamente nei servizi privati (0,2 per cento). Nel comparto a prevalenza pubblica il costo unitario del lavoro si è ridotto (-1,3 per cento), anche per effetto del blocco delle procedure contrattuali e del mancato incremento dei compensi legati all'anzianità di servizio nelle Amministrazioni pubbliche. Rispetto a un anno prima l'aumento del costo unitario del lavoro è stato modesto, sia nel complesso dell'economia sia nell'industria in senso stretto (rispettivamente 0,6 e 1,6 per cento); in entrambi i casi l'incremento è stato inferiore a quello delle sottostanti retribuzioni contrattuali (rispettivamente 1,4 e 2,0 per cento). La moderata dinamica del costo unitario del lavoro si è riflessa nel calo del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nel complesso dell'economia (-0,3 per cento nel terzo trimestre rispetto al periodo corrispondente) e nel rallentamento nell'industria in senso stretto (all'1,6 per cento nel terzo trimestre, dal 4,4 nel secondo), il più forte degli ultimi tre anni.

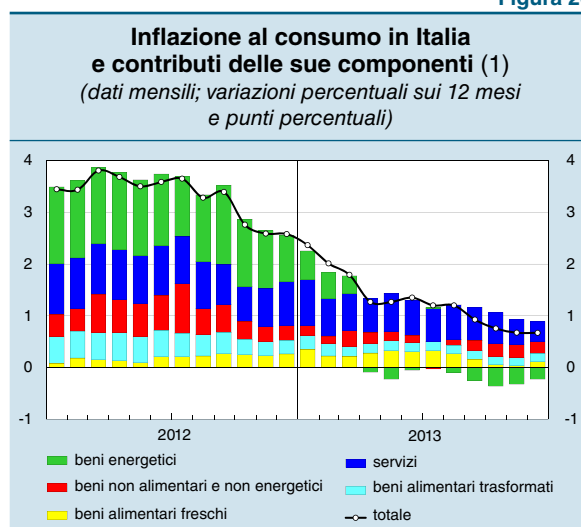
## 2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

L'inflazione al consumo è ulteriormente diminuita negli ultimi mesi del 2013, attestandosi allo 0,7 per cento sui dodici mesi in dicembre. L'impatto dell'aumento dell'aliquota ordinaria dell'IVA, introdotto lo scorso ottobre, è stato limitato. Nonostante la pronunciata debolezza del quadro inflazionistico, che si accompagna a quella della domanda interna, i rischi di una flessione generalizzata e protratta dei prezzi restano contenuti.

**L'inflazione rimane su livelli storicamente bassi...**

In dicembre il ritmo di crescita sui dodici mesi dei prezzi al consumo è stato pari allo 0,7 per cento, come in novembre (dallo 0,9 in settembre; fig. 26 e tav. 5). A mantenere la dinamica dei prezzi su livelli modesti continua a contribuire la flessione su base tendenziale di quelli energetici. Tuttavia anche l'inflazione di fondo (calcolata escludendo le componenti più volatili dell'indice) è scesa ai livelli minimi nel confronto storico (0,9 per cento), risentendo anche della debolezza della domanda interna (cfr. il riquadro: *Il recente andamento dell'inflazione*). Nella media del 2013 l'indice armonizzato dei prezzi al consumo è aumentato dell'1,3 per cento, contro il 3,3 del 2012.

Figura 26



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

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

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

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.

Secondo nostre valutazioni, l'impatto sulla dinamica dei prezzi al consumo dell'aumento dell'IVA entrato in vigore all'inizio di ottobre sarebbe stato di poco superiore al decimo di punto, contro un aumento di circa cinque decimi che si sarebbe verificato se l'incremento dell'aliquota ordinaria fosse stato traslato interamente a tutte le voci del paniere interessate (che pesano circa il 50 per cento).

**...e le pressioni all'origine restano deboli**

Le pressioni all'origine restano moderate, risentendo principalmente della flessione dei costi dei beni energetici e di quelli intermedi, in un contesto di debolezza della domanda interna. In novembre l'indice dei prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno è diminuito del 2,3 per cento sui dodici mesi; sul calo ha inciso in particolare la componente energetica. La debolezza dei prezzi all'origine ha riguardato anche il comparto dei beni destinati al consumo finale, i cui prezzi sono cresciuti dello 0,2 per cento (0,5 in ottobre).

**IL RECENTE ANDAMENTO DELL'INFLAZIONE**

Nel corso del 2013 il calo dell'inflazione al consumo, osservato in Italia dalla metà del 2012, è proseguito in misura più accentuata di quanto ipotizzato dagli operatori di mercato e dai previsori istituzionali. Il ribasso ha riguardato tutti i paesi dell'area e, in misura più accentuata, quelli più direttamente colpiti dalle tensioni sui mercati del debito sovrano: in dicembre i prezzi al consumo sono rimasti pressoché invariati sui dodici mesi in Irlanda, Portogallo e Spagna, mentre in Grecia il loro calo, iniziato lo scorso marzo, si è significativamente intensificato nell'ultimo trimestre del 2013.

Nel nostro paese la diminuzione dell'inflazione ha risentito sia della dinamica dei prezzi dei prodotti energetici – scesa dal 15 per cento nella media della prima metà del 2012 a -3,2 nello scorso dicembre, a seguito del



calo delle quotazioni del petrolio e dell'apprezzamento dell'euro – sia della moderazione delle componenti di fondo: al netto delle voci più volatili (beni energetici e alimentari) la variazione dell'indice dei prezzi al consumo si è ridotta da oltre il 2 per cento nella prima metà del 2012 allo 0,9 in dicembre, portandosi sui livelli minimi osservati dall'avvio della terza fase della UEM.

La debolezza dei prezzi è generalizzata, interessando un numero elevato di componenti individuali. L'incidenza delle voci elementari che registrano variazioni negative è salita alla fine del 2013 al 20 per cento (figura A), un valore non discosto dai massimi raggiunti alla fine del 2009, quando l'inflazione era diminuita per effetto principalmente del crollo del prezzo del petrolio seguito alla crisi finanziaria globale. È inoltre aumentata in misura consistente l'incidenza delle voci che crescono meno dell'1 per cento: in novembre, ultimo mese per cui sono disponibili i dati disaggregati, ha raggiunto il 46 per cento, livello massimo dal 2002 e ampiamente superiore alla media del periodo 2002-2013 (27 per cento).

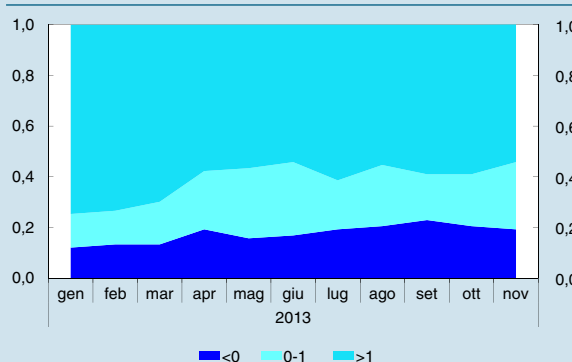
Per quanto riguarda le componenti di fondo, la debolezza dell'inflazione è più diffusa nel comparto dei beni industriali non energetici, dove l'incidenza delle variazioni inferiori all'1 per cento è stata del 57 per cento lo scorso novembre, contro il 29 nei servizi.

L'allentamento delle pressioni sui prezzi risente anche della debolezza congiunturale, che ha portato all'accumulo di un ampio divario negativo fra il prodotto effettivo e quello potenziale (*output gap*)(1). Ciò ha probabilmente contribuito anche a una traslazione molto limitata sui prezzi al consumo dell'aumento dell'IVA introdotto il 1° ottobre: secondo l'inchiesta condotta in dicembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con il *Sole 24 Ore*, il 61 per cento delle imprese ha dichiarato di non aver trasferito sui propri prezzi di vendita l'aumento dell'aliquota ordinaria. Tra i fattori che hanno influenzato tale scelta sono state segnalate le condizioni della domanda (per il 38 per cento degli intervistati), le politiche di prezzo dei concorrenti (20 per cento) e le difficoltà di aggiustamento dei listini nel breve periodo (16 per cento). Solo il 23 per cento delle imprese ha dichiarato di aver interamente traslato l'aumento dell'aliquota IVA. La debolezza congiunturale ha contribuito a una flessione delle attese di inflazione sugli orizzonti più brevi, mentre su quelli più lunghi le aspettative si collocano intorno al 2 per cento (figura B).

(1) Secondo le stime più recenti della Commissione europea e dell'OCSE, l'*output gap* per il 2013 sarebbe pari, rispettivamente, al 4 e al 6 per cento.

Figura A

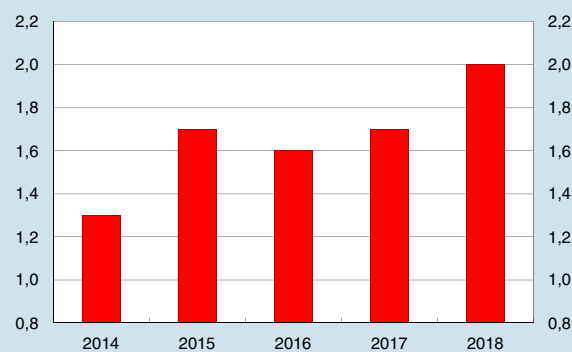
**Quota degli indici elementari con variazioni percentuali contenute o negative (1)**  
(quote percentuali)



(1) Quota degli indici elementari con variazioni percentuali sui 12 mesi all'interno di ciascuno degli intervalli riportati in legenda. Le quote sono calcolate con riferimento all'indice armonizzato dei prezzi al consumo.

Figura B

**Attese di inflazione degli operatori professionali (1)**  
(variazioni percentuali sul periodo precedente)



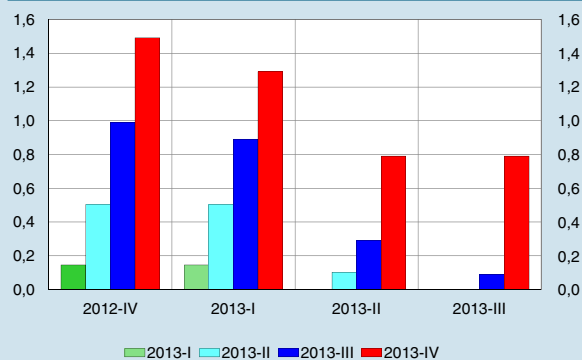
(1) Le attese per il 2014 si riferiscono alla rilevazione mensile dello scorso dicembre di Consensus Economics; quelle per gli anni successivi alla rilevazione semestrale dello scorso ottobre.

L'entità del ribasso dell'inflazione dei mesi recenti ha sorpreso i previsori e gli operatori professionali. Nel corso del 2013 la dinamica dei prezzi è stata sistematicamente inferiore alle previsioni censite da Consensus Economics (figura C). È possibile che tale andamento rifletta una più elevata sensibilità dei prezzi al ciclo economico, verosimilmente non incorporata nei modelli di previsione. Tale sensibilità può essere attribuibile all'entità del calo della domanda interna, senza precedenti dal dopoguerra, e alla durata della recessione interrottasi solo alla fine del 2013. Questa ipotesi sarebbe coerente con l'evidenza finora disponibile sulla correlazione fra l'inflazione di fondo e la componente ciclica del PIL (2). Tale correlazione, piuttosto tenue nel periodo precedente la crisi del debito sovrano (0,19 fra il 2002 e il 2009), è aumentata significativamente nell'ultimo triennio (0,60 fra il 2010 e il 2013).

Figura C

**Errori di previsione degli operatori professionali sull'inflazione nel 2013 (1)**

(variazioni percentuali sul trimestre corrispondente)



(1) Sull'asse orizzontale è riportato il trimestre nel quale sono state formulate le previsioni.

(2) La componente ciclica del PIL è ottenuta come deviazione percentuale del PIL da un trend stimato con il metodo proposto da Hodrick e Prescott (cfr. R. J. Hodrick e E. C. Prescott, "Postwar U.S. business cycles: An empirical investigation", *Journal of Money, Credit and Banking*, 29, 1, 1997, pp. 1-16).

Il sondaggio presso le aziende dell'industria e dei servizi condotto in dicembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* evidenzia che le imprese si attendono per l'anno prossimo adeguamenti dei listini di entità molto limitata. Segnali analoghi provengono dall'indicatore PMI di dicembre relativo ai giudizi delle imprese sugli andamenti dei propri prezzi di vendita. Nello stesso mese le aspettative di inflazione degli operatori professionali censite da Consensus Economics per la media del 2014 si sono collocate all'1,3 per cento, dall'1,6 nella rilevazione di ottobre.

## 2.7 LE BANCHE

La raccolta al dettaglio del sistema bancario si conferma solida; si registra qualche segnale di ritorno della fiducia degli investitori internazionali verso gli intermediari italiani. Prosegue tuttavia la flessione dei prestiti, che riflette la debolezza della domanda e le politiche di offerta. Le banche italiane hanno migliorato ulteriormente la propria posizione patrimoniale, nonostante la redditività resti contenuta.

### La raccolta rimane solida

Tra la fine di agosto e quella di novembre, i depositi di residenti presso le banche italiane sono aumentati di circa 7 miliardi (tav. 6); il tasso di crescita sui dodici mesi si è attestato al 5,0 per cento, sostanzialmente invariato rispetto ad agosto. Nello stesso periodo è diminuita l'intensità della contrazione dei depositi dei non residenti (-3,8 per cento, da -5,3 in agosto). Il saldo negativo tra emissioni lorde e rimborsi di obbligazioni detenute dalle famiglie, invariato rispetto ai tre mesi precedenti, è stato compensato dal ritorno su valori positivi del saldo di quelle collocate sui mercati all'ingrosso, al netto della componente interbancaria (5 miliardi, da -4 nei tre mesi terminanti in agosto). Le passività nette in pronti contro termine nei confronti di controparti centrali, che

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

VOCI	Consistenze di fine mese (2)		Variazioni percentuali sui 12 mesi (3)	
	Agosto 2013	Novembre 2013	Agosto 2013	Novembre 2013
<b>Attività</b>				
Prestiti a residenti in Italia (4)	1.860.407	1.843.001	-3,6	-4,2
a imprese (5)	830.075	816.998	-4,6	-6,0
a famiglie (6)	603.655	602.044	-1,2	-1,5
Attività verso controparti centrali (7)	76.137	84.076	66,6	51,2
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (8)	558.537	558.939	14,8	10,2
titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	410.137	413.966	19,4	13,3
Attività verso l'Eurosistema (9)	20.757	16.616	-31,2	-53,1
Attività sull'estero (10)	312.802	319.277	-12,2	-8,5
Altre attività (11)	1.277.692	1.276.354	-4,1	-3,8
<b>Totale attivo</b>	<b>4.106.332</b>	<b>4.098.263</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,4</b>
<b>Passività</b>				
Depositi di residenti in Italia (4) (12) (13)	1.245.740	1.252.601	5,4	5,0
Depositi di non residenti (10)	345.864	342.277	-5,3	-3,8
Passività verso controparti centrali (7)	138.016	128.891	17,7	15,2
Obbligazioni (13)	530.829	530.035	-9,1	-8,5
Passività verso l'Eurosistema (14)	243.941	235.989	-14,0	-14,5
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	154.275	148.150	4,7	1,4
Capitale e riserve	383.436	387.573	3,8	5,0
Altre passività (15)	1.064.231	1.072.747	-6,0	-8,1
<b>Totale passivo</b>	<b>4.106.332</b>	<b>4.098.263</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,4</b>

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

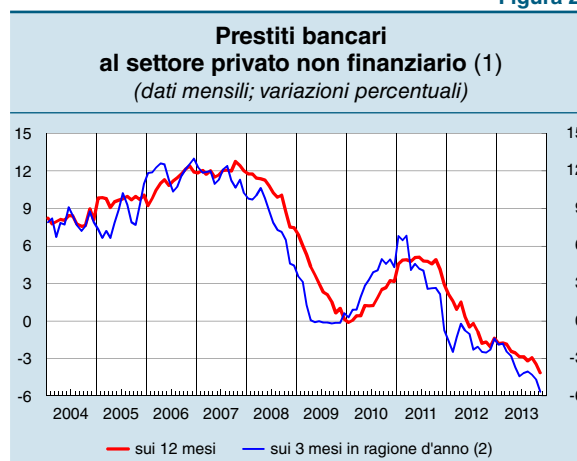
(1) I dati di novembre 2013 sono provvisori. – (2) Milioni di euro. – (3) Corrette per riclassificazioni, variazioni dovute ad aggiustamenti di valore e a fluttuazioni del cambio. Le variazioni dei prestiti alle imprese e alle famiglie sono corrette per le cartolarizzazioni. – (4) Esclude l'operatività 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 monetarie, ossia banche e fondi comuni monetari) residenti. – (9) Include: conto corrente presso la Banca d'Italia (compresa la riserva obbligatoria); depositi overnight e altri depositi di minore entità presso la Banca d'Italia. – (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: operazioni di rifinanziamento principali; operazioni di rifinanziamento a più lungo termine; operazioni di rifinanziamento marginale; operazioni temporanee di fine-tuning e altre voci di minore entità. – (15) Include: obbligazioni detenute da IFM residenti; depositi da IFM residenti; quote di fondi comuni monetari; derivati; altre voci di minore entità.

riflettono transazioni interbancarie con operatori esteri, si sono fortemente ridotte (-17 miliardi, da -6 in agosto), per effetto sia di un aumento delle attività sia di una riduzione delle passività.

### Si accentua la contrazione del credito...

I prestiti al settore privato non finanziario hanno continuato a contrarsi (-5,6 per cento in ragione d'anno nei tre mesi terminanti in novembre; fig. 27); i prestiti alle imprese e alle famiglie si sono ridotti rispettivamente dell'8,4 e del 2,1 per cento. La flessione sui dodici mesi dei finanziamenti alle imprese è stata più marcata per gli intermediari appartenenti ai primi cinque gruppi rispetto a quella del credito concesso dalle altre banche (rispettivamente -7,3 e -4,6 per cento). Il calo dei prestiti erogati è stato in generale più pronunciato nei confronti delle aziende che impiegano meno di 20 addetti.

Figura 27



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

**...che risente della debolezza del quadro congiunturale**

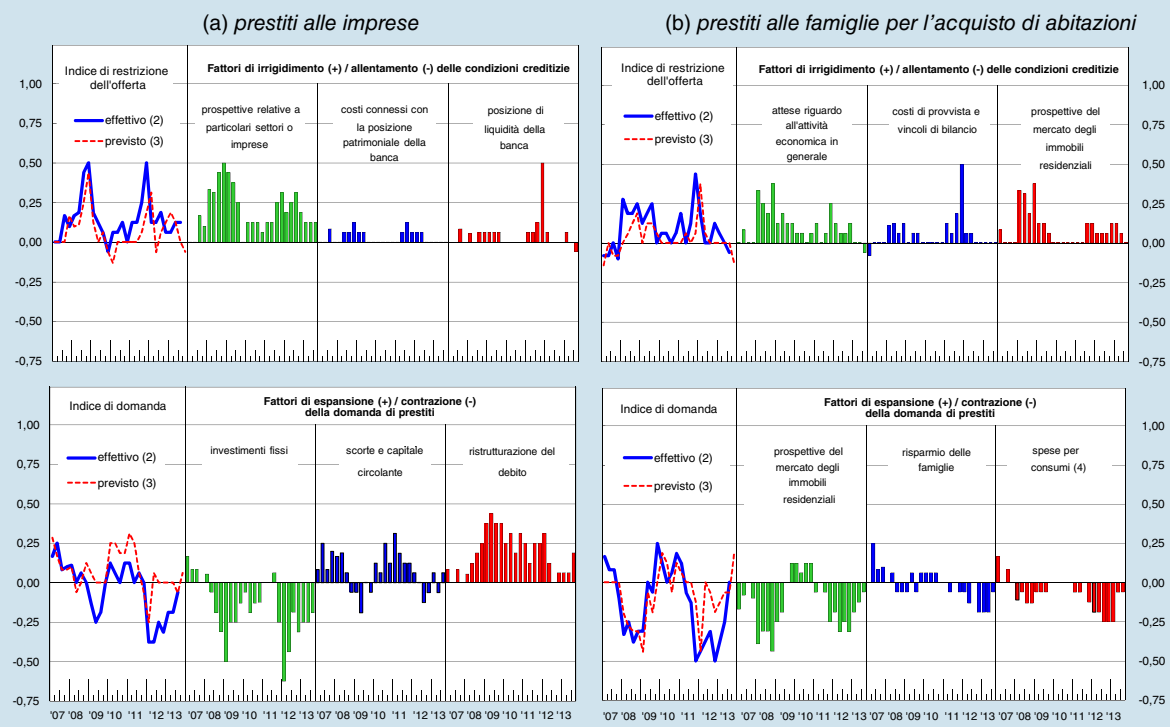
Secondo le risposte fornite dagli intermediari intervistati nell'ambito dell'indagine sul credito bancario relativa al terzo trimestre del 2013 (*Bank Lending Survey*), l'andamento dei prestiti alle imprese ha continuato a risentire sia della debolezza della domanda, sia dei criteri di offerta ancora restrittivi, in particolare verso i segmenti più rischiosi della clientela, a seguito delle pressioni della recessione sui bilanci delle banche. Anche i sondaggi più recenti presso le imprese continuano a segnalare difficoltà di accesso al credito, in particolare per le aziende di minore dimensione (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*). Con riferimento ai mutui alle famiglie, nel terzo trimestre la domanda è rimasta debole; nel contempo le banche hanno sostanzialmente annullato l'irrigidimento delle politiche di offerta.

**L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO**

Secondo le banche intervistate nell'ambito dell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), nel terzo trimestre del 2013 le politiche di offerta applicate ai prestiti alle imprese erano rimaste sostanzialmente invariate, su livelli lievemente restrittivi (figura A), continuando a risentire della percezione del rischio di credito (1). Le residue tensioni sull'offerta si erano

**Figura A**

**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. – (4) Valori positivi (negativi) segnalano che la dinamica delle spese per consumi non connesse con l'acquisto di abitazioni ha determinato un effetto espansivo (restrittivo) sulla domanda di mutui.

(1) All'indagine, terminata il 10 ottobre, hanno partecipato otto tra i principali gruppi bancari italiani. I risultati per l'Italia sono consultabili sul sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it), quelli per l'area dell'euro sul sito [www.ecb.int](http://www.ecb.int). Le risposte relative alla rilevazione sul quarto trimestre del 2013 e sulle attese per il successivo saranno rese pubbliche il prossimo 30 gennaio.

soprattutto riflesse in un ampliamento dei margini applicati ai prestiti più rischiosi. Si era invece annullato l'irrigidimento dei criteri di offerta per i mutui alle famiglie, principalmente a seguito di attese meno sfavorevoli per il mercato immobiliare. Informazioni preliminari fornite dagli intermediari intervistati confermerebbero tali andamenti anche per i mesi di ottobre e novembre.

Nelle valutazioni degli intermediari la domanda di prestiti nel terzo trimestre era rimasta debole. Nel caso delle imprese risentiva della scarsa propensione agli investimenti in capitale fisso; per quanto riguarda le famiglie, delle difficoltà di risparmio e delle prospettive ancora incerte del mercato immobiliare.

L'indagine semestrale condotta dalle sedi regionali della Banca d'Italia (*Regional Bank Lending Survey*) indicava che nel primo semestre del 2013 le politiche di offerta erano maggiormente restrittive nel Centro e nel Mezzogiorno e, tra i settori produttivi, nei confronti delle imprese edili. Le condizioni di offerta erano più rigide nel caso dei finanziamenti erogati dalle banche di minore dimensione rispetto a quelle delle banche medio-grandi (2).

I sondaggi più recenti presso le imprese segnalano un'attenuazione delle tensioni sull'offerta di credito in alcuni comparti (figura B). Sulla base del sondaggio trimestrale Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore*, la percentuale netta di imprese che riporta difficoltà di accesso al credito è diminuita nel quarto trimestre al 15,3 (dal 17,5 nel terzo trimestre), riflettendo condizioni meno sfavorevoli nel settore dei servizi ma invariata in quello dell'industria (3). Con riferimento alle sole imprese manifatturiere, nel medesimo periodo, il corrispondente indicatore di offerta desunto dall'indagine mensile condotta dall'Istat è rimasto tuttavia su livelli elevati (23,1 in dicembre, contro 20,6 in settembre).

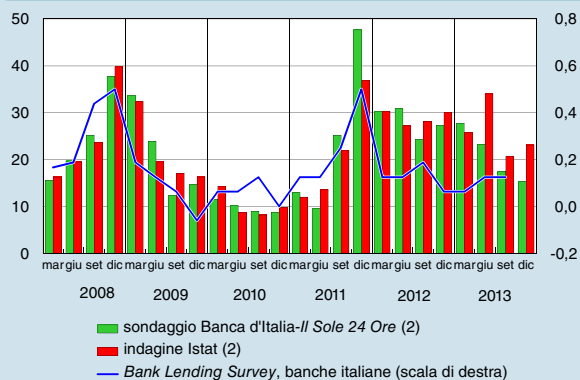
Le condizioni di accesso al credito sono molto differenziate per classe dimensionale di impresa: la percentuale netta di aziende con meno di 50 addetti, che hanno segnalato un deterioramento delle condizioni di offerta, è stata pari al doppio di quella relativa alle imprese con oltre 249 addetti (rispettivamente 30 e 14 per cento in dicembre). Similmente la quota di piccole imprese intervistate che ha dichiarato di non aver ottenuto il finanziamento richiesto è stata pari al 18,1 per cento, contro il 9,3 per quelle grandi. Nei casi di accoglimento della domanda di credito, l'aggravio delle condizioni di offerta si è tradotto principalmente, per entrambe le classi dimensionali, in un aumento dei tassi di interesse e nella richiesta di maggiori garanzie.

(2) Cfr. *La domanda e l'offerta di credito a livello territoriale*, Banca d'Italia, «Economie regionali», n. 44, 2013.

(3) 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.

Figura B

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



(1) Il sondaggio Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore* e l'indagine Istat sono condotti su un campione di imprese appartenenti rispettivamente ai settori dell'industria e dei servizi e a quello manifatturiero. Il dato per l'indagine Istat è tratto dalla rilevazione di fine trimestre; nel mese di 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) Percentuali nette.

**Il costo dei prestiti diminuisce lievemente...**

In novembre il costo medio dei nuovi prestiti alle imprese si è ridotto di un decimo di punto rispetto ad agosto (al 3,4 per cento; fig. 28), riflettendo la diminuzione del tasso applicato sia ai finanziamenti di ammontare inferiore al milione di euro sia a quelli di ammontare superiore (al 4,4 e al 2,8 per cento, rispettivamente). Il costo del

credito resta al di sopra di quello medio dell'area dell'euro, anche se il differenziale tra il tasso applicato sui nuovi finanziamenti alle imprese concessi in Italia e il corrispondente dato per l'area dell'euro è diminuito di 20 punti base, portandosi a 70. Anche il costo medio dei nuovi mutui alle famiglie è lievemente diminuito, al 3,5 per cento; il relativo differenziale rispetto alla media dell'area si è ridotto di circa 20 punti base, portandosi a 45 in novembre. Il taglio dei tassi ufficiali della BCE all'inizio di novembre ha verosimilmente contribuito alla riduzione del costo del credito.

**...ma continua a risentire della bassa qualità del credito**

Nel terzo trimestre del 2013 il flusso di nuove sofferenze in rapporto ai prestiti, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, pur restando elevato, ha smesso di crescere per la prima volta dal secondo trimestre del 2011, attestandosi al 2,9 per cento, un decimo di punto in meno rispetto ai tre mesi precedenti. La diminuzione è attribuibile ai prestiti erogati alle società finanziarie e alle istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, a fronte di una sostanziale stabilità dell'indicatore per i prestiti alle famiglie e alle imprese, pari rispettivamente all'1,3 e al 4,8 per cento. Informazioni preliminari per ottobre e novembre indicano che l'esposizione complessiva nei confronti dei debitori segnalati per la prima volta in sofferenza è diminuita del 16 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2012; al netto dei fattori stagionali, l'esposizione è scesa anche rispetto al bimestre precedente.

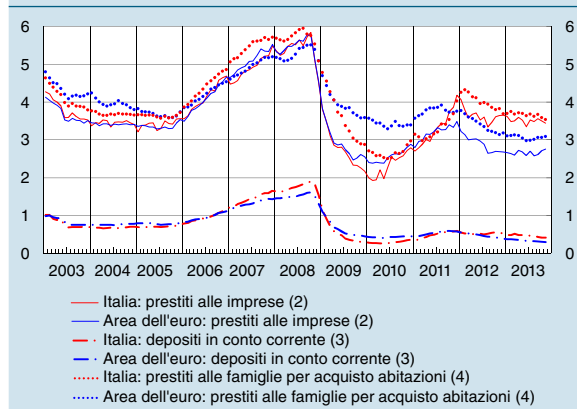
**La redditività rimane molto contenuta**

Secondo le relazioni trimestrali consolidate, nei primi nove mesi dell'anno la redditività media dei primi cinque gruppi bancari è rimasta molto contenuta; il rendimento del capitale e delle riserve, espresso su base annua, si è attestato all'1,8 per cento (2,3 nello stesso periodo del 2012). Rispetto ai primi nove mesi del 2012 si sono ridotti sia il margine di interesse (-13,6 per cento) sia gli altri ricavi (-2,3 per cento); il margine di intermediazione è sceso dell'8,4 per cento. La flessione dei costi operativi (-5,4 per cento) ha attenuato l'impatto della riduzione dei ricavi sulla redditività operativa: il risultato di gestione è diminuito del 12,3 per cento. Il deterioramento della qualità del credito continua a pesare sulla redditività degli intermediari: le rettifiche sui prestiti, cresciute del 7,3 per cento, hanno assorbito poco più di due terzi del risultato di gestione. Il tasso di copertura del complesso dei crediti deteriorati si è attestato al 41,1 per cento, a fronte del 39,6 a settembre del 2012.

**I coefficienti patrimoniali continuano a migliorare**

Nel terzo trimestre la posizione patrimoniale dei primi cinque gruppi è migliorata, grazie alla riduzione delle attività ponderate per il rischio. Alla fine di settembre il core tier 1 ratio si attestava in media all'11,6 per cento (11,2 in giugno); il tier 1 e il total capital ratio avevano raggiunto, rispettivamente, il 12,3 e il 15,3 per cento (11,9 e 15,0 per cento in giugno).

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



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

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

## 2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

Nel quarto trimestre del 2013 è proseguito il miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari italiani, che ha riguardato sia i titoli di Stato sia i mercati azionari e del debito privato.

**Si sono ridotti i differenziali di rendimento dei titoli di Stato italiani**

Dalla fine di settembre la stabilizzazione del quadro interno e il consolidamento delle prospettive di crescita nell'area dell'euro hanno contribuito al miglioramento delle condizioni del mercato dei titoli di Stato italiani. In novembre i prezzi di tali titoli sono stati sostenuti anche dal buon esito di alcune operazioni di concambio effettuate dal Tesoro di titoli a breve scadenza con titoli a più lungo termine e dalla cancellazione di alcune aste programmate per la fine dell'anno, in virtù di una minore esigenza di finanziamenti. Quest'ultima ha riflesso anche la forte domanda da parte degli investitori nell'asta di novembre di BTP Italia indicizzati all'inflazione. Tra la fine di settembre e la metà di gennaio i rendimenti dei BTP sono sensibilmente diminuiti (di 55 punti base, al 3,9 per cento sulla scadenza a dieci anni), nonostante un lieve aumento dei tassi di interesse a lungo termine sui titoli considerati più sicuri; il differenziale di rendimento tra i titoli decennali italiani e quelli tedeschi si è ridotto di 58 punti base, a 207 (fig. 29).

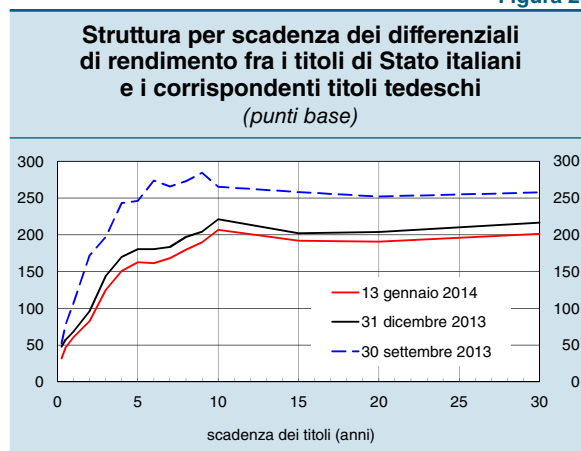
**Sono scesi i premi per il rischio privati**

Dall'inizio di ottobre i differenziali di rendimento fra le obbligazioni emesse dalle società non finanziarie italiane e i titoli di Stato dell'area dell'euro con merito di credito elevato sono diminuiti di 52 punti base. I premi sui credit default swap (CDS) relativi alle maggiori banche italiane sono scesi di 178 punti base, portandosi a 222; tale livello resta ampiamente superiore a quello medio dei CDS delle principali banche francesi e tedesche (92 punti base in entrambi i casi). Il costo della raccolta obbligazionaria per le banche italiane resta più elevato di quello delle banche che risiedono nei paesi meno esposti alle tensioni sul debito sovrano.

**Si sono avuti rimborsi netti di obbligazioni bancarie**

Nel terzo trimestre del 2013 le banche hanno continuato a effettuare rimborsi netti di obbligazioni sia in Italia sia nel complesso dell'area dell'euro (circa 21 e 93 miliardi, rispettivamente; tav. 7). Sulla base di dati preliminari di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, nell'ultimo trimestre del 2013 le banche italiane avrebbero effettuato collocamenti per 13 miliardi (8 nel trimestre precedente).

Figura 29



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Tavola 7

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

PERIODO	Banche	Altre società finanziarie	Società non finanziarie	Totale
<b>Italia</b>				
2011	66.330	-4.261	-153	61.916
2012	83.153	-5.608	13.347	90.892
2012 - 1° trim.	84.907	-7.960	4.214	81.161
2° trim.	-7.847	-8.985	-1.432	-18.264
3° trim.	8.491	5.535	6.066	20.092
4° trim.	-2.398	5.802	4.499	7.902
2013 - 1° trim.	-29.799	-3.195	3.769	-29.225
2° trim.	-14.817	-2.530	3.469	-13.878
3° trim.	-21.451	-3.429	9.016	-15.864
<b>Area dell'euro</b>				
2011	137.006	-25.424	33.339	144.921
2012	6.182	12.952	123.017	142.151
2012 - 1° trim.	98.951	23.835	32.554	155.340
2° trim.	-23.558	-16.335	18.527	-21.366
3° trim.	-15.274	-51.280	40.411	-26.143
4° trim.	-53.937	56.732	31.525	34.320
2013 - 1° trim.	-117.837	-17.258	18.646	-116.449
2° trim.	-100.013	20.660	12.569	-66.784
3° trim.	-92.757	-6.892	32.485	-67.164

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.

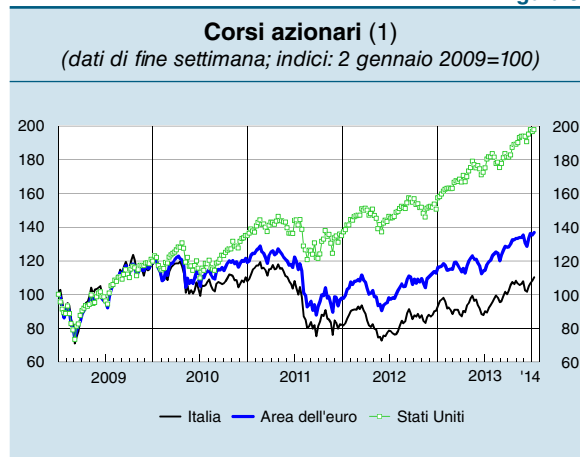
**Sono ulteriormente aumentati i corsi azionari**

Dalla fine di settembre i corsi azionari sono aumentati del 13 per cento in Italia e dell'8 nel complesso dell'area dell'euro (fig. 30). A fronte di una sostanziale stabilità della redditività prospettica delle società quotate, la crescita dei corsi azionari rifletterebbe una diminuzione del premio per il rischio richiesto dagli investitori. L'aumento delle quotazioni ha interessato tutti i principali settori della borsa italiana, tranne quello delle materie prime; è stato particolarmente marcato per i comparti assicurativo e bancario (21 e 28 per cento, rispettivamente). È proseguita la flessione della variabilità attesa dei corsi desunta dai prezzi delle opzioni sugli indici di borsa.

**Si sono registrati afflussi verso i fondi comuni**

Nel terzo trimestre del 2013 i fondi comuni aperti hanno continuato a registrare afflussi netti di risparmio, seppure più contenuti rispetto al periodo precedente (7 miliardi, contro 19). La raccolta netta è stata positiva nei comparti flessibile, azionario e bilanciato, mentre si sono avuti deflussi netti nei comparti monetario e obbligazionario.

**Figura 30**



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

**2.9 LA FINANZA PUBBLICA**

Nel 2013 il fabbisogno del settore statale è fortemente aumentato, risentendo di vari fattori straordinari che incidono sul debito ma non sull'indebitamento netto. Sulla base dei dati disponibili, si può valutare che l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche sia rimasto in prossimità della soglia del 3 per cento del prodotto (3,0 nel 2012; tav. 8), nonostante l'ulteriore flessione di quest'ultimo. Il rapporto tra il debito e il PIL sarebbe aumentato di quasi sei punti percentuali; un terzo di tale incremento è riconducibile agli effetti del provvedimento riguardante i debiti commerciali scaduti delle Amministrazioni pubbliche e al sostegno ai paesi dell'area dell'euro in difficoltà. In dicembre il Parlamento ha approvato la legge di stabilità per il 2014. Nelle previsioni ufficiali che tengono conto del provvedimento, l'indebitamento netto scenderebbe in ciascun anno del triennio 2014-16, collocandosi alla fine del periodo al di sotto dell'1 per cento del PIL.

**Nel 2013 il fabbisogno del settore statale è fortemente aumentato...**

Risentendo del significativo avanzo registrato in dicembre (15 miliardi a fronte di 13,1 nel 2012), nel complesso del 2013 il fabbisogno

**Tavola 8**

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

VOCI	2011	2012	2013	2014
Indebitamento netto	60.622	46.974	....	....
<i>in % del PIL</i>	3,8	3,0	3,0	2,5
Avanzo primario	17.743	39.700	....	....
<i>in % del PIL</i>	1,1	2,5	2,4	2,9
Spesa per interessi	78.365	86.674	....	....
<i>in % del PIL</i>	5,0	5,5	5,4	5,4
Debito	1.907.612	1.989.431	....	....
<i>in % del PIL</i>	120,7	127,0	132,9	132,7
Debito al netto del sostegno ai paesi della UEM (2)	1.894.494	1.946.767	....	....
<i>in % del PIL</i>	119,9	124,2	....	....

Fonte: Istat, per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, per gli anni 2011-12; Documento programmatico di bilancio 2014, ottobre 2013, per gli anni 2013-14.  
(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) Al netto dei prestiti diretti alla Grecia, della quota di pertinenza dell'Italia dei prestiti erogati dallo European Financial Stability Facility (EFSF) e del contributo al capitale dello European Stability Mechanism (ESM).



gno del settore statale è stato pari a 79,7 miliardi (il 5,1 per cento del PIL; fig. 31), superiore di 30,2 miliardi a quello del 2012 e inferiore di 2,8 miliardi rispetto a quanto stimato in settembre dal Governo nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2013*.

**...ma i dati disponibili sono coerenti con la stabilità dell'indebitamento netto rispetto al 2012**

Nei primi 11 mesi del 2013 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni mobiliari si è collocato a 92,1 miliardi, 13,4 in più rispetto

al corrispondente periodo dell'anno precedente. Il fabbisogno risulta sostanzialmente in linea con il dato del medesimo periodo del 2012, se si escludono le operazioni straordinarie che non incidono sull'indebitamento netto, quali ad esempio le erogazioni allo European Financial Stability Facility (classificate tra le partite finanziarie) e gli effetti del provvedimento sui debiti pregressi delle Amministrazioni pubbliche per la quota in conto corrente già contabilizzata negli anni precedenti. Quest'ultima è valutabile nell'ordine di 10 miliardi: nella stima si tiene conto, da un lato, che nelle valutazioni ufficiali il complesso dei pagamenti effettuati alla fine di novembre era pari a 16,3 miliardi, dall'altro, che l'importo massimo relativo alle spese in conto capitale è stato fissato in 7,5 miliardi per l'intero 2013.

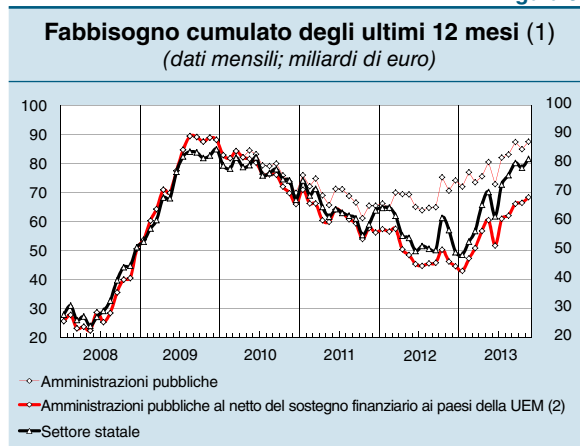
**Il rapporto debito/PIL dovrebbe essere vicino alla previsione ufficiale diffusa in ottobre**

Alla fine di novembre il debito delle Amministrazioni pubbliche è stato pari a 2.104 miliardi, in aumento di 82,2 rispetto al corrispondente periodo del 2012. Come negli anni pas-

sati, in dicembre il debito dovrebbe essersi ridotto fortemente, riflettendo il consistente avanzo delle Amministrazioni pubbliche (atteso alla luce dei risultati del settore statale) e il netto calo delle disponibilità liquide del Tesoro tornate poco sopra il livello osservato alla fine del 2012. Nel complesso, si può valutare che il rapporto tra il debito e il prodotto sia salito di quasi sei punti percentuali, collocandosi in prossimità del livello stimato nel *Documento programmatico di bilancio 2014* di ottobre (132,9 per cento).

In base alle stime diffuse dall'Istat, nei primi nove mesi dello scorso anno l'indebitamento netto del-

Figura 31



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

Tavola 9

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

VOCI	9 mesi			
	2012	2013	Variazioni sui 9 mesi dell'anno precedente	
			2012	2013
<b>TOTALE SPESE</b>	<b>557.501</b>	<b>562.277</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>
Spese correnti al netto degli interessi	464.955	471.971	0,4	1,5
di cui: redditi da lavoro dipendente	115.514	114.231	-1,3	-1,1
consumi intermedi	63.849	64.465	-0,5	1,0
prestazioni sociali in denaro	218.305	224.127	2,4	2,7
Interessi passivi	61.383	58.626	13,1	-4,5
Spese in c/capitale	31.163	31.680	-9,6	1,7
di cui: investimenti fissi lordi	19.724	19.313	-8,0	-2,1
<b>TOTALE ENTRATE</b>	<b>518.438</b>	<b>519.613</b>	<b>2,8</b>	<b>0,2</b>
Entrate correnti	514.799	513.011	3,0	-0,3
di cui: imposte dirette	153.691	155.697	3,6	1,3
imposte indirette	173.110	168.254	6,0	-2,8
contributi sociali	150.142	149.037	0,3	-0,7
Entrate in c/capitale	3.639	6.602	-18,7	81,4
di cui: imposte in c/capitale	1.222	3.035	-57,1	148,4
<b>INDEBITAMENTO NETTO</b>	<b>-39.063</b>	<b>-42.664</b>		
<b>Saldo primario</b>	<b>22.320</b>	<b>15.962</b>		
Per memoria:				
PIL	1.160.333	1.150.260	-0,7	-0,9

Fonte: Istat, Conto economico trimestrale delle Amministrazioni pubbliche.

le Amministrazioni pubbliche è stato pari al 3,7 per cento del prodotto, a fronte del 3,4 registrato nello stesso periodo del 2012 (tav. 9). L'avanzo primario sarebbe diminuito, passando dall'1,9 all'1,4 per cento del PIL: a fronte di un aumento di un punto percentuale delle uscite primarie (43,8 per cento del prodotto nel 2013), le entrate sarebbero aumentate di 0,5 punti percentuali, a 45,2. L'incidenza della spesa per interessi sul PIL è diminuita di 0,2 punti percentuali (al 5,1, dal 5,3 nel 2012).

Secondo informazioni preliminari, nel 2013 le entrate tributarie contabilizzate nel bilancio dello Stato, al netto della quota erariale del gettito dell'Imu, sarebbero aumentate di 5,7 miliardi (1,4 per cento) rispetto all'anno precedente. In particolare, le imposte dirette sarebbero cresciute di 7,4 miliardi (3,5 per cento), beneficiando dell'incremento di quelle sostitutive sui redditi da attività finanziarie (3,7 miliardi), dell'Ires (2,9 miliardi) e del gettito una tantum dell'imposta sostitutiva sul riallineamento dei valori di bilancio (1,8 miliardi); sarebbe invece diminuito il gettito dell'Irpef (-1,5 miliardi, prevalentemente a causa dell'auto-tassazione). Di contro, le imposte indirette sarebbero diminuite di 1,8 miliardi (-1,0 per cento), principalmente a seguito della dinamica negativa della componente dell'IVA legata alle importazioni.

**In dicembre il Parlamento ha approvato la legge di stabilità per il 2014** Sulla base delle più recenti previsioni ufficiali, che tengono conto della legge di stabilità per il 2014 approvata alla fine di dicembre, l'indebitamento netto scenderebbe in ciascun anno del triennio 2014-16, collocandosi alla fine del periodo al di sotto dell'1 per cento del PIL.

L'impostazione complessiva della manovra è rimasta sostanzialmente invariata rispetto alla proposta iniziale del Governo (1). Secondo le valutazioni ufficiali, rispetto agli andamenti tendenziali le misure determineranno un aumento dell'indebitamento netto di 0,2 punti percentuali del PIL nel 2014 (soprattutto per effetto di un aumento delle spese in conto capitale) e una riduzione di 0,2 e 0,4 punti rispettivamente nei due anni successivi (principalmente mediante riduzioni di spesa corrente). Una parte dei risparmi di spesa dovrà essere definita entro luglio del 2014 dal Commissario straordinario per la *spending review*. Il livello complessivo delle entrate non viene modificato in misura rilevante; i principali interventi riguardano il cuneo fiscale sul lavoro, la tassazione immobiliare e quella delle imprese.

## 2.10 LE PROSPETTIVE

**Le proiezioni incorporano una crescita moderata del commercio internazionale...** Le proiezioni per l'economia italiana nel biennio 2014-15 presentate in questo Bollettino sono basate sull'ipotesi di un moderato rafforzamento degli scambi internazionali nei prossimi trimestri, indotto dal consolidamento della ripresa nelle economie avanzate e dall'accelerazione del prodotto in quelle emergenti (cfr. il par. 1.1 e il riquadro: *Le ipotesi tecniche e il contesto internazionale*). Questa ipotesi non si discosta significativamente dalle stime più recenti del Fondo monetario internazionale (FMI) e riflette valutazioni lievemente meno favorevoli rispetto a quelle sottostanti alle proiezioni pubblicate nel *Bollettino economico* del luglio 2013.

### LE IPOTESI TECNICHE E IL CONTESTO INTERNAZIONALE

Lo scenario macroeconomico si basa su ipotesi di crescita del commercio mondiale coerenti con quelle sottostanti al quadro previsivo per l'area dell'euro presentato nel *Bollettino mensile* della BCE dello scorso dicembre, aggiornate per tener conto dei più recenti andamenti con-

(1) Cfr. L. F. Signorini, *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2014-2016*, testimonianza presso il Senato della Repubblica, Roma, 29 ottobre 2013.

giunturali (tavola). Gli scambi internazionali, cresciuti poco meno del 3 per cento nel 2013, aumenterebbero di circa il 5 per cento quest'anno, per accelerare al 6 il prossimo. Tali valutazioni non si discostano significativamente dagli andamenti previsti lo scorso autunno dalle principali organizzazioni internazionali (OCSE, FMI e Commissione europea). Rispetto al *Bollettino economico* di luglio la crescita del commercio estero è stata rivista lievemente al ribasso (di 0,2 punti percentuali nel 2014). La crescita della domanda sui mercati di sbocco italiani (domanda potenziale), calcolata come somma delle importazioni in volume dei nostri partner commerciali e ponderata per la composizione geografica delle esportazioni italiane, sarebbe inferiore a quella del commercio internazionale di circa un punto percentuale in media nel biennio 2014-15. Contribuirebbe a tale andamento una dinamica meno sostenuta delle importazioni dei paesi europei, destinazione geografica più rilevante per le vendite all'estero dell'Italia (cfr. il riquadro: *Il saldo di parte corrente e le esportazioni di beni dell'Italia*).

Le ipotesi tecniche relative ai tassi di cambio e di interesse, e al prezzo del petrolio sono aggiornate sulla base delle quotazioni dei dieci giorni lavorativi antecedenti il 14 gennaio 2014. Secondo le informazioni provenienti dai contratti futures, si ipotizza che il prezzo del greggio di qualità Brent, pari a quasi 109 dollari al barile nel 2013, diminuisca lievemente nell'orizzonte di previsione, a 106 dollari nell'anno in corso e a 101 nel prossimo.

I tassi di interesse a tre mesi, calcolati sulla base delle quotazioni dei futures sull'Euribor, si manterrebbero allo 0,3 per cento nel 2014 e aumenterebbero lievemente nel 2015. I tassi a lungo termine dei BTP a dieci anni rimarrebbero prossimi al 4,5 per cento nella media del biennio.

Il tasso di cambio è più elevato rispetto ai livelli medi del 2013, con un rapporto dollaro-euro pari a 1,37. L'evoluzione prevista per i conti pubblici italiani tiene conto dei provvedimenti approvati con la recente legge di stabilità (cfr. il par. 2.9).

Il quadro previsivo tiene conto degli effetti del provvedimento di sblocco dei debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche per 47 miliardi di euro nel biennio 2013-14. Si valuta che l'impatto sul PIL di tale provvedimento sia complessivamente pari a poco più di mezzo punto percentuale nel triennio 2013-15.

### ...e condizioni monetarie e finanziarie espansive

Le attese dei mercati incorporate nella struttura a termine dei tassi di interesse riflettono la riduzione dei tassi ufficiali da parte della BCE dello scorso novembre e l'annuncio, confermato in dicembre e in gennaio, che questi resteranno sui livelli pari o inferiori a quelli attuali per un periodo di tempo prolungato. Secondo le attese dei mercati il tasso di interesse a tre mesi si manterrebbe attorno allo 0,3 per cento nell'anno in corso e sarebbe solo marginalmente più elevato nel 2015. Resterebbero distese anche le condizioni sui mercati finanziari; i rendimenti dei BTP decennali si manterrebbero sostanzialmente invariati nel 2014; il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato italiani e tedeschi a dieci anni resterebbe stabile attorno ai 200 punti base.

### Tavola

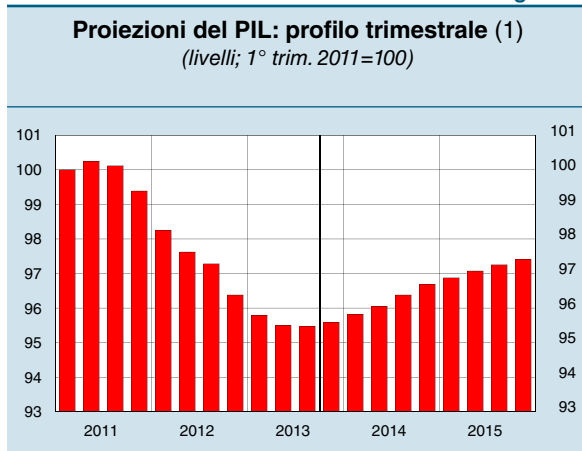
#### Ipotesi sulle principali variabili esogene (variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)

VOCI	2013	2014	2015
Commercio internazionale	2,8	5,2	6,1
Domanda estera potenziale	1,0	4,1	5,1
Dollaro/euro (1)	1,33	1,37	1,37
Cambio effettivo nominale (2)	-2,5	-1,3	0,0
Prezzo del greggio (3)	108,9	105,7	100,6
Tasso Euribor a 3 mesi (1)	0,2	0,3	0,6
Tasso BTP a 10 anni (1)	4,3	4,2	4,7

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

(1) Medie annue. – (2) Variazioni positive indicano un deprezzamento. – (3) Dollari per barile, qualità Brent.

Figura 32



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.  
 (1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. Dati storici fino al 3° trimestre del 2013; proiezioni per i trimestri successivi.

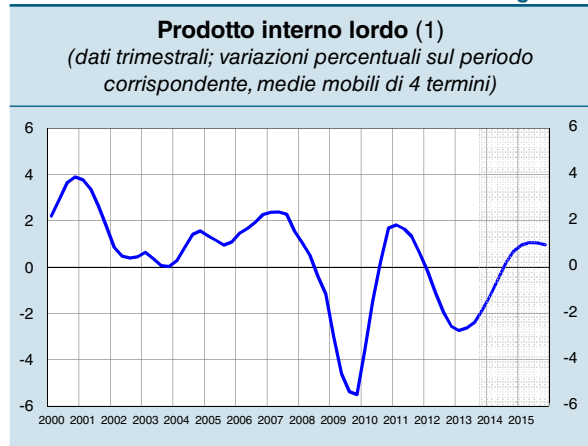
**Il PIL sarebbe diminuito dell'1,8 per cento nel 2013...**

**...e crescerebbe moderatamente quest'anno e il prossimo**

L'attività economica sarebbe tornata a crescere lievemente nell'ultimo trimestre dello scorso anno (fig. 32). Nel complesso del 2013 il PIL dell'Italia si sarebbe ridotto dell'1,8 per cento (tav. 10).

Il prodotto crescerebbe moderatamente quest'anno (in media dello 0,7 per cento; fig. 33) accelerando poi all'1,0 per cento l'anno successivo, sospinto dalla dinamica degli scambi internazionali e dalla ripresa, pur moderata, degli investimenti (fig. 34). Questo profilo di crescita è sostanzialmente in linea con quello pubblicato nel *Bollettino economico* dello scorso luglio: si prefigu-

Figura 33



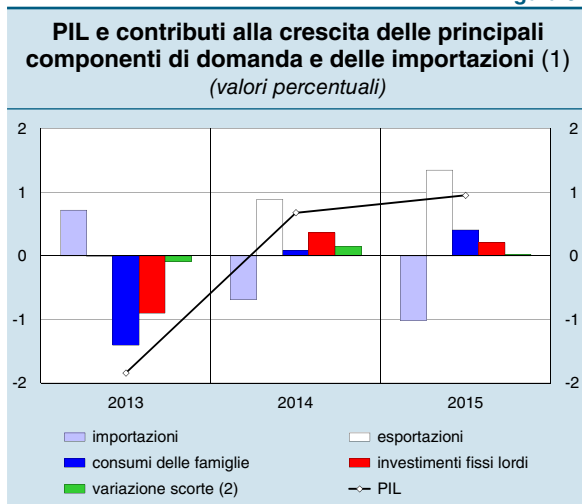
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.  
 (1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. Dati storici fino al 3° trimestre del 2013; proiezioni per i trimestri successivi.

Tavola 10

Scenario macroeconomico in Italia (variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)				
VOCI	2013	2014	2015	
PIL (1)	-1,8	0,7	1,0	
Consumi delle famiglie	-2,4	0,2	0,7	
Consumi collettivi	-0,7	-0,5	-0,1	
Investimenti fissi lordi	-5,2	2,2	1,4	
Esportazioni totali	0,0	3,0	4,4	
Importazioni totali	-2,7	2,7	3,9	
Variazione delle scorte (2)	-0,1	0,1	0,0	
IPCA (3)	1,3	1,1	1,4	
IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici	1,3	1,3	1,6	
Occupazione (4)	-1,8	-0,2	0,7	
Tasso di disoccupazione (5)	12,2	12,8	12,9	
Competitività all'export (6)	-2,2	-1,1	-0,1	
Saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti (7)	0,7	1,1	1,4	

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) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (4) Unità di lavoro. – (5) Medie annue; valori percentuali. – (6) 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. – (7) In percentuale del PIL.

Figura 34



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.  
 (1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. – (2) Include gli oggetti di valore.

ra un contributo più forte della domanda interna, grazie anche a tassi di interesse inferiori a quanto ipotizzato, e un contributo meno favorevole degli scambi con l'estero, riconducibile principalmente all'apprezzamento del cambio.

**Le esportazioni stimolano la ripresa...**

Nel prossimo biennio le vendite all'estero trarrebbero vantaggio dalla crescita degli scambi internazionali, espandendosi in media annua di circa il 3,5 per cento. La dinamica delle esportazioni risulterebbe inferiore a quella della domanda potenziale sui nostri mercati di sbocco, per via dell'apprezzamento del cambio osservato dall'inizio del 2013 che comporterebbe, a parità di altre condizioni, una minore crescita delle esportazioni di circa tre punti percentuali cumulativamente nel triennio 2013-15.

**...insieme con gli investimenti...**

Gli investimenti tornerebbero a crescere, a ritmi ancora moderati, nel prossimo biennio (quasi il 2 per cento in media all'anno), riflettendo il miglioramento delle prospettive di domanda, gli effetti della maggiore disponibilità di liquidità derivante dal pagamento dei debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche e, verso la fine dell'orizzonte di previsione, la graduale normalizzazione delle condizioni di erogazione del credito. Questo profilo non è in contrasto con le informazioni desunte dagli ultimi sondaggi congiunturali (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese italiane nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*), che prefigurano per l'anno in corso la graduale stabilizzazione dell'accumulazione di capitale. Gli investimenti residenziali tornerebbero a crescere lievemente sia quest'anno sia il prossimo.

**...mentre rimangono deboli la spesa delle famiglie...**

Le minori esigenze di correzione dei conti pubblici e il calo dell'inflazione favorirebbero una ripresa del reddito disponibile reale del settore privato, che aumenterebbe circa dell'1,5 per cento all'anno nel 2014-15, dopo una flessione di oltre l'8 per cento nell'arco del quinquennio precedente. La prolungata debolezza del mercato del lavoro continuerebbe a frenare i consumi delle famiglie, che si stabilizzerebbero nell'anno in corso e crescerebbero a ritmi inferiori a quelli del prodotto nel 2015. La spesa in beni durevoli, fortemente compressa dall'inizio della crisi finanziaria globale, tornerebbe a espandersi attorno al 2 per cento nella media nel biennio 2014-15, beneficiando del recupero del potere di acquisto delle famiglie e di una più accentuata reattività al miglioramento delle condizioni cicliche. Il tasso di risparmio del settore privato, in crescita nel 2013, aumenterebbe anche nel 2014 (fig. 35); alla fine dell'orizzonte previsivo si riporterebbe sui valori osservati prima dell'avvio della crisi finanziaria, peraltro ancora relativamente bassi nel confronto storico.

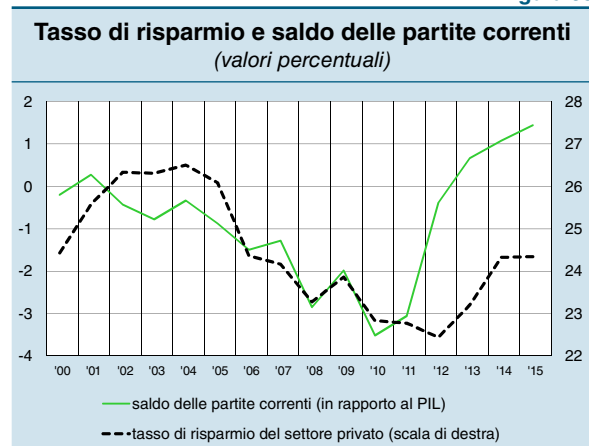
**...e le prospettive del mercato del lavoro**

Il rafforzamento dell'attività economica si trasmetterebbe gradualmente e con ritardo al mercato del lavoro. L'occupazione, scesa di circa il 2 per cento nel 2013, continuerebbe a ridursi lievemente nei prossimi trimestri per poi aumentare, di circa mezzo punto percentuale, nel 2015. L'offerta di lavoro, in leggero calo nel biennio 2013-14, tornerebbe a espandersi nel 2015, per effetto dell'attenuazione del fenomeno di scoraggiamento, indotta dalla ripresa ciclica. Il tasso di disoccupazione aumenterebbe ancora, portandosi al 12,9 per cento nella media del prossimo anno.

Si accentua il miglioramento dei conti con l'estero, nonostante la ripresa delle importazioni

Le importazioni tornerebbero a crescere nel prossimo biennio, in media, di circa il 3 per cento, trainate dall'andamento delle componenti di domanda a più elevato contenuto di beni esteri (esportazioni e investi-

Figura 35



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

menti produttivi). Nondimeno, il saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti, tornato positivo alla fine del 2012, continuerebbe a migliorare, raggiungendo un avanzo pari all'1,4 per cento del prodotto, per effetto dell'accelerazione delle vendite all'estero e del minore disavanzo della bilancia energetica.

**Migliorano gradualmente le condizioni del credito**

Coerentemente con le più recenti indicazioni della *Bank Lending Survey* (cfr. il par. 2.7), si prefigura un miglioramento molto graduale delle condizioni di offerta del credito, sulle quali continuerebbe a incidere la percezione del deterioramento della qualità dei prestiti da parte degli intermediari. Il costo del credito scenderebbe nel biennio 2014-15, beneficiando della riduzione dei tassi ufficiali e del progressivo, seppur graduale, miglioramento della redditività delle imprese.

**Prosegue il consolidamento dei conti pubblici**

Nonostante la forte debolezza del quadro macroeconomico, si stima che l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche realizzato nel 2013 risulti in linea con quello dell'anno precedente. Il disavanzo riprenderebbe a migliorare quest'anno e il prossimo, grazie alla moderata dinamica delle spese primarie. L'incidenza del debito pubblico sul PIL tornerebbe a scendere a partire dal 2015.

**L'inflazione rimane bene al di sotto del 2 per cento...**

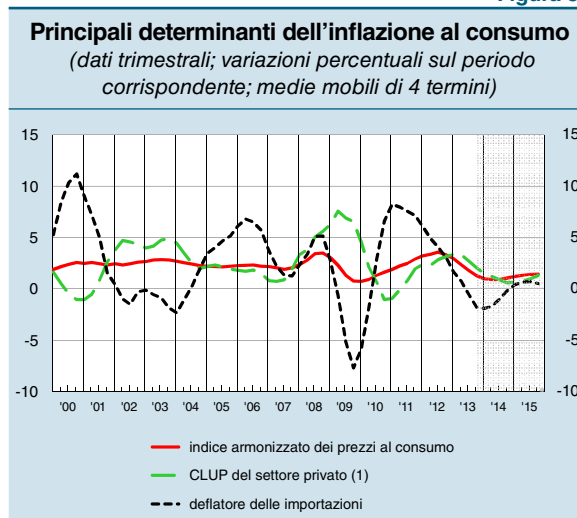
Le previsioni sull'andamento dei prezzi al consumo sono state riviste al ribasso rispetto alle proiezioni pubblicate in

luglio. L'inflazione, scesa all'1,3 per cento nel 2013, si ridurrebbe ancora lievemente quest'anno per poi riportarsi intorno all'1,5 nel 2015 (fig. 36). A tale andamento contribuirebbero sia la flessione della componente energetica, sia la contenuta dinamica dei prezzi interni che sconta l'ampia capacità produttiva inutilizzata delle imprese (cfr. il riquadro: *Il recente andamento dell'inflazione*). Il deflatore del PIL crescerebbe di poco meno dell'1,5 per cento nella media del biennio 2014-15. Questa proiezione incorpora l'ipotesi di un andamento delle retribuzioni contrattuali in linea con l'evoluzione dell'indice dei prezzi preso a riferimento per i rinnovi, che interessano nel prossimo biennio poco più della metà del monte retributivo del settore privato non agricolo. Con il rafforzamento dell'attività economica tornerebbero a espandersi moderatamente i margini di profitto del settore privato, che nel 2014-15 recupererebbero complessivamente circa un quarto del calo registrato nei tre anni precedenti.

**Lo scenario è nel complesso condiviso dai principali previsori**

Le proiezioni di crescita e inflazione qui riportate non si discostano significativamente da quelle delle maggiori organizzazioni internazionali (tav. 11). Con

**Figura 36**



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.

**Tavola 11**

**Previsioni di altre organizzazioni**  
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

VOCI	PIL (1)		Inflazione (2)	
	2014	2015	2014	2015
FMI (ottobre)	0,7	1,2	1,3	1,5
OCSE (novembre)	0,6	1,4	1,3	1,0
Commissione europea (novembre)	0,7	1,2	1,6	1,5
Consensus Economics (dicembre)	0,5	....	1,3	....

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2013; OCSE, *Economic Outlook*, n. 94, novembre 2013; Commissione europea, *European Economic Forecast Autumn 2013*, novembre 2013; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, dicembre 2013.

(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.

riferimento al PIL, la ripresa prospettata per il 2014 è simile per intensità alle valutazioni degli altri analisti, sia pubblici sia privati, con l'eccezione di Consensus Economics, che lo scorso dicembre prefigurava una crescita dello 0,5 per cento. Per il 2015, le nostre proiezioni sono lievemente inferiori a quelle degli altri previsori.

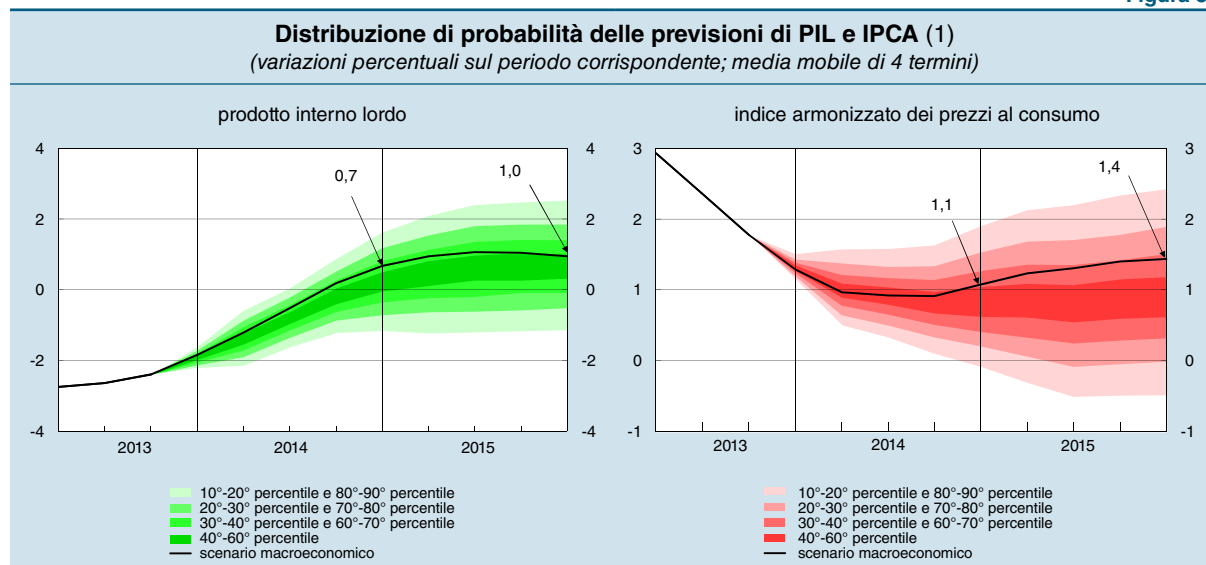
**Vi sono rischi al ribasso per la crescita...**

Lo scenario previsivo è soggetto a elevata incertezza, con rischi orientati prevalentemente al ribasso sia per la crescita sia per l'inflazione (fig. 37). Nell'eventualità che le condizioni di accesso al credito rimangano restrittive più a lungo di quanto qui prefigurato e che i pagamenti dei debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche siano prevalentemente utilizzati dalle imprese per aumentare le scorte di liquidità, la ripresa degli investimenti potrebbe rivelarsi meno intensa. Inoltre il riaccendersi di timori sulla determinazione delle autorità nazionali nel perseguire il consolidamento delle finanze pubbliche e nell'attuare le riforme strutturali, o di quelle europee nel rafforzare ulteriormente la governance dell'Unione potrebbe riflettersi sui tassi di interesse a lungo termine. Non si può escludere che l'accelerazione degli scambi mondiali sia meno vigorosa di quanto ipotizzato. Sulle prospettive di crescita delle economie emergenti potrebbero incidere condizioni finanziarie globali meno favorevoli, connesse con l'avvio della riduzione dello stimolo monetario da parte della Riserva federale (cfr. il par. 1.1).

**...e per l'inflazione**

Per quanto riguarda l'inflazione, resta il rischio che gli ampi margini di capacità produttiva inutilizzata abbiano effetti più pronunciati sulle politiche di prezzo delle imprese rispetto a quanto incorporato nella previsione; il permanere dell'inflazione su livelli contenuti per un prolungato periodo di tempo potrebbe indurre una revisione al ribasso delle aspettative a medio e a lungo termine.

Figura 37



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

## **DOCUMENTAZIONE STATISTICA**

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





## INDICE

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



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

PERIODO	PIL		Spesa famiglie residenti		Spesa delle AA.PP.		Investimenti		Domanda nazionale (2)		Esporta- zioni	Importa- zioni	Esporta- zioni nette	Scorte
	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Contri- buto	
2009	-2,8	-1,6	-1,1	3,2	0,6	-16,7	-2,8	-3,8	-3,9	-9,1	-13,7	1,1	-0,8	
2010	2,5	2,0	1,3	0,1	..	1,5	0,2	2,9	3,0	11,5	12,8	-0,5	1,5	
2011	1,8	2,5	1,7	-3,2	-0,7	6,2	0,9	1,7	1,7	7,1	4,9	0,1	-0,2	
2012	2,8	2,2	1,5	-1,0	-0,2	8,3	1,2	2,6	2,7	3,5	2,2	0,1	0,2	
2011 – 1° trim.	-1,3	2,1	1,4	-7,5	-1,6	-0,5	-0,1	-1,3	-1,3	3,8	2,8	..	-1,1	
2° trim.	3,2	1,5	1,0	-1,3	-0,3	8,6	1,2	2,6	2,7	4,9	0,7	0,5	0,7	
3° trim.	1,4	2,1	1,4	-2,5	-0,5	14,8	2,0	1,2	1,3	7,0	4,9	0,1	-1,6	
4° trim.	4,9	2,4	1,7	-1,5	-0,3	10,0	1,4	5,3	5,5	2,7	5,9	-0,6	2,7	
2012 – 1° trim.	3,7	2,9	2,0	-1,4	-0,3	8,6	1,2	3,1	3,3	4,2	0,7	0,4	0,4	
2° trim.	1,2	1,9	1,3	0,3	0,1	4,7	0,7	1,1	1,1	3,8	2,5	0,1	-0,9	
3° trim.	2,8	1,7	1,2	3,5	0,7	2,7	0,4	2,7	2,8	0,4	0,5	..	0,6	
4° trim.	0,1	1,7	1,1	-6,5	-1,3	11,6	1,6	-0,5	-0,6	1,1	-3,1	0,7	-2,0	
2013 – 1° trim.	1,1	2,3	1,5	-4,2	-0,8	-1,5	-0,2	1,4	1,4	-1,3	0,6	-0,3	0,9	
2° trim.	2,5	1,8	1,2	-0,4	-0,1	6,5	1,0	2,5	2,6	8,0	6,9	-0,1	0,4	
3° trim.	4,1	2,0	1,4	0,4	0,1	5,9	0,9	3,9	4,0	3,9	2,4	0,1	1,7	

Fonte: statistiche nazionali.

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

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

PERIODO	PIL		Spesa famiglie residenti		Spesa per consumi delle AA.PP.		Investimenti		Domanda nazionale (2)		Esporta- zioni	Importa- zioni	Esporta- zioni nette	Scorte
	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Contri- buto
2009	-5,5	-0,7	-0,4	2,3	0,4	-10,6	-2,4	-4,0	-4,0	-24,2	-15,7	-1,5	-1,6	
2010	4,7	2,8	1,7	1,9	0,4	-0,2	-0,1	2,9	2,9	24,4	11,1	1,7	0,9	
2011	-0,5	0,3	0,2	1,2	0,2	1,4	0,3	0,4	0,4	-0,4	5,9	-0,9	-0,3	
2012	1,4	2,0	1,2	1,7	0,3	3,4	0,7	2,3	2,3	-0,1	5,3	-0,9	0,1	
2011 – 1° trim.	-7,1	-6,5	-3,9	-0,4	-0,1	-0,4	-0,1	-6,0	-6,1	-3,1	5,4	-1,2	-1,9	
2° trim.	-2,9	3,4	2,0	1,5	0,3	-0,7	-0,1	1,4	1,4	-26,7	-2,4	-4,3	-0,7	
3° trim.	10,6	6,3	3,8	0,6	0,1	5,6	1,1	6,6	6,5	44,9	13,5	3,9	1,6	
4° trim.	1,2	2,7	1,6	1,2	0,2	19,4	3,6	4,4	4,3	-11,6	8,1	-3,1	-1,3	
2012 – 1° trim.	3,5	1,6	1,0	5,2	1,0	-1,1	-0,2	3,2	3,2	11,1	7,9	0,4	1,4	
2° trim.	-2,0	1,5	0,9	-2,0	-0,4	0,8	0,2	-0,7	-0,7	-2,0	5,9	-1,3	-1,4	
3° trim.	-3,2	-2,0	-1,2	1,8	0,4	-6,6	-1,4	-1,1	-1,1	-14,4	-1,4	-2,1	1,2	
4° trim.	0,6	2,4	1,4	3,0	0,6	2,6	0,5	1,1	1,1	-11,4	-6,7	-0,6	-1,5	
2013 – 1° trim.	4,5	4,0	2,4	2,6	0,5	-0,5	-0,1	2,8	2,8	16,7	4,1	1,6	..	
2° trim.	3,6	2,7	1,6	2,5	0,5	8,3	1,7	2,9	3,0	12,2	7,1	0,6	-0,9	
3° trim.	1,1	0,8	0,5	1,0	0,2	7,6	1,6	2,9	2,9	-2,4	9,2	-1,9	0,7	

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali.

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

(2) Include la variazione delle scorte.

### Conto economico delle risorse e degli impieghi: area dell'euro (1)

(variazioni percentuali sul periodo precedente)

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	Prodotto interno lordo	Importazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Spesa per consumi delle famiglie residenti (2)	Spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche	Esportazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	Totale			
<b>Quantità a prezzi concatenati</b>									
2007	3,0	6,2	3,9	3,0	8,2	5,2	1,7	2,2	6,6
2008	0,4	0,9	0,5	-3,0	0,9	-1,4	0,4	2,3	1,1
2009	-4,4	-10,9	-6,3	-9,9	-16,7	-12,8	-1,0	2,6	-12,4
2010	2,0	10,0	4,1	-4,4	5,6	-0,4	1,0	0,6	11,6
2011	1,6	4,5	2,4	-0,4	4,3	1,6	0,3	-0,1	6,5
2012	-0,7	-1,0	-0,8	-4,3	-3,8	-4,1	-1,4	-0,5	2,5
2011 – 3° trim.	0,1	0,6	0,2	-0,9	0,3	-0,4	0,2	-0,3	1,3
4° trim.	-0,2	-1,2	-0,5	-0,2	-0,9	-0,5	-0,6	0,2	0,3
2012 – 1° trim.	-0,1	..	..	-1,2	-1,1	-1,2	-0,3	-0,3	0,8
2° trim.	-0,3	-0,2	-0,3	-1,7	-2,0	-1,9	-0,5	-0,2	0,9
3° trim.	-0,2	0,3	..	-0,6	-0,6	-0,6	-0,1	-0,2	0,7
4° trim.	-0,5	-1,0	-0,7	-1,4	-0,9	-1,2	-0,5	..	-0,6
2013 – 1° trim.	-0,2	-1,1	-0,5	-2,3	-1,5	-2,0	-0,1	0,3	-0,9
2° trim.	0,3	1,5	0,6	-0,3	1,0	0,3	0,1	..	2,1
3° trim.	0,1	1,2	0,4	0,7	0,2	0,5	0,1	0,2	0,3
<b>Prezzi impliciti</b>									
2007	2,3	1,2	....	....	....	2,5	2,2	1,8	1,6
2008	1,9	3,9	....	....	....	2,3	2,6	2,7	2,3
2009	0,9	-6,3	....	....	....	-0,3	-0,4	2,0	-3,5
2010	0,8	5,0	....	....	....	0,8	1,7	0,8	3,2
2011	1,2	5,6	....	....	....	1,7	2,5	0,8	3,6
2012	1,3	2,4	....	....	....	1,1	2,1	1,1	1,6
2011 – 3° trim.	0,3	0,2	....	....	....	0,4	0,3	0,1	0,2
4° trim.	0,3	0,6	....	....	....	0,4	0,6	0,6	0,3
2012 – 1° trim.	0,4	1,5	....	....	....	0,3	0,8	-0,2	1,0
2° trim.	0,3	..	....	....	....	0,2	0,2	0,8	..
3° trim.	0,3	0,2	....	....	....	0,3	0,3	0,2	0,4
4° trim.	0,3	-0,1	....	....	....	0,2	0,5	-0,2	..
2013 – 1° trim.	0,5	-0,5	....	....	....	-0,2	0,3	0,9	-0,2
2° trim.	0,3	-0,8	....	....	....	-0,1	0,1	..	-0,3
3° trim.	0,1	-0,3	....	....	....	0,2	0,3	0,2	-0,3

Fonte: Eurostat.

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

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

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	Prodotto interno lordo	Importazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Spesa per consumi delle famiglie residenti	Spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche (2)	Esportazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	Totale			
<b>Quantità a prezzi concatenati</b>									
2007	1,7	5,2	2,5	0,5	3,3	1,8	1,1	1,0	6,2
2008	-1,2	-3,0	-1,6	-2,8	-4,7	-3,7	-0,8	0,6	-2,8
2009	-5,5	-13,4	-7,3	-8,8	-15,0	-11,7	-1,6	0,8	-17,5
2010	1,7	12,6	3,8	-4,5	6,8	0,6	1,5	-0,4	11,4
2011	0,5	0,8	0,5	-3,6	-0,6	-2,2	-0,3	-1,1	6,2
2012	-2,5	-7,4	-3,7	-6,4	-10,4	-8,3	-4,2	-2,6	2,0
2011 – 3° trim.	-0,2	-1,4	-0,5	-1,4	-1,3	-1,4	-0,7	-0,5	1,1
4° trim.	-0,7	-2,5	-1,1	-0,6	-3,9	-2,2	-1,0	0,3	0,8
2012 – 1° trim.	-1,1	-2,7	-1,5	-3,4	-4,2	-3,8	-1,8	-2,0	0,2
2° trim.	-0,6	-0,8	-0,6	-0,6	-2,8	-1,6	-0,5	-0,5	-0,1
3° trim.	-0,5	-1,6	-0,7	-1,6	-1,0	-1,3	-1,5	-0,3	0,8
4° trim.	-0,9	-2,0	-1,1	-1,2	-2,1	-1,7	-0,8	..	-0,1
2013 – 1° trim.	-0,6	-0,5	-0,6	-4,0	-1,7	-2,9	-0,5	0,1	-1,2
2° trim.	-0,3	-0,7	-0,4	-0,9	1,0	..	-0,5	..	0,7
3° trim.	..	2,0	0,4	..	-1,2	-0,6	-0,2	..	0,7
<b>Prezzi impliciti</b>									
2007	2,4	1,2	2,1	3,7	1,5	2,7	2,2	0,8	2,3
2008	2,5	5,1	3,1	3,4	2,5	3,0	3,1	3,4	2,9
2009	2,1	-7,7	..	1,1	0,8	1,0	-0,1	2,1	-2,4
2010	0,4	6,6	1,7	2,7	0,5	1,7	1,5	1,1	2,6
2011	1,4	7,0	2,6	3,2	1,0	2,2	2,8	-0,3	4,0
2012	1,7	3,1	2,0	2,3	0,9	1,6	2,8	0,5	1,9
2011 – 3° trim.	0,5	0,2	0,4	0,6	0,1	0,3	0,7	-0,6	0,5
4° trim.	0,3	0,5	0,3	0,5	0,2	0,4	1,0	0,3	-0,1
2012 – 1° trim.	0,5	2,4	0,9	1,0	0,3	0,6	0,6	0,7	1,0
2° trim.	0,6	-0,8	0,3	0,5	0,1	0,3	0,7	0,3	0,4
3° trim.	..	0,8	0,2	0,1	0,2	0,2	0,5	-0,4	0,2
4° trim.	0,4	-0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	-0,7	-0,1
2013 – 1° trim.	0,7	-1,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	2,0	..
2° trim.	0,3	-1,0	..	0,1	0,4	0,2	0,1	-1,1	-0,3
3° trim.	-0,1	-0,3	-0,2	0,2	0,1	0,2	0,5	-0,9	0,1

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	
<b>Totale industria al netto delle costruzioni</b>				
2010	1,1	10,0	9,5	-8,0
2011	2,6	2,2	3,0	0,4
2012	3,6	1,0	-1,1	2,6
2011 – 1° trim.	1,2	3,9	6,3	-2,6
2° trim.	3,5	3,3	3,9	0,1
3° trim.	2,9	2,1	2,7	0,8
4° trim.	2,9	-0,2	-0,3	3,1
2012 – 1° trim.	2,8	0,4	-0,7	2,3
2° trim.	4,3	1,5	-0,9	2,7
3° trim.	4,2	1,7	-0,8	2,4
4° trim.	3,8	1,2	-1,4	2,6
2013 – 1° trim.	4,6	1,9	-1,7	2,6
2° trim.	1,5	-0,4	-1,0	1,9
3° trim.	1,9	-0,4	-1,0	2,2
<b>Servizi</b>				
2010	1,2	0,4	1,0	0,8
2011	1,5	0,9	1,8	0,6
2012	2,1	0,8	0,0	1,3
2011 – 1° trim.	0,9	0,8	2,0	0,1
2° trim.	1,7	1,0	1,9	0,7
3° trim.	1,7	0,9	1,8	0,8
4° trim.	1,8	0,9	1,4	1,0
2012 – 1° trim.	2,5	1,1	0,5	1,4
2° trim.	2,2	1,1	0,2	1,1
3° trim.	2,2	0,3	-0,2	1,9
4° trim.	1,5	0,5	-0,3	1,0
2013 – 1° trim.	2,5	1,0	-0,4	1,5
2° trim.	1,5	0,3	-0,1	1,1
3° trim.	1,4	0,8	0,2	0,6
<b>Totale economia</b>				
2010	1,2	2,0	2,0	-0,8
2011	2,0	1,5	1,8	0,5
2012	2,6	0,9	-0,5	1,7
2011 – 1° trim.	1,2	1,6	2,6	-0,4
2° trim.	2,3	1,7	2,0	0,5
3° trim.	2,1	1,5	1,7	0,6
4° trim.	2,2	1,1	1,0	1,1
2012 – 1° trim.	2,8	1,2	0,0	1,6
2° trim.	2,8	1,3	-0,3	1,5
3° trim.	2,8	0,7	-0,6	2,0
4° trim.	2,2	0,6	-0,9	1,5
2013 – 1° trim.	3,1	1,3	-1,0	1,7
2° trim.	1,5	0,3	-0,6	1,2
3° trim.	1,6	0,6	-0,3	0,9

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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



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

PERIODO	Redditi per ore lavorate	Retribuzioni per ore lavorate	Produttività oraria		Costo del lavoro per unità di prodotto	
			Valore aggiunto (2)	Ore lavorate		
<b>Totale industria al netto delle costruzioni</b>						
2010	3,1	0,8	8,2	6,0	-2,0	-4,8
2011	2,5	3,3	1,2	1,5	0,3	1,4
2012	2,9	-0,1	-0,3	-3,1	-2,8	3,2
2011 – 1° trim.	2,3	4,5	3,8	4,9	1,0	-1,4
2° trim.	3,1	4,2	2,4	3,2	0,8	0,7
3° trim.	3,3	3,1	1,8	1,4	-0,4	1,5
4° trim.	0,2	1,4	-2,1	-1,0	1,1	2,3
2012 – 1° trim.	2,8	-0,5	0,3	-2,7	-3,0	2,5
2° trim.	2,6	-0,8	-0,9	-4,0	-3,1	3,6
3° trim.	3,1	1,2	-0,7	-2,6	-2,0	3,8
4° trim.	3,7	-0,4	0,2	-3,7	-3,9	3,4
2013 – 1° trim.	3,1	-0,4	0,6	-3,1	-3,7	2,5
2° trim.	1,8	1,9	-1,5	-2,6	-1,1	3,3
3° trim.	0,6	0,5	-1,9	-2,8	-0,9	2,6
<b>Servizi totali</b>						
2010	2,1	1,5	1,2	1,1	-0,1	0,9
2011	0,3	1,4	0,0	0,8	0,8	0,2
2012	0,4	0,2	-1,5	-1,7	-0,2	1,9
2011 – 1° trim.	1,2	0,9	1,0	0,9	-0,1	0,1
2° trim.	-0,3	1,2	-0,1	1,2	1,3	-0,1
3° trim.	0,1	2,3	-0,6	1,0	1,6	0,7
4° trim.	-0,3	1,1	-0,9	0,3	1,3	0,7
2012 – 1° trim.	1,1	0,4	0,7	-0,6	-1,3	0,4
2° trim.	0,0	-0,6	-0,9	-1,5	-0,7	0,9
3° trim.	-0,1	0,7	-3,6	-2,4	1,2	3,7
4° trim.	0,5	0,4	-2,0	-2,2	-0,2	2,5
2013 – 1° trim.	1,5	1,3	-1,5	-1,6	-0,1	3,1
2° trim.	0,4	0,1	-0,8	-1,4	-0,6	1,2
3° trim.	0,6	-1,1	1,0	-0,9	-1,8	-0,3
<b>Totale economia</b>						
2010	2,3	1,2	2,4	1,7	-0,7	-0,1
2011	1,0	1,8	0,3	0,6	0,3	0,6
2012	1,2	-0,2	-0,8	-2,3	-1,4	2,1
2011 – 1° trim.	1,7	1,6	1,6	1,5	-0,1	0,1
2° trim.	0,7	2,1	0,4	1,2	0,8	0,3
3° trim.	0,9	2,3	-0,1	0,7	0,7	1,0
4° trim.	0,0	1,0	-0,9	-0,2	0,7	1,0
2012 – 1° trim.	1,6	0,2	0,7	-1,4	-2,1	1,0
2° trim.	0,9	-1,0	-0,5	-2,2	-1,7	1,4
3° trim.	0,9	0,3	-2,3	-2,7	-0,4	3,3
4° trim.	1,5	-0,2	-1,0	-2,8	-1,8	2,6
2013 – 1° trim.	2,1	0,0	-0,2	-2,2	-1,9	2,4
2° trim.	0,8	-0,6	-0,2	-1,9	-1,8	1,0
3° trim.	0,8	-1,1	0,7	-1,5	-2,2	0,1

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

## Indici armonizzati dei prezzi al consumo nei maggiori paesi dell'area dell'euro

(indici: 2005=100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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

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**  
*(milioni di euro)*

PERIODO	Conto corrente						Conto capitale			
	Totale	Merci	Servizi	Redditi	Trasferimenti unilaterali		Totale	Attività intangibili	Trasferimenti unilaterali	
					Privati	Pubblici			Privati	Pubblici
2009	-30.173	823	-8.435	-10.406	-4.658	-7.496	-89	-578	-19	508
2010	-54.516	-20.918	-9.218	-8.289	-5.425	-10.666	-556	-706	-70	220
2011	-48.259	-17.377	-5.671	-9.376	-4.549	-11.287	648	-407	-53	1.108
2012	-6.006	17.835	-741	-7.644	-5.360	-10.096	3.839	1.723	-95	2.211
2011 – 4° trim.	-4.695	421	-1.654	-1.768	-1.048	-646	1.936	-11	-15	1.962
2012 – 1° trim.	-13.045	-2.133	-2.542	-810	-1.241	-6.319	274	341	-12	-55
2° trim.	137	5.395	960	-3.144	-1.319	-1.754	380	356	-2	26
3° trim.	1.428	6.170	1.677	-1.915	-1.444	-3.061	656	563	-1	94
4° trim.	5.474	8.403	-836	-1.774	-1.357	1.038	2.529	463	-80	2.145
2013 – 1° trim.	-5.831	4.457	-1.992	-1.837	-522	-5.937	-2.555	-2.559	-17	21
2° trim.	3.858	11.190	1.684	-5.407	-714	-2.896	132	-185	-2	319
3° trim.	5.463	9.509	2.561	-1.924	-807	-3.876	76	-98	-4	177
2011 – ott.	-2.232	-536	-333	-753	-356	-254	687	22	-4	669
nov.	-3.331	-1.011	-747	-1.091	-339	-143	667	27	-4	644
dic.	868	1.968	-574	76	-353	-249	582	-60	-7	649
2012 – gen.	-7.360	-3.968	-854	-220	-436	-1.882	133	156	-3	-20
feb.	-4.240	-584	-852	-268	-352	-2.185	180	209	-3	-25
mar.	-1.445	2.419	-836	-322	-453	-2.253	-40	-25	-6	-9
apr.	-1.109	405	-29	-328	-371	-786	33	27	-1	6
mag.	-931	1.650	240	-2.008	-507	-307	65	51	..	15
giu.	2.177	3.340	748	-809	-441	-661	282	278	-1	5
lug.	4.319	5.350	974	-405	-476	-1.123	279	245	..	34
ago.	-1.906	16	30	-456	-489	-1.007	208	177	..	32
set.	-985	804	673	-1.054	-478	-931	170	141	..	29
ott.	1.444	2.955	47	-1.547	-509	497	885	173	-21	733
nov.	1.464	2.879	-601	-602	-427	215	890	168	-21	743
dic.	2.566	2.569	-282	374	-421	326	753	122	-38	669
2013 – gen.	-4.057	-1.008	-746	-689	-303	-1.312	-592	-607	-3	18
feb.	-1.350	1.635	-511	-495	-127	-1.852	-632	-640	-4	11
mar.	-425	3.830	-736	-654	-93	-2.773	-1.330	-1.312	-9	-9
apr.	529	2.529	214	-983	-191	-1.039	-28	-76	-1	49
mag.	857	4.559	540	-3.340	-242	-661	-23	-73	-1	51
giu.	2.472	4.102	930	-1.083	-282	-1.195	183	-36	-1	219
lug.	6.001	6.588	1.350	13	-321	-1.629	73	-9	..	82
ago.	-163	1.505	210	-467	-316	-1.096	42	-28	-2	72
sett.	-375	1.416	1.000	-1.470	-171	-1.151	-39	-60	-2	23
ott.	(4.022)	(4.374)	(338)	(-636)	....	....	(440)	....	....	....

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

PERIODI	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Imprese				Famiglie consumatrici	Ist. sociali senza scopo di lucro e unità non classificabili e non classificate	Totale
			medio- grandi	piccole (2)		famiglie produttrici (3)			
<i>Centro Nord</i>									
2011 – dic.	-0,9	-2,4	2,3	3,0	-0,6	1,3	3,7	9,8	1,7
2012 – mar.	2,6	4,8	-0,3	0,2	-2,4	-0,5	2,8	5,7	1,4
giu.	0,9	6,6	-1,6	-1,2	-3,5	-1,7	1,4	5,9	0,3
set.	5,7	8,9	-3,3	-3,1	-4,2	-2,6	0,7	3,7	0,2
dic.	4,6	4,4	-2,2	-2,0	-2,9	-2,4	0,2	-1,6	0,0
2013 – mar.	0,3	1,3	-2,6	-2,5	-3,2	-2,6	-0,2	-0,9	-1,2
giu.	-0,7	-4,2	-4,2	-4,3	-3,8	-2,9	-0,3	-3,1	-2,8
set.	-4,6	-8,6	-4,3	-4,5	-3,2	-2,7	-0,6	-3,5	-3,9
ott.	-5,0	-6,3	-5,1	-5,3	-4,1	-3,2	-0,7	-4,2	-4,2
nov.	-4,0	-6,0	-6,2	-6,3	-5,4	-4,1	-0,9	-3,8	-4,6
<i>Mezzogiorno</i>									
2011 – dic.	3,0	-10,4	3,5	4,4	1,0	1,2	3,9	3,2	3,4
2012 – mar.	0,7	-9,0	1,1	1,9	-1,0	-1,0	2,5	-3,4	1,5
giu.	-2,3	-7,6	-0,7	-0,2	-2,0	-1,9	1,0	-3,0	-0,2
set.	-3,8	-8,5	-1,7	-1,3	-2,7	-2,9	0,4	-1,4	-1,1
dic.	-1,7	-4,5	-2,1	-1,8	-2,9	-3,2	-0,4	-0,8	-1,4
2013 – mar.	-2,5	-4,3	-2,1	-1,8	-2,9	-3,0	-0,8	1,9	-1,6
giu.	-2,8	-0,5	-2,9	-2,8	-3,4	-3,5	-1,2	1,1	-2,2
set.	-2,6	0,2	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-1,6	-1,5	-2,5
ott.	-3,9	-0,4	-3,4	-3,3	-3,6	-3,4	-1,6	-2,1	-2,7
nov.	-4,1	-1,2	-3,8	-3,6	-4,3	-3,9	-1,6	-2,7	-2,9
<i>ITALIA</i>									
2011 – dic.	-0,5	-2,6	2,5	3,2	-0,2	1,3	3,7	9,1	1,9
2012 – mar.	2,4	4,5	-0,1	0,4	-2,1	-0,6	2,7	4,7	1,4
giu.	0,5	6,3	-1,4	-1,0	-3,2	-1,8	1,3	4,9	0,3
set.	4,7	8,5	-3,0	-2,8	-3,9	-2,7	0,6	3,2	0,0
dic.	4,0	4,2	-2,2	-2,0	-2,9	-2,6	0,0	-1,5	-0,2
2013 – mar.	0,0	1,2	-2,5	-2,4	-3,2	-2,7	-0,4	-0,7	-1,3
giu.	-0,9	-4,1	-4,0	-4,1	-3,7	-3,1	-0,5	-2,7	-2,7
set.	-4,4	-8,4	-4,1	-4,3	-3,2	-2,9	-0,8	-3,3	-3,7
ott.	-4,9	-6,2	-4,8	-5,0	-4,0	-3,2	-0,9	-4,0	-3,9
nov.	-4,0	-5,9	-5,8	-5,9	-5,2	-4,0	-1,1	-3,6	-4,3

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di novembre 2013 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)**  
(milioni di euro)

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Altre operazioni			Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche		
	<i>di cui:</i> raccolta postale					<i>di cui:</i> variazione delle disponibilità liquide del Tesoro (2)			<i>di cui:</i> finanziato all'estero	<i>di cui:</i> connesso con sostegno finanziario ai paesi dell'UEM (3)	
								<i>di cui:</i> impieghi della liquidità			
2010	1.093	-4.809	-10.103	88.002	1.195	-10.336	-11.518	0	69.851	448	3.909
2011	-3.635	-3.116	1.319	43.101	18	23.056	18.994	0	63.859	-1.297	9.209
2012	6.965	-1.314	20.417	24.884	782	13.218	-10.138	0	66.265	14.729	29.547
2010 – mar.	-3.192	-1.413	10.530	28.479	1.565	-10.057	-9.568	0	27.325	170	0
giu.	1.216	-929	-636	22.875	-943	-2.921	-3.474	0	19.592	1.136	2.922
set.	-1.315	-1.219	-1.960	22.908	1.859	-2.281	-2.188	0	19.210	3.944	987
dic.	4.384	-1.247	-18.037	13.740	-1.286	4.923	3.712	0	3.723	-4.802	0
2011 – mar.	-1.984	-1.605	12.380	10.484	1.232	8.632	8.309	0	30.744	-1.271	4.746
giu.	1.147	-895	-5.607	32.821	1.129	-13.421	-15.502	0	16.070	-669	1.371
set.	-3.693	-355	9.090	-23.064	-1.677	33.741	34.039	-800	14.397	2.473	1.006
dic.	894	-261	-14.544	22.859	-666	-5.896	-7.852	800	2.647	-1.830	2.085
2012 – mar.	8.028	-1.236	31.493	234	-105	-2.823	-10.202	-5.556	36.827	8.319	7.985
giu.	-3.934	470	-1.493	17.811	1.886	-3.131	-11.661	-2.382	11.139	4.290	8.599
set.	4.803	-1.243	5.063	4.197	-229	433	199	-22.727	14.268	83	499
dic.	-1.932	695	-14.645	2.641	-770	18.738	11.525	30.665	4.031	2.037	12.464
2013 – mar.	228	-1.443	4.992	42.536	-501	-11.089	-11.463	-10.746	36.166	563	1.074
giu.	-5.079	-670	6.533	32.929	473	-26.243	-30.395	-8.646	8.614	2.268	7.100
set.	533	488	600	-4.448	-2.105	34.280	35.472	7.310	28.859	-255	673
2012 – gen.	-473	-483	17.980	18.755	-1.250	-32.029	-32.573	-5.655	2.983	653	863
feb.	-816	-102	8.533	-15.769	691	15.620	16.040	1.527	8.259	228	0
mar.	9.317	-651	4.980	-2.752	454	13.586	6.331	-1.428	25.585	7.438	7.122
apr.	-896	-115	6.058	-10.117	1.399	13.347	6.953	-4.253	9.791	9.047	6.604
mag.	-1.933	38	66	14.481	-16	-6.112	-8.277	2.724	6.486	1.406	1.803
giu.	-1.106	547	-7.617	13.448	504	-10.366	-10.337	-853	-5.138	-6.164	192
lug.	1.705	-1.007	-2.183	-2.966	-2.001	1.739	597	-10.951	-3.706	-679	499
ago.	1.120	270	-1.412	-1.337	171	7.911	8.158	-6.890	6.452	-758	0
set.	1.979	-505	8.658	8.500	1.601	-9.216	-8.556	-4.886	11.522	1.519	0
ott.	-1.449	-161	4.885	16.287	-184	-7.326	-6.971	7.501	12.213	-1.261	5.732
nov.	-3.414	-264	1.970	5.621	872	-6.230	-6.235	5.805	-1.181	-85	0
dic.	2.931	1.120	-21.500	-19.267	-1.458	32.294	24.731	17.359	-7.001	3.384	6.732
2013 – gen.	1.501	-1.356	6.549	28.069	-1.408	-33.848	-33.717	-13.033	863	-244	384
feb.	-3.915	8	266	-2.194	26	19.041	18.461	-110	13.225	551	691
mar.	2.642	-94	-1.823	16.660	880	3.718	3.793	2.397	22.078	256	0
apr.	-3.348	-218	3.050	6.495	622	3.892	3.894	-1.111	10.711	-47	2.866
mag.	584	-286	3.613	24.909	301	-18.022	-20.398	-90	11.386	3.270	2.883
giu.	-2.315	-166	-130	1.525	-450	-12.113	-13.891	-7.445	-13.483	-956	1.350
lug.	1.656	400	-1.095	785	-3.481	7.604	8.053	13.000	5.469	483	481
ago.	-1.629	-538	104	-13.089	806	21.374	21.769	-5.994	7.567	-48	0
set.	506	626	1.591	7.856	570	5.302	5.650	304	15.823	-689	192
ott.	-2.424	-805	-514	21.208	-1.613	-7.011	-6.722	6.590	9.645	38	2.866
nov.	-242	-145	-2.508	21.063	-577	-10.846	-11.518	-10.558	6.891	-190	711

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

**Debito delle Amministrazioni pubbliche (1)**  
*(milioni di euro)*

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Altre passività	Debito delle Amministrazioni pubbliche	Per memoria				
	<i>di cui: raccolta postale</i>							<i>di cui: connesse con i prestiti dell'EFSF</i>		Disponibilità liquide del Tesoro (2)	Depositi presso IFM residenti al netto delle operazioni di liquidità	Sostegno finanziario ai paesi dell'UEM (3)
2010	156.861	25.195	129.862	1.418.760	132.521	13.248	0	1.851.252	43.249	0	35.688	3.909
2011	153.226	22.080	131.181	1.473.355	132.540	17.310	3.110	1.907.612	24.255	0	35.385	13.118
2012	160.191	20.765	151.600	1.503.654	133.321	40.667	26.925	1.989.431	34.394	0	27.210	42.665
2010 – mar.	152.576	28.592	150.496	1.358.221	132.889	11.577	0	1.805.758	41.299	0	34.965	0
giu.	153.792	27.662	149.865	1.382.256	131.947	12.130	0	1.829.990	44.773	0	38.230	2.922
set.	152.477	26.443	147.911	1.403.642	133.807	12.037	0	1.849.873	46.961	0	36.568	3.909
dic.	156.861	25.195	129.862	1.418.760	132.521	13.248	0	1.851.252	43.249	0	35.688	3.909
2011 – mar.	154.878	23.590	142.246	1.431.025	133.753	13.571	786	1.875.472	34.940	0	35.794	8.655
giu.	156.025	22.696	136.638	1.467.054	134.882	15.652	2.157	1.910.250	50.442	0	36.526	10.026
set.	152.332	22.341	145.736	1.445.292	133.205	15.353	2.157	1.891.919	16.403	800	36.274	11.032
dic.	153.226	22.080	131.181	1.473.355	132.540	17.310	3.110	1.907.612	24.255	0	35.385	13.118
2012 – mar.	161.254	20.844	162.677	1.474.193	132.434	24.689	11.095	1.955.247	34.457	5.556	33.626	21.103
giu.	157.320	21.314	161.186	1.496.852	134.321	33.219	19.695	1.982.898	46.118	7.938	26.507	29.702
set.	162.123	20.071	166.248	1.500.595	134.092	33.454	20.193	1.996.512	45.919	30.665	25.380	30.201
dic.	160.191	20.765	151.600	1.503.654	133.321	40.667	26.925	1.989.431	34.394	0	27.210	42.665
2013 – mar.	160.418	19.323	156.590	1.544.998	132.820	41.041	27.999	2.035.866	45.856	10.746	24.609	43.739
giu.	155.339	18.653	163.123	1.579.423	133.293	45.193	32.232	2.076.371	76.251	19.392	27.075	50.839
set.	155.872	19.141	163.724	1.573.927	131.187	44.001	32.905	2.068.710	40.779	12.082	26.270	51.511
2012 – gen.	152.752	21.596	149.162	1.493.167	131.290	17.853	3.974	1.944.224	56.828	5.655	35.783	13.981
feb.	151.936	21.495	157.695	1.477.788	131.980	17.434	3.974	1.936.835	40.788	4.128	31.381	13.981
mar.	161.254	20.844	162.677	1.474.193	132.434	24.689	11.095	1.955.247	34.457	5.556	33.626	21.103
apr.	160.358	20.729	168.739	1.464.679	133.833	31.083	17.699	1.958.694	27.505	9.809	27.813	27.707
mag.	158.426	20.767	168.806	1.481.711	133.817	33.249	19.503	1.976.008	35.782	7.085	28.060	29.510
giu.	157.320	21.314	161.186	1.496.852	134.321	33.219	19.695	1.982.898	46.118	7.938	26.507	29.702
lug.	159.024	20.306	159.001	1.494.051	132.320	34.361	20.193	1.978.758	45.521	18.889	28.014	30.201
ago.	160.144	20.576	157.586	1.492.562	132.491	34.114	20.193	1.976.898	37.363	25.779	27.907	30.201
set.	162.123	20.071	166.248	1.500.595	134.092	33.454	20.193	1.996.512	45.919	30.665	25.380	30.201
ott.	160.674	19.910	171.134	1.517.228	133.908	33.099	20.193	2.016.042	52.890	23.164	28.314	35.933
nov.	157.260	19.646	173.102	1.523.593	134.780	33.104	20.193	2.021.839	59.125	17.359	27.925	35.933
dic.	160.191	20.765	151.600	1.503.654	133.321	40.667	26.925	1.989.431	34.394	0	27.210	42.665
2013 – gen.	161.691	19.409	158.147	1.531.230	131.913	40.535	27.309	2.023.517	68.110	13.033	26.327	43.048
feb.	157.776	19.417	158.413	1.529.241	131.939	41.116	27.999	2.018.486	49.650	13.143	25.761	43.739
mar.	160.418	19.323	156.590	1.544.998	132.820	41.041	27.999	2.035.866	45.856	10.746	24.609	43.739
apr.	157.070	19.105	159.640	1.551.203	133.442	41.039	27.999	2.042.394	41.963	11.857	26.750	46.605
mag.	157.654	18.819	163.253	1.577.769	133.743	43.415	30.883	2.075.835	62.361	11.947	26.645	49.489
giu.	155.339	18.653	163.123	1.579.423	133.293	45.193	32.232	2.076.371	76.251	19.392	27.075	50.839
lug.	156.995	19.053	162.029	1.580.533	129.812	44.744	32.713	2.074.112	68.199	6.392	28.067	51.319
ago.	155.366	18.515	162.133	1.567.718	130.618	44.349	32.713	2.060.183	46.429	12.386	26.803	51.319
set.	155.872	19.141	163.724	1.573.927	131.187	44.001	32.905	2.068.710	40.779	12.082	26.270	51.511
ott.	153.448	18.336	163.210	1.595.378	129.574	43.711	32.905	2.085.321	47.501	5.492	26.437	54.378
nov.	153.206	18.191	160.702	1.616.779	128.997	44.383	33.617	2.104.068	59.019	16.050	26.107	55.089

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

